

2026 年 8 月 20 日 全 6 頁

株主提案制度への関与を縮小する米国 SEC

日本でも会社法改正の中で株主提案権の見直しを検討中

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）企業財務局は、株主提案に関する SEC 規則 Rule 14a-8 に基づいて上場会社が株主提案の除外について no-action letter の発行を要請した場合の応答を全面的に停止する方針を公表した。これまで SEC は州法上不適切を理由とする除外申請のみを審査対象として残していたが、この審査も停止する。また、会社側が要請した場合、SEC は異議を述べない旨の書簡を発出してきたが、この運用も停止となる。株主提案の議案を除外する場合、除外を SEC と提案株主に会社が通知する義務は維持されるが、SEC は原則として応答しない。
- SEC がこれまで進めてきた株主提案制度の適正化によって、株主提案の提出件数は減少傾向にある。今回の方針は、株主提案をめぐる紛争が、SEC スタッフとの協議から司法判断へ移行する可能性がある。
- 日本でも、株主提案権の 300 個要件や濫用的提案への対応をめぐり、制度見直しが検討されている。日米の制度差には留意が必要であるが、米国の動きは、株主提案制度の実効性と濫用防止の均衡を検討する上で参考となる。

株主提案制度に関する SEC の関与を縮小

米国証券取引委員会（SEC）は、株主提案を受けた上場会社が、当該提案を株主総会書類から除外する実務について、従来の事前審査的な関与を大幅に縮小する方針を明確にした（以下、2026 年 8 月方針）¹。株主提案に関する規則 Rule 14a-8 に基づく株主提案の除外に関して、会社から no-action letter の発行が要請されても、SEC は応答しないこととした。

株主提案に関して SEC の関与を縮小する方針は、既に 2025 年 11 月に発出されていた（以下、2025 年 11 月方針）²。2026 年 8 月方針は、この 2025 年 11 月方針をさらに進めるものだ。株主提案の除外可否は、SEC による事前確認ではなく、会社自身の判断と、提案株主が提訴した場合には司法による事後判断に委ねられることになる。

2026 年 8 月方針の概要と 2025 年 11 月方針との違い

Rule 14a-8 は、一定の要件を満たす株主に対し、上場会社が作成・配布する株主総会書類に株主提案議案を掲載させることを認める SEC の規則だ。ただし、会社側は、提案が同規則に列挙された除外理由（図表 1）に該当すると考える場合には、SEC に対して、当該提案を除外しても執行措置を勧告しないとの見解、すなわち no-action letter を求める実務を長く利用してきた。この仕組みは、会社が株主提案を除外するための法律上の必須要件ではないし、no-action letter が発行されていたとしても、提案株主は除外の可否を裁判上争うことはできる。しかし、SEC から株主提案を除外することを認める見解を得ることは、会社側にとって訴訟リスクやレピュテーションリスクを抑える実務上の重要な意味を持ってきた。

2025 年 11 月方針は、米国連邦政府の予算不成立に伴う政府機関の一時閉鎖後の業務逼迫を背景として、2025～2026 年の株主総会シーズンについて、州法上不適切〔図表 1 の(1)〕であることを理由とする除外を除き、no-action letter 発行の要請に SEC は実質的に応答しないというものであった。もっとも、上場会社側が除外について合理的根拠がある旨を表明した場合には、SEC がその表明の妥当性を審査せずに、異議を述べない旨の書簡（no-objection letter と呼ばれる）を発出する仕組みは残されていた。つまり、SEC は実質審査からは退くが、株主提案の除外手続きにある程度は関与する仕組みだった。

2026 年 8 月方針は、この残されていた関与の余地も取り除く点で、2025 年 11 月方針より一歩踏み込んでいる。SEC の公表文によれば、同局は、図表 1 の(1)に基づく州法上不適切との主張を含め、すべての除外理由について no-action letter 要請への応答を停止する。また、会社が提案を除外しても異議を述べない旨の書簡を出す運用も終了する。したがって、株主提案議案を除外しようとする会社は引き続き SEC および提案株主に対して通知を行う必要はあるが、

¹ SEC “[Updated Statement Regarding the Division of Corporation Finance’s Role in the Exchange Act Rule 14a-8 Process](#)”（2026 年 8 月 14 日）

² 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 から何らかの応答を得ることは期待できなくなる。

図表 1 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・純利益の 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

2026 年 8 月方針の狙いは、第一に、SEC の人的資源を、法定の審査義務を伴う開示書類審査など、投資者保護と資本形成に直結する業務に集中させることにある。第二に、Rule 14a-8 については、SEC およびスタッフによるガイダンス、過去の no-action letter 実務、裁判例が相当程度蓄積しており、会社側と株主提案の提案者側がこれらを踏まえて自ら判断することが可能になっているとの認識がある。また、SEC 委員長は州会社法との役割分担の見直しにも言及しており、株主提案制度の位置付けを州会社法との関係も含めて再検討しようとしている。特に、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上、非拘束的・勧告的な株主提案がどこまで認められるのかという論点について、SEC が行政実務として判断し続けることへの疑問が背景にある³。

株主提案減少の効果

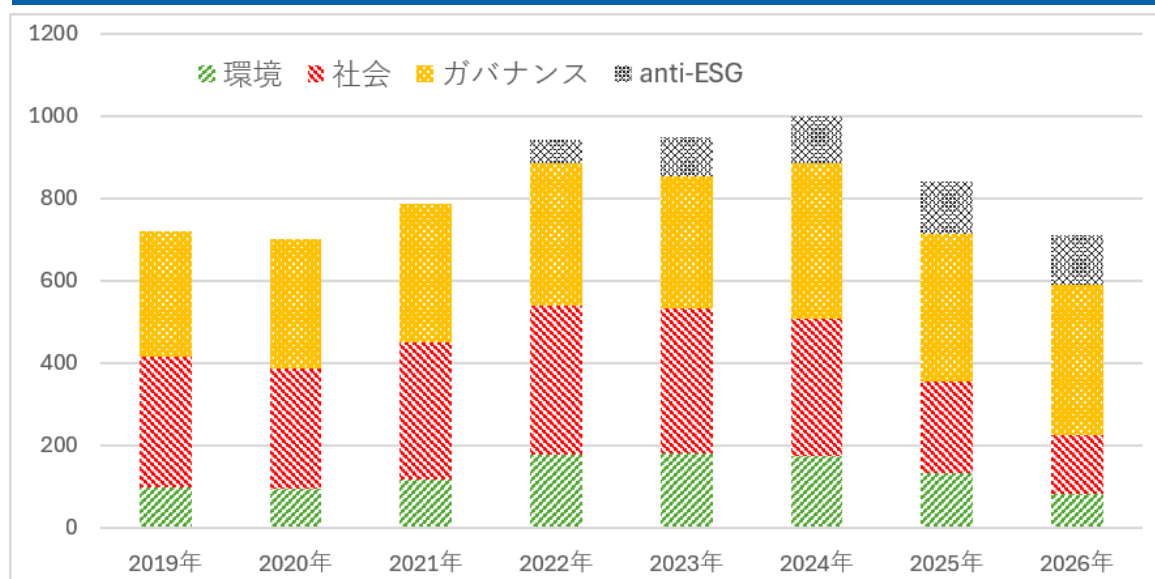
SEC が株主提案制度の適正化を進める中で、株主提案件数には大きな変化が表れている。第 2 次トランプ政権発足直後である 2025 年 2 月の Staff Legal Bulletin (解釈通知) の見直しで

³ 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)

は、「重要な社会的・倫理的課題 (issues of social or ethical significance)」であれば広く株主提案を許容するというバイデン前政権の考え方を後退させ、当該提案がその会社の事業とどの程度密接に関係しているかを、個別具体的にみる姿勢を明確にしている。これにより、日常的経営事項〔図表 1 の(7)〕、会社との関連性が乏しい提案〔図表 1 の(5)〕に該当するものや、社会的・政治的主張を前面に出す提案については複数の除外理由に該当し得るため、会社側が除外を主張しやすくなった。2025 年 11 月方針は、この流れをさらに進め、SEC による実質審査を原則として停止するとした。これにより上場会社は SEC による実質的な事前判断に依拠せず、自己の判断に基づいて除外できるようになった。

実際、株主提案件数は減少傾向にある。別稿⁴でも紹介した通り、株主総会運営のコンサルティング業者 Georgeson の集計では、米国における株主提案は 2024 年に 1,000 件、2025 年に 840 件、2026 年は 5 月中旬時点で 710 件程度とされ、ピークからの減少が確認されている（図表 2）。

図表 2 米国における株主提案の件数推移（提案数）



（注）集計対象は 2021 年までは S&P1500 構成銘柄、2022 年以降は Russell3000 構成銘柄

（出所）2024 年-2026 年は Georgeson “An Early Look at the 2026 Proxy Season”（2026 年 6 月 23 日）、2022 年-2023 年は同 “A look back at the 2024 US proxy season”（2024 年 8 月 27 日）、2019 年-2021 年は同 “2021 Annual Corporate Governance Review”（2021 年 10 月 21 日）をもとに大和総研作成

今回の 2026 年 8 月方針は、こうした傾向をさらに加速させる可能性がある。2025 年 11 月方針の下では、少なくとも州法上不適切という除外理由については SEC が対応する余地があり、また会社側の除外表明に対して SEC が異議を述べない旨の書簡を発行する仕組みも残されていた。これに対し、2026 年 8 月方針では、SEC は州法上の論点も含めて関与しないとしている。図表 1 のすべての除外理由について SEC は実質審査を停止することとなり、会社側が SEC スタ

⁴ 鈴木裕「[株主提案の適正化で成果をあげる米国 SEC](#)」（大和総研レポート、2026 年 7 月 1 日）

ップの見解を得ることなく除外を判断する場面が増え、実務上は除外判断が行われやすくなる可能性がある。

ただし、2026 年 8 月方針によって会社側が無制限に株主提案を除外できるようになるわけではない。会社が株主提案を除外した場合、提案者は裁判で争うことができる。実際、2026 年株主総会シーズンには、提案者が除外を不服とした訴訟が複数発生した。もともと、訴訟には時間と費用を要するため、すべての提案者がこの手段を選択できるわけではない。特に、個人株主や政治的主張を掲げる団体が多数の提案を提出してきた米国の実情を踏まえると、訴訟に持ち込まれる事例は限定的であろう。今後は、会社が法的リスクを評価しつつ、これまでよりも積極的に除外を選択する場面が増え、株主提案の提出を抑制する可能性があると考えられる。

日本における株主提案制度見直しへの示唆

日本でも、株主提案制度の見直しは重要な政策課題となっている。会社法上、株主提案権は、総株主の議決権の 1%以上または 300 個以上の議決権を 6 カ月前から保有する株主に認められる。特に 300 個要件は、個人株主にも株主提案を可能にするための制度として意味を有していた。しかし近年、東京証券取引所による投資単位引下げ要請や株式分割の増加によって、300 個の議決権、つまり株主提案権を取得するための投資金額が低下している。結果として、株主提案権が以前より低コストで行使できるようになっている。

図表 3 会社法改正試案に対する経済団体等からの意見

自民党 PT	▶ 300 個要件は廃止し、1%の割合要件へ一本化することや、代替要件を設定することを含めて検討すべき ▶ 定款変更の形式を濫用するような業務執行事項に関する株主提案の制限を検討すべき ・ 株主提案を制限する業務執行事項を限定することなどでバランスを確保すべき
経団連	▶ 株主提案権の議決権数の要件（300 個以上の議決権）を廃止する案に賛成 ▶ 業務執行事項に係る定款の変更に関する議案の提出を制限すべき
関経連	▶ 300 個要件は、近年の株式分割等による投資単位の引下げを躊躇する要因となり得るものであり、廃止すべき ▶ 株主提案権及び臨時株主総会招集請求権の対象範囲から業務執行事項を除外すべき

（出所）自由民主党司法制度調査会成長志向型コーポレートガバナンスプロジェクトチーム「[企業価値を伸ばし続けるガバナンス改革への提言](#)」（2026 年 7 月 29 日）、日本経済団体連合会「[会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案に対する意見](#)」（2026 年 5 月 19 日）および関西経済連合会「[会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案に対する意見](#)」（2026 年 5 月 19 日）をもとに大和総研作成

日本経済団体連合会（経団連）や関西経済連合会（関経連）などの経済団体は、会社法改正に関する意見の中で、株主提案権の保有要件や制度利用の在り方を見直す必要性を指摘している（図表 3）。法務省法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会から公表された会社法

改正の中間試案では、300 個要件の存廃を選択肢として提案している⁵。経済団体からは 300 個要件の廃止だけでなく、提案内容の制限についても一層の検討が求められている。自由民主党の司法制度調査会成長志向型コーポレートガバナンスプロジェクトチームからも、同様の趣旨の提言も出ており、制度見直しを後押しする動きと言えるだろう。中間試案には提案内容の制限についての記載はなかったが、現在は、法制審議会においても検討が加えられるようになっている。

もっとも、日米の制度差には注意が必要である（図表 4）。米国の株主提案の多くは、会社に法的拘束力を及ぼさない勧告的・非拘束的提案であり、配当額や取締役選任に関する提案は Rule 14a-8 の枠組みでは制限されている。これに対し、日本の株主提案は、可決されれば会社を拘束する会社法上の議案であり、剰余金配当や取締役選任など会社経営に直接影響する内容も提案可能である。したがって、日本の株主提案制度は、株主にとって米国より実効性が高い反面、会社の財務政策や経営方針に大きな影響を及ぼし得る。

図表 4 株主提案の内容制限に関する日米の相違

日本	株主総会で 10%以上の賛成を得られなかった議案と実質的に同一の議案は 3 年間再提案できない	決議に拘束力あり
米国	株主提案が禁止されている事項 ▶ 会社の事業に重要な関係性のない提案 ▶ 会社の通常の事業運営についての提案 ▶ 配当額の決定に関する提案 ▶ 取締役選任についての提案（proxy fight（委任状争奪では可能）） ▶ 既に会社が実施している内容 など	決議に拘束力なし [non-binding（非拘束）、advisory（勧告的）] proxy fight は拘束力あり

（出所）法令などをもとに大和総研作成

株主提案に関する SEC の制度運用は、日本にそのまま移植できるものではない。しかし、株主提案制度について、制度利用のコストを誰が負担しているのか、提案内容が企業価値向上にどの程度結びついているのか、という問題意識は、日本にも共通する。米国では、SEC が事前調整から退き、会社と株主、最終的には司法による解決に委ねる方向へ舵を切った。日本では、保有要件、提案内容の制限など、会社法上のルールとしてどこまで明確化するかが課題になるだろう。

⁵ 法務省法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会第 16 回会議「[部会資料 14 会社法制（株式・株主総会等関係）の見直しに関する要綱案の取りまとめに向けた検討（2）](#)」p. 29（2026 年 7 月 22 日）