

米国における反 ESG への向き合い方が問われる日本 — 企業価値向上という「原点」を見つめ直す好機に —

西山 賢吾、橋口 達

■ 要 約 ■

1. 第二次トランプ政権下では、ESG（環境・社会・ガバナンス）に関連した法制度の廃止や変更を加える動き、いわゆる反 ESG の動きが活発化している。SEC（米国証券取引委員会）は大量保有報告制度や株主提案に関する改正や解釈変更を行った。また、デラウェア州会社法における支配株主判定基準の改定や、金融機関、機関投資家等の ESG 関連イニシアティブからの相次ぐ離脱、大統領令による連邦政府の DEI（多様性、公平性、包摂性）プログラム終了などもみられる。
2. こうした解釈変更や法制度改定の内容は総じて ESG 推進側に厳しく、（上場）企業や支配株主に資するとみられる。従来より米国では、ESG の推進は企業の負担増につながるにも関わらず、企業価値や投資家のリターン向上に結び付くことについて懐疑的な見方が少なくなかったが、こうした反 ESG の動きは、トランプ政権下で活発化した。
3. 一方日本では、スチュワードシップ・コード改訂や開示の拡充、東京証券取引所の企業に対する各種要請等が行われている。これらは基本的にコーポレートガバナンスをはじめとした ESG を一段と推進する方向のものであり、米国とは対照的な動きである。
4. これまでの ESG 推進が行き過ぎて負担となり、企業や証券取引所の競争力を削いでいるとの意見には留意が必要だが、反 ESG の動きが日本に広がる可能性は現状低いと考える。むしろ、これを機に成長戦略の重要施策であるコーポレートガバナンス改革の原点を見つめ直し、各種施策の形式的な実施に留まらず、競争力強化、企業価値の持続的、本質的向上という観点での戦略的な検討、実施が肝要である。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・ 橋口達「米国民主党政権下の SEC によるコーポレートガバナンス規制改革」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号。
- ・ 林宏美・西山賢吾「上場企業数減で変わる証券取引所の役割とその対応—『取引機会多様化』の米国、『質』向上の日本—」『野村資本市場クォーターリー』2025年春号。

I ESG 推進において対照的な動きを示す日本と米国

2024年11月の米国大統領選挙でドナルド・トランプ氏が勝利し、2025年1月20日に大統領に就任したのに歩調を合わせ、米国における反 ESG（環境・社会・ガバナンス）の動きが加速している。一方、日本では、コーポレートガバナンス改革は成長戦略の重要施策と位置づけられているが、これとともに、気候変動や女性活躍推進といった ESG 関連施策をさらに推進しようという方向性であり、両国の動きは対照的である（図表1）。

本稿では図表1に掲げた日米の ESG に関連する諸施策のうち、トランプ政権下における SEC（米国証券取引委員会）の政策転換を取り上げ、その概要や背景、インプリケーションについて概説する。併せて、SEC の政策転換を含めた米国の反 ESG の動きと、それと対照的な動きを示す日本の諸施策の動向について述べ、その相違点を明確にする。最後に、このように日本と対照的な米国の動きを日本、特に日本企業としてどのように捉え、解釈し、そして対応していく必要があるかについて考察する。

図表1 ESG 推進に関連する最近の日米の動向

項目	米国	日本
(協働) エンゲージメント	大量保有報告における「発行体の支配に影響を及ぼす目的」の解釈変更→エンゲージメント消極化の可能性	スチュワードシップ・コードの改訂による協働エンゲージメントの推進明示
株主提案	委任状説明書からの株主提案の除外事由(経済関連性除外事由と通常業務除外事由)明確化→社会的課題に関する株主提案の除外可能性	濫用的な株主提案の抑制に向けた、会社法における保有株式要件見直しの検討(ESG課題の株主提案排除を意図するものではない)
ESG関連国際的イニシアティブ	金融機関、資産運用会社による気候関連の国際的イニシアティブからの離脱	米国と同様、国際的イニシアティブからの離脱の動き
DEI(多様性、公平性、包摂性)	大統領令によるDEIプログラム終了と民間企業のDEI推進撲滅への働きかけ	2030年までにプライム上場企業の女性役員比率を30%以上にする政府要請をはじめとしたDEI推進
少数株主保護関連	デラウェア会社法における支配株主判定基準、スクイズアウトやMBO(経営陣による買収)における株主からの取引差し止め等の免責要件の改正→どちらかと言えば(少数)株主に厳しい内容	東証「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」→概ね少数株主を含む非支配株主に資する内容

(出所) 野村資本市場研究所作成

Ⅱ 米国の動向

1. 民主党政権下の SEC のコーポレートガバナンス改革

米国では、ジョー・バイデン政権下（2021～2025年）のSECで進められたコーポレートガバナンス規制の方向性が、2025年1月のトランプ大統領就任以降に転換され始めている。

ゲイリー・ゲンスラー氏（前委員長）が率いたバイデン政権下のSECは、コーポレートガバナンスに関する規則改正を積極的に実施した。その内容は、総じて大企業に厳しく、ESGアジェンダに対して肯定的というスタンスであり、民主党の方向性と軌を一にするものであった¹。

例えば、投資家に係る規制として、2022年11月に、公募ファンドによる議決権行使の開示規則が採択された。同規則は、ファンドが年間の議決権行使の状況を報告するフォームN-PXを修正し、議案の類型化を義務付けた。議案の類型は14個設定され、その中には、「報酬」「取締役選任」といった伝統的なものから、「環境又は気候」「人権又は人的資本」「多様性・公平性・包摂性」などが含まれた。SECヘスター・ピアース委員（共和党）は、議案分類が2020年の議決権行使シーズンにおける議案に基づいていることから、将来的に投資家の企業に対する要求が変わる可能性を指摘し、分類の妥当性に疑問を呈した。

企業に係る規制を厳格化したものとしては、例えば、2022年8月に採択された、役員報酬と業績の関連性についての規則がある。同規則は、企業に対して、業績と報酬実額との関連性を示す指標を3つから7つ選択し、表にすることを求めた。その中で、少なくとも3つの財務指標が入っていれば、自主的に非財務指標を当該表に含むことができることを定めた。これに関して、SECのキャロライン・クレンショー委員（民主党）は、多くの企業の役員報酬において、従業員エンゲージメントや顧客サービス、労働安全性などの非財務指標が考慮されており、同規則が投資家にとって有用なものになると説明した。

2. トランプ政権下の SEC 方針転換

トランプ大統領の就任に伴い、ゲンスラー氏はSEC委員長から退き、マーク・ウエダ委員（共和党）が暫定委員長に就いた。新体制になったSECは早速、コーポレートガバナンスに対する方向性を転換し、ESG関連アジェンダに厳しく、上場企業に対して融和的というスタンスを採っている。

¹ 詳細は、橋口達「米民主党政権下のSECによるコーポレートガバナンス規制改革」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号を参照。

1) 大量保有報告に関する変更

第一に、大量保有報告に関する変更である。米国では、1934 年証券取引所法第 13 条(d)及び(g)において、SEC 登録会社の持分証券の 5%超の実質的所有権を有する投資家に対し、一定の保有内容を SEC に報告することが義務付けられている。その下部規程に該当するレギュレーション 13D-G では、企業の支配に影響を及ぼす目的でなければ、5%以上を取得・保有する場合であっても、より簡易なスケジュール 13G に基づく報告で済むことが規定されている²。他方、企業の支配に影響を及ぼす目的であれば、より詳細かつ厳格なスケジュール 13D に基づく報告が求められる。

SEC は、2025 年 2 月 11 日に、企業の支配に影響を及ぼす目的の解釈に関する SEC 事務局の Q&A を改訂した（以下、SEC 解釈）³。SEC 解釈では、株主が企業の支配に影響を及ぼす目的で有価証券を取得・保有しているか否かは、企業に対するエンゲージメントの主題と文脈という 2 つの要素に基づくとした。まず、前者について、エンゲージメントの主題が、企業の売却や多額の資産売却、リストラクチャリング、企業が提示する候補以外の取締役候補の選任、などである場合、スケジュール 13G は利用できない。

後者について、株主が、特定の事柄に対する自身の見解と、その見解が議決権行使にどのように影響するかを経営陣と議論するにとどまるのであればスケジュール 13G は利用できるが、そうした議論を超えて、経営陣に対して、特定の目標や方針の変更を迫る場合は、支配に影響するため、スケジュール 13G を利用できない可能性がある。

具体的には、スタaggerド・ボード⁴の廃止や対立候補のいない取締役の選任であっても過半数支持を必要にする⁵、ポイズン・ピルの廃止、役員報酬制度の変更、社会・環境・政治的アジェンダについて特定の行動をとることを企業に推奨し、こうした推奨事項の採用を、次の取締役選任投票における企業側の推薦候補を支持する条件とする場合などである。

実は元々、ウエダ暫定委員長は、資産運用会社が自身の ESG 方針に投資先企業の ESG の取り組みが一致しないという理由で取締役選任に反対票を投じるような場合、当該企業の支配に影響を及ぼしていると言えるのではないかと疑問を呈していた⁶。今般の SEC 解釈は、ウエダ暫定委員長のこうした懸念を反映した内容といえる。

² スケジュール 13G を利用できる支配の意思を持たない投資家は、適用免除投資家 (Exempt Investors)、適格機関投資家 (Qualified Institutional Investors)、パッシブ投資家 (Passive Investors) に分かれる。適用免除投資家は、企業が持分証券を SEC に登録する以前から、同持分証券の 5%以上を保有しており、かつ追加取得をしていない投資家を指す。適格機関投資家は、通常業務の一環として持分証券の 5%以上を取得することになったが、企業への支配に影響を及ぼす意図がない証券会社や銀行、保険会社、登録投資会社、登録投資顧問、確定給付型年金プラン等を指す。パッシブ投資家は、企業の支配に影響を及ぼす意図がなく持分証券の 5%以上 20%未満を取得することになった者で、かつ適格機関投資家に該当しない者を指す。適用免除投資家、適格機関投資家、パッシブ投資家の初回報告の提出期限や変更報告の提出期限はそれぞれ異なる。

³ SEC, “Exchange Act Sections 13(d) and 13(g) and Regulation 13D-G Beneficial Ownership Reporting,” February 11, 2025.

⁴ 取締役の改選時期をずらすことで、すべての取締役が一度に交代させられる事態を防ぐことを指す。

⁵ 多くの米国上場企業では、取締役選任にあたり、Majority Voting (過半数の賛成が必要) を採用しているが、一部の上場企業は Plurality Voting (相対多数投票) を採用しており、この場合、対立候補がいなければ、賛成表がひとつでもあれば選任される。

⁶ SEC Commissioner Mark T. Uyeda, “Remarks at the APABA-DC Awards and Installation Reception,” October 19, 2022.

ブラックロックやバンガードは、スケジュール13Gを多用してきたが、SEC解釈を受けて、保有企業との面談を一時停止した。バンガードはその理由として、同社のポートフォリオ投資家としてのエンゲージメント活動に修正が必要か否か見極めるべく、今般のSECガイダンスを分析することを挙げた。その後、多くの機関投資家は企業とのミーティングを再開したが、例えば、ブラックロックは、投資先企業の支配の変更・影響を求めることは無い、というディスクレマーを読み上げたうえで、企業へのエンゲージメントを行うようになっている⁷。

2) 株主提案に関する変更

第二に、株主提案に関する変更である。米国では、会社が株主総会を招集する際に、会社提案に対する賛成の議決権行使を株主に求めるため、委任状を作成し、その参考書類である委任状説明書と共に株主に送付する。企業は原則として委任状説明書に株主提案を掲載しなければならないが、1934年証券取引法規則14a-8では、除外が認められる13の事由が定められている。企業は、株主提案に除外事由を適用したい場合、SECに対して、ノー・アクション・レターの発行を要請する。

SECは、2025年2月12日、株主提案に関する事務局告示（以下、SLB 14M）を公表した⁸。SLB 14Mは、上記13の事由のうち、経済関連性除外事由と通常業務除外事由について明確化を図ると同時に、民主党政権下のSECが2021年11月に公表した事務局告示（以下、SLB 14L）⁹を撤回した。経済関連性除外事由は、企業のビジネスに占める割合が一定の閾値以下の事業に関連する株主提案は委任状説明書から除外され得るというものであり¹⁰、通常業務除外事由は、通常の業務執行に関する株主提案は委任状説明書から除外され得るというものである。

民主党政権下のSECが発出したSLB 14Lは、両事由について、適用の制限を企図したものであった。例えば、SLB 14Lは、通常業務除外事由について、広範な社会的影響をもたらす人的資本管理の問題を提起する株主提案は、人的資本管理が当該企業にとって重要であることを提案者たる株主が示さなかったというだけで除外されることにはならないと説明した。つまり、SLB 14Lは、社会的課題に関する株主提案を株主総会に諮りやすくするものであった。

一方、SLB 14MはSLB 14Lを撤回し、経済関連性除外事由については、社会的または倫理的な重大性を提起するに留まり、当該企業のビジネスに大きく関連することを示していない株主提案は、委任状説明書から除外され得ることを明確化した。

⁷ Arthur B. Crozier, Gabrielle E. Wolf, and Jonathan L. Kovacs, “2025 Proxy Season Trends: The Pendulum Swings Toward Management,” Harvard Law School Forum on Corporate Governance, March 14, 2025.

⁸ SEC, “Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14M (CF),” February 12, 2025.

⁹ SEC, “Shareholder Proposals: Staff Legal Bulletin No. 14L (CF),” November 3, 2021.

¹⁰ 一定の閾値以下の事業とは、具体的には、直近会計年度末において総資産の5%未満であり、直近会計年度において純収益及び総売上高の5%未満を占める事業で、その他企業のビジネスにとっての関連性が僅少な事業を指す。

通常業務除外事由についても、同様に、株主提案が広範な社会的影響を伴う政策問題を提起していても、当該企業に特化した内容でなければ、除外され得ることを明確にした。また、複雑な政策を実施するための、特定の時間枠や方法を課そうとする株主提案も除外されうる。例えば、企業に対して、2030年までに二酸化炭素排出量ネットゼロを達成するための計画策定を要求する株主提案などが該当する。

つまり、SLB 14M は、企業が、委任状説明書から社会的課題に関する株主提案を除外しやすくなる方向に働くものと考えられる。そのため、社会的課題に関する株主提案自体の数が減少する可能性もあろう。

3. 大統領令による連邦政府 DEI 推進プログラムの終了

トランプ大統領は就任と同日、大統領令 (Executive Order) 14151「急進的で無駄な連邦政府の DEI プログラムとその優先の終了 (Ending Radical And Wasteful Government DEI Programs And Preferencing)」に署名をした。さらに翌日には、大統領令 14173「違法な差別の終了及び実力を基盤とした機会の復活 (Ending Illegal Discrimination And Restoring Merit-Based Opportunity)」にも署名し、連邦政府の関係省庁に対し、民間企業に対し DEI への取り組み廃止を積極的に働きかけることを求めた。

大統領令 14151 においてトランプ大統領は、バイデン前大統領が 2021 年 1 月 20 日に署名し、連邦政府の関係省庁に DEI 推進のアクションプランの策定を求める内容を含んだ大統領令 13985「連邦政府を通じた人種的公平の推進と恵まれない地域社会への支援 (Advancing Racial Equity and Support for Underserved Communities Through the Federal Government)」を、「『DEI』の名のもとに違法かつ不道德な差別プログラムをバイデン政権が押し付けたもの」と厳しく非難した。

こうした動きを受け、ウォルト・ディズニー、アマゾン、ウォルマート、シティグループなど米国を代表する企業で DEI の見直しを表明する動きが見られた。また、否決されたものの¹¹、アップルやウォルト・ディズニーに対しては米保守系団体から DEI に関する方針廃止の株主提案が提出された。さらに、議決権行使助言大手 ISS は大統領令を踏まえ、米国企業を対象に議決権行使助言での取締役選任・再任に係るダイバーシティの考慮を無期限で停止するなど、その影響は広い範囲にわたっている。

¹¹ アップルの開示資料によれば、株主提案の賛成率は 2.3%であった。また、ウォルト・ディズニーへの株主提案の賛成率は 1%であった模様（「ディズニー株主総会、反 DEI 提案を否決 『平等指数』継続」『日本経済新聞電子版』2025 年 3 月 21 日付）であり、同議案に対する賛成の動きは限定的と推定される。

4. 金融機関、資産運用会社の気候関連イニシアティブからの離脱

米国では2024年から2025年にかけて、クライメートメート・アクション100+（Climate Action 100+、以下CA100+）、ネットゼロ・アセットマネジャーズ・イニシアティブ（Net Zero Asset Managers initiative、以下NZAM）ネットゼロ・バンキング・アライアンス（Net Zero Banking Alliance、以下NZBA）といった、気候変動に関する金融機関や運用会社のイニシアティブからの脱退が相次いだ（図表2）。

2017年に設立されたCA100+は、温室効果ガス（以下GHG）排出による影響の大きな企業を選定し、それら企業に対し2050年までにネットゼロの実現を求め、それに向けた対応と情報開示等を求める協働エンゲージメントを行うイニシアティブであるが、2024年に大手資産運用会社であるJPモルガン・アセットマネジメントやステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズなどが相次いで脱退した¹²。

また、2020年に設立された、2050年までに投資先企業のGHG排出量ネットゼロの実現を推進するイニシアティブであるNZAM¹³からは、2025年1月にブラックロックが脱退した。その後NZAMはその活動を一時的に停止している。

さらに、2021年に設立され、2050年までに投融資先企業のGHG排出量ネットゼロの実現を推進するイニシアティブであるNZBA¹⁴からは、2024年12月にゴールドマン・サックス・グループが脱退したことを皮切りに、2025年に入りウエルズ・ファースト、シティグループ、バンク・オブ・アメリカが2024年中に、そして2025年に入りモルガンスタンレー、JPモルガン・チェースも脱退した。

図表2 気候変動に関する国際的イニシアティブと脱退した主な米国系金融機関、運用会社

イニシアティブ	活動の概要	脱退した主な米国系金融機関／運用会社
CA100+	GHG排出量の多い企業を選定し、気候変動への対応や情報開示を求めた協働エンゲージメントを推進する機関投資家イニシアティブ	JPモルガンアセットマネジメント、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ、インベスコ、PIMCO
NZAM	2050年までにGHG排出量ネットゼロの実現に向け、投資先企業に対しエンゲージメントを行う運用会社のイニシアティブ	ブラックロック、バンガード(2022年に脱退)
NZBA	2050年までにGHG排出量ネットゼロの実現に向け、投融資先企業に対しエンゲージメントを行う金融機関のイニシアティブ	ゴールドマン・サックス、ウエルズ・ファースト、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、モルガン・スタンレー、JPモルガン・チェース

（出所）各社開示資料等より野村資本市場研究所作成

¹² ブラックロックはイニシアティブの活動をブラックロック・インターナショナルに移管し、事実上米国での活動からは撤退した。

¹³ NZAMからは2022年にバンガードが既に脱退している一方、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは継続して加盟している。一方、英国の機関投資家ペイリーギフォードは2024年にCA100+と合わせて脱退している。なお、2025年に日本の機関投資家1社が脱退を決めた。

¹⁴ NZBAには日本の金融グループ6社が参加していたが、2025年に5社が脱退した。

こうした動きの背景として、2015 年の国連気候変動枠組条約締約国会議（COP21）で合意した、平均気温の上昇を 1.5 度未満に抑えるための GHG 排出量削減が十分に進んでいると言いつつ、これを推進するための対応への見解の相違があると考えられる。イニシアティブの中には、企業に対する要請やエンゲージメントをこれまで以上に強化すべきという考えもある。しかし、脱退を決めた米国の金融機関や運用会社は、そうした動きを過度に強めてしまうことで、却って自社や顧客の利益を損ねることになると懸念したと考えられる。また、トランプ政権になり、排出量ネットゼロ実現に向けた協働エンゲージメントが反トラスト法に抵触するとみなされ、訴訟リスクが高まる可能性に対する懸念もあると推測される。

しかし、脱退を決めた金融機関や運用会社においても気候変動対策への対応が重要な課題であるという位置づけには変化はない。今後は気候変動を巡る状況を睨みつつ、独自の手法や見解で投融資先企業に働きかけていくことになる。ブラックロックの脱退後に一時的な活動停止を決めた NZAM も、その理由を「新たなグローバル環境下でも NZAM の目的に合致するための見直し¹⁵」としており、すべての活動を停止するわけではない。

以上のように、米国の金融機関、機関投資家の気候関係イニシアティブからの脱退は、一見すると気候変動への取り組みの後退のように見えるが、彼らにとってこの問題の重要性が根本的に変容したことを示すものではないと考えられる。

5. デラウェア州会社法の改正

日本の ESG、とりわけコーポレートガバナンス改革との関連で注目される米国の動向として、2025 年 3 月に成立したデラウェア州の会社法改正がある。デラウェア州は多数の米国上場企業が法人登記をしているため、同州の会社法改正に対する注目度は高い。

今回は、①MBO（経営陣による買収）など過半数の利害関係者との取引、②支配株主による取引、及び③支配株主による非公開化におけるセーフハーバールール¹⁶の明確化、④支配株主と判定する基準の明確化、⑤株主による帳簿の閲覧請求に関する権利に関する改正、がポイントと考えられる。

①については、利害関係のない取締役で構成される委員会メンバーの過半数の承認、または利害関係のない株主の過半数の賛成（Majority of Minority、以下 MoM）が必要とされた。従前は完全に独立した委員会、または利害関係のない株主の承認とされており、数値基準は明確ではなかった。②については、利害関係のない取締役で構成される委員会メンバー全員の承認、または MoM が必要とされた。従前は利害関係のない取締役で構成される委員会メンバーの全員の承認と MoM の双方が必要とされていた。なお、③については、これまでと同様に利害関係のない取締役で構成される委員会メンバー全員の承認と MoM の双方が必要とされた。

¹⁵ NZAM, “Update from the Net Zero Asset Managers initiative,” January 13, 2025.

¹⁶ 特定の状況下、あるいは一定の条件などの基準を満たしていれば、法律違反や罰金の対象にならないとされる範囲のこと。

④の支配の基準については、a 会社の過半数の議決権を有する、b 取締役の過半数を選任できる権利を有する、c 議決権の少なくとも 3 分の 1 を有し、経営権を行使する権限を有する、のいずれかに該当するものとされた。従前は議決権の割合が 3 分の 1 に満たなくとも、経営への影響力次第では支配株主と認定される可能性があった¹⁷。

⑤については、閲覧できる範囲を原則議事録、取締役会のプレゼンテーション、取締役の独立性に関するアンケート、株主総会の議事録などの「取締役会レベルの資料」と呼ばれるものに限定した。従前は正当な目的があれば電子メールの閲覧なども認められていた。今回の改正でも引き続きそれらの資料の閲覧を請求できるが、その場合は、株主が資料に対する非常に強い必要性などについて、説得力のある証拠を示すことが必要になった。

Ⅲ 日本の動向

1. スチュワードシップ・コード改訂による協働エンゲージメントの推進

2014 年に制定された日本版スチュワードシップ・コード（以下スチュワードシップ・コード）は 2017 年、2020 年に改訂がなされたが、2025 年に 3 回目の改訂が行われる。改訂にあたり金融庁は 2025 年 3 月 21 日から同年 4 月 20 日までパブリック・コメントの募集を行った。

改訂の概要は図表 3 に示したが、主な内容は、①実質株主の透明化に関する項目の新設と②協働エンゲージメントの促進、そして③記載の一部削除・統合・簡略化である。

図表 3 スチュワードシップ・コード改訂の概要

改訂項目	指針の箇所	内容
実質株主の透明性向上	4-2 (新設)	機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべき
協働エンゲージメントの促進	4-6 (旧 4-5)	機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(協働エンゲージメント)も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである
コードのスリム化／プリンシプル化	全体	コード策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化

(出所) 金融庁「スチュワードシップ・コードの改訂案について」2025 年 3 月 21 日より野村資本市場研究所作成

¹⁷ テスラのイーロン・マスク CEO に対する報酬が高額すぎるとして、テスラの株主がテスラを訴えた裁判において、マスク氏の株式保有割合は 20% 超であったが、デラウェア州の裁判所はマスク氏を支配株主であるとし、取締役会が報酬の支給に関する公平性を備えていなかったとしてこれを無効と判断し、株主側が勝訴した。これに対しテスラ側は上告するとともに、法人登記をデラウェア州からテキサス州に移すことを株主総会で諮り承認され、登記を移転している。

②の協働エンゲージメントの促進は、米国の大量保有報告に関する解釈改定との比較で注目される。現行では、「必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」を「他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである」と変更する。これは、これまでその重要性が指摘されながらも積極的に行われてこなかった協働エンゲージメントを促進するための改訂である。これに先立つ 2024 年 5 月に「金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律」が成立し、協働エンゲージメント実施におけるネックであった共同保有者の範囲明確化が図られた。また「重要提案行為等」についても、その内容に関する政令改定も行われると見られる。

単独でのエンゲージメントにしても協働エンゲージメントにしても、代表取締役の選解任の提案など、事業活動に重大な変更・影響を及ぼす「重要提案行為」に該当する場合は、機関投資家が通常利用している「特例報告」ではなく、大量保有報告の提出を通常の頻度で行う「通常報告」が必要となる。通常報告になると、特に多くの企業の株式を保有している投資家にとっては大きな負担となることが想定され、結果的に（協働）エンゲージメントの消極化につながる可能性がある。

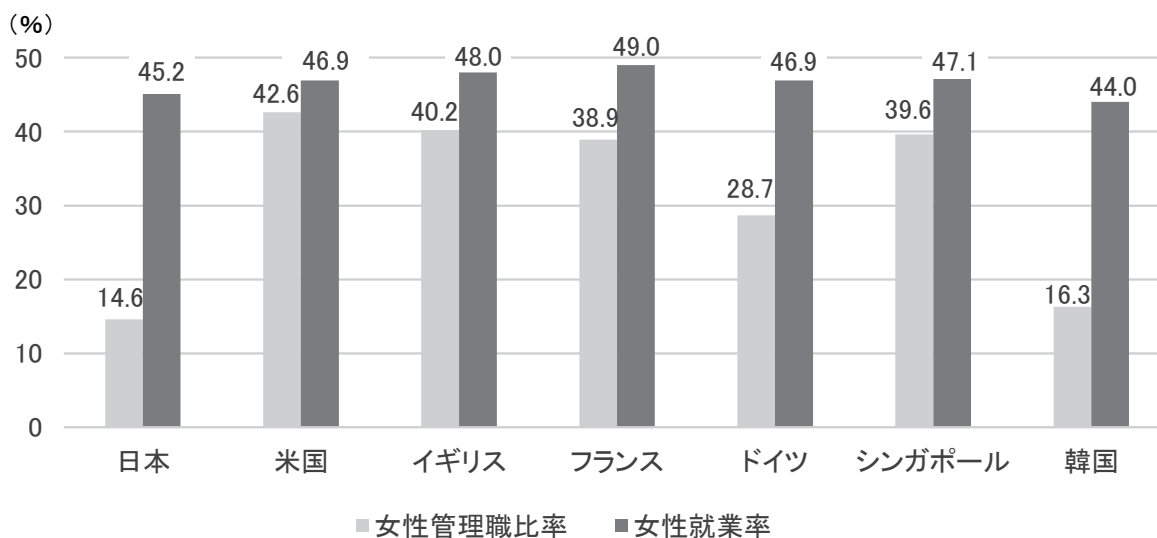
日本においては、重要提案行為の範囲明確化の目的は協働エンゲージメントの促進であるが、今回の米国「企業の支配に影響を及ぼす目的」の解釈変更は大量保有報告の提出を通常の頻度で行う範囲の拡大を意味するため、米国での改定は機関投資家のエンゲージメントの消極化につながる可能性がある。

2. 株主提案を巡る議論

日本では 2025 年 2 月に開催された法務省会社法制審議会 201 回会議において会社法の改正に関する諮問が行われ、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会が立ち上がり、4 月より審議が始まった。改正項目は多岐にわたるが、その中で株主提案権の議決権数の要件の見直しに関する審議も行われると考えられる。現在株主提案権は、総株主の議決権の 100 分の 1 以上または 300 個以上の議決権を 6 か月前から継続して保有していることが要件であるが、特に議決権数 300 個については、相対的に小さい投資額で株主提案が可能になることなどからその濫用が懸念され、見直しを求める意見が聞かれている。

一方米国では、委任状説明書からの株主提案の除外事由のうち、経済関連性除外事由と通常業務除外事由の明確化が実施された。これにより社会的課題に関する株主提案が除外される可能性が高まった。日本でも米国でも株主提案を提出するハードルを引き上げる方向であるが、日本の場合はあくまでも濫用的な株主提案の排除が目的であり、米国のような ESG、特に社会課題に関する株主提案の排除につながるものではないと考えられる。

図表 4 管理職及び就業者に占める女性の割合（2023 年）



(出所) 労働政策研究・研修機構「データブック国際労働比較 2025 (労働政策研究・研修機構)」図表 3-3
より野村資本市場研究所作成

3. DEI の推進が継続する日本

米国ではトランプ大統領の大統領令 14151 により、連邦政府の DEI プログラムが終了となった。一方、日本では 2030 年までにプライム上場企業の女性役員比率を 30% 以上にすることが要請されるなど、女性活躍を主軸にした政府主導による DEI を推進する動きが進められている。米国の動きから DEI 推進の動きはむしろ時代に逆行するとの意見も散見されるものの、図表 4 を見ると、日本は韓国と並び、女性就業者の割合は欧米アジア各国と大きく変わらないものの女性管理職の割合は低い。また、少子高齢化の急速な進展で今後日本の労働需給はひっ迫することが予想される。優秀な人材を確保するためにも、女性の活躍推進を中心とした DEI の推進は日本にとって依然重要である点には変わりはない。

4. 少数株主保護や支配株主基準

デラウェア州会社法における支配株主判定基準、支配株主による取引に関するセーフハーバー要件の明確化などに関する改正は、相対的に支配株主には有利、少数株主には不利になる可能性があると思われる。一方、日本では東京証券取引所（以下、東証）が 2025 年 2 月に公表した「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」では、まず、規範の対象行為について、①少数株主にとって不利益でないことに関する意見を徴収する対象の行為を、支配株主による完全子会社化のみから MBO、その他関係会社による完全子会社化にも拡大、②必要かつ十分な適時開示について、その対象範囲を完全子会社化、MBO からその他関係会社による完全子会社化にも拡大、という改定が行われた（図表 5）。

図表 5 MBO・支配株主による完全子会社化に係る規範見直し概要

内容	対象範囲(改正)	対象範囲(現行)
少数株主にとって不利益でないことに関する意見の入手を義務付け	MBO、その他の関係会社による完全子会社化も対象	支配株主による完全子会社化のみ
株式価値算定の概要を含む適時開示を必要かつ十分に行うことを義務付け	その他の関係会社による完全子会社化	MBO、支配株主による完全子会社化のみ

(出所) 東京証券取引所上場部「MBO・支配株主による完全子会社化に関する企業行動規範の見直し」2025年2月18日より野村資本市場研究所作成

さらに、規範の内容も見直した。「少数株主にとって不利益でないことに関する意見」の入手先について、従来の利害関係を有しないものから、特別委員会からの入手を義務付けるとともに、意見の内容も、「少数株主にとって不利益ではないことに関する意見から取引が一般株主にとって公正であることに関する意見」とした。加えて、「必要かつ十分な情報開示」についても、「株式価値算定の重要な前提条件（財務予想や算定手法の前提になる考え方を含む）」とし、内容の充実を行った。

このような改革は概ね少数株主の利益に資する内容であり、米国とは正反対の動きを示している。日本の MBO や完全子会社化においては、少数株主保護が必ずしも十分ではないと言われており、少数株主に相対的に有利になるような改定が行われていると考えられる。その一方で、米国で支配株主基準を議決権の3分の1以上に明確化（デラウェア州会社法改正④）した点は、今後日本における支配株主基準に関する議論でも参考になるであろう。

IV 企業価値向上という「原点」を見つめ直す好機に

ここまで見てきたように、米国における ESG 関連諸施策の解釈変更や制度改定は総じて ESG を推進する側に厳しく、（上場）企業や支配株主に資する内容であるといえる。

Global Sustainable Investment Alliance の「Global Sustainable Investment Review 2022」によると、2022 年における運用資産残高に占めるサステナブル投資比率は、欧州の 38%、日本の 34%に対し、米国は 13%であった。欧州を中心に ESG を推進する動きが進む中でも、米国では従来から ESG（サステナブル）投資に積極的とは言い難かった。実際、米国では、ESGを推進することで企業の負担は増えるにも関わらず、企業価値や投資家のリターン向上と ESG の推進が結びつくことについて懐疑的な見方が少なくなかった。

米国における反 ESG の動きはバイデン政権下の後半、2022 年の中間選挙で共和党が下院で過半数を占めるようになって以降強まる傾向にあったが、2024 年 11 月にトランプ氏が大統領選で勝利し、2025 年 1 月に新政権が樹立されると、反 ESG の動きが一段と活発化した。そして、現在の米国における反 ESG 推進の動きは、欧州や日本などにも相応の影響を与えとの見解もある。ただし、現在のところ欧州では米国による反 ESG の影響は見られておらず、従来通りこれを推進する流れが続いている。

一方、日本ではスチュワードシップ・コードの改訂や開示の強化拡充、東京証券取引所の企業に対する各種要請が行われている。これらは基本的にコーポレートガバナンスをはじめとした ESG を一段と推進する方向であり、米国とは対照的な動きである。このような対照的な方向性に、日本企業はどのように対峙していくべきであろうか。

確かに、これまでの ESG 推進が行き過ぎて負担となり、企業や証券取引所の競争力を削いでいるとの意見があることには留意が必要である。実際に、これまで詳細な開示や説明を求める方向に進んできた英国において、スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの記述や要請事項を一部簡素化する動きが見られ、その理由としては英国株式市場の魅力向上、競争力強化が挙げられている。

このような点については、日本企業や日本の株式市場にも該当するところが確かにあるだろう。しかし、より重要であるのは、米国での動きは ESG に関する諸施策が企業価値向上という観点から乖離し、ともすれば行き過ぎた要請になっていたため、これを巻き戻すという側面が強いことである。それに対し、日本では巻き戻しが必要とされるほどまでには、コーポレートガバナンスをはじめとした ESG に関する施策が進んでいるとは言い難い。独立社外取締役が過半を占める企業の割合や女性取締役をはじめとするボードダイバーシティも、欧米と比較すると進んでいない。

さらに、日本においてはコーポレートガバナンス改革が成長戦略の重要な施策であるとされており、改革を形式から実質に昇華させるためにも引き続き ESG の推進が必要なフェーズにあるという認識も重要である。少子高齢化の進展も早く、将来的に人手不足が深刻化する可能性が高い。そうした中で、ダイバーシティを推進することで優秀な人材を確保することが出来れば、企業の競争力強化、価値向上に資すると考える。

以上の諸点を考慮すれば、日本において米国の反 ESG の動きが今後広がる可能性は現状低いと考える。むしろ、これを機に成長戦略の重要施策であるコーポレートガバナンス改革の原点を見つめ直し、各種施策の形式的な実施に留まってしまうのではなく、競争力強化、企業価値の持続的、本質的向上という観点から戦略的に検討、実施していくことが企業に期待されるのである。