

2025 年 11 月 25 日 全 4 頁

# 2026 年は株主提案激減？政府閉鎖の影響

米国 SEC は株主提案を受けた企業からの除外申請を無審査とする方針

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）は、株主提案を受けた企業が提案議案を株主総会書類から除外することについて SEC に承認を求めても、当分の間基本的には応答しない方針であることを表明した。
- 政府閉鎖が長引いたことにより、他の優先する事務処理にリソースを割く必要があるため、株主提案の審査は行えないとのことだ。
- 州会社法に反することを除外理由とする場合は、例外的に SEC は審査を行うが、これは今後の SEC の方針（多くの株主提案は州会社法に反するため認められないとの考え）を先取りした対応であると思われる。
- 企業側は独自の判断で株主提案議案を株主総会書類から除外するかどうかを決定しなければならないが、SEC はその判断を基本的には尊重する方針である。したがって、企業側としては、SEC の事前承認がなくとも株主提案議案を除外するようになるだろう。

## 株主提案制度に関する規則の運用を一時停止

米国証券取引委員会 (United States Securities and Exchange Commission 以下、SEC) は、株主提案制度に関する規則 “Rule 14a-8” (以下、株主提案規則) の運用を変更することを公表した<sup>1</sup>。政府閉鎖後の業務逼迫や大量の書類対応を理由として、より優先度の高い業務にリソースをあてるためであるとしている。

上場企業は株主提案を受けるとそれが株主提案規則 14a-8(i) に列挙された除外理由 (図表) に該当するかどうかを検討し、該当している場合は、法律顧問 (弁護士) の意見を添えてその提案を株主総会書類に記載しないことについて SEC からの承認を得るための申請を行う。SEC は、株主提案を不記載にして差し支えないと判断すれば、不記載にした場合でも SEC として企業側に不利益な処分等を課さない旨を記した書類 “no action letter” を発行する。この承認は SEC の判断であるため、提案した株主が裁判で争うことは可能であり、裁判所の判断が SEC とは異なるものになることもあり得る。しかし、所管の官庁からいわばお墨付きを得ることになるので、株主提案議案を除外したい企業側としては、株主提案規則の有用性は高い。

図表 株主提案規則 14a-8(i) に列挙される除外理由

|                     |                                                                                  |
|---------------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| (1) 州法上不適切          | 提案が会社の設立州の法律上、株主が決定できる適切な事項でない場合。                                                |
| (2) 法令違反            | 提案を実施すると会社が州法・連邦法・外国法に違反する場合。                                                    |
| (3) SEC 議決権行使関連規則違反 | 提案が議決権行使に関連する SEC 規則に反する場合。                                                      |
| (4) 個人的苦情・特別利益      | 個人的な請求や利益追求で、他の株主と共有されない場合。                                                      |
| (5) 関連性なし           | 提案が会社の事業にほぼ無関係 (総資産・売上・利益の 5% 未満) で、事業に重要な関連性がない場合。                              |
| (6) 権限欠如            | 会社にその提案を実施する権限がない場合。                                                             |
| (7) 日常的経営事項         | 提案が会社の日常的な経営事項に関する場合。                                                            |
| (8) 取締役選任関連         | 提案が取締役の資格剥奪、解任、人物評価、特定候補者の推薦など、選任結果に影響する場合 (規則 14a-19 を利用すれば可能)。                 |
| (9) 会社提案との直接的な競合    | 株主提案議案が会社側の提案する議案と直接競合する場合。                                                      |
| (10) 実質的に実施済み       | 提案が会社によって既に実質的に実施されている場合。                                                        |
| (11) 重複             | 同じ株主総会で他の株主が提出した提案と実質的に重複する場合。                                                   |
| (12) 再提出制限          | 過去 5 年間に同様の提案が提出され、直近 3 年間の投票結果が一定割合未満の場合 (1 回目 5% 未満、2 回目 15% 未満、3 回以上 25% 未満)。 |
| (13) 配当額の決定         | 提案が株式配当額の決定に関する場合。                                                               |

(出所) [SEC Rule 14a-8](#) をもとに大和総研作成

<sup>1</sup> SEC “[Statement Regarding the Division of Corporation Finance’s Role in the Exchange Act Rule 14a-8 Process for the Current Proxy Season](#)” (2025 年 11 月 17 日)

SEC は、(2) ～ (13) に該当する場合には審査をせず、“no action letter”を発行しない方針だ。ただし、(1) を理由とする場合に限っては、審査を行い“no action letter”を発行するが、これは SEC の方針<sup>2</sup>を先取りするものであるようだ。SEC のアトキンス委員長は、多くの上場企業が設立準拠法としているデラウェア州会社法は、現在のような株主提案を許容していないと考えている。デラウェア州会社法を設立準拠法としている企業からの“no action letter”の要求を SEC は歓迎するだろう。(1) を利用する場合には、州法上不適切であるとする法律意見を獲得できるかが焦点になるだろう。テキサス州は州法で株主提案権を規定しているが<sup>3</sup>、他の多くの州では、デラウェア州同様会社法による規定を置いていないため、株主提案の州法上の適否が明確ではない。主に ESG 課題を内容とする現在の株主提案議案については、トランプ政権発足直後に発出された解釈通達<sup>4</sup>をはじめとする実務の積み重ねがあるので、企業側で除外可能かを判断できる。そのため、SEC が審査する必要性は乏しいが、(1) の州法への適合性を判断する材料は少ないので、SEC が申請を審査するということであろう。

SEC の新たな対応によって、(2) ～ (13) を理由とする場合、企業側が SEC からお墨付きを得られなくなるため、株主提案を除外しにくくなるのではないかとも見える。

## 企業側に法的なリスクが生じる可能性は？

しかし、企業側が SEC からの何らかの回答を必要としているのであれば、株主提案の除外が正当であるとする法律顧問の意見を添付して、SEC に申請すれば、企業側の意見書にのみ基づいて (“based solely on the company’s or counsel’s representation”)、株主提案議案を株主総会書類に記載しないことを承認するとしている。これまでも株主提案を除外するために SEC の“no action letter”が必要だったわけではない。企業側の判断で、“no action letter”なしに除外することもできたが、事後的な訴訟対策として、SEC の承認を受けておく方が得策だったということだ。とはいうものの、“no action letter”は、SEC の判断に過ぎないのであるから、提案株主側が除外は違法であると裁判で争うことは、以前から可能であった。SEC の新方針では、必要であれば SEC から事後的に承認を得られるのであるから、企業側が株主提案議案を除外しても法的リスクを急激に高めるわけではなさそうだ。

株主総会関連のコンサルティング業者 Georgeson の集計<sup>5</sup>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。その他、ESG や anti-ESG の主張をする政治的な団体や、ESG 投資に注力する比較的小規模な資産運用業者が株主提案の主要な提案者だ。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

<sup>2</sup> 鈴木裕 「株主提案制度は激変へ：米 SEC 委員長発言」 (大和総研レポート、2025 年 10 月 29 日)

<sup>3</sup> 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)

<sup>4</sup> SEC “Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14M (CF)” (2025 年 2 月 12 日)

<sup>5</sup> Georgeson (Computershare Limited) “2025 Recap: Full Proxy Season” (2025 年 9 月 24 日)

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。

このような株主提案の現状は、裁判費用を負担してまで株主提案の内容を議案にする強い動機があるのか疑わせる。企業側が SEC の新方針に依拠して、株主提案を株主総会書類から除外したとしても、提案株主が除外の適否を裁判で争うような事態が頻発するとは考えにくい。

## 株主提案は共和党・民主党の争点

トランプ政権下の SEC は、株主提案制度の近代化を喫緊の政策課題としていることは、既に大和総研レポートで伝えた通りだ（脚注 2）。SEC 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。SEC の今回の新方針もそうした株主提案制度近代化のプロセスであると考えれば、株主提案議案を株主総会書類から除外することを後押しする目的であろう。

現在の SEC で唯一の民主党系委員であるクレンショウ委員は、SEC の新方針を「株主に対する敵対行為」と強く批判している<sup>6</sup>。今回の措置は単なるリソース配分ではなく、SEC が企業の言いなりで株主提案の除外を認めてしまうことになる」と指摘した。つまり、株主提案は無制限に除外されることになるだろうと警告している。

## 今後の展望

SEC の新方針は、株主提案について SEC からの関与は縮小し、企業と株主の直接的な交渉を重視することと、さらに仮に両者の間に紛争があるとしても訴訟によって解決すべきという方向に転換したことを表している。一方で、この新方針はクレンショウ委員の批判が示すように、企業の独断を許すリスクもある。

2026 年には、株主提案制度に関するテキサス州法（脚注 3）の解釈や株主総会における議決権の扱い<sup>7</sup>をめぐる論争がさらに激化する可能性がある。SEC の新方針は、単なる手続きの変更にとどまらず、企業と投資家の関係を変えようとするトランプ政権の政策の重要なパーツの一つであると言えるだろう。

---

<sup>6</sup> Commissioner Caroline A. Crenshaw “[Statement on Division of Corporation Finance’s Announcement on the 14a-8 Process](#)”（2025 年 11 月 17 日）

<sup>7</sup> 鈴木裕 「[不行使議決権は会社のもの](#)」（大和総研レポート、2025 年 10 月 7 日）