

2025年株主提案の 動向について

EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社

2025年9月16日

Prepared for

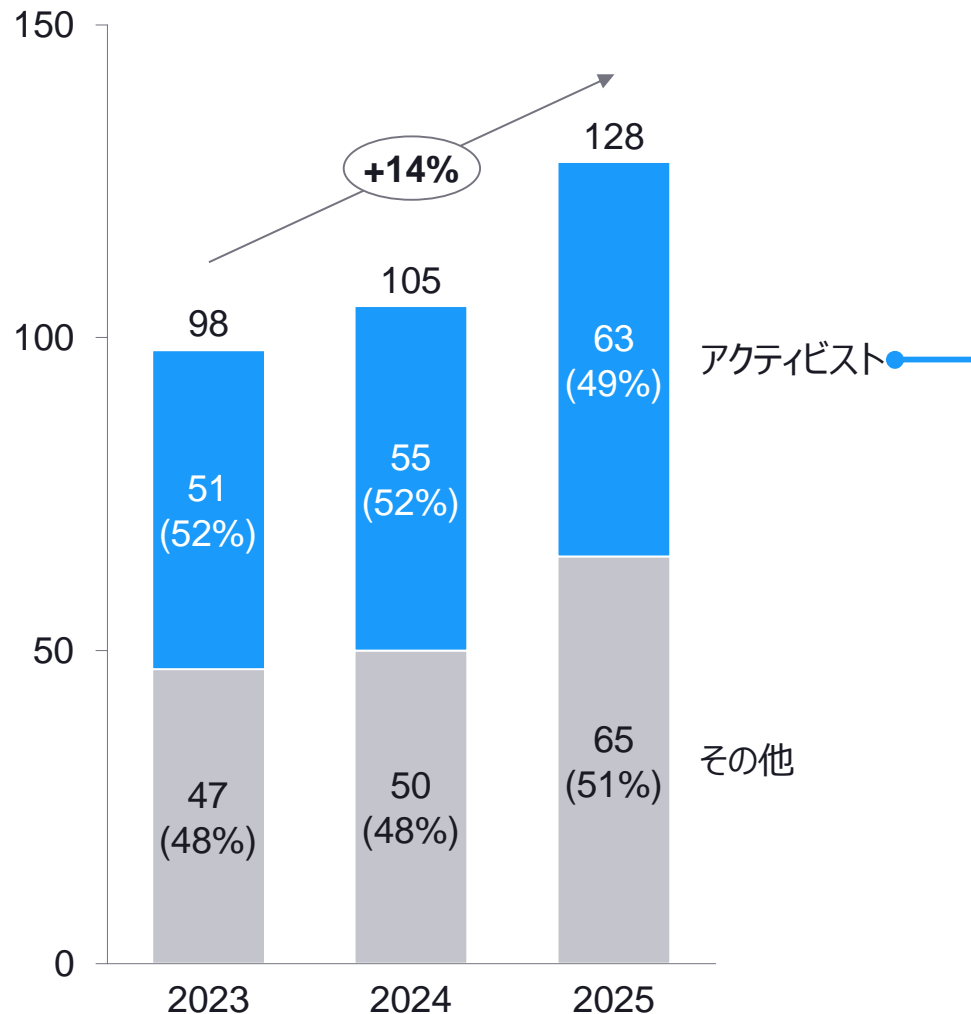
01

株主提案対象企業の状況

アクティビストからの株主提案の対象企業数は増加しており、特に時価総額1,000億円以上、PBR1倍以上の企業の割合が増加傾向

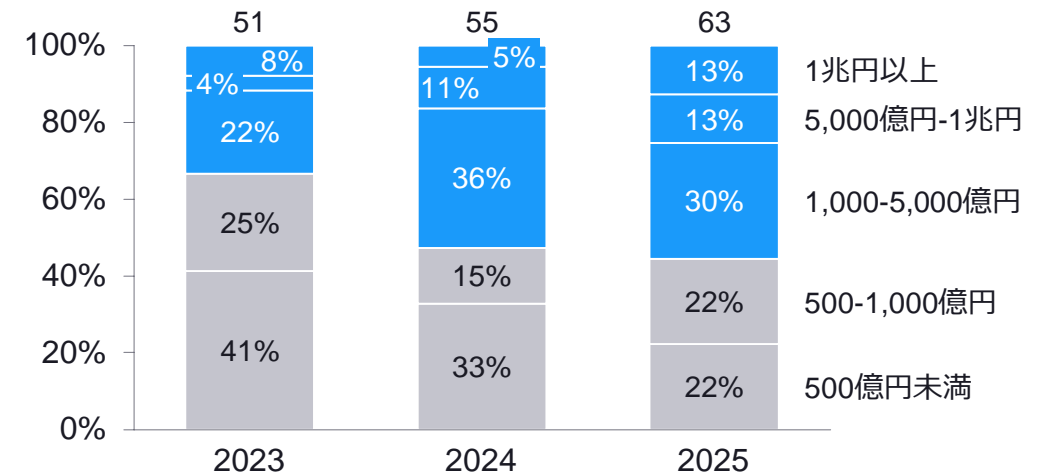
株主提案の対象企業数*1（1～6月総会）

株主提案の対象企業社数

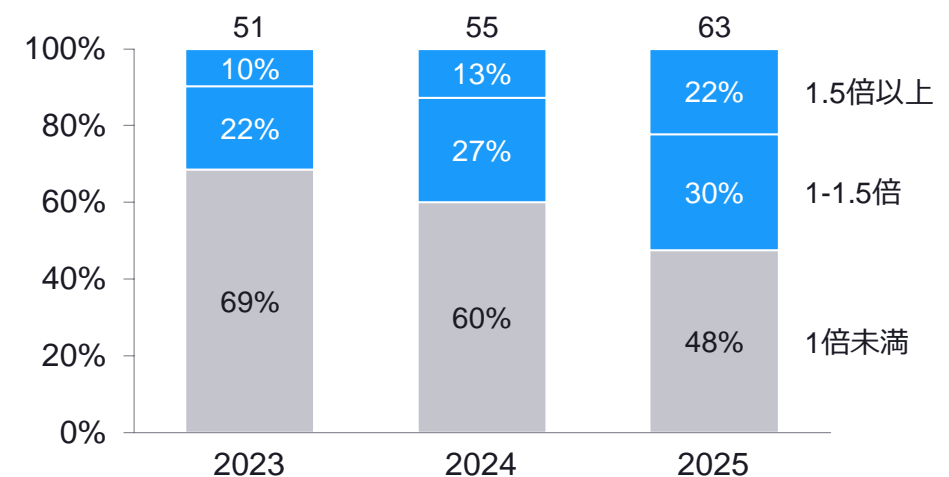


アクティビストによる株主提案の対象企業

対象企業の時価総額



対象企業のPBR



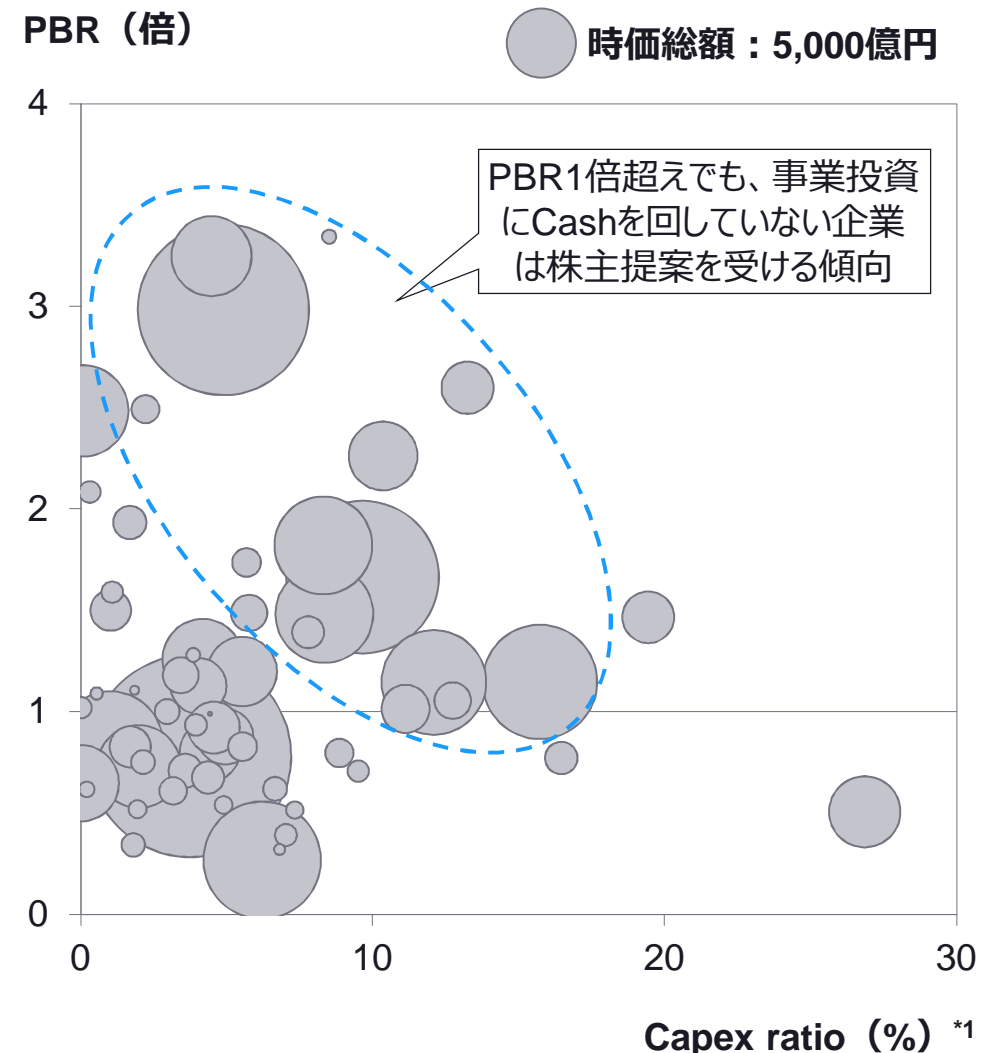
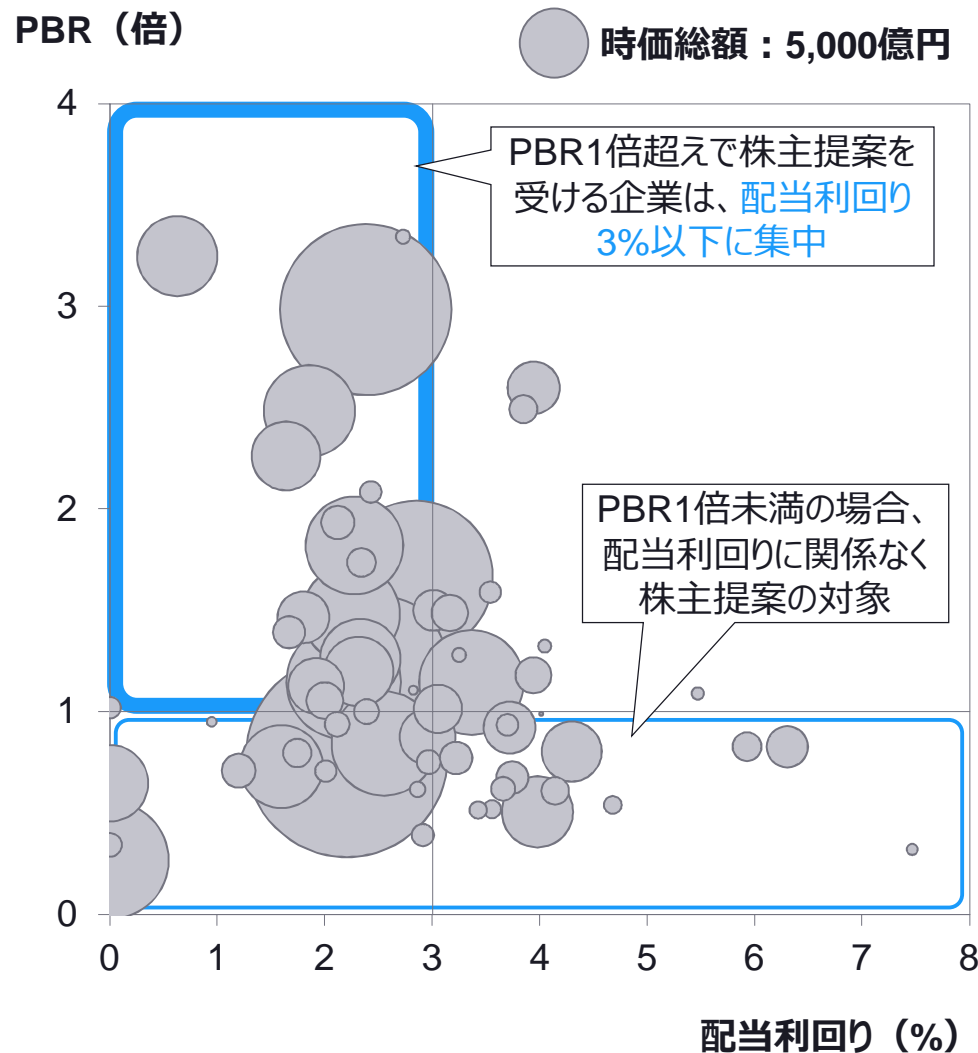
Source : Capital IQ

*1 : ES提案除く

*2 : 小数点の関係上、一部グラフの合計値は100%にならない場合あり（以降のグラフも同様）

PBR1倍超えであっても、事業投資や配当へのキャッシュアロケーションが不十分であるとアクティビストを誘引

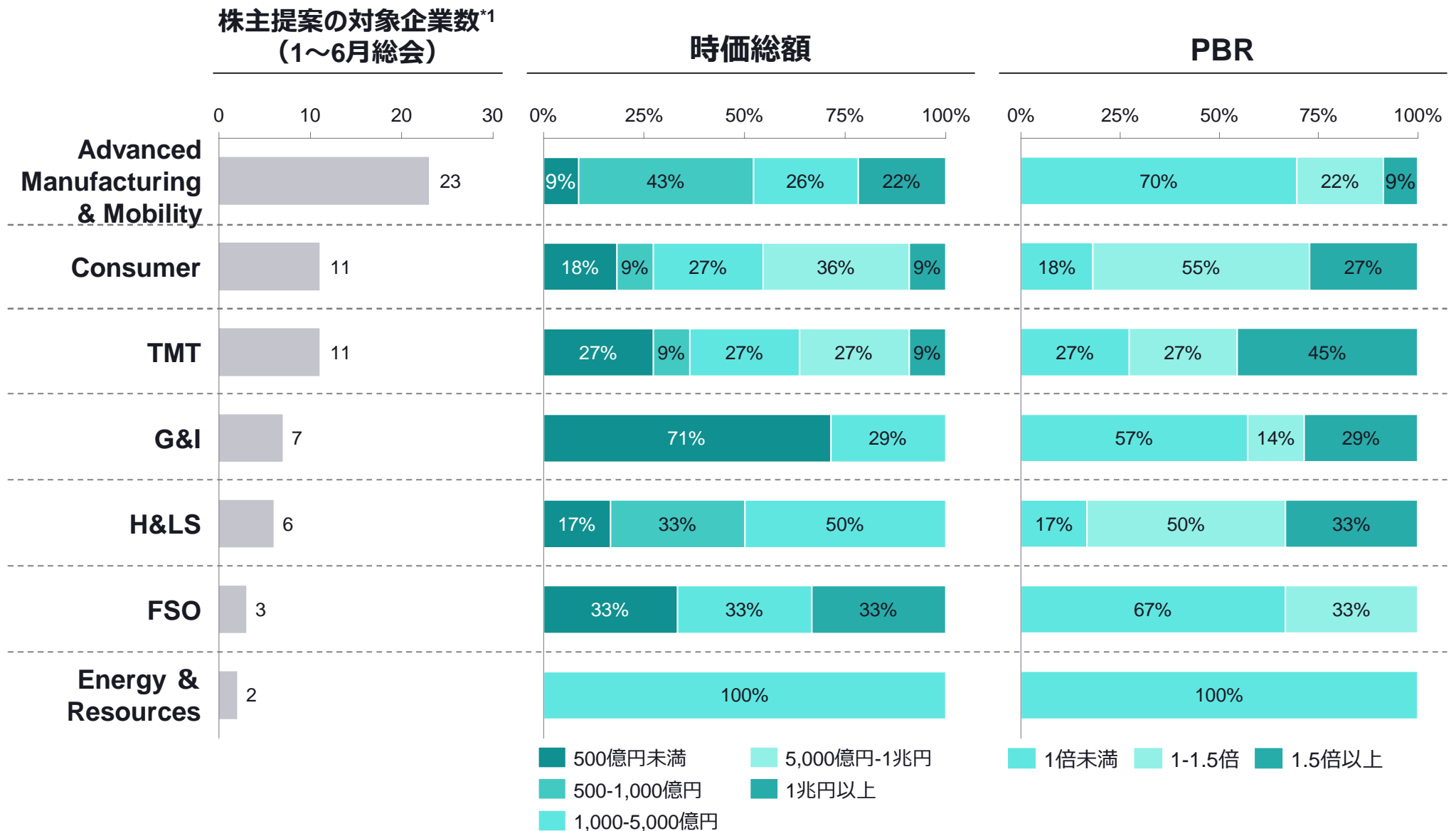
2025年1～6月総会でアクティビストから株主提案を受けた企業*1



*1：ES提案除く

*2：投資CF÷売上高（直近3年間の累積値ベース）

製造業（Advanced Manufacturing & Mobility および Consumer）を対象にした株主提案が過半数を占めており、業界によりボリュームゾーンとなる時価総額・PBRの水準が異なる



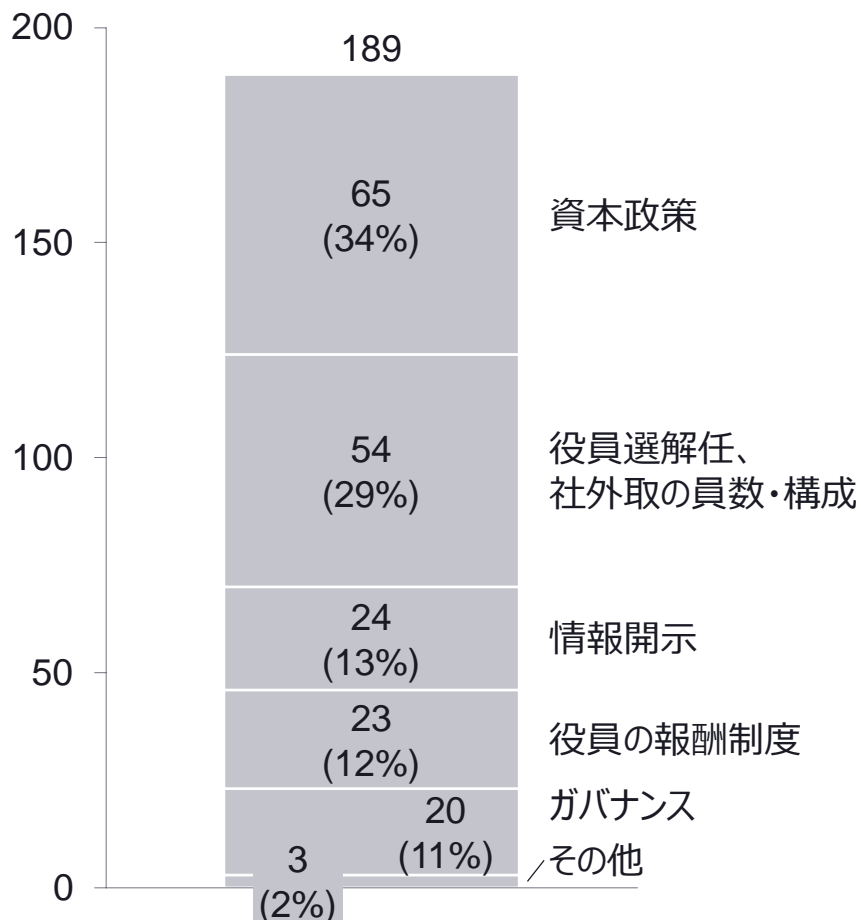
*1 : ES提案除く

アクティビストの株主提案は、並行して行われるキャンペーンの内容を踏まえると、キャンペーンでの経営戦略上の提言実行を意図したものが多数存在

アクティビストの株主提案は、表面上は資本政策や役員選解任・報酬、情報開示が中心

並行して行われるキャンペーンの内容を踏まえると、キャンペーンでの経営戦略上の提言実行を意図したものが多数存在

アクティビストからの議案*1（1～6月総会）



*1：ES提案除く

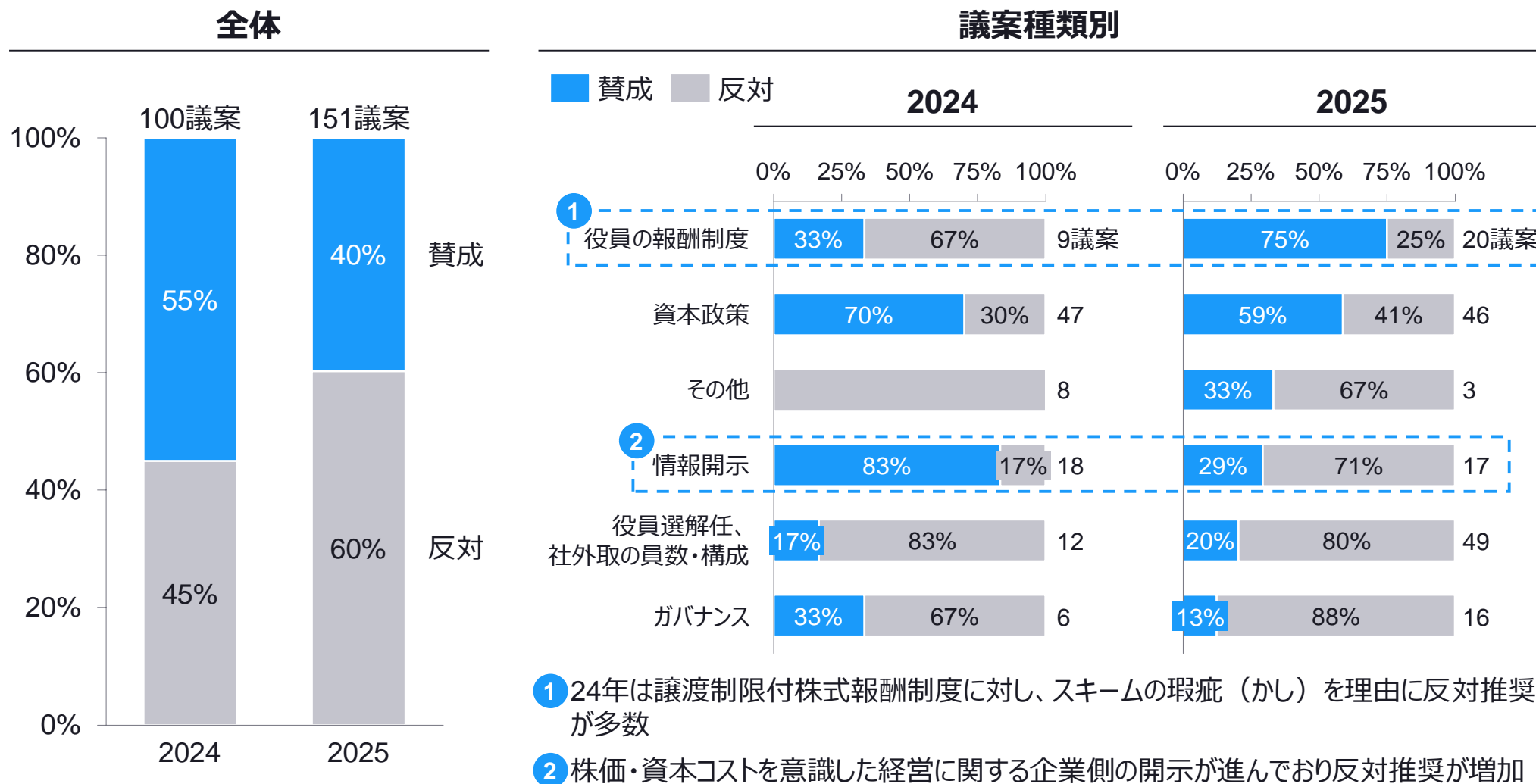
- **【資本政策】**A社に対する自己株式取得は、キャンペーンで提言されている**事業ポートフォリオ改革と関連**しており、資本コストを下回る**ノンコア事業**の売却資金を還元と成長投資に充当することを提言
- **【役員選解任、社外取の員数・構成】**B社への取締役選任案は、キャンペーンで提言している**ノンコア事業の切り離しの推進**を企図
- **【情報開示】**C社への事業ポートフォリオ計画の策定・開示に係る定款変更は、**不採算事業**や資本コスト割れの**ノンコア事業からの撤退**を企図
- **【役員の報酬制度】**D社への社外取締役の株式報酬制度導入は、キャンペーンでの**製品ポートフォリオ見直し**等の長期的な価値向上施策の**実現に必要**と主張
- **【ガバナンス】**E社に対する「上場関係会社の取り扱いの検討に関する規定の新設（定款一部変更）」は、**低稼働率工場の再編や一般管理費削減のボトルネックが親子上場**にあるとした上での提案

02

ISSの推奨状況

アクティビストによる株主提案に対し、ISSは4割の議案に賛成推奨しており、議案種類別では役員の報酬制度は8割弱、資本政策は6割弱の議案に賛成推奨

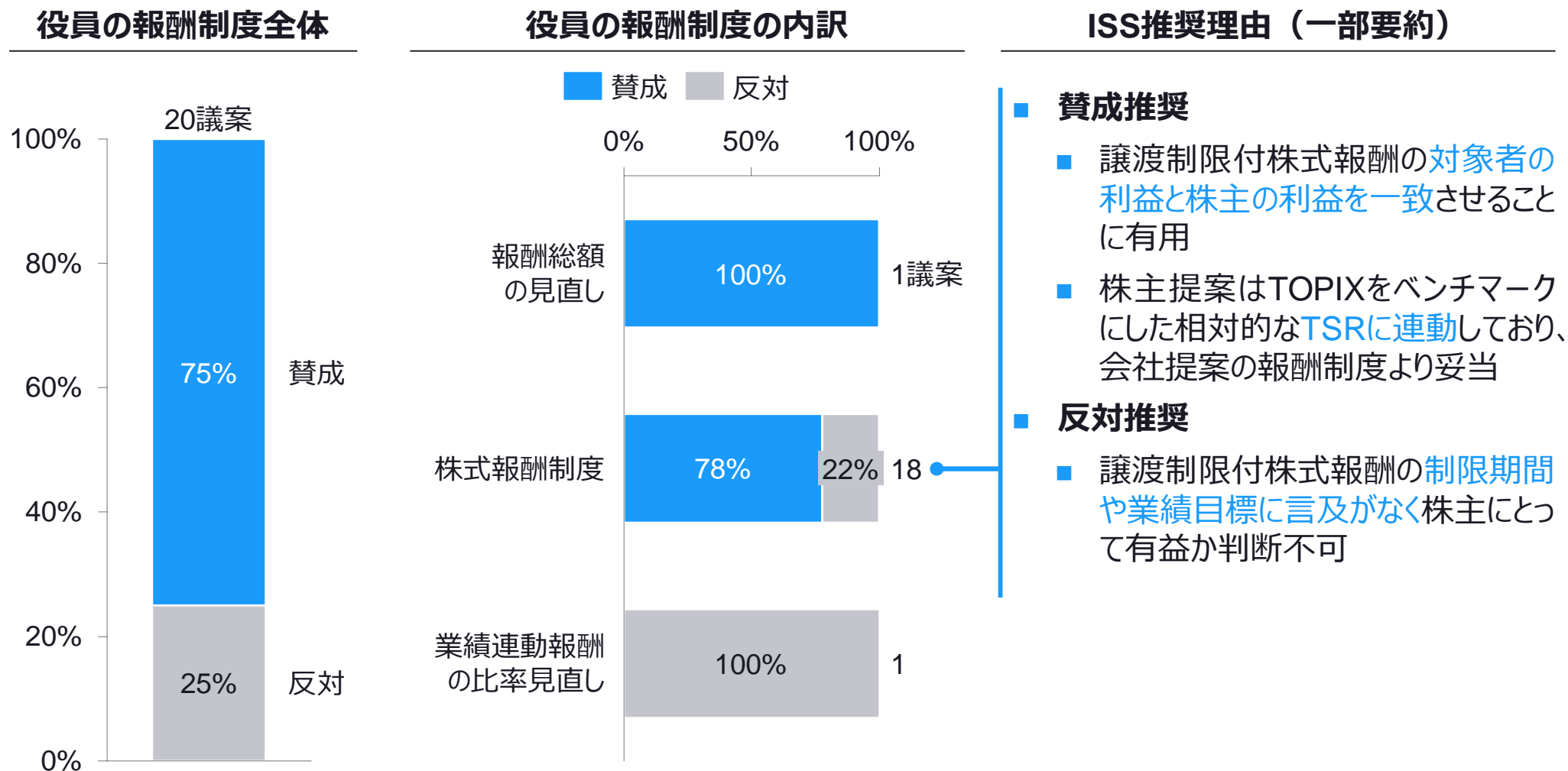
1～6月総会でのアクティビストによる株主提案へのISS推奨^{*1}



^{*1}：時価総額500億円以上でES提案を除く

アクティビストからの役員の報酬制度に対する株主提案の大半は、株式報酬制度に関連するものであり、ISSは8割弱の議案に賛成を推奨

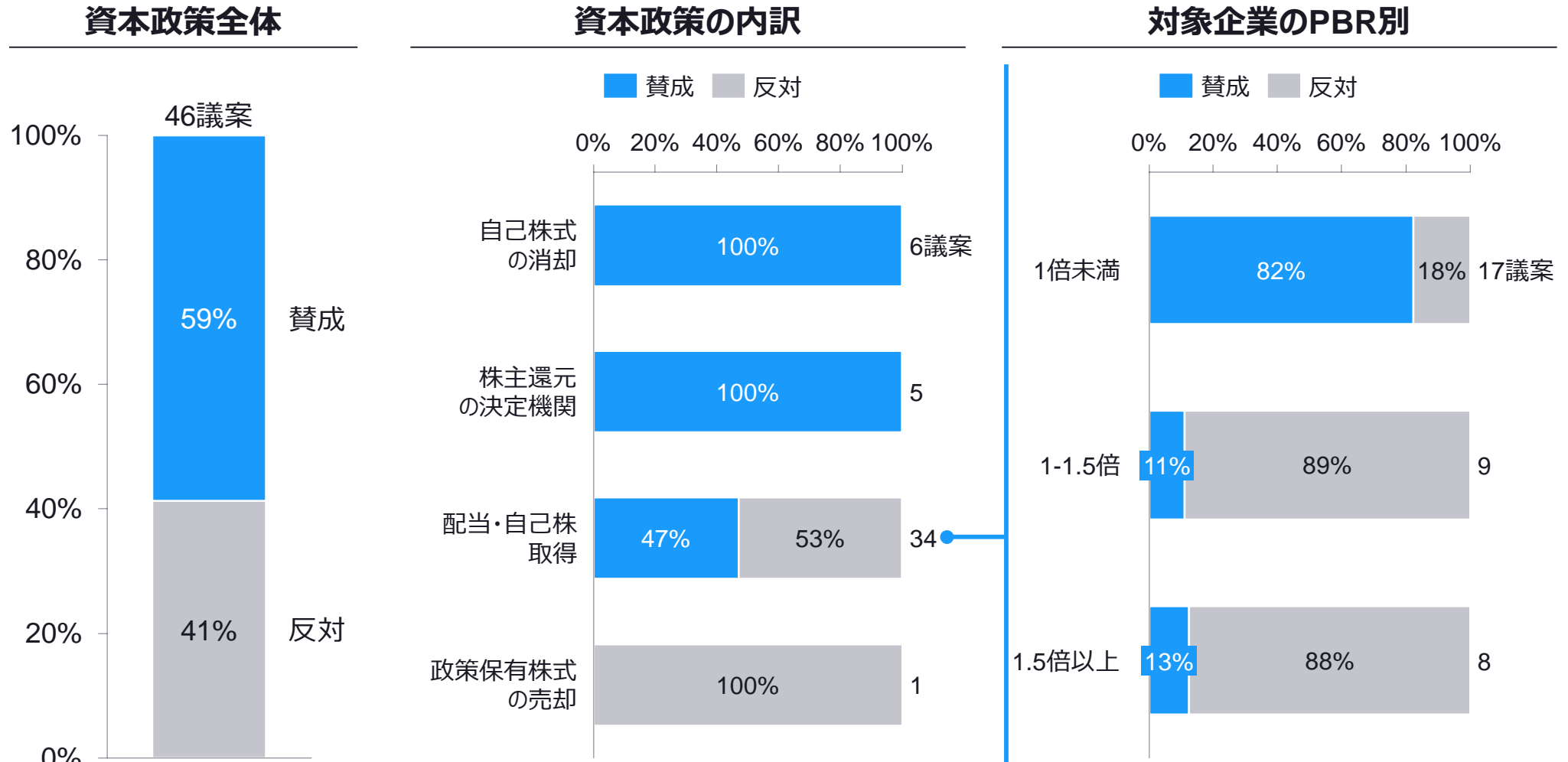
2025年1～6月総会でのアクティビストによる株主提案へのISS推奨^{*1}



*1：時価総額500億円以上でES提案を除く

アクティビストからの資本政策に関する株主提案の大半を占める、配当・自己株取得に対するISSの賛成・反対推奨は半々程度だが、PBR1倍未満の企業に対する議案には8割賛成を推奨

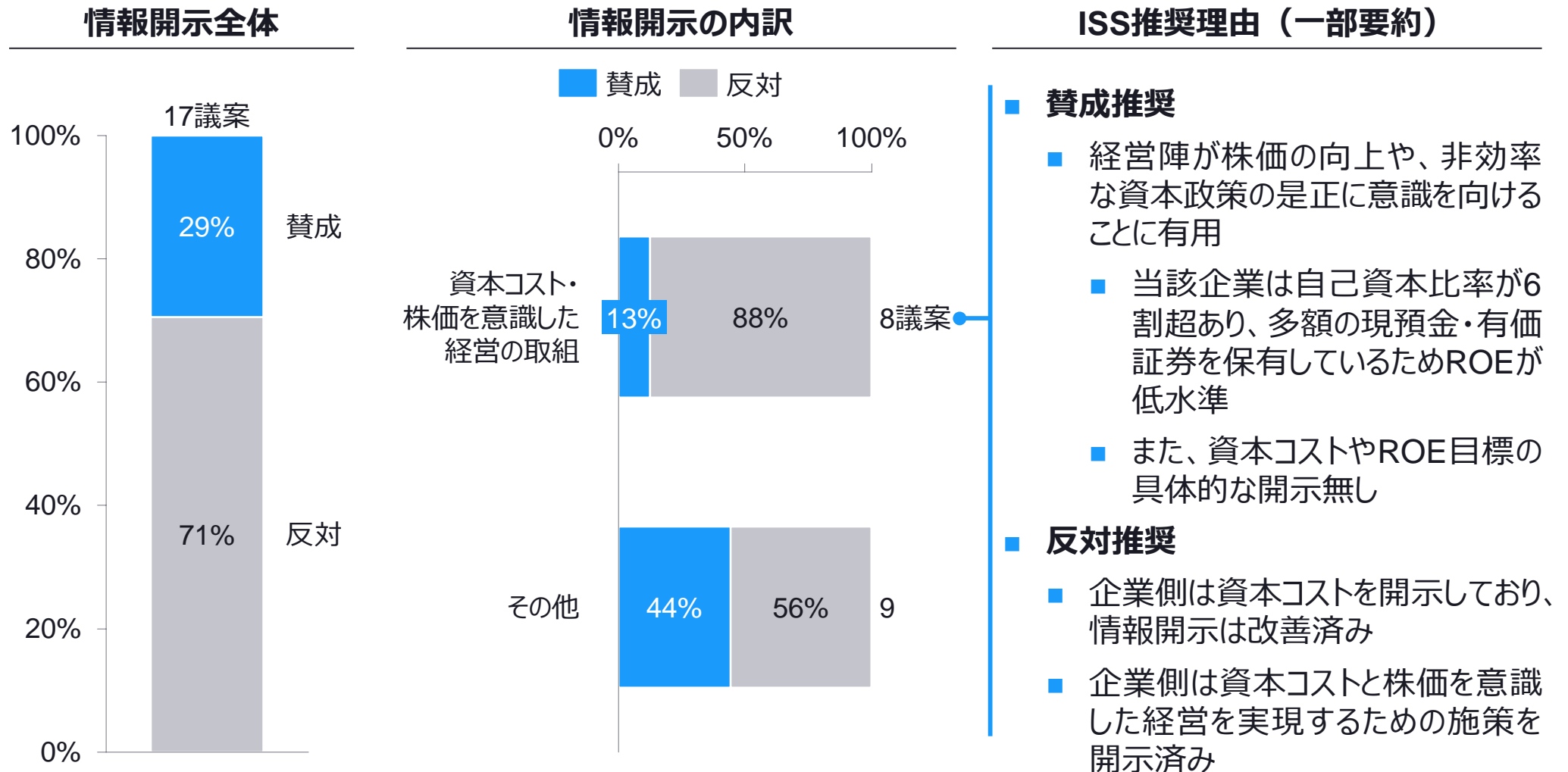
2025年1～6月総会でのアクティビストによる株主提案へのISS推奨^{*1}



*1：時価総額500億円以上でES提案を除く

資本コストや株価を意識した経営に関する取り組みの開示は、企業側の開示が進んでいるため、大半の議案に対しISSは反対を推奨

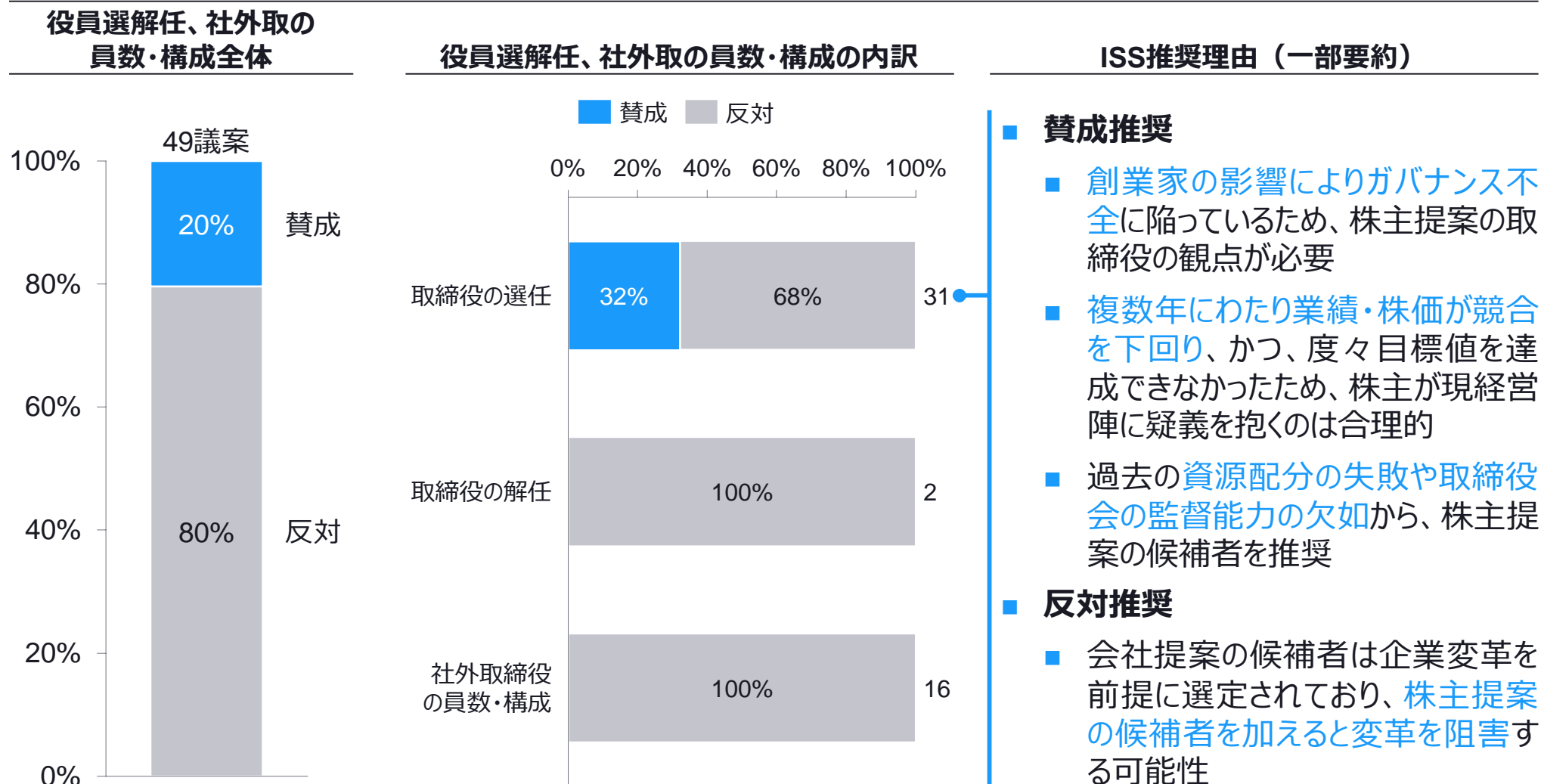
2025年1～6月総会でのアクティビストによる株主提案へのISS推奨^{*1}



^{*1}：時価総額500億円以上でES提案を除く

現経営陣や会社提案の候補者の業務執行・ガバナンスに疑義がある場合、ISSは株主が推薦する取締役役に賛成を推奨

2025年1～6月総会でのアクティビストによる株主提案へのISS推奨^{*1}



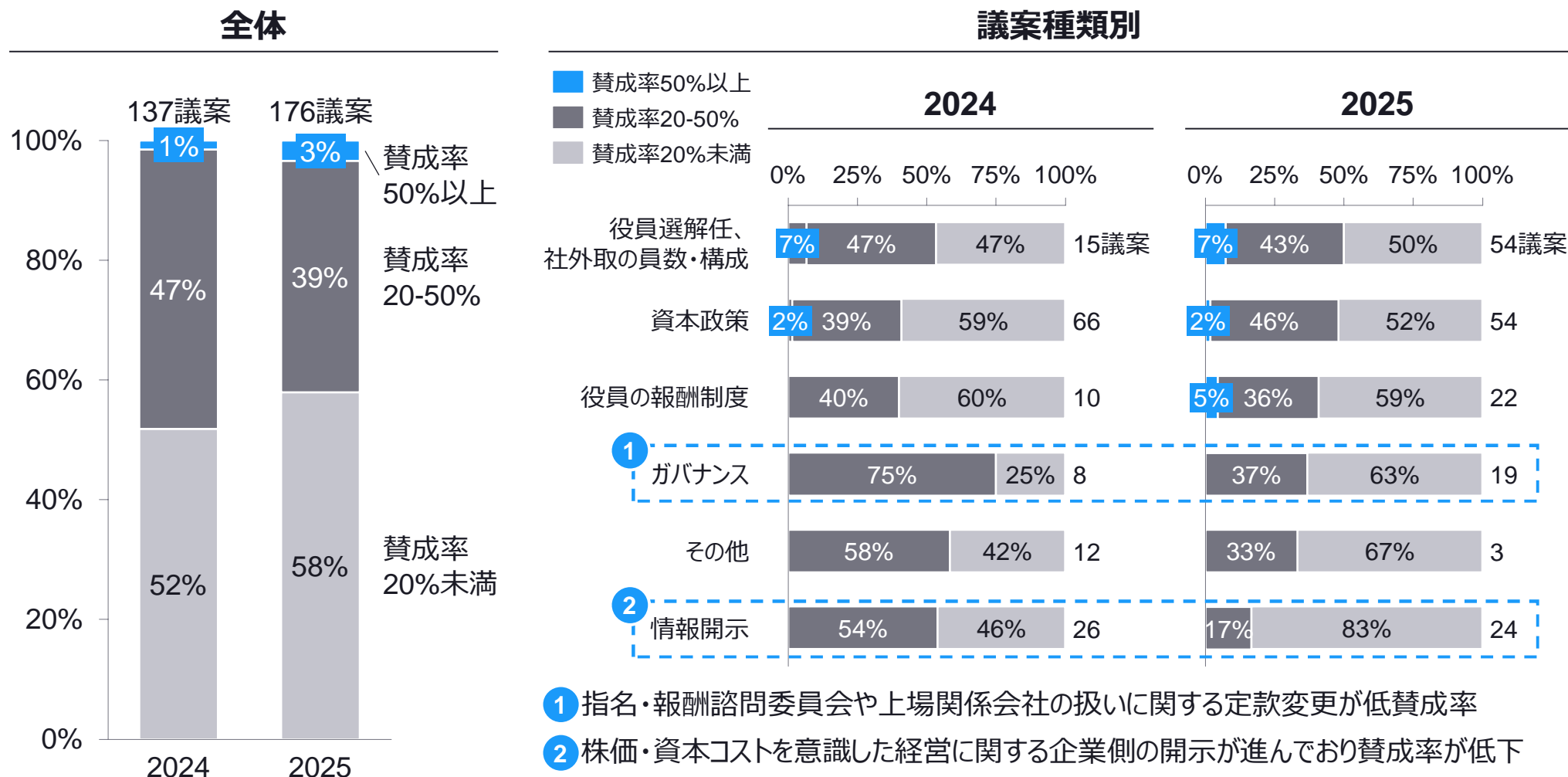
*1：時価総額500億円以上でES提案を除く

03

株主提案の議案別傾向

賛成率が20%以上の議案の割合は前年から微減しているが、情報開示以外の議案は2025年でも3-5割の議案が20%以上の賛成率を得ており、アクティビストの影響は大きいと思料

1～6月総会でのアクティビストによる株主提案への賛成動向*1

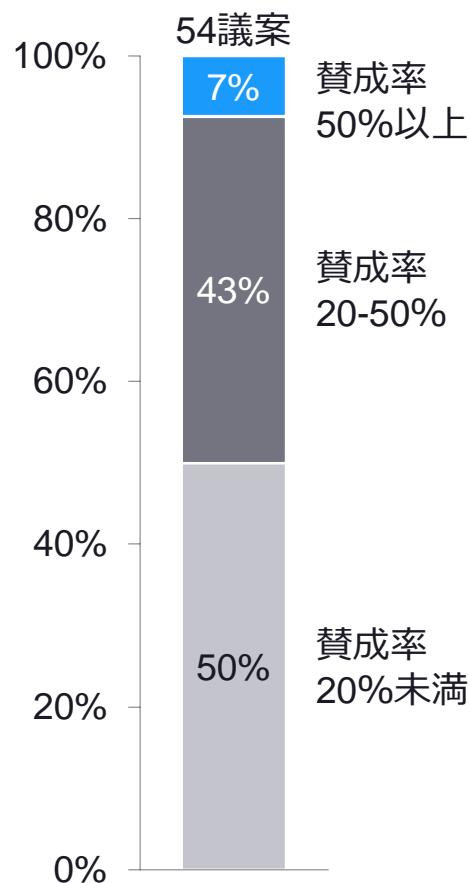


*1：ES提案を除く

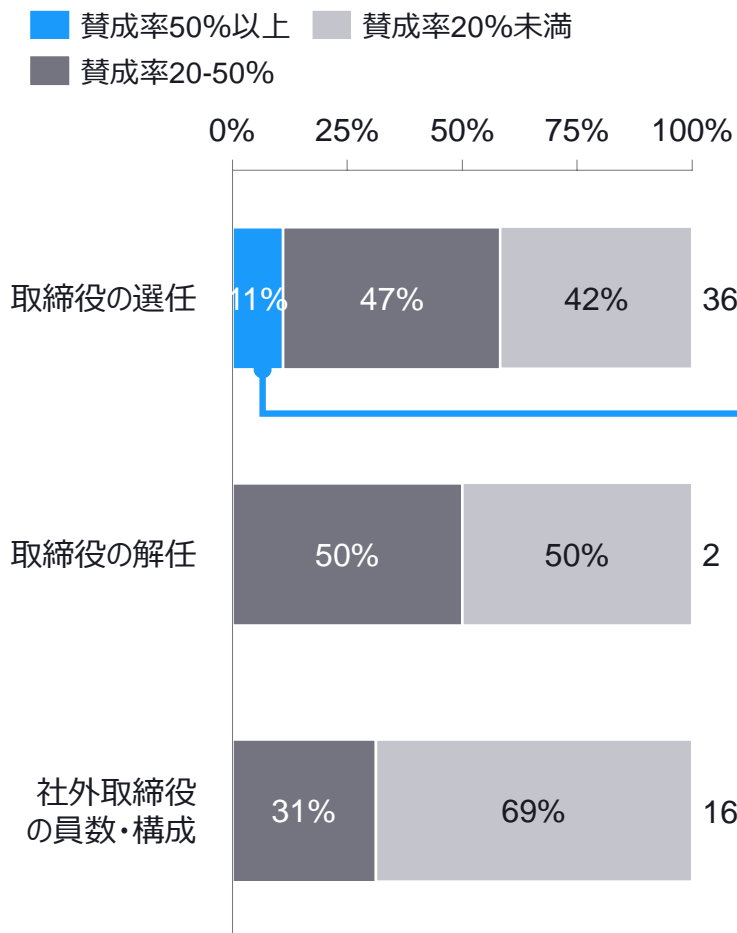
取締役の選任に関する株主提案にて、提案者の保有比率が2-3割を超えるケースで議案が可決

1～6月総会でのアクティビストによる株主提案への賛成動向*1

役員選解任、社外取の 員数・構成全体



役員選解任、社外取の員数・構成の内訳



株主提案による取締役選任の可決状況

提案者の保有比率が2～3割を超えるケースで株主提案が可決

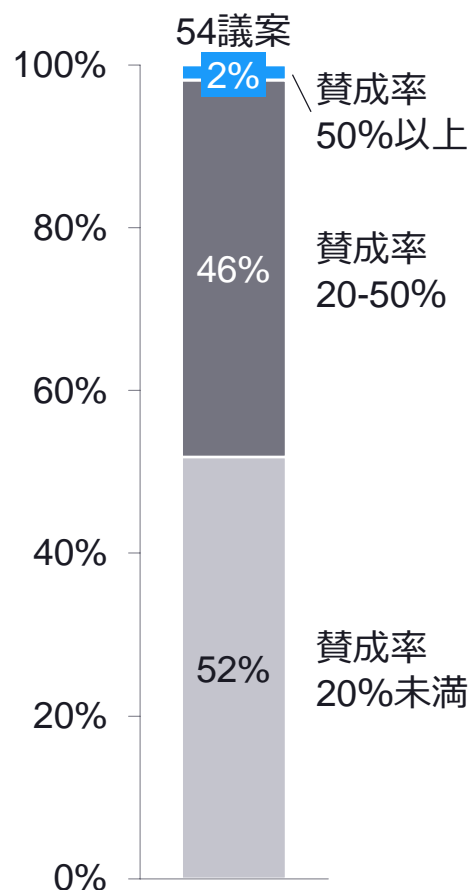
- 電子部品メーカーA社は定常的にPBRが1倍を下回る中、アクティビストに2割強の株式を保有され、監査等委員を除く取締役が総入れ替えに
- 情報・通信業B社は業績・株価が低迷しており、株式を3割強保有しているアクティビストの提案が可決
- 医療品メーカーC社は長期的に利益が低下しており、共同保有で2割強株式を保有しているアクティビストから1名取締役を受け入れることに

*1：ES提案を除く

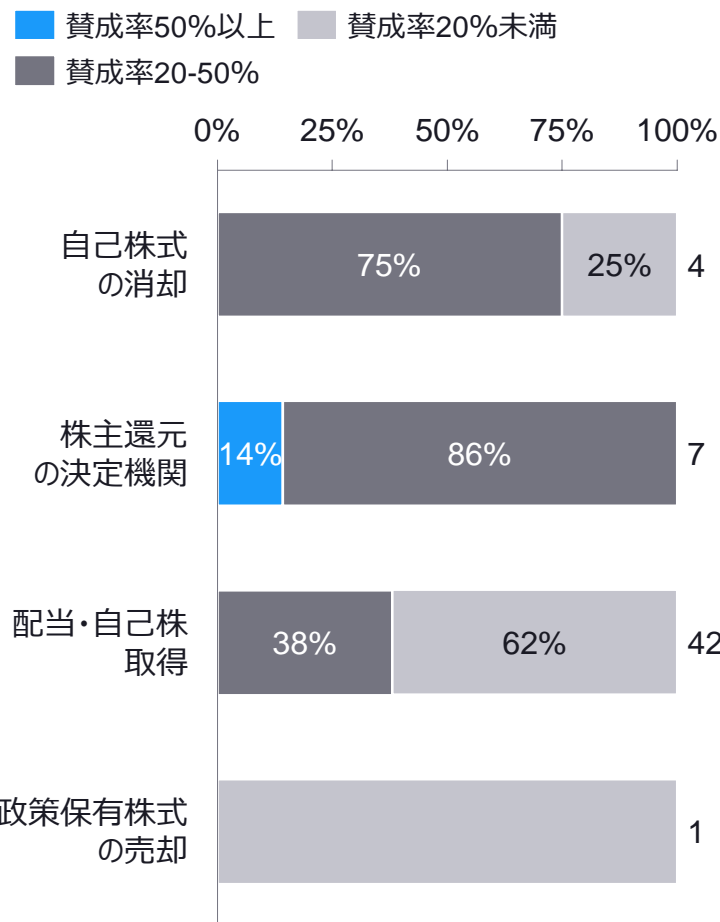
資本政策関連の株主提案の大半を占める「配当・自己株取得」は、事業投資を積極的に行わない企業に対し賛成率が高くなる傾向

1～6月総会でのアクティビストによる株主提案への賛成動向*1

資本政策全体

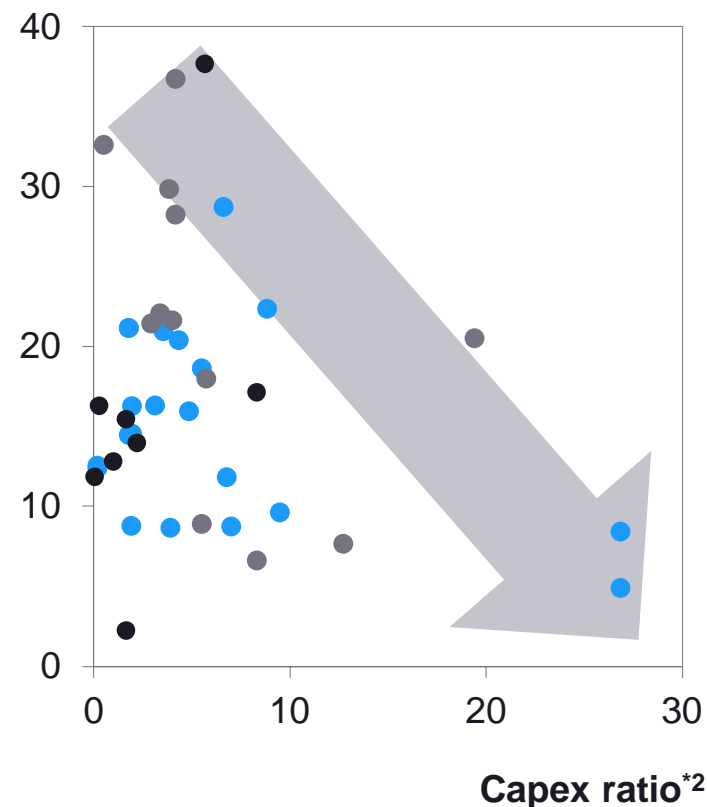


資本政策の内訳



ISSの賛成推奨はPBR1倍割れに集中していたが、賛成率は事業投資が少ない企業で高い傾向

賛成率
● PBR1倍未満
● PBR1.5倍以上
● PBR1-1.5倍



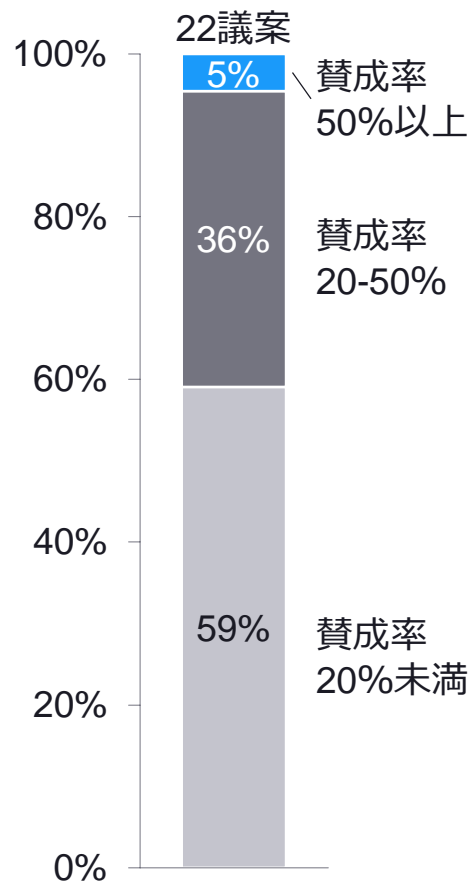
*1：ES提案を除く

*2：投資CF÷売上高（直近3年間の累積値ベース）

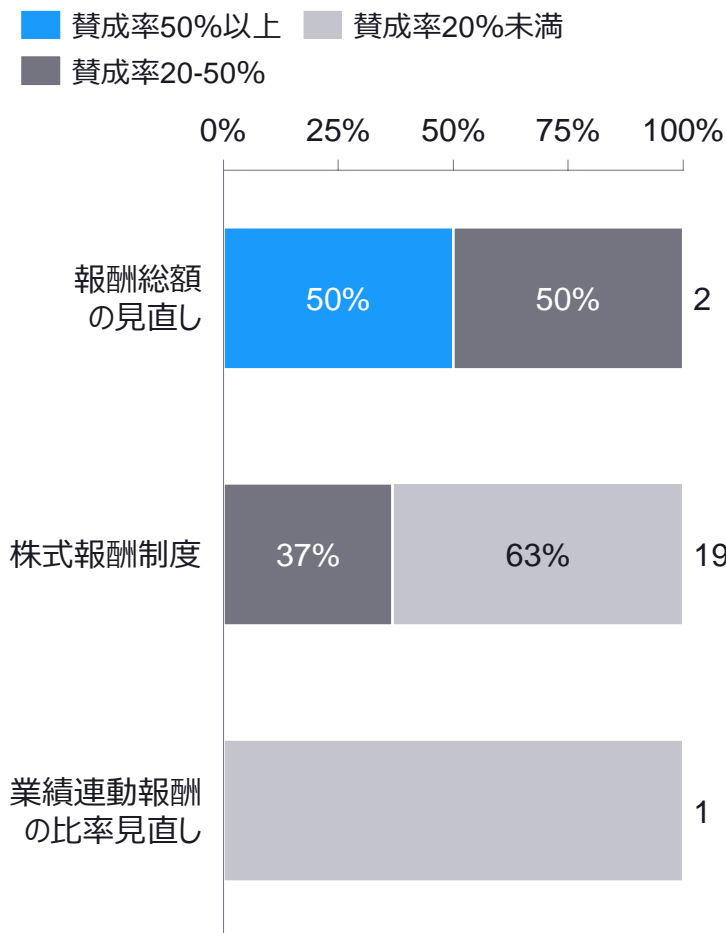
役員の報酬制度に関する株主提案の大半を占める株式報酬制度は、株主へのリターンを創出できていない企業ほど賛成率が高くなる傾向

1～6月総会でのアクティビストによる株主提案への賛成動向*1

役員の報酬制度全体

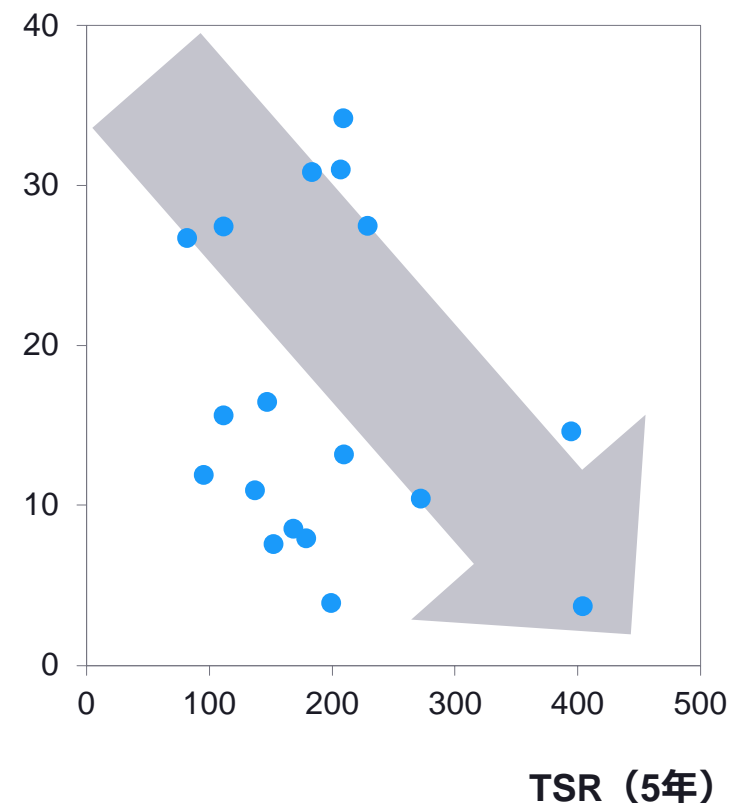


役員の報酬制度の内訳



株主への価値を創出できていない企業ほど、株式報酬制度に関する賛成率が高い傾向

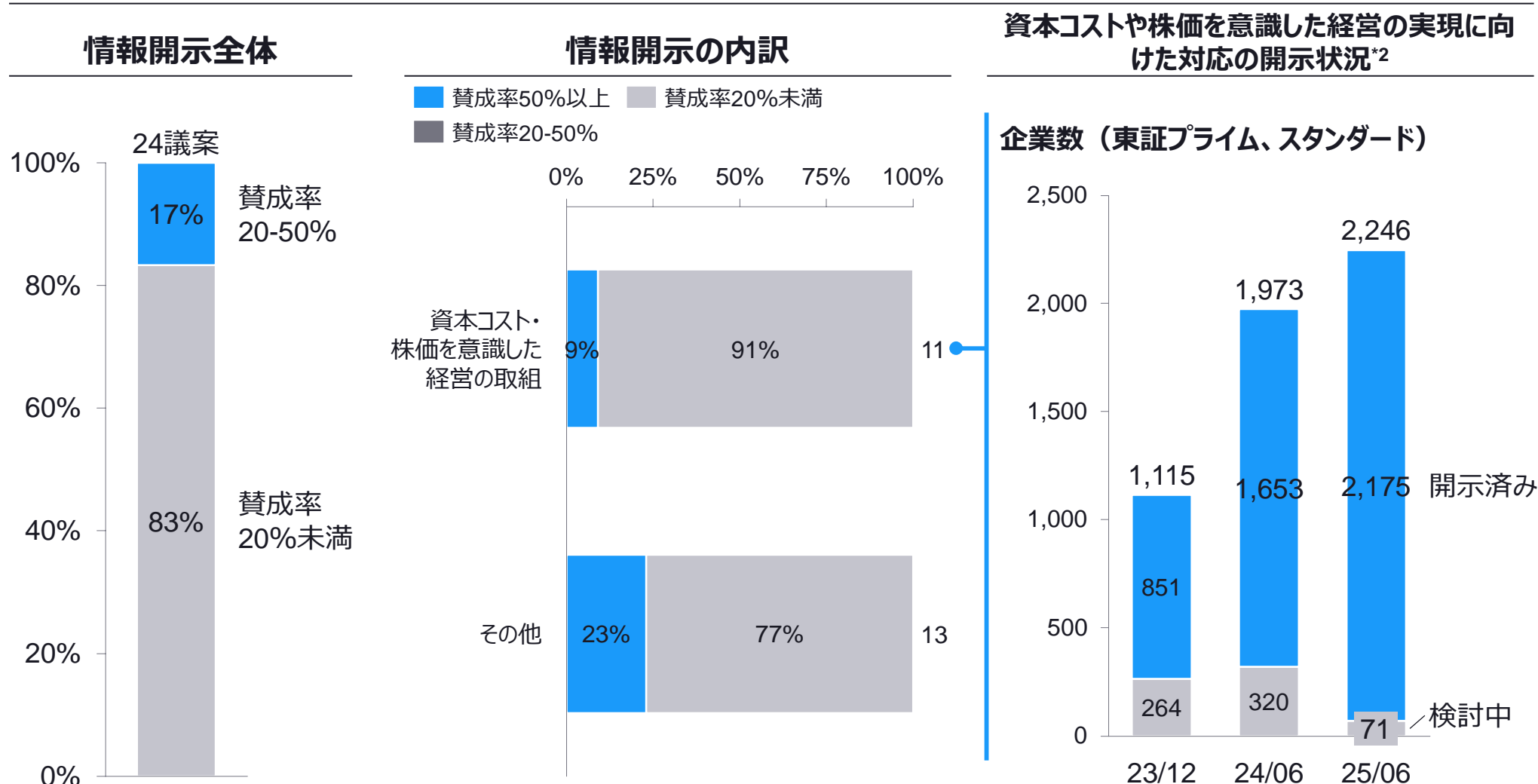
賛成率



*1：ES提案を除く

東証からの要請である「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示が進展したことで、情報開示に関する株主提案の賛成率は低水準

1～6月総会でのアクティビストによる株主提案への賛成動向*1



*1：ES提案を除く

*2：東証がプライム・スタンダード市場に上場している企業に要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示状況

04

取締役の選解任

PBR1倍以上やROE10%以上の企業であっても、役員選解任を求める株主提案の賛成率が高い水準になるケースが存在

2025年1～6月総会でのアクティビストによる役員選解任を求める株主提案*1

■ : 市場期待値に抵触

企業名	ISS推奨	賛成率*2	バリュエーション				安全性	資本効率		株主還元		
			TSR3年	TSR5年	PBR 直近期末	PBR 5期平均	ネットキャッ シュ比率	ROE	ROE 5期平均	配当性向	DPS 2期増減	DPS 5期増減
ISS基準	-	-	-	-	1倍以上	1倍以上	±30% 未満	5%以上	5%以上	30%以上	100% 以上	100% 以上
ホギメディカル	反対	52.1%	1.6	1.6	1.4	1.1	8.4%	1.9%	4.1%	120.6%	100.0%	117.6%
太陽	反対	49.9%	1.7	2.8	2.6	2.1	-10.2%	10.6%	12.0%	42.6%	234.7%	291.9%
東洋水産	賛成	40.0%	2.1	1.9	1.8	1.6	42.7%	13.3%	8.9%	30.5%	135.6%	218.8%
サッポロ	賛成	29.5%	3.4	4.1	3.3	1.9	-31.9%	4.1%	2.1%	47.5%	116.2%	123.8%
小林製薬	賛成	28.3%	0.6	0.6	2.2	3.4	24.5%	4.8%	9.3%	74.6%	108.7%	136.0%
花王	一部賛成	27.3%	1.4	0.8	2.8	3.0	6.0%	10.5%	9.9%	65.2%	99.6%	108.9%
フジ・メディア	反対	27.0%	2.4	2.8	0.7	0.4	-10.6%	-2.4%	2.4%	-	105.0%	140.0%
ワコム	反対	24.5%	0.7	2.1	2.5	2.9	17.5%	15.6%	18.0%	55.5%	100.0%	228.6%
T&D	反対	17.7%	2.1	4.2	1.3	0.9	3.6%	9.3%	3.9%	31.2%	117.9%	181.5%
大日本印刷	反対	7.5%	1.6	2.0	0.8	0.8	4.1%	9.6%	7.8%	13.6%	118.8%	118.8%

Source : Capital IQ

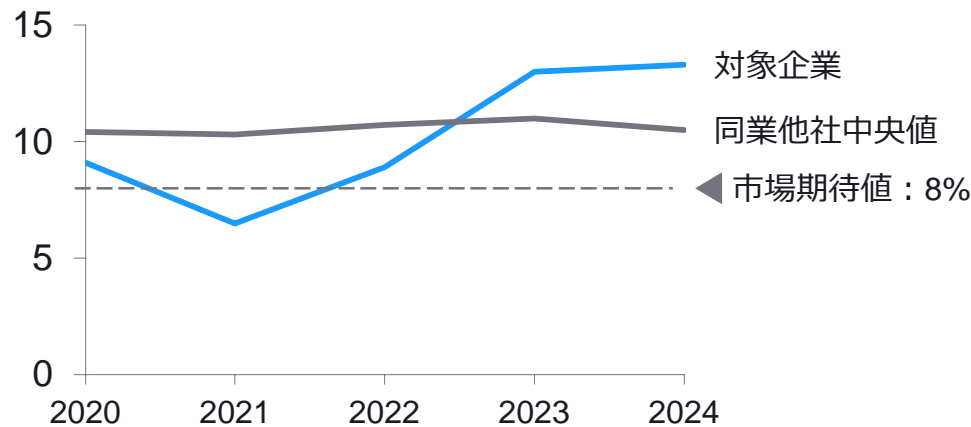
*1 : 時価総額1,000億円以上

*2 : 最も高い候補者

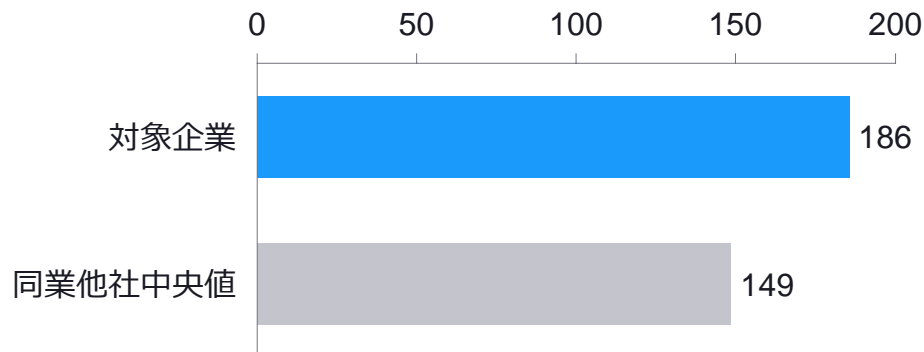
市場期待値や同業他社を上回る業績・株価パフォーマンスであっても、企業価値を毀損（きそん）する施策を経営が推進している場合、議決権行使助言会社や機関投資家は株主提案を支持

対象企業は市場期待値や同業他社を上回るパフォーマンスを実現

ROE (%)



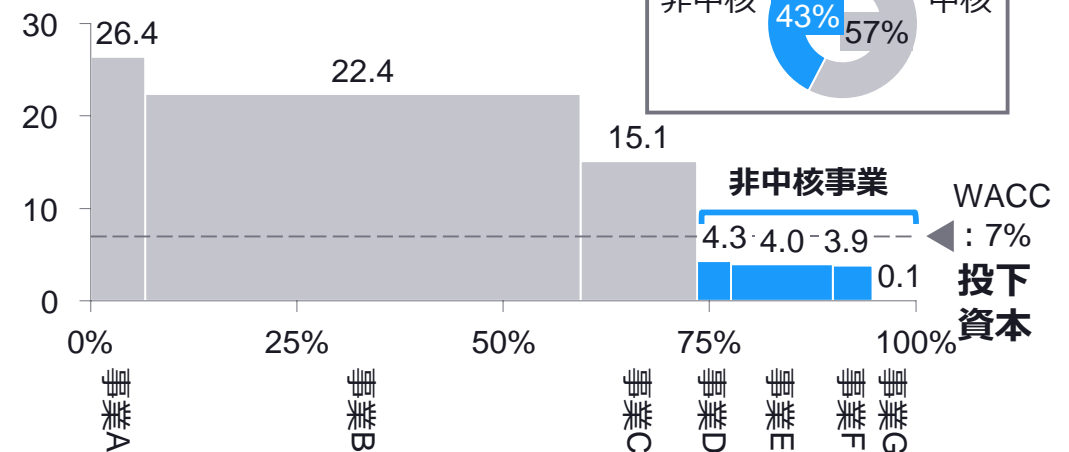
TSR5年 (%)



Source : SPEEDA、Capital IQ、ISSレポート、機関投資家インタビュー

一方で、資本コストを下回る非中核事業に対し、多額の投資を行い企業価値を毀損することを投資家は懸念

ROIC (FY24、%)



“株主提案に賛成。業績・TSRは好調だが、資源配分には疑問が残る～(中略)～当該企業が開示している中計と資本コストは、最重要課題に経営陣が真摯（しんし）に取り組む意思がないことを如実に示す”

ISS

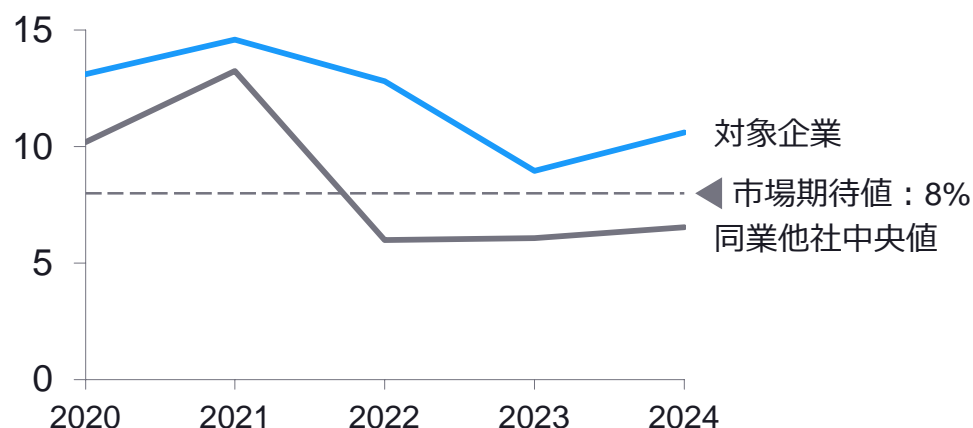
“株主提案に賛成。会社側の候補者は経営に関する知見で株主提案の候補者に劣ると判断。スキル判断ではスキルマトリックスだけでなく、候補者のマネジメント経験の有無を重視する”

日系機関投資家

新規事業のパフォーマンスが振るわないが、新規事業向けの投資が直近年度は抑制傾向であり、ガバナンスの瑕疵もないためISS・機関投資家は企業側を支持

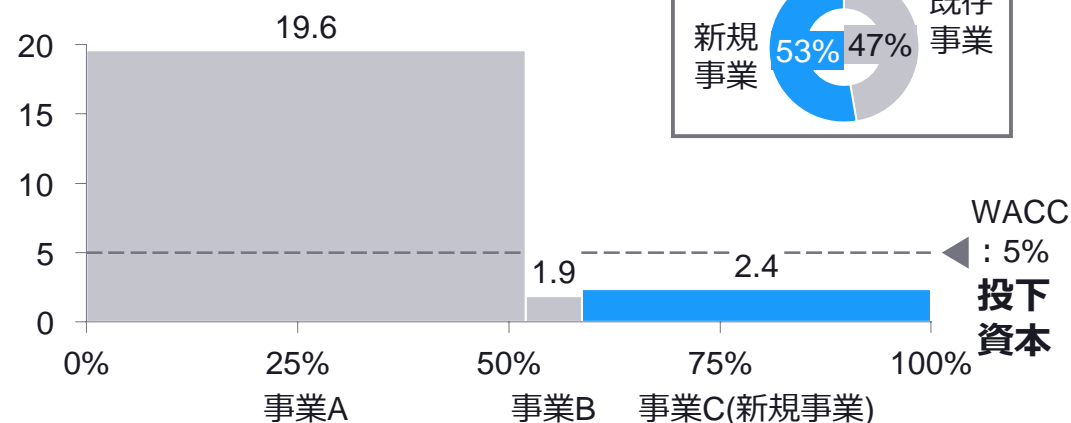
対象企業の業績・株価パフォーマンスは、市場期待値・同業他社を上回る水準

ROE (%)

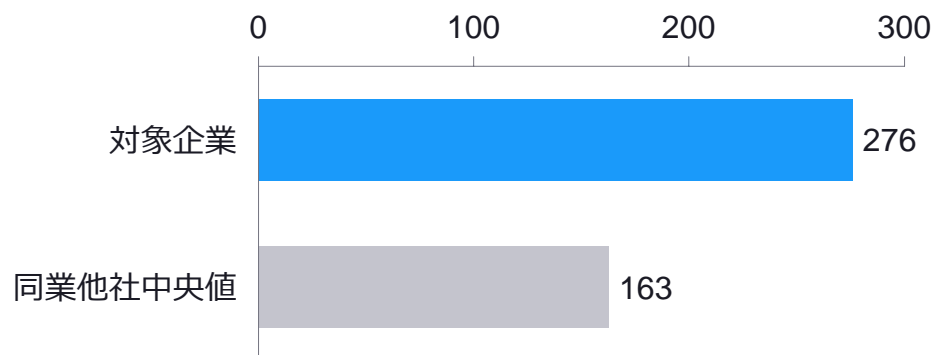


新規事業の資本効率性は既存事業に劣後するが、投資が抑制傾向であり、ガバナンスの瑕疵がないため企業を支持

ROIC (FY24、%)



TSR5年 (%)



“株主提案に反対。新規事業のCAPEXを資本予算の9割以上から直近年度は3割へと大幅に削減～(中略)～資源配分に関する疑問は残るが対象企業の株価・業績は好調”

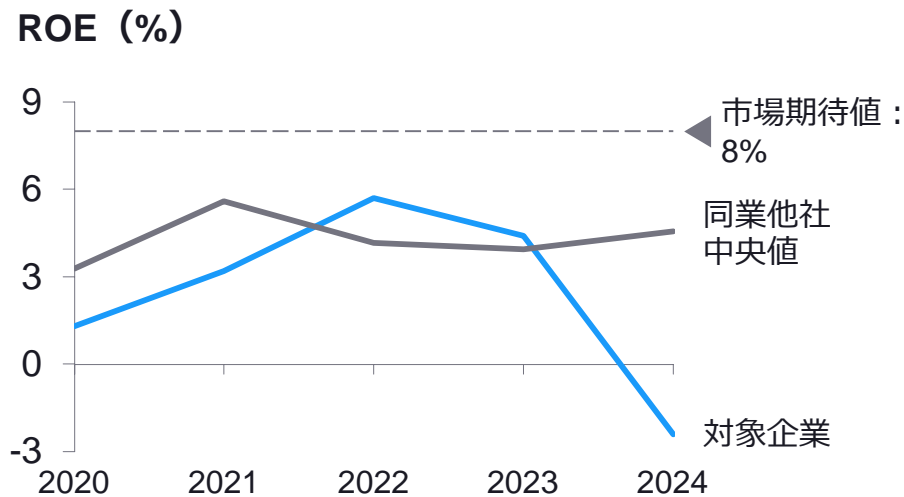
ISS

“株主提案に反対。解任を求める提案の場合、ガバナンスの瑕疵を確認する必要があるが、新規事業への投資決定はパフォーマンスの観点から不適切な内容として認めづらいと判断”

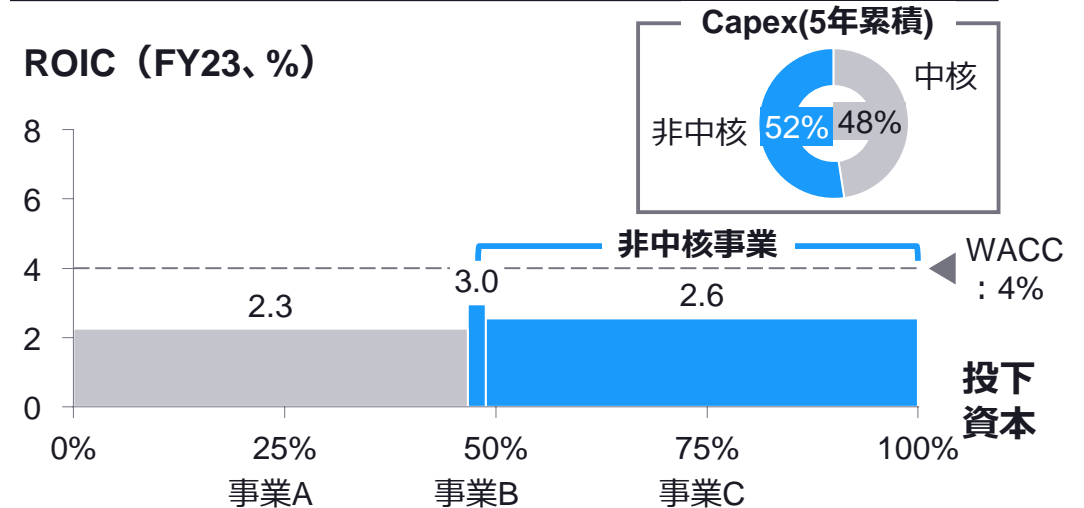
日系機関投資家

ガバナンスに瑕疵が伴わない状態であれば、株主提案者側の価値向上策が純粋に議論の対象となり、企業側が機関投資家からの支持を得やすかったと思料

対象企業のROEは市場期待値を下回るが、TSRは同業他社を上回る水準



事業の資本効率・資源配分に課題はあるが、株主提案の候補者が経営改革を鈍化させることを投資家は懸念

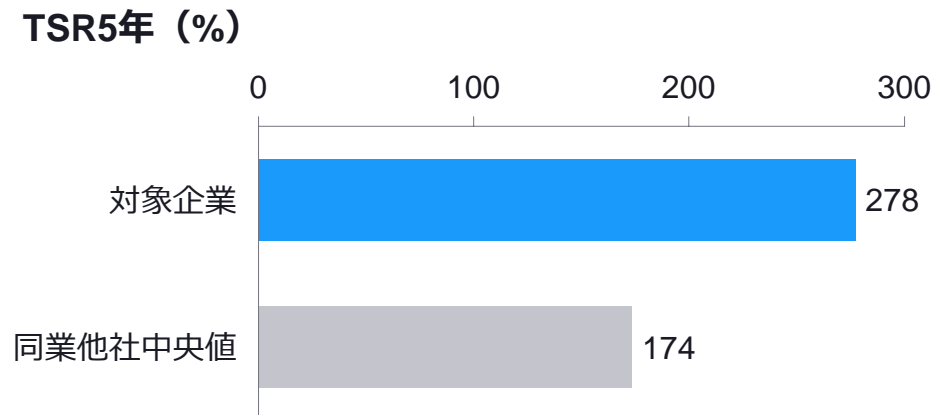


“株主提案に反対。事業ポートフォリオおよびガバナンスの問題は認識できるが～(中略)～株主提案側の候補者による改革の頓挫、それに伴う株主利益の損失を懸念”

ISS

“株主提案に反対。事業ポートフォリオの構造的な問題を認められるものの、事業分離は現在のガバナンスが不安定な局面で行われるべきではないと判断”

日系機関投資家



Source : SPEEDA、Capital IQ、ISSレポート、機関投資家インタビュー

対象企業の業績・株価パフォーマンスが市場期待値や同業他社を超えていても、中長期的に企業価値を向上に資する株主提案である場合、ISSが賛成を推奨するケースあり

事例から見えるISSの推奨方針

基本的には、企業の業績・株価不振が主な争点だが

近年は全社で業績が好調であっても、業績不振事業の保有が問題視されるケースも存在

賛成・反対 推奨の考え方

- 株主提案の内容以前に「提案の相当性」を重視
- 提案の相当性の判断材料として、対象企業の業績・株価パフォーマンス、ガバナンスにおける瑕疵の有無に注目
- 対象企業のパフォーマンスが市場期待値（PBR1倍以上等）や同業他社を超えていたとしても、企業価値を毀損するようなキャッシュアロケーションがなされていないか勘案
- 過去のキャッシュアロケーションだけでなく、企業変革に向けた姿勢を、中期経営計画の内容や経営の陣容からも判断

重視する指標

- TSR：同業他社・市場平均以上
- ROE：同業他社・市場平均以上
- PBR：1倍以上
- 事業別の資本効率と資本コストとの比較
- 事業別のCAPEX
- ネットキャッシュ比率：同業他社比

05

総括

■ 企業価値最大化に向けた戦略策定

- PBR1倍以上はあくまでも必達条件であるため、PBR1倍以上で株主提案を受ける企業は増加傾向であり、かつ、議決権行使助言会社や機関投資家が株主側を支持するケースも存在
- よってPBR1倍を目標にするのではなく、企業価値最大化に向け、事業ポートフォリオの抜本的な見直しや、中長期での成長領域を踏まえたメリハリのある資源配分が必要
- また、資本コストを上回るリターンが期待できる成長領域に積極的に投資する一方で、余剰キャッシュが生じた際には配当・自社株買いにキャッシュを回し株主価値の毀損を回避することが必要

■ 戦略の実効性を担保するガバナンス

- 戦略の実効性を高めるためには、経営に関する知見を持つ取締役を選任し、取締役会による経営の監督機能を強化する必要
- 企業変革が求められる局面で機関投資家は、取締役候補者を単純なスキルマトリックスの穴埋めだけでなく、マネジメント経験の有無も重視

■ エクイティストーリーを用いた資本市場との対話

- 上記の構想・取り組みをエクイティストーリーとしてまとめ資本市場に発信し、投資家からのFBを構想の見直しや取り組み推進の槌（てこ）として活用
- また、自社が目指す株主構成や有望な機関投資家を選定の上、資本市場と建設的な対話を重ねることで、効果的な企業価値向上が実現可能

EY | Building a better working world

EYは、クライアント、EYのメンバー、社会、そして地球のために新たな価値を創出するとともに、資本市場における信頼を確立していくことで、より良い社会の構築を目指しています。

データ、AI、および先進テクノロジーの活用により、EYのチームはクライアントが確信を持って未来を形づくるための支援を行い、現在、そして未来における喫緊の課題への解決策を導き出します。

EYのチームの活動領域は、アシュアランス、コンサルティング、税務、ストラテジー、トランザクションの全領域にわたります。蓄積した業界の知見やグローバルに連携したさまざまな分野にわたるネットワーク、多様なエコシステムパートナーに支えられ、150以上の国と地域でサービスを提供しています。

All in to shape the future with confidence.

EYとは、アーnst・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドのグローバルネットワークであり、単体、もしくは複数のメンバーファームを指し、各メンバーファームは法的に独立した組織です。アーnst・アンド・ヤング・グローバル・リミテッドは、英国の保証有限責任会社であり、顧客サービスは提供していません。EYによる個人情報の取得・利用の方法や、データ保護に関する法令により個人情報の主体が有する権利については、ey.com/privacyをご確認ください。EYのメンバーファームは、現地の法令により禁止されている場合、法務サービスを提供することはありません。EYについて詳しくは、ey.comをご覧ください。

EY-Parthenonについて

EY-Parthenonは、変革戦略、トランザクション、コーポレートファイナンスを独創的に組み合わせることで、単なる机上の空論ではない実際に機能するソリューションを提供しています。

私たちは絶えず複雑さを増す世界を前に、EYが提供する包括的なサービスラインアップを活用しながら、未来に対応する戦略コンサルティングです。職能領域に関する深い知識とセクターごとの専門性を備え、革新的なAI技術と投資家の視点を組み合わせることで、CEOをはじめとする経営層、投資機関、政府機関といったパートナーと共に、一歩ずつ、確信を持って未来を形作る支援をします。

EY-ParthenonはEYにおけるブランドの一つであり、このブランドの下、戦略コンサルティングサービスをEYメンバーファームが世界各地で提供しています。詳しくは、ey.com/ja_jp/services/strategy/parthenonをご覧ください。

© 2025 EY Strategy and Consulting Co., Ltd.

All Rights Reserved.

ED None

本書は一般的な参考情報の提供のみを目的に作成されており、会計、税務およびその他の専門的なアドバイスを行うものではありません。EYストラテジー・アンド・コンサルティング株式会社および他のEYメンバーファームは、皆様が本書を利用したことにより被ったいかなる損害についても、一切の責任を負いません。具体的なアドバイスが必要な場合は、個別に専門家に相談ください。

ey.com/ja_jp