

2025 年 10 月 29 日 全 4 頁

株主提案制度は激変へ：米 SEC 委員長発言

株主提案権に関する規定が州会社法にないなら会社側は拒絶可能

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

[要約]

- 米国証券取引委員会（SEC）の委員長が、株主提案を実質的に不可能にする規則・解釈の変更を行うことを表明した。
- 米国の上場会社の多くが設立準拠法としているデラウェア州会社法には、株主提案権を明確に認める規定は存在していないため、会社側は株主提案を拒絶できるとする。
- 米国では毎年多くの ESG 関連株主提案議案が付議されているが、SEC の方針が現実のものとなれば、株主提案の状況を大きく変えることになる。

SEC 委員長が株主提案権について講演

米国証券取引委員会 (SEC) のポール・アトキンス委員長は、10 月 9 日の講演で上場会社の株主による株主提案を実質的に不可能にするための規則・解釈の見直しを行う方針であることを表明した¹。多くの上場会社が設立準拠法としているデラウェア州会社法では、もともと株主提案権を明示的に定めていない以上、会社側は、株主提案を拒むことができるはずだと述べ、SEC としては、今後その方向での規則・解釈の明確化を進めていくものと思われる。

現行の SEC 規則 14a-8(i) (1) は、株主提案を会社側が拒絶できる事由として、州法に照らして不適切な場合、つまり株主提案が会社の設立準拠法とした州の法律に適合していない場合を挙げている。アトキンス委員長によれば、この条項によって州会社法の規定上、株主提案が権利として保障されていない場合、会社側は拒絶できるとのことだ。

デラウェア州会社法を設立準拠法としている会社は多い。Fortune500 に選ばれた会社ではおよそ 6 割に上る²。SEC の政策が実現すれば、それらの会社では株主提案が実質的には禁止されることになる。また、他の州法においても、同様に解釈の明確化が進められれば、現在、世界で最も株主提案が盛んな米国の状況は様変わりするだろう。

株主提案権は州法の所管

現在の SEC は各州の会社法によって株主提案の要件等を定めることを許容している。実際、テキサス州が州法で株主提案権の内容を定めた³際にも、SEC は異議を挟んでいない。アトキンス委員長が就任するまでの間、委員長代行を務めたウエダ委員は、SEC 規則 14a-8 の下でも、州法によって株式保有要件や提案期限などについて SEC 規則とは異なる規定を設けることは可能であると述べている⁴。アトキンス委員長も 17 年前に SEC 委員だった当時、会社の設立や運営に関する法制度は基本的に州法の所管であると論じている⁵。株主提案権制度の創設時には、州法がその内容を定め、SEC が開示に関する規則を制定することが想定されていた。しかし、州法がほとんど対応しなかったために、株主提案権に関するすべての規制を SEC が行うようになってしまったのだという指摘もある⁶。

州会社法が株主権に関する規定を置いていない場合は、それは州法上権利として保護されな

¹ SEC “[Keynote Address at the John L. Weinberg Center for Corporate Governance’s 25th Anniversary Gala](#)” (2025 年 10 月 9 日)

² デラウェア州「[企業がデラウェア州を選ぶ理由](#)」

³ 鈴木裕「[株主提案天国は終了か？：テキサス州法改正](#)」(大和総研レポート、2025 年 5 月 19 日)

⁴ SEC “[Remarks at the Society for Corporate Governance 2023 National Conference](#)” (2023 年 6 月 21 日)

⁵ SEC “[Shareholder Rights, the 2008 Proxy Season, and the Impact of Shareholder Activism](#)” (2008 年 7 月 22 日)

⁶ Business Roundtable “[The Need for Bold Proxy Process Reforms](#)” p.5 (2025 年 4 月 23 日)

いことを意味しているとする論文⁷が最近出されていることもあり、アトキンス委員長は、これを明確にすることをデラウェア州最高裁判所に求めていく方針だ。

株主提案権の近代化

SEC は、政策課題の一つに株主提案権の近代化を上げている⁸。バイデン政権時代の SEC は、気候変動のような重要な政策に関連する株主提案議案があった場合、会社側はそれを拒絶できないとした。現 SEC は、2025 年 2 月にこれを反転させ、会社の日常的な経営判断に属する事項や、会社の活動に大きな関係がない事項については、株主提案を拒絶できるとの原則に回帰して、ESG 関連株主提案を抑え込む通達改正を実施した。SEC の政策課題設定では、引き続き株主提案プロセスのさらなる変更に焦点を当てている。上場会社側のコンプライアンス負担を軽減するために、関連する法規制を見直すこととなった。2026 年 4 月までに改正案は公表される予定だ。

今回のアトキンス委員長の講演も株主提案権の近代化に向けた SEC の政策の一環だ。州会社法が現在のような株主提案を許容しているか、裁判所に解釈を求めていくことになるが、裁判所が訴えを受理するかどうか、また受理したとしても SEC の期待通りに株主提案を事実上不可能にするような解釈を示すかは、なお不透明な状況にある。

濫用が疑われる米国の株主提案権

株主総会関連のコンサルティング業者 Georgeson の集計⁹では、2025 年に米国では 840 件の株主提案があったが、一人の個人投資家が 259 件も出している。他に 33 件を一人で出した個人投資家もいれば、実態は個人投資家だろうと思われる団体の二つがそれぞれ、28 件と 27 件を提案している。

提案内容も政治的な主張を含むものが多い。左派からは、例えば温室効果ガスの排出状況の開示を求める提案がある一方、右派からはそうした開示に要するコストや経営への影響に関する開示を求める等だ。ESG と anti-ESG の株主提案が大量に出るのが米国だ。アトキンス委員長は、ESG 課題ばかりになった株主提案の状況ほど、現在の株主総会の政治化を表しているものはないと述べている。

このような株主提案が一般株主の利益になっているのであれば、現行制度を変える必要はないかもしれないが、実際には相当問題がありそうだ。株主提案があると会社側はその内容をチェックし、付議するのがふさわしくないと判断すれば、その提案を株主総会招集通知に記載し

⁷ Kyle Pinder “[The Non-Binding Bind: Reframing Precautary Stockholder Proposals under Delaware Law](#)” (2025 年 10 月 13 日に更新)

⁸ SEC “[Agency Rule List - Spring 2025](#)”

⁹ Georgeson (Computershare Limited) “[2025 Recap: Full Proxy Season](#)” (2025 年 9 月 24 日)

ないことの承認を SEC に求めることになる。承認が得られなければさらにコストを費やして裁判で争う場合もある。また、付議したとしてもその議案を全株主に届けるコストも、賛否集計のコストも全て会社側の負担だ。会社側が負担するということは、究極的には一般株主が負担しているという意味だ。こうした目に見えるコスト以外に、株主提案への対処のために別業務に割けるリソースが減少することによる機会損失も軽視できない。

SEC の意図は、このように一般株主にとって損失をもたらしかねない株主提案権制度を見直すことにあると思われる。