

2026 年 4 月 23 日 全 7 頁

株主提案に対する機関投資家の議決権行使

運用会社の議決権行使基準と過去事例から今後を見通す

調査本部 フェロー兼
エグゼクティブ・サステナビリティ・アドバイザー 塩村 賢史

[要約]

- 主要機関投資家の議決権行使基準を比較すると、株主提案の議決権行使判断において、幾つかの共通点が確認できる。当然、機関投資家はその議案が中長期的な企業価値向上に資するかを重視しており、気候変動や人権等のサステナビリティ関連提案には肯定的なスタンスを示している。一方、政治的主張や経営の自由度を過度に制約する提案には否定的なスタンスである。
- サステナビリティ関連の株主提案では、みずほフィナンシャルグループの 2020 年の定款変更を求める気候変動関連提案は 34%の賛成率を記録し、当時注目されたが、その後の同様な株主提案の賛成率は低下傾向にある。それは株主側の気候変動に対する関心の低下が影響している可能性もあるが、企業側のこれまでの取組が評価され、定款に書き込み経営の自由度を制約するほどではないという認識が広がっているからであろう。
- 定款変更を伴わない株主提案のなかでは、2021 年にエフィッシモ・キャピタル・マネジメントが、東芝の臨時株主総会で提案した第三者調査の実施を求める議案が注目される。これは普通決議の議案であり、実際に 57.9%の賛成で可決された。第三者調査に関する提案であれば、過度に経営を制約するものでもなく、機関投資家の賛同を得やすいという側面もあろう。
- 気候変動関連の株主提案は賛成率が低下傾向にあることから、環境 NPO は、定款変更以外の方法を模索する可能性がある。今後、環境 NPO とアクティビストが共闘することも考えられるが、アクティビストの投資目的は金銭的リターンの追求であり、中長期的企業価値向上に繋がると判断される議案でなければ、一般の機関投資家の賛同も得られない。そのため、実際に対象となるケースは限られよう。

はじめに

近年、日本においてはアクティビスト投資家の活動が活発化しており、環境 NPO や個人株主による株主提案も含めて増加傾向が続いている。多くの株主提案は、会社提案の剰余金処分議案や取締役選任議案のように形式基準や定量基準に基づき判断できるものではないため、運用会社が議決権行使を行う際には、個別に賛否を判断せざるを得ない。

本稿では、株主提案に対する主要機関投資家の議決権行使基準に示されている基本的なスタンスを整理した上で、過去のサステナビリティ関連の株主提案の注目事例について振り返る。また、足下では、定款変更を求めるサステナビリティ関連の株主提案の賛成率が低下傾向にあることから、定款変更によらない別のアプローチを模索する環境 NPO やアクティビストが増える可能性があるため、その事例についても紹介する。

株主提案に対する機関投資家のスタンス

機関投資家は、投資先企業に株主提案がなされた場合、どのようなスタンスで議決権を行使するのか、主要な機関投資家が掲げる議決権行使基準・議決権行使ガイドラインから、その判断基準を探ってみる。一般に、剰余金処分や取締役選任などの議案は、取締役会の構成や業績などの定量基準が行使判断を大きく左右することになるが、株主提案に対しては、内容が千差万別ということもあり、当該企業のこれまでの取り組みなどの定性情報などを踏まえた上で、個別に判断されることが多い。しかし、主要運用会社の株主提案に関する議決権行使基準を比較すると、幾つかの共通点も浮かび上がってくる（図表 1）。

まずは、当然のことながら、どの運用会社も個々の株主提案の内容が中長期的な企業価値向上に繋がる内容かということを重視している点である。また、気候変動や人権などのサステナビリティに関する情報開示を求める提案には、賛成を検討する運用会社が多い一方で、反対を検討するケースとしては、①社会的・政治的な主張や目的によるものであること、②会社裁量・業務執行の範疇にあり、経営の自由度を低下させかねないこと、③会社側が既に十分取り組んでいること、などが挙げられている。

図表 1 主な運用会社の議決権行使基準に示された株主提案に対するスタンス

運用会社	基本的な判断姿勢	賛成を検討する主なケース	反対を検討する主なケース
アセットマネジメント One	中長期的な株主価値向上の観点から個別に判断	重要性の高い環境・社会リスク等の適切な情報開示を求める議案で、中長期的な株主価値向上に資すると判断される場合	明らかに株主価値向上以外の目的（政治的問題等）、業務執行の範疇（詳細な業務執行に係る定款変更）、既に十分取り組まれている事項、法律や規制で対処されるべき事項、など
大和アセットマネジメント	企業価値の増大に寄与するものとなっているかどうかを判断基準とする	任期短縮、出席率開示、買収防衛策廃止、報酬個別開示、クローバック条項導入など。ESG 課題の情報開示拡充や取組み強化は、企業の取組み状況や業務執行への影響を勘案して判断	当社基準で賛成となる役員の解任、役員人数の限定、機関設計の変更、理由が不適切・不明確な議案、経営側に判断を委ねるべき内容など
野村アセットマネジメント	長期的な株主価値の向上又は毀損防止の観点から個別に判断する	ESG 方針や気候変動等の開示、社外取締役設置、議長と CEO の分離、相談役・顧問廃止、報酬個別開示、女性役員選任など（何れも社会的・政治的な主張が目的のものを除く）	社会的・政治的な主張が目的、個別具体的な業務執行に関わる定款変更、内容が明確性・具体性を欠くもの、利益相反が疑われるもの、経営の自由度を低下させるものなど
ブラックロック	提案内容が企業の長期的な価値創造に寄与するかを評価。課題の重要性・緊急性に加え、事業上・経済上の関連性を考慮する	提案の履行が長期的な価値創造に資すると考えられ、かつ企業の対応に改善の余地がある場合	長期的な価値創造に資すると考えられない場合。経営を過度に制約すると判断される場合
三井住友トラスト・アセットマネジメント	中長期的な株主価値の最大化に繋がるかを、会社提案と同等に判断する	ガバナンス改善、買収防衛策廃止、報酬個別開示、クローバック条項導入など。気候変動関連については、温室効果ガスの高排出量企業において、情報開示や取組みが不十分な場合など	経営方針と非整合、特定の社会的・政治的問題解決が目的、提案理由の合理性不足、業務執行の妨げになる定款変更、過剰な還元要求（総還元性向 100%以上）など
三菱 UFJ 信託銀行	企業価値増大やガバナンス向上に寄与するかを基準に個別に判断する	重要な問題点の改善、サステナビリティ情報開示の拡充、基準抵触役員の解任、過剰資本がある場合の還元要求、調査委員会の設置（調査の必要性、会社の取組状況等を考慮）など	会社裁量に関わる事項の定款記載（機動的な業務執行の支障となるおそれ）、利益相反が疑われる提案、経営の自由度を低下させる提案、説明不足な提案など
りそなアセットマネジメント	中長期の株主価値向上、企業理解に資する情報開示、株主権利の保護に資するかを検討する	ガバナンス・財務改善に資する場合。買収防衛策廃止、政策保有株縮減、報酬個別開示、重要なサステナビリティ課題（気候変動、人権等）に関する定款変更など	個別具体的な業務執行に関する定款変更（経営の自由度を縛る懸念があるため）。中長期の株主価値を明らかに毀損する場合や、企業側が相当の対応を行っている場合

（注）掲載は運用会社名の五十音順

（出所）各運用会社の開示資料（2026年4月時点）に基づき大和総研作成

サステナビリティ関連等の株主提案の注目事例

次に、サステナビリティ関連の株主提案に対して、過去に株主、特に機関投資家がどのような議決権行使を行ってきたのかを確認する。気候変動に関する株主提案としては、2020年6月のみずほフィナンシャルグループ（以下、みずほFG）の定時株主総会において、環境NPOから提案された「定款一部変更の件（パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示）」が最初の株主提案とされている。これは、定款変更に関する株主提案であり、可決には出席株主の議決権の3分の2以上の賛成が必要（特別決議）であることを考えれば、可決には遠く及ばない結果ではあったものの、34%という高い賛成率は市場関係者や株主総会関係者などに大きな衝撃を与えた（図表2）。それに続いて、他のメガバンクなども同様の株主提案を受けている。提案内容が異なるため、単純な比較はできないものの、気候変動に関する定款変更を求めた株主提案の賛成率は低下傾向にある。これは、気候変動に対する株主の関心の低下の影響もあるかもしれないが、みずほFGの2つの株主提案に対する機関投資家の議決権行使と行使理由を見れば、メガバンクの気候変動問題への対応が進んできたことが、株主に一定程度評価された結果とみることもできよう（図表3）。

図表2 メガバンクに対する気候変動関連の主な株主提案（定款変更）

社名	株主総会開催	議案番号	議案内容	賛成率(%)	結果
みずほFG	2020年6月	第5号	パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示	34.0	否決
	2023年6月	第2号	投融資ポートフォリオを2050年炭素排出実質ゼロを求めるパリ協定1.5度目標に整合させるための移行計画の策定及び開示	19.0	否決
	2025年6月	第3号	顧客の気候変動移行計画の評価に関する情報開示	10.0	否決
三菱UFJFG	2021年6月	第3号	パリ協定の目標に沿った投融資を行うための経営戦略を記載した計画の策定・開示	22.7	否決
	2023年6月	第3号	投融資ポートフォリオを2050年炭素排出実質ゼロを求めるパリ協定1.5度目標に整合させるための移行計画の策定及び開示	17.3	否決
	2025年6月	第4号	顧客の気候変動移行計画の評価に関する情報開示	8.9	否決
三井住友FG	2022年6月	第4号	パリ協定目標と整合する中期および短期の温室効果ガス削減目標を含む事業計画の策定開示	27.1	否決
	2024年6月	第5号	顧客の気候変動移行計画に関する評価	24.2	否決
	2025年6月	第4号	顧客の気候変動移行計画の評価に関する情報開示	14.8	否決

(注1) メガバンクに対する気候変動関連の株主提案（定款変更）の主なものを掲載

(注2) FGはフィナンシャルグループの略

(出所) 各運用会社の開示資料、臨時報告書に基づき大和総研作成

図表3 みずほFGの2つの株主提案に対する主要運用会社の議決権行使

みずほFGの2020年6月定時株主総会の第5号議案【賛成率34%】

(パリ協定の目標に沿った投資のための経営戦略を記載した計画の開示)

運用会社	行使結果	行使理由
アセットマネジメントOne	賛成	株主価値向上に資すると判断
大和アセットマネジメント	反対	-
野村アセットマネジメント	賛成	業務執行を妨げる内容でないことに加え、中長期的な企業価値への影響、気候変動問題の重要性を考慮して賛成
ブラックロック	※	※
三井住友トラスト・アセットマネジメント	反対	-
三菱UFJ信託銀行	反対	「TCFDレポート」を発行するなど、同社の対応に特段問題がないと考えることから反対
りそなアセットマネジメント	反対	株主提案の内容は特に問題ないが、企業の情報開示水準を考慮し判断

みずほFGの2025年6月定時株主総会の第3号議案【賛成率10%】

(顧客の気候変動移行計画の評価に関する情報開示)

運用会社	行使結果	行使理由
アセットマネジメントOne	反対	株主価値向上に繋がらないと判断
大和アセットマネジメント	反対	個別検討議案のため当社の利益相反管理方針に基づいて判断
野村アセットマネジメント	反対	当該企業の取組みはすでに一定の水準にあることから、取締役会の取組みを尊重する方が合理的と判断
ブラックロック	反対	提案が経営自由度を過度に狭めることが一般株主の利益に反する
三井住友トラスト・アセットマネジメント	反対	-
三菱UFJ信託銀行	反対	定款に定め強制する必要性が乏しいと考えることから反対
りそなアセットマネジメント	反対	少なくとも現在のところ、国際的な社会規範であるとは認められないと判断

(注1) 掲載は運用会社名の五十音順、FGはフィナンシャルグループの略

(注2) 「-」については、運用会社の開示資料において、当該議案に関する行使理由が明記されていない

(注3) 「※」については、2026年4月18日時点で運用会社のウェブサイトにてデータが確認できない

(出所) 各運用会社の開示資料、臨時報告書に基づき大和総研作成

株主提案を受けて第三者調査が実施された東芝の事例

前節で紹介した定款変更を求める「サステナビリティ関連等の株主提案」は、足下では賛成率が低下していることもあり、企業に対するプレッシャーも弱まってきている。そのため、アクティビストや環境 NPO は別のアプローチを模索する可能性があるだろう。例えば、2021 年 3 月に東芝の臨時株主総会にエフィッシモ・キャピタル・マネジメント（以下、エフィッシモ）が上程した株主提案（第 1 号議案）は、前年の東芝の定時株主総会が適正に運営されたのかについて、調査をするための調査者を選任するものであった。これは、特別決議となる定款変更とは異なり、出席した当該株主の議決権の過半数で可決される普通決議の議案であり、可決のハードルが大きく下がる。実際に、この東芝の株主提案（第 1 号議案）は 57.9%の賛成多数で可決されている（図表 4）。

運用会社の議決権行使担当者の立場からは、その議案が可決されることで中長期的な企業価値の向上に資するの否かということが、すべての議決権行使判断の軸となる。東芝のケースのように第三者調査の実施（調査者の選任）を求めるような議案の場合は、政治的な主張でも経営の自由度を低下させるものでもなく、株主と企業（取締役会）側とで対立する主張の白黒をつけるために、第三者の調査を行っても良いのではないかと考える機関投資家がいても不思議ではない。

図表 4 東芝臨時株主総会（2021 年 3 月開催）第 1 号議案に対する主要運用会社の議決権行使

東芝の2021年3月開催の臨時株主総会の第1号議案【賛成率57.9%】

（会社法第316条2項に定める株式会社の業務及び財産の状況を調査する者の選任を求める議案）

運用会社	行使結果	行使理由
アセットマネジメントOne	反対	株主価値向上に繋がらないと判断
大和アセットマネジメント	賛成	ガバナンス上問題があると判断
野村アセットマネジメント	反対	株主価値向上又はガバナンス強化に対する効果が確認されないため
ブラックロック	※	※
三井住友トラスト・アセットマネジメント	賛成	株主総会の公正性検証
三菱UFJ信託銀行	反対	会社の対応に特段問題はなく、再調査を実施する必要性が認められない
りそなアセットマネジメント	反対	当社の関与について監査委員会が調査済み。当該調査を際限なく行うことが必ずしも株主価値向上に資するとは認められない

（注 1）掲載は運用会社名の五十音順

（注 2）「※」については、2026 年 4 月 18 日時点で運用会社のウェブサイトにてデータが確認できない

（出所）各運用会社の開示資料、臨時報告書に基づき大和総研作成

まとめ

株主提案については、運用会社の議決権行使方針やガイドラインに照らしても、明確に賛成もしくは反対のどちらかに行使判断が定まらないものが多く、運用会社の議決権行使担当者が

頭を悩ませている姿が想像される。これまで環境 NPO によるサステナビリティ関連の株主提案については、定款変更を求めるものが多く、近年は賛成率が低下傾向にある。一方で、2021 年にエフィッシモが東芝に対して行った株主提案のような第三者調査を求める議案は、普通決議であり、定款変更議案と比べると可決のハードルは低い。加えて、第三者調査を求める議案は経営の自由度を低下させるようなものでもないことから、機関投資家の賛同が得られやすい場合もあるため、環境 NPO が注目する可能性もあろう。また、逆にアクティビストが現経営者にプレッシャーをかけるために、環境 NPO の知見を借りることもあろう。

ただし、当然のことながら、アクティビストの投資目的は金銭的なリターンの獲得であり、株価上昇が期待できるものでなければ、アクティビストが環境 NPO と共闘するインセンティブは乏しい。また、一時的に株価が上昇するとしても、中長期的な企業価値向上に繋がらないものであれば、多くの株主の賛同は得られないだろう。環境 NPO とアクティビストが共闘しても、株主の過半数の賛同を得ることは容易ではない。