

# コーポレート・ガバナンスに関する日米の 法規制の進展と企業が期待される対応

Teneo Insights | March 2026

3月6日配信 ICGN Policy Newsletter に掲載



## I. はじめに

日本や米国における最近の規制・政策の進展は、特に株主提案等の分野において、コーポレート・ガバナンスの実務形成上、一見すると企業の裁量拡大を示唆していると思われるかもしれない。しかし、投資家、規制当局、その他のステークホルダーからの期待は、依然として説明責任、透明性、長期的な価値創造に根ざしている。本稿では、日米の主要なガバナンスの進展の根底にある異なる文脈を踏まえ、持続可能で長期的な成長を支える強固なガバナンスの枠組みを企業がどのように維持することを期待されているかを考察する。

## II. 株主提案：柔軟性は説明責任の義務軽減を意味しない

2025年11月に米証券取引委員会（SEC）が株主提案のノーアクションプロセスを大幅に変更した。これまで規則Rule 14a-8上適切ではない株主提案につき、企業側がSECにノーアクションレターでの申請を行ったうえで株主総会書類への記載を省略することが可能とされていたところ、今回からSECは、2026年9月まで当該ノーアクションレターでの申請を積極的に評価せずに回答するようになった。SECからの回答レターは、「企業側からの除外意向を、原則として精査せずに容認する」という性質のものに変わり、本制度変更を批判した民主党出身の前SEC委員であるCaroline氏の言葉を借りれば所謂「Rubber Stamp」といったところになる。

一方で、足元で株主総会シーズンが展開される中、機関投資家は、省略された株主提案と、省略した理由・根拠の両方を株主総会書類を通じて開示することを求めるなど、より高い透明性を期待しており、株主提案の除外における企業の裁量行使に対する投資家側の目は逆に厳しくなっているのが現状である。

これに加え、最近のポール・アトキンスSEC委員長の発言はさらに一步踏み込み、株主提案が拘束力を持つものか勧告的にかかわらず、企業による除外可能事由を定める規則14a-8(i)(1)の下で「州法上不適切」とみなされるかどうかを問う可能性を示唆している。すなわち、仮に株主提案が州法上不適切な行為とする弁護士意見書等が主張された場合は、その立場を尊重するとの意向が示されている。少なくともこれまでのところ、規則14a-8(i)(1)の下でこのような一般的に勧告的提案は除外されないという一般的な見解に異議を唱える訴訟を起こした企業はないが、株主総会シーズンが進むにつれ、アトキンス委員長の姿勢を踏まえ実際にアクションを起こす企業が出てくるかが注目される。

連邦レベルだけではなく州レベルでも株主権を巡る法規制の動きは多くみられている。代表的なのは積極的な法規制の緩和により企業誘致を進めるテキサス州であり、同州は上院法案1057を通じて、率先して株主提案の提出要件を厳格化する動きを進めている。この法案では、SECの規則14a-8と比較して、議決権を有する議決権者の67%以上を勧誘することが追加され、より高い会社所有権が要求されている。しかし、この要件は強制的に一律適用されるのではなくオプトイン方式で新条項を採用する企業のみ適用されるため、こうした企業には説明責任が生じるといえる。すなわち、株主の権利を制限する他の規制動向と同様に、根本的な株主の懸念に実質的に対処することなく、規制の許容性にのみ依存してオプトインに踏み切った場合、株主の厳しい目にさらされる可能性がある。

この点、日本においても株主提案権の見直しの動きが進んでいる。法務省の法制審議会では、株主提案の提出に必要な議決権数の要件を見直す可能性が浮上している。現行法では、株主は通常、議決権の1%または300個の議決権を保有し、その株式を6カ月以上保有していれば議案を提出できるが、当該個数基準につき厳格化する方向で議論が進められている。一見するとテキサス州と方向性を同じくするが、日本では近年、最低投資単位の引き下げを目的とした株式分割の普及により、後者の基準に関する実務

的なハードルが大幅に低下しているといった背景があり、現在の枠組みにおいて、濫用的な株主提案や低質な株主提案が提出されやすくなっているという懸念に対処するために、ある種の是正を行うものであるといえる。必ずしも企業を優遇し一概に株主権を毀損することを意図したものではない。

さらに言えば、そもそも日本における株主提案権の範囲は米国とは大きく異なる。例えば日本では、株主が定款変更を提案することで、会社経営に拘束力を行使し、会社に行動を強制することが認められている。米国とは異なり、日本企業は取締役の選解任や合併・資産売却を含む特定の取引の承認以外のテーマについても拘束力のある提案を受けることになる。実際に2025年の株主総会シーズンにおいて、定款変更により企業開示の強化や株主還元決定プロセスの変更等多くのガバナンス関連の株主提案が行われており、企業は株主の声に真摯に向き合う必要があることは共通する。

こうした日米両国で進行中の規制の根底にある基本的な目的は、株主の声を完全に弱めたり排除したりするのではなく、企業がより効率的に株主の重要な関心事項に集中できるようにするためであるという、ひとつのテーマに集約できるといえよう。

### III. 議決権行使助言会社：規制による精査と予想されるエコシステムの変化

昨年末に署名されたトランプ大統領による大統領令では、SEC、連邦取引委員会（FTC）、労働省（DOL）に対し、特に市場で支配的な2社であるインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ

（ISS）とグラスルイスといった議決権行使助言会社の業務の様々な側面を調査するよう指示している。例えば、大量保有報告書13D規制に基づく共同エンゲージメントに該当する可能性、利益相反開示の適切性、委任状投票助言がERISAプラン資産の財務価値に影響を与える可能性の程度などである。また、州レベルでも法規制の変化がみられており、例えばテキサス州上院法案2337では、議決権行使の推奨がESGやDEIに関連する要素を考慮する場合、具体的な開示を行うことを議決権行使助言会社に義務付ける法案が、足元では訴訟中ではあるものの立法されている。議決権行使助言会社の求められる行動は異なるが、どちらの規制の動きも、どのように議決権行使の推奨を行うかについて透明性を高め、財務的に重要な要素を把握し、それに焦点を当てるために、企業特有の背景を考慮に入れることを求めていると言える。

一方、日本においては議決権行使助言会社に対するハードロー規制は現時点で存在せず、議論されていないが、金融庁はソフトローの一つであるスチュワードシップ・コードの見直しの議論の中で、企業と議決権行使助言会社との間にコミュニケーションに関するギャップがあることが聞かれていることを指摘している。この点、経団連も提言・報告書の中で「企業の個別事情や業種特性、経営環境を十分に踏まえるための直接的な対話を行い、その内容を助言に適切に反映すべきである」と謳い、足元で進むコーポレート・ガバナンス改革の文脈においても「企業規模や成長段階を問わず、一律の基準で機械的に評価することは、ガバ



ナンス改革の形骸化を招くおそれがある。助言の質を担保するには、専門人材や分析体制など、十分なリソースの確保が不可欠である。」としており、企業特有の背景を含めた分析の重要性に関する議決権行使助言会社への要請は、日米で共通していると言える。

日米両国において議決権行使助言会社に対する監視の目が厳しくなる中、J.P. モルガンは先ごろ、米国の次期株主総会シーズンにおいて、AIを活用した独自の議決権行使機能を導入する計画を発表し、有力な議決権行使助言会社の一つであるISSへの依存を事実上解消することを明らかにした。この動きは、規制や市場からの監視が強まる中、議決権行使助言会社からの独立性を示そうとする他の米国大手資産運用会社の潜在的なモデルケースになるとの見方もある。同時に、多くの資産運用会社は、議決権行使の推奨にとどまらず、議決権行使助言会社が提供する幅広いサービスに依存し続けている。とはいえ、ISSとグラス・ルイスという支配的な2社が提供するサービスに代わる新たな競合が登場する兆しが早くも見え始めている。

議決権行使助言会社への依存度が下がることは、企業の観点からは当初好都合に見えるかもしれないが、新たな課題をもたらす。特に議決権行使助言会社が議決権行使推奨を行わなくなる中で、企業は投票結果についてコンセンサスが得られず、株主が最終的にどのように議決権を行使するかについての予見性は限定される。そのため、投資家の基本的な投票方針の分析や解釈がより重要となるだろう。この点、企業が株主との対話に向け効果的なコミュニケーション・チャンネルを構築し、関係を強化することの重要性、すなわち、積極的な株主とのエンゲージメントの重要性が高まっていることが示唆されている。

#### IV. 株主エンゲージメント：企業が自社のガバナンスの強みと能力を強調するための不可欠な機会

まず日本において、コーポレートガバナンス・コードの基本原則5では、上場会社は、その持続的成長および中長期的な企業価値の向上を実現するため、株主総会の場に限らず、平時から株主と建設的な対話を行うべきであると定められている。こうした考え方を踏まえ、東京証券取引所も、一連のガバナンス改革の中で、投資家との対話を通じて経営の質を高め、新たな気づきを得ることの重要性を改めて強調してきた。その一環として、特に2023年からプライム市場の上場会社に対しては、株主との建設的な対話を促進するための体制整備や具体的な取組みを進めるとともに、株主から対話の申込みがあった場合には真摯に対応すること、さらに、実際に行っている対話の内容や状況について開示することが要請されている。

そもそも株主との建設的な対話は、東証のプライム市場のコンセプトにおいて中核に据えられている。具体的には同市場は「グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場」と位置付けられており、世界に選ばれる企業が集う魅力的な市場となるための根幹をなすものといえる。特にグローバルレベルのガバナンス水準が要求されるプライム上場企業は、エンゲージメントを通じて投資家との相互理解を深め、学び、持続的な企業価値向上につなげることが期待されている。

また投資家とのエンゲージメント促進の文脈では、金融庁も2025年8月26日付で「大量保有報告制度における『重要提案行為等』・『共同保有者』に関する法令・Q&A等の整理」を公表し、共同保有の範囲を明確化した。従来、機関投資家が他の投資家と問題意識を共有し、企業と対話する過程において、それが共同保有とみなされ、大量保有報告書の提出が必要となるリスクが不明確であったため、エンゲージメントを萎縮させる要因となっていた。この取り組みは、通常の見解交換や協調的な対話は直ちに共同保有に該当しないことを明示することで、投資家が安心して建設的対話を行える環境を整備し、中長期的な企業価値向上を後押しすることを目的としたものである。

米国でも株主とのエンゲージメントの価値は高く評価されているが、昨今複数の要因がエンゲージメント環境を複雑にしている。例えば、昨年SECのスケジュール13Gと13Dの開示に関するガイダンスは、エンゲージメントにおける意見交換の内容次第でアクティビスト投資家とみなされてしまう可能性が出てきた点について、機関投資家を憂慮させた。アクティビスト投資家とみなされるリスクや、それに伴う煩雑な提出義務を避けるため、資産運用会社は、「支配権に影響を与える」と解釈されかねない企業経営に関する見解を明確に表明することを控えてきた。その結果、2025年の株主総会シーズンでは、投資家のエンゲージメントはより抑制的になり、多くの投資家が特定の議案やガバナンス問題に関する議論を制限するようになった。

とはいえ、株主提案と議決権行使助言会社の両方の状況が変化中、従来の投資家センチメントに関するシグナルは信頼性が低くなっており、企業が投資家の優先事項を理解し、年次総会に備えるための主要なメカニズムとして、株主との直接対話がますます重要になってきている。このような環境において、積極的かつ規律あるエンゲージメント戦略を持つ企業は、規制の不確実性や進化するステークホルダーシップの慣行を乗り切る上で有利な立場にあるだろう。

## V. おわりに：二極化する世界においても普遍的「規律あるガバナンス」

規制、投資家、社会の期待が進化し続ける中、企業は自社の基本原則を堅持しつつ、変化に機敏に対応しなければならない。両極化が進む環境における鍵は「規律あるガバナンス」であり、普遍的に必要となる対応、すなわち、企業が長期的な戦略を自ら定め、実行し、真に持続可能な価値を生み出すものに焦点を当て、株主と利害関係者の双方に対して説明責任を果たすことを可能にする。日米の規制のアプローチは形態やプロセスにおいて異なるかもしれないが、その根底にある目的は一貫している。それは、企業、投資家、そしてより広範なエコシステムにとって長期的な価値創造を支える、より効率的な資本市場の育成であるといえるだろう。

以上

(本稿は、「原題：The Game of Governance: Same Playbook, Different Stage — Japan and the United States」を和訳したものです)





## Authors



**Diana Lee**  
Managing Director  
Teneo



**Haruyuki Yamashita**  
Head of Policy Engagement  
Tokyo Stock Exchange  
New York Office



## **Teneo is the global CEO advisory firm.**

We partner with our clients globally to do great things for a better future.

Drawing upon our global team and expansive network of senior advisors, we provide advisory services across our five business segments on a stand-alone or fully integrated basis to help our clients solve complex business challenges. Our clients include a significant number of the Fortune 100 and FTSE 100, as well as other corporations, financial institutions and organizations.

Our full range of advisory services includes strategic communications, investor relations, financial transactions and restructuring, management consulting, physical and cyber risk, organizational design, board and executive search, geopolitics and government affairs, corporate governance and ESG.

The firm has more than 1,800 employees located in 50+ offices around the world.

**[teneo.com](https://teneo.com)**