

2026年5月7日 全6頁

エンゲージメントは促進か抑制か？：日米政策の分化

大量保有報告制度とエンゲージメントに関する政策は日米で乖離へ

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

[要約]

- 2026年5月施行の大量保有報告制度改正により、共同保有者や「重要提案行為等」の範囲が明確化された。協働エンゲージメントでも一定条件下では共同保有に該当しないとする枠組みが示された。協働エンゲージメントに関する法的リスクを明確にすることで投資家の萎縮効果を和らげ、エンゲージメントを促進する目的だ。
- 米国証券取引委員会（SEC）は大量保有報告制度における Schedule 13D・Schedule 13G の提出者資格の解釈や株主提案規制を通じ、ESG 等に関するエンゲージメントを企業支配意図と結び付けやすくした。これにより開示負担や法的リスクが高まり、大手資産運用業者はエンゲージメントをトーンダウンさせている。
- 日本は協働行動を制度内に取り込むことで促進を志向する一方、米国は ESG 関連を中心に協働エンゲージメントを抑制する方向だ。

1. 日本におけるエンゲージメント関連制度改正

5月1日から大量保有報告制度の改正規則が施行されている。主な改正の一つは、共同保有者の範囲の明確化だ。従来、共同保有認定（黙示の合意を含む）や重要提案行為等の規制範囲が不明確であることが、資産運用業者による協働エンゲージメントに萎縮効果をもたらし得るとの問題が指摘されてきた。改正によって規制を明確化することで、協働エンゲージメントを促進する意図である¹。

改正規則では、一定の主体（金融商品取引業者等）が、重要提案行為等を共同して行うことを目的とせず、かつ、株主としての議決権等を共同して行使する場合であっても、一定の要件を満たすときは大量保有報告制度における共同保有者に該当しない（＝保有割合の合算対象にならない）との枠組みを明確にした。

大量保有報告制度とは、原則として、上場企業等の株券等保有割合が5%超となった者に対して大量保有報告書の提出を義務付けるもので、保有者が異なっても、株式の取得・譲渡、議決権の行使等に係る合意がある場合には、その保有分が合算される。つまり、単独では保有割合が5%に届かなくても、共同保有者合計で5%超になると、大量保有報告書の提出義務が発生する。資産運用業者としては、届け出に関する事務負担を避けるには、共同保有と認定されないようにする必要があるが、協働エンゲージメントを行うと、これに該当する恐れが高まる。日本で協働エンゲージメントが低調である背景には、大量保有報告制度における共同保有認定の法的リスクがあるのではないかと疑われていた。そこで、協働エンゲージメントをする場合でも、共同保有とは認定しないよう、制度改正が行われた。

共同保有と認定されないための要件は、

- 当事者が金融商品取引業者等であること、
- 共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的としないこと、
- 合意が「個別の権利行使ごとの合意」であること、

である。

ここでいう「個別の権利行使ごとの合意」は、株主総会等ごとに、対象議案を他の議案と明確に区別できるよう特定し、当該議案に対する賛否を定め、共同して議決権を行使する、という合意であるとされている。将来の複数総会にまたがる包括的な共同行使の合意は適用対象外である。

この改正によって、協働エンゲージメントの局面で実務上懸念される「共同保有認定→合算→5%超→報告・開示負担の増加」という連鎖について、共同保有として認定される恐れが低減するため、協働エンゲージメントを行いにくい状態が緩和されると期待されている。

¹ 詳しくは、矢田歌菜絵「[いまさら人には聞けない大量保有報告（5%ルール）のQ&A【改訂版】](#)」（大和総研レポート、2026年4月3日）pp. 8-10

大量保有報告書の提出義務者であっても、「重要提案行為等」を行うことを保有目的としている場合とそうでない場合とでは、報告書提出の頻度やタイミングが異なる。「重要提案行為等」を意図していると、大量保有報告書の事務負担が加重されることになる。そこで、資産運用業者によるエンゲージメントと「重要提案行為等」の境界を明確に定めて、エンゲージメントの法的リスクを低減するための改正も行われた²。

例えば「役員構成の重要な変更」、「配当に関する方針の重要な変更」、「資本金の増加又は減少に関する方針の重要な変更」などは相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響が低い事項とされてはいるが、これを提案する以上は「重要提案行為等」に該当し得るとされている。つまり、資産運用業者が、例えば独立社外取締役を増員すべきと提案することは、「役員構成の重要な変更」として重要提案行為等に該当する恐れがあり、大量保有報告義務等が生じ得るため、このようなテーマでのエンゲージメントは行いにくいと考えられていた。そこで、大量保有報告制度の改正によって、相対的に発行者の事業活動に及ぼす影響が低い事項を、経営陣の自律的な決定に委ねない態様によらないで提案するのであれば、「重要提案行為等」には該当しないとされた。経営陣の自律的な決定に委ねない態様としては、株主提案権の行使による場合、発行者の同意を得ることなく提案内容を公表する場合（いわゆるキャンペーン）、提案内容を実行しない場合には株主提案権の行使、キャンペーンや委任状勧誘を行うことを示唆して提案を行う場合等が想定されている。つまり、「役員構成の重要な変更」を株主提案議案にすると、これは経営陣の判断を拘束するものであるため、経営陣の自律的な決定に委ねない態様となる。株主提案やキャンペーンという手段を使わずに、エンゲージメント中で「役員構成の重要な変更」を要求するのであれば、経営陣の自律的な決定に委ねない態様によらないこととなり得るので、「重要提案行為等」に該当する恐れは小さくなる。

資産運用業者が、上場企業側に経営方針等の説明を求めたり、自らの議決権行使方針等を踏まえ望ましいガバナンスの在り方を説明したりするにとどまる限りは、重要提案行為等には該当しない方向が明確に米国示されたことになる。

この改正もまた、資産運用業者が安心してエンゲージメントを行える範囲を明示するものであり、エンゲージメント促進を意図しているといえる。

2. 米国におけるエンゲージメント関連制度改正

第二次トランプ政権が発足して間もない2025年2月半ば、米国証券取引委員会（SEC）はエンゲージメントに関係する二つの制度改正を公表した。その一つは、大量保有報告制度（Schedule 13DとSchedule 13G）の報告義務に関する解釈の変更だ³。文言上はわずかな変更だったが、巨大な資産運用業者が軒並みエンゲージメントの一時中止を決めるほどの波紋を生じ

² 詳しくは、矢田歌菜絵「[令和6年金商法等改正法 大量保有報告制度の改正内容の詳細](#)」（大和総研レポート、2025年10月7日）pp. 7-9

³ SEC「[Compliance and Disclosure Interpretations: Regulation 13D-G](#)」（2025年2月11日）

させた。

米国の大量保有報告制度は、上場企業の株式を 5%以上保有する投資家にその保有状況を公開することを義務付けている。原則的な Schedule 13D の開示だと、高頻度でかなり詳細に保有の状況や目的を開示しなければならないが、これは、基本的にはアクティビスト・ファンドを対象とした開示制度であると考えられている。企業を支配する意図を持たない投資家は、開示負担の小さい Schedule 13G を利用できた。

企業資産の売却や事業の再構築、取締役選任といった、ガバナンス関連のトピックを扱うエンゲージメントを求める場合には、企業を支配する意図があるので、Schedule 13D の提出が必要になる。これに対して、資産規模が莫大な投資家が大量の株式を持って、エンゲージメントを行ってもそれが企業支配を意図しないのであれば、Schedule 13G の提出が認められる。SEC はこの解釈を一部変更し、社会問題、環境問題、政治的な政策について特定の行動を取るよう促すエンゲージメントは、企業支配の意図と解される場合があり得るとした。これは、ガバナンス関係のエンゲージメントに加えて、環境・社会に関するエンゲージメントも企業支配を意図していると解される場合があるということであり、ESG エンゲージメントを行うと Schedule 13G 提出者の資格を失い、Schedule 13D の提出義務を負うことになりかねない。そこで、大手の資産運用業者は、一時全てのエンゲージメントを中止し、この解釈変更の目的・効果を見極めた上で、企業支配の意図がないことを明確にしながらエンゲージメントを再開した。エンゲージメントは投資家側が企業に変革を求めるものではなく、企業の様々な取り組みの説明を聞く場へとトーンダウンすることとなった。

社会問題、環境問題、政治的な政策についてのエンゲージメントを行おうとする巨大な投資家の行動は、一般投資家の利益状況を良くも悪くも変えるかもしれないのだから、その状況を開示することは投資家保護に資する。エンゲージメントを行おうとする意図が、温暖化対策やサプライチェーンの人権保護であっても、一般投資家の利益に影響を生じさせる恐れがあるなら、Schedule 13D できめ細かな開示が必要だと考えられる。

2025 年 2 月半ばの SEC によるもう一つの制度改正は、株主提案に関するものだ⁴。米国では毎年多くの上場企業に株主提案が出されるが、SEC 規則 (Rule 14a-8) に定める一定の事由に該当する場合には、企業側はその提案を拒絶でき、株主総会招集通知に不記載とすることができる。拒絶事由に該当するかを SEC に照会し回答を求めるノーアクションレター制度も設けられている⁵。ノーアクションレターは、SEC の判断であるから、提案議案を招集通知に不記載とするのは違法だと提案株主が争った場合、裁判所が SEC と異なる判断をすることもあり得るが、株主提案への対処に悩む企業にとっては、利用価値の高い制度だ。ノーアクションレター制度運用の詳細は、スタッフ法務通知 (SEC Staff Legal Bulletin) に定められている。

このノーアクションレター制度について、第一次トランプ政権時代に ESG 関連の株主提案を拒絶しやすくするように、運用の変更が行われた。提案された議案が社会的課題への対応に偏

⁴ SEC “[Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14M \(CF\)](#)” (2025 年 2 月 12 日)

⁵ 詳しくは、鈴木裕「[トランプ 2.0 で激変する米国 ESG 投資政策](#)」(大和総研レポート、2024 年 11 月 7 日)

り、個々の企業の事業に大きな関連性が明らかではない場合や、環境対策などのように実行するための期間や方法を特定する提案内容が企業の日常的な業務に該当する場合には、提案を拒絶できるとした。

これに対してバイデン政権は、第一次トランプ政権が設けたスタッフ法務通知を撤回し、ESG課題に関係する株主提案を企業側が拒絶しにくくする方向で新たな通知を発行した。重要な社会問題に関係する提案である場合には、事業との関連性が薄いことを理由に拒絶することはできないとした。また、環境対策に関する株主提案についても、それが企業の日常的な業務の範囲に入るからといって、拒絶はできないとした。

2025年2月12日には、このバイデン政権時代のスタッフ法務通知を撤回し、第一次トランプ政権時の解釈を復活させた。これによってSECは、環境や社会問題に関連する株主提案の拒絶を広く認めていくことになった。

米国の株主提案の内容は、環境や社会問題に関連するものが多いが、この改正によって株主提案はかなり減少することとなった⁶。環境や社会問題に関するエンゲージメントの手法として利用が広がっていた株主提案を困難にする政策であったといえる。その後もSECは株主提案を抑制するための政策を続けており、2026年の株主総会では株主提案数が激減すると見込まれている⁷。エンゲージメントの手法としての株主提案を抑制しようとする政策意図は明らかだ。

加えて、議決権行使助言者をめぐる規制強化の議論が進む中で、助言業者そのものへの規制だけでなく、助言業者を利用する資産運用業者によるエンゲージメント活動へ影響が生じるとも考えられる。SECのウエダ委員が、資産運用業者が投資先の株主総会議案について助言業者の助言に従って議決権行使した場合、共同保有となる可能性がある旨を述べている⁸。特に環境や社会問題に関連する株主提案議案について、議決権行使助言業者の賛否推奨への依存が高まると、議決権行使行動が同一化し、意思決定を共同で行っていなくても、外観上共同で議決権を行使しているように見え得ると指摘した。

ウエダ委員の指摘は、環境・社会問題を積極的に問題化する助言業者の推奨を資産運用業者が利用している場合に、助言業者を媒介として議決権行使行動が同調しているため共同保有との疑義を生みやすくなるということだ。すなわち、議決権行使助言業者を扇の要として共同保有であると認定されやすくなるリスクが高まるため、資産運用業者のエンゲージメントや協働行動を慎重化させる結果になると思われる。

⁶ Georgeson “[2025 Recap: Full Proxy Season](#)” (2025年9月24日) p.5によると2025年は前年比16%減だった。

⁷ 鈴木裕 「[2026年は株主提案激減？政府閉鎖の影響](#)」(大和総研レポート、2025年11月25日)

⁸ 鈴木裕 「[議決権行使助言業者への依拠は共同保有認定](#)」(大和総研レポート、2025年12月9日)

3. エンゲージメントに関する日米の政策の分化

日本は、協働エンゲージメントの萎縮効果を低減するため、共同保有者の範囲を明確化し、一定の協働（議案特定・賛否確定を伴う議決権行使の共同を含む）を共同保有認定から外れ得る枠組みを整備した。

米国は、ESG 等を含むエンゲージメントについて、圧力の態様や投票との連動を契機に 13G 資格喪失（13D 移行）のリスクが高まる枠組みを構築し、加えて助言業者依拠が共同保有として認定され得るとの問題提起もあるため、協働エンゲージメントへの取り組みが困難になっている。

これは、日本においては企業に対する変革の圧力となり得るエンゲージメントが低調であり、その一因が大量保有報告制度にあったと考えられたからであろう。対して米国では、アクティビスト・ファンドやソーシャル・アクティビストが盛んに企業とのエンゲージメントを行ってきたが、それが果たして企業価値の向上に結実したといえるかが疑問になっていた。そのため、日本はエンゲージメント促進、米国は抑制という、正反対の政策が採用されるに至ったのだと思われる。

日米とも大量保有報告制度は透明性確保を目的とするが、これまでの経緯が異なる以上、エンゲージメントの政策が一致していなくとも不思議ではない。日本は、協働を制度上取り込みつつ“萎縮を減らす”設計で促進を目指し、米国は、Schedule 13G 資格判断の厳格化（圧力の態様の重視）と、助言業者依拠を起点とする共同性の疑義を通じ、協働エンゲージメントを抑制する方向だ。今後日本でエンゲージメントが活発化した場合、果たして企業価値の向上を実現するのか、あるいは米国のように企業価値とは関係の薄いテーマのエンゲージメントが蔓延することになるのか、要注目だ。