

# 投資家が問うAIガバナンス

統治と成果、株主が同時に問う二つのAIリスク

株式会社GenerativeX

---

## エグゼクティブサマリー

---

- 2026年、海外の年金基金を中心に、議決権行使方針へAI条項を明記する動きが広がった。CalPERSをはじめとする複数の投資家が、AIリスクの監督が不十分な企業の取締役選任に反対しうると明文化した。AIガバナンスは、開示の巧拙の問題から、取締役の信任の問題に変わった。
  - AI関連の株主提案は、件数が増える一方で賛成率が下がっている。これは関心の後退ではない。個別提案で争われていた要求が、議決権行使方針という標準的な基準に吸収されつつあることを示す。
  - 投資家の要求は二正面で進んでいる。機関投資家は行使方針を通じてAIの監督体制を問い、アクティビストは個別キャンペーンを通じてAI活用の速度と成果を問う。「AIを統治できないリスク」と「AIで成果を出せないリスク」の双方が、株主から同時に問われる構図である。
  - サイバー攻撃の先例が、AIの事故後に投資家がどう動くかを示している。Glass Lewisの2026年版AI条項はサイバーセキュリティ条項の写しであり、Pensions UKはサイバーセキュリティとAIを一つの節で扱う。事故後の制裁は取締役の否決ではなく、賛成率の低下、報酬の減額、総会での追及として現れる。2025年9月に攻撃を受けたアサヒグループの2026年総会では、国内投資家の基準にサイバーセキュリティの条項がないにもかかわらず、社長の賛成率が94%から89%に下がった。
  - 国内投資家の行使基準にAI条項はまだない。ただしGPIFや大手運用会社は対話テーマとして扱い始めており、気候変動や取締役会の多様性で見られた「海外方針の数年遅れでの国内波及」が再現される公算は小さくない。
  - 問われているのは、取締役会が株主に説明できるAI活用の体制である。効果が財務数字で語れること、監督の仕組みが機能していること、個別の試行が全社への展開設計を持つこと。この三点を備えない限り、攻めと守りのどちらの問いにも答えられない。
-

# 1. 議決権行使方針に現れたAI条項

2026年4月、米国最大の公的年金基金であるCalPERSは、議決権行使指針を改定し、AIに関する条項を初めて明記した。AI関連リスクの監督に失敗した、または不十分である証拠がある場合、取締役候補への賛成を保留するという内容である<sup>1</sup>。

議決権行使方針は、投資家が数千社の投資先に一律に適用する基準である。個別企業との対話や株主提案と異なり、方針に書かれた要求は投資先のすべてに及ぶ。AIの監督が行使方針に入ったことは、AIガバナンスが例外的な関心事から標準的な審査項目に変わったことを意味する。

この動きはCalPERSにとどまらない。英国では年金業界団体のPensions UKが2026年版ガイドラインで、高リスク領域でAIを使いながら統治体制と取締役会の責任を開示しない企業について、取締役や監査委員長への反対を検討すると定めた。企業年金のRailpen、地方公務員年金のLGPS Centralも、2026年版の行使方針に同様の反対条項を新設している。議決権行使助言会社では、Glass Lewisが2025年版方針で米国、日本、欧州を対象にAI監督の項目を設けた。



図1: 議決権行使方針へのAI条項の導入時期。2025年12月以降の4カ月間に、年金基金の反対条項が集中して現れた。

背景には、AIの管理不全が実際に財務影響をもたらした事例の蓄積がある。米Zillowは2021年、AIによる住宅価格予測の失敗で四半期に3億ドルを超える損失を計上し、事業からの撤退に至った。エア・カナダは2024年、チャットボットの誤案内をめぐる訴訟で賠償を命じられた。KPMGとメルボルン大学の2025年の調査では、業務でAIを利用する就業者の56%がAIに起因するミスを経験したと回答している<sup>2</sup>。投資家にとってAIは、もはや将来のリスクではなく、既に損失を生んでいるリスクである。

## 2. 投資家スタンスの四類型

2026年時点の主要投資家と助言会社の方針は、要求の強度によって四つに分かれる。

表1: AI条項をめぐる投資家スタンスの四類型(2026年10月時点)

| 類型            | 投資家・助言会社                                              | 方針の内容                            | 反対の対象              |
|---------------|-------------------------------------------------------|----------------------------------|--------------------|
| 第一類型: 反対条項あり  | CalPERS、Pensions UK、Railpen、LGPS Central              | AI監督が不十分、または開示がない場合に反対しうると明記     | 監督を担う取締役本人、監査委員長   |
| 第二類型: 有事に限り反対 | Glass Lewis                                           | 平時は推奨に反映せず、重大な損害が出た場合に限り反対を推奨    | 監督担当の取締役・委員会       |
| 第三類型: 期待の明文化  | ニューヨーク州職員退職年金基金、LGIM、ISS(テーマ別方針)                      | 取締役会のAI監督の専門性と責任を期待、AI関連の株主提案に賛成 | なし(株主提案への賛成を通じて圧力) |
| 第四類型: 記載なし    | ISS(標準方針)、BlackRock、Vanguard、State Street、GPIFと国内運用会社 | 行使基準に記載なし。国内では対話テーマとして扱い始めた段階    | なし                 |

**第一類型は、監督や開示が不十分な場合に取締役選任へ反対しうると明記する投資家である。** CalPERS、Pensions UK、Railpen、LGPS Centralがここに入る。いずれも年金基金またはその業界団体であり、長期保有を前提とするユニバーサルオーナーが最も強い立場を取っている。反対の対象は、AIの監督を担う取締役本人である。

**第二類型は、重大な事故が起きた場合に限り反対を推奨する助言会社である。** Glass Lewisは、AI監督の原則自体は推奨に反映せず、監督不足によって株主に重大な損害が出た場合に限り、監督担当の取締役や委員会への反対を推奨するとした。平時は問わず、有事に責任を問う設計である。

**第三類型は、反対条項は持たないが、期待を明文化した投資家である。** ニューヨーク州職員退職年金基金は2026年2月の行使指針で、取締役会にAI監督の専門性を期待し、AI透明性報告や責任あるAI方針を求める株主提案に賛成する姿勢を示した。英運用会社のLGIMも同月の原則で、AI戦略とリスク監督に対する取締役会の明確な責任を期待すると述べている。ISSもテーマ別方針において、国際的な枠組みに沿ったAI報告を求める提案に原則賛成とした。

**第四類型は、記載を持たない投資家である。** ISSの標準方針、BlackRock、Vanguard、State Streetの米大手運用会社、そしてGPIFを含む国内の年金と大手運用会社の行使基準に、AIの記載はまだない。国内では、行使基準への組み入れ以前の、対話テーマとして扱い始めた段階にある<sup>3</sup>。

この分布は静的なものではない。気候変動や取締役会の多様性をめぐる条項は、欧米の年金基金が先行し、助言会社が追随し、数年を経て国内投資家の基準と対話に波及した。AI条項が同じ経路をたどると断定はできないが、第一類型に年金基金が並ぶ現在の構図は、過去の波及パターンの初期局面とよく似ている。国内企業にとって、第四類型の空白は猶予であって免除ではない。

### 3. 株主提案の件数と賛成率が示すもの

議決権行使方針と並ぶもう一つの経路が、株主提案である。こちらは一見、逆の方向を示している。

AI関連の株主提案は2026年に11件(米国10件、カナダ1件)が付議されたが、平均賛成率は8.9%にとどまり、過半数の賛成を得た提案はなかった。2024年にはNetflixに対するAI利用の透明性報告の提案が43.3%、Appleに対する倫理指針開示の提案が37.5%の賛成を集めていたから、賛成率は明確に低下している<sup>4</sup>。

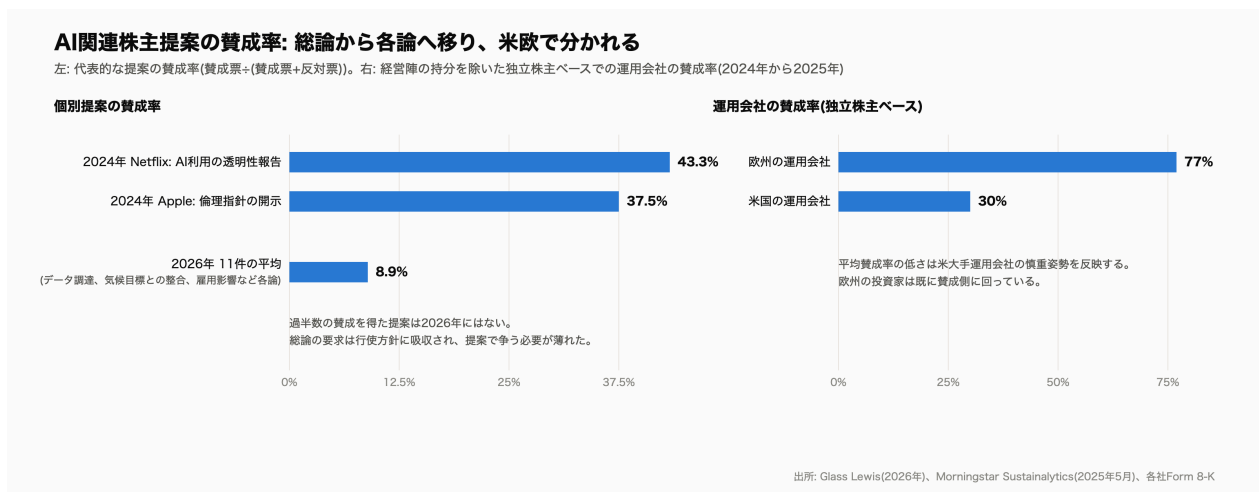


図2: AI関連株主提案の賛成率。総論を問う2024年の提案は4割前後の賛成を集めたが、各論に移った2026年の平均は1割を切る。独立株主ベースでは欧州と米国の運用会社の姿勢が大きく分かれる。

この低下を、投資家の関心の後退と読むのは誤りである。理由は三つある。

第一に、論点が移行した。2024年の高賛成率の提案はAI利用の透明性という総論を問うものだったが、2026年の提案はデータ調達、データセンターと気候目標の整合、雇用への影響といった各論に移っている。総論が賛成を集めにくくなったのは、要求の中核が行使方針に吸収され、提案で争う必要が薄れたからである。

第二に、投資家の間に温度差がある。経営陣の持分を除いた独立株主ベースで見ると、欧州の運用会社の賛成率は77%に達する一方、米国は30%にとどまる(2024年から2025年)。平均賛成率の低さは、米大手運用会社の慎重姿勢を反映したものであり、欧州の投資家は既に賛成側に回っている。

第三に、提案の件数自体が制度要因で減っている。米SECの手続き変更により、2026年の株主提案数は全体で2割から2割5分減少した。

日本企業に対するAI関連の株主提案は、現時点で確認されていない。しかし株主提案は氷山の一角にすぎない。要求の本体は、既に行使方針という水面下に移っている。

## 4. 監督を問う投資家、成果を問うアクティビスト

ここまで述べた機関投資家の動きは、AIの監督、すなわち守りを問うものである。しかし2026年の資本市場では、逆向きの圧力が同時に強まっている。アクティビストによる、AI活用の速度と成果への追及である。

Starboard Valueは2026年2月、TripAdvisorに対し「現状の変化のペースは容認できない」として、AI展開の加速を公開書簡で要求した。ElliottはLSEGに対し、同社が持つ独自データとAIが成長にどう寄与しているかの開示を求めた。IrenicがSnapにAI活用とコスト削減を要求した翌月、同社は16%の人員削減とAI導入の加速を発表している。日本でも、PalliserがTOTOや味の素に対し、AI関連事業の価値の顕在化を求めた例がある<sup>5</sup>。

表2: 二正面の圧力の比較

|             | 監督を問う圧力(守り)                      | 成果を問う圧力(攻め)                                                      |
|-------------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------|
| 主体          | 年金基金、運用会社、議決権行使助言会社              | アクティビスト                                                          |
| 手段          | 議決権行使方針、取締役選任への反対票               | 公開書簡、株主提案、キャンペーン                                                 |
| 問うこと        | 監督体制、開示、事故時の責任の所在                | AI投資の規模、展開の速度、財務成果への寄与                                           |
| 2026年の事例    | CalPERS、Pensions UK、Railpenの反対条項 | Starboard対TripAdvisor、Elliott対LSEG、Irenic対Snap、Palliser対TOTO・味の素 |
| 答えを誤ったときの帰結 | 監督担当取締役への反対票                     | 人員削減や事業再編の要求、経営陣交代の圧力                                            |

二つの圧力は、別々の主体から別々の手段で来る。年金基金と運用会社は行使方針を通じて、監督体制とその開示、事故時の責任の所在を問う。アクティビストは公開書簡や株主提案を通じて、AI投資の規模、展開の速度、財務成果への寄与を問う。前者に答えるために活用を抑制すれば後者に攻められ、後者に応えるために統制なき導入を急げば前者の反対票を招く。

この二正面の構図こそが、本稿の中心的な論点である。AIガバナンスを守りの文書整備として処理し、AI活用を現場の生産性施策として処理する分業は、どちらの問いにも答えられない。株主が見ているのは、取締役会が監督する体制の下で、説明可能な成果を出すAI活用が進んでいるか、その一点である。

この構図には、よく知られた物語が重なる。ギリシャ神話のイカロスである。父ダイダロスは蠟で固めた翼を息子に渡すとき、「低く飛べば波が翼を重くし、高く飛べば太陽の火が翼を焼く。二つの間を飛べ」と言った(オウィディウス『変身物語』第8巻)。語り継がれるのは、太陽に近づいて墜ちたイカロスの前半だけである。しかし父の警告は二つあった。AIガバナンスをめぐる議論も、同じ偏

りを抱えている。統制なき導入という「太陽」の危険は盛んに語られる一方、慎重さの名の下に試行と文書整備で止まり、成果を出せないまま競合に引き離される「海」の危険は、守りの議論の中では見落とされがちである。年金基金の行使方針は太陽への接近を監視し、アクティビストの書簡は海への接近を咎める。二つの警告を同時に受けながら中間を飛び、シチリアに着いたのは父ダイダロスのほうであった。株主が投資先に求めているのは、イカロスの回避ではなく、ダイダロスの飛行経路である。



図3: ダイダロスの飛行経路。太陽(統治の失敗)は年金基金の行使方針が、海(成果の欠如)はアクティビストの書簡が監視する。中間の航路を構成する三つの条件は第6章で述べる。

## 5. 先例としてのサイバー攻撃: 事故の後、投資家はどう動くか

AIの管理不全が損失を生んだとき投資家が実際にどう動くかは、まだ事例が乏しい。しかし最も近い先例がある。サイバー攻撃である。外部からの攻撃という点でAIの誤判断とは性格が異なるが、取締役会のリスク監督が問われる構造は同じであり、何より投資家自身が、AIの条項をサイバーセキュリティの条項を雛形にして書いている。

### 5.1 AI条項はサイバーセキュリティ条項の写しである

Glass Lewisの2026年版米国方針では、AI監督の節がサイバーリスク監督の節とほぼ同じ文で構成されている。サイバーリスクの節は「重大なサイバーセキュリティ事故がない限り、監督や開示を理由に推奨は行わない。しかし攻撃が株主に重大な損害を与えた場合、取締役会の監督、会社の対応と開示を精査し、不十分であれば該当する取締役への反対を推奨しうる」と定める。AIの節は、こ

の「サイバー攻撃」を「AI技術の監督と管理の不足」に置き換えたものである。サイバーリスクの節は2022年に導入された。第2章で第二類型とした「平時は問わず、有事に責任を問う設計」は、サイバーリスクで先に運用されてきた設計である<sup>6</sup>。

**表3: Glass Lewis 2026年版米国方針における二つの条項の対比(当社仮訳)**

|        | サイバーリスクの監督(2022年導入)                       | AIの監督(2025年導入)                              |
|--------|-------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 平時の扱い  | 重大なサイバーセキュリティ事故がない限り、監督や開示を理由とした推奨は原則行わない | AIの利用や管理に関する重大な事故がない限り、監督や開示を理由とした推奨は原則行わない |
| 有事の条件  | サイバー攻撃が株主に重大な損害を与えた場合                     | AI技術の監督や管理の不足が株主に重大な損害をもたらした証拠がある場合         |
| 精査の対象  | 取締役会の監督、会社の対応と開示                          | AI関連リスクの監督を担う取締役または委員会の特定、会社の対応と開示          |
| 帰結     | 監督、対応、開示が不十分なら該当する取締役への反対を推奨しうる           | 同左                                          |
| 事故後の期待 | システム復旧、通常業務への復帰、被害者支援についての継続的な開示          | 同様の継続的な開示                                   |

年金基金側も同じ構造を持つ。Pensions UKの2026年版ガイドラインは「サイバーセキュリティとAI」を一つの節として扱い、序文で「AIに関する株主決議の急増とサイバーセキュリティ事故の急増」を改定理由に挙げた。重大なサイバー攻撃の被害を受けながら教訓と統治の改善を開示しない企業には、年次報告書や監査委員長への反対を検討するとしている。Railpenは2023年から、サイバーリスクや侵害後の対応が十分に管理されていないと判断すれば監査委員長への反対を検討すると定めており、2026年版ではAIがサイバー攻撃を増幅しうると明記した。

一方、ISSの基準、BlackRock、Vanguard、State Streetの方針には、サイバーセキュリティに特化した反対条項はない。Vanguardは2023年の豪Medibankの総会で、大規模な情報漏えいの後も取締役の再任に賛成した理由として、取締役会が「リスク統治と監督に堅実な姿勢を示した」ことを挙げ、重大なリスクの管理に失敗した取締役会には反対しうると述べるにとどめた。つまり第2章で示した四類型の分布は、サイバーセキュリティで既に出来上がっていた分布そのものである。年金基金が最も強く、助言会社が有事に限って問い、大手運用会社は個別判断とする。AI条項は、この分布の上にそのまま重ねられた。

表4: サイバーセキュリティ条項とAI条項の分布の対応

| 投資家・助言会社                               | サイバーセキュリティ条項                                     | AI条項                              |
|----------------------------------------|--------------------------------------------------|-----------------------------------|
| <b>Pensions UK</b>                     | 重大な侵害後に教訓と統治の改善を開示しなければ年次報告書・監査委員長に反対を検討(2026年版) | 同じ節で、AI統治を開示しない高リスク企業の取締役反対を検討    |
| <b>Railpen</b>                         | 侵害後の対応が不十分なら監査委員長に反対を検討(2023年から)                 | AIの重大な悪影響で監督担当取締役に反対を検討(2026年版)   |
| <b>CalPERS</b>                         | 特化した条項なし(2022年にSECへ開示規則支持の意見)                    | 監督の失敗の証拠があれば取締役候補への賛成を保留(2026年4月) |
| <b>Glass Lewis</b>                     | 重大な損害が出た場合に限り取締役への反対を推奨(2022年)                   | 同文の構造で導入(2025年)                   |
| <b>ISS</b>                             | 特化した条項なし(「重大なリスク監督の失敗」一般)                        | 特化した条項なし                          |
| <b>BlackRock、Vanguard、State Street</b> | 特化した条項なし(Vanguardは事故後の取締役会の姿勢で個別判断)              | 特化した条項なし                          |
| <b>国内運用会社、企業年金連合会、GPIF</b>             | 特化した条項なし(「不祥事」一般基準で包摂)                           | 特化した条項なし                          |

## 5.2 事故の後に実際に起きたこと

方針に書かれた「有事」が実際に起きたとき、投資家はどう動いたか。2018年から2026年までの主要事案を追うと、サイバー攻撃を理由に取締役が否決された例は一つもない。代わりに現れるのは、次の四つの行動である<sup>7</sup>。

表5: 主要なサイバー攻撃事案の後に投資家が取った行動

| 企業(国)                | 事案                                      | 次の株主総会での反応                                         | その他の帰結                            |
|----------------------|-----------------------------------------|----------------------------------------------------|-----------------------------------|
| Equifax(米)           | 2017年9月、1億4千万人超の個人情報漏えい                 | 2018年5月: ISSが議長を含む5名に反対推奨。議長への反対約35%、再任            | 株価は発表後に市場を10ポイント下回る               |
| Medibank(豪)          | 2022年10月、約970万人の情報漏えい                   | 2023年11月: 取締役1名への反対25%。議長「株主からのメッセージと受け止める」        | 役員の年次賞与ゼロ                         |
| UnitedHealth(米)      | 2024年2月、子会社Change Healthcareへのランサムウェア攻撃 | 2024年6月: 反対票は3%程度                                  | 議会公聴会、証券訴訟、四半期で8.7億ドルの費用          |
| Marks & Spencer(英)   | 2025年4月、ランサムウェア攻撃で通販停止                  | 2025年7月: 議長賛成率97%。株主がCEO賞与の減額を要求、取締役会は翌年度の報酬で考慮と回答 | 営業利益への影響約3億ポンド                    |
| Qantas(豪)            | 2025年7月、約570万人の情報漏えい                    | 2025年11月: 役員賞与減額の上でなおGlass Lewisが報酬報告書に反対推奨        | CEOが25万豪ドルの賞与を返上                  |
| Jaguar Land Rover(英) | 2025年9月、生産停止1カ月超                        | 親会社Tata Motorsの株価が2日で約5%下落                         | 英政府が15億ポンドの融資保証。四半期で1.96億ポンドの特別損失 |
| アサヒグループHD(日)         | 2025年9月、ランサムウェア攻撃で受注・出荷停止               | 2026年3月: 社長の賛成率94%から89%、議長99.7%から93%。出席者と質問が倍増     | 決算発表を約5カ月延期。社長と担当役員が報酬20%を3カ月返納   |
| アスクル(日)              | 2025年10月、ランサムウェア攻撃で物流停止                 | 2026年8月総会前に社長交代を発表                                 | 最終赤字221億円、役員報酬20%減額、独立したCISOを設置   |

**第一に、反対票の積み上げである。** 2017年に1億4千万人超の個人情報を漏えいした米Equifaxの2018年総会では、ISSが議長を含む5名の取締役に対して反対を推奨し、議長への反対は約35%に達した。豪Medibankの2023年総会では取締役1名への反対が25%となり、議長は総会で「株主が取締役会にメッセージを送ったのだと受け止める」と述べた。再任はされる。しかし賛成率は10ポイントから30ポイント下がり、その数字は翌年以降の総会でも参照され続ける。

**第二に、報酬への反映である。** 豪Qantasは2025年の漏えい後にCEOを含む役員賞与を減額したが、それでもGlass Lewisは「事故の管理に重大な失敗があった」として報酬報告書への反対を推奨した。英Marks & Spencerの2025年総会では、議長の賛成率は97%を保ったものの、株主から

「CEOが賞与の減額で責任を取るべきではないか」との質問が出され、取締役会は翌年度の報酬決定で事故の影響を考慮すると回答した。

**第三に、事故後の開示への要求である。** Glass Lewisは被害企業に対し、システム復旧の時期、通常業務への復帰、被害者支援について継続的な開示を期待すると明記した。Pensions UKは「教訓と統治の改善の開示」を反対の判断基準に置いた。投票の材料になるのは事故そのものではなく、事故の後に取締役会が何を学び、何を変えたかである。

**第四に、株価と訴訟である。** ISS STOXXが2026年3月に公表した分析では、重大なサイバー攻撃の被害を報告した米企業の株価は市場を平均5%近く下回り、その差は1年以上続く。英Jaguar Land Roverは2025年9月の攻撃で生産が1カ月以上止まり、親会社Tata Motorsの株価下落と英政府による15億ポンドの融資保証に至った。米UnitedHealthでは総会の反対票は小さかったが、証券訴訟と議会公聴会が取締役会の監督を追及した。

### 5.3 日本で起きたこと: アサヒグループの2026年総会

日本でも同じ型が観察できる。2025年9月にランサムウェア攻撃を受けたアサヒグループホールディングスは、受注システムの再開に2カ月、通期決算の発表に例年より約5カ月を要し、2025年12月期の親会社帰属利益は前期比36.7%減となった。2026年3月の定時株主総会は、決算が確定しないまま開かれた<sup>8</sup>。

総会の結果を前年と比べると、投資家の反応が読み取れる。社長、CFO、議長を含む13名の候補者のうち9名で賛成率が下がり、出席株主数は280人から535人、質問は14件から24件に増えた。

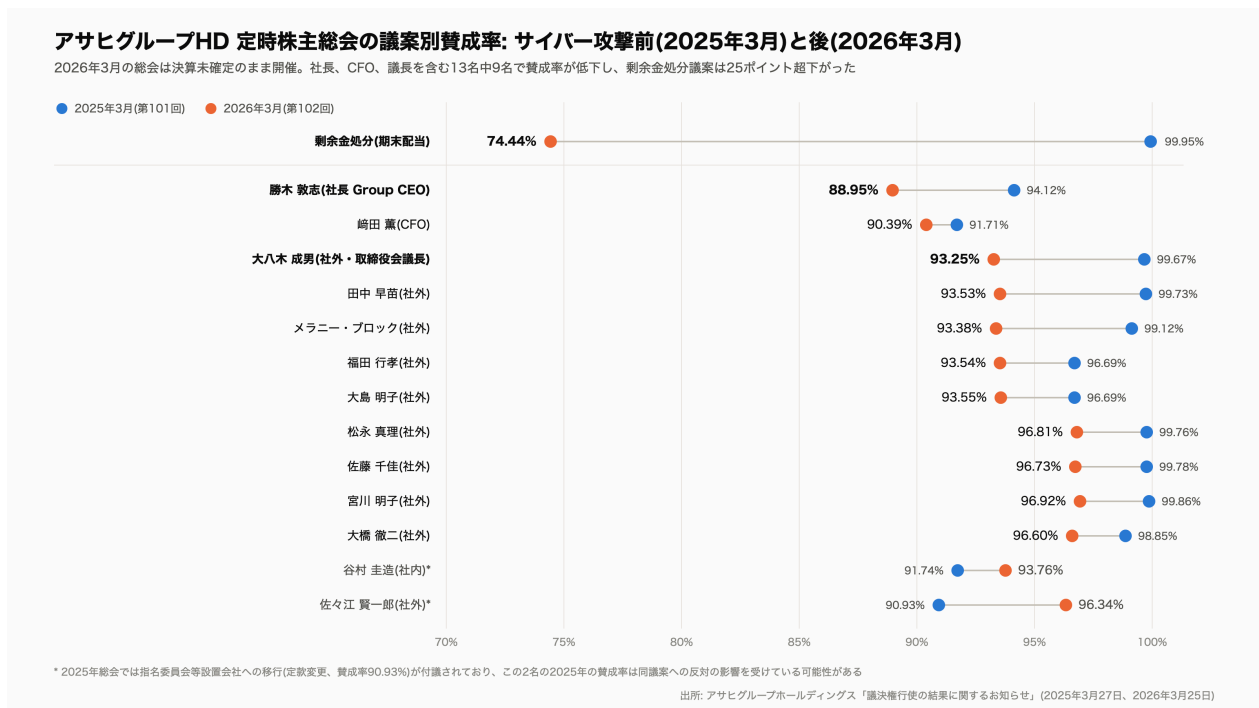


図4: アサヒグループHDの定時株主総会における議案別賛成率。サイバー攻撃前の2025年3月と後の2026年3月の比較。剰余金処分議案は決算未確定のまま付議され、賛成率が25ポイント超下がった。

国内の運用会社や企業年金連合会の行使基準にサイバーセキュリティの条項はなく、日本向け基準にサイバーリスク監督の項目を置く助言会社はGlass Lewisだけである。それでも反対票は動いた。条項がないことは、反対票がないことを意味しない。総会では株主がセキュリティ投資の基準を問い、社長は「経営陣にも情報セキュリティに関するスキル整備が必要だ」と答え、議長はスキルマトリックスを見直して各取締役のサイバーセキュリティに対する役割を明確化すると述べた。同社は2026年7月、社長と担当役員の月額報酬20%を3カ月間返納すると発表している。

同じく2025年10月に攻撃を受けたアスクルは、2026年5月期に221億円の最終赤字を計上し、役員報酬の減額と本部から独立したCISOの設置を経て、2026年6月に社長交代を発表した。会社は交代の理由を、サイバー攻撃で悪化した業績の立て直しと説明している。

投資家側の基準も動き始めた。野村アセットマネジメントは2025年の責任投資レポートで「デジタル社会のリスク管理」を重点テーマに掲げ、大手飲料メーカーの事案を、被害が情報漏えいにとどまらず長期の出荷停止に及び財務への影響が大きくなった例として挙げた。GPIFの調査では、運用機関が重大なESG課題として「プライバシー及びデータセキュリティ」を挙げる割合が、国内株パッシブ運用で2025年の57%から2026年の67%に上がった。2026年7月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードは、取締役会が整備すべきリスク管理体制の考慮事項にサイバーセキュリティリスクを明記した<sup>9</sup>。

## 5.4 投資家トップの言葉

投資家の経営層は、サイバー攻撃を市場リスクと並ぶ最上位の懸念として語ってきた。世界最大の政府系ファンドを運用するノルウェー銀行投資管理部門(NBIM)のCEOニコライ・タンゲンは、2022年に「市場よりもサイバー攻撃のほうを心配している」と述べ、2026年5月のノルウェー議会公聴会では「AIには明るい面だけがあるのではない。我々に好意を持たない者もこの技術を使う」と、AIとサイバーセキュリティを一体の問題として語った。同ファンドの2025年年次報告書は「AIが既存の攻撃手法を増幅している」と記す。2026年6月には米英など5カ国の政府機関が共同声明で、フロンティアAIがサイバーリスクを「年単位ではなく月単位で」変えると警告し、取締役会レベルの課題として対応を求めた。日本でも金融庁と日本銀行が2026年5月、フロンティアAIによる脅威の変化を踏まえ「経営トップを含めた経営層の直接関与」を金融機関に要請した<sup>10</sup>。

## 5.5 AIへの含意

サイバー攻撃の先例が示す含意は三つある。

第一に、事故後の制裁の形は既に決まっている。取締役の否決ではなく、賛成率の低下、報酬の減額、総会での追及、継続的な開示要求である。AI条項はサイバーセキュリティ条項の写しであるか

ら、AIの管理不全が損失を生んだとき、投資家は同じ手順で動くと見るのが自然である。

第二に、AIの事故はサイバー攻撃より重く問われうる。サイバー攻撃には外部の加害者がいる。Vanguardは、攻撃を受けたこと自体ではなく、受けた後の取締役会の姿勢で判断すると述べた。これに対しAIの誤判断は、Zillowの例が示すとおり、経営が自ら選んだ技術を自ら運用した結果であり、外部に帰責できない。防御の不備ではなく判断の誤りとして問われる分、取締役会の責任はより直接的になる。

第三に、国内に条項がないことは猶予にならない。アサヒの総会が示したのは、行使基準にサイバーセキュリティの一語もない国内投資家が、事故の後には賛成率を動かすという事実である。第2章で述べた「第四類型の空白は猶予であって免除ではない」という指摘は、サイバー攻撃で既に実証されている。

表6: サイバー攻撃後の投資家行動と、AIの事故で予想される形

| 投資家の行動   | サイバー攻撃での実例                                         | AIの事故で予想される形                                       |
|----------|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|
| 反対票の積み上げ | Equifax議長に35%、Medibank取締役に25%、アサヒ社長に11%の反対         | AI監督担当の取締役・委員長への反対。年金基金の条項が既に対象を特定している             |
| 報酬への反映   | Qantas、Medibank、アサヒ、アスクールで賞与・報酬の減額                 | AI投資の失敗額が業績連動報酬に直結。判断の誤りとして問われるため減額幅は大きくなりうる       |
| 事故後の開示要求 | Glass Lewis、Pensions UKが復旧状況と統治の改善の開示を要求           | AIシステムの停止・修正、監督体制の変更、再発防止の開示。NBIMは設計・訓練・検証の説明を求める  |
| 株価と訴訟    | 事故後1年で市場を平均5%下回る。<br>UnitedHealth、CrowdStrikeで証券訴訟 | Zillowは四半期で3億ドル超の損失と事業撤退。AIの誤判断は経営判断として訴訟の対象になりやすい |

## 6. 日本企業への示唆

国内の行使基準にAI条項が入るまでの期間を、日本企業は準備に使える。準備の中身は、開示文書の作成ではない。開示は実態の写像であり、写すべき実態を先に作る必要がある。株主の問いに耐える実態とは、次の三つの条件を満たすAI活用である。

**第一に、効果が財務数字で説明できること。** 投資家が問うのは利用率や生成件数ではなく、損益への寄与である。アクティビストの要求が示すとおり、問われるのは「AIを使っているか」ではなく「AIが何を生んだか」である。この問いに答えるには、効果を事後に集計するのではなく、対象業務の選定段階から、財務効果の見込み、実現の難易度、自社固有のリスクを同じ土俵で評価し、説明可能な効果が出る領域に投資を集中させる設計が要る。

**第二に、取締役会が監督できる体制があること。** CalPERSやPensions UKの条項が問うのは、現場のAI利用規程ではなく、取締役会がAIリスクをどう把握し、誰が責任を負うかである。経営層、管理職、現場の各層がAIについて共通の判断基準を持たない組織では、取締役会は監督のしようがない。監督体制の実質は、階層を貫く教育と、意思決定の仕組みの再設計によってしか担保されない。アサヒグループの総会で議長が答えたスキルマトリックスの見直しと各取締役の役割の明確化は、サイバーセキュリティについてこの問いに応じたものであり、AIについても同じ応答が求められる。

**第三に、個別の成功が全社への展開設計を持つこと。** 一部門での検証成功は、それ自体では株主への説明材料にならない。投資家が評価するのは、検証で得た型を部門内、部門間、全社へと広げる再現の設計である。逆に、展開設計のない試行の乱立は、監督の空白を増やし、守りの観点からもリスクになる。

三つの条件は独立ではない。財務効果の定義がなければ取締役会は監督の基準を持てず、監督の仕組みがなければ展開は統制を失う。だからこそ、この三つを別々の部署の施策として走らせるのではなく、一つの経営アジェンダとして設計することが、二正面の問いへの唯一の答えになる。

資本市場の要求は、方針文書の改定という静かな形で既に動き始めた。国内投資家の基準が変わってから着手する企業と、空白の期間に実態を作り終えた企業の差は、条項が波及したその総会シーズンに、取締役選任の賛成率として現れることになる。

---

## GenerativeXについて

---

株式会社GenerativeXは、生成AIに特化したコンサルティングと開発を行うFDE(Forward Deployed Engineer)型のファームです。金融、保険、製薬、製造をはじめとする大手エンタープライズに対し、財務効果に基づくAI活用領域の選定から、業務プロセスの再設計(AI-BPR)、経営層から現場までの教育、全社展開のチェンジマネジメントまでを一貫して支援しています。

本レポートに関するお問い合わせ: <https://gen-x.co.jp>

---

## 出典

1. 各社の議決権行使方針およびガイドライン原文(2025年12月から2026年4月版)、日本経済新聞「世界の機関投資家、AI利用を監視」(2026年10月16日) ↗
2. Zillow社開示資料(2021年第3四半期)、ブリティッシュコロンビア州民事審判所裁定(2024年)、KPMG and the University of Melbourne "Trust, attitudes and use of artificial intelligence"(2025年) ↗
3. 各社議決権行使基準(2026年版)、日本経済新聞(2026年10月16日) ↗

4. Glass Lewis(2026年)、Morningstar Sustainalytics(2025年5月)、各社Form 8-K。賛成率は賛成票を賛成票と反対票の合計で除した値。Microsoftの提案は2024年12月総会 ↩
5. Lazard "Review of Shareholder Activism H1 2026"、Harvard Law School Forum on Corporate Governance、各社公表資料および報道 ↩
6. Glass Lewis "2026 Benchmark Policy Guidelines - United States"(Cyber Risk Oversight、Board Oversight of Artificial Intelligence)、Pensions UK "Stewardship and Voting Guidelines 2026"(2025年12月11日)、Railpen "Global Voting Policy 2026"(2025年12月4日)、Vanguard "Medibank Private Limited: Voting insights"(2023年11月)、ISS "United States Proxy Voting Guidelines"(2026年版) ↩
7. Equifax Form 8-K(2018年5月)。反対比率は賛成・反対・棄権の議決権数から当社算出。Medibank "Results of 2023 AGM"、Australian Shareholders' Association AGM報告(2023年11月)、Qantas 2025年総会に関する報道(2025年11月)、Marks & Spencer "AGM 2025 Questions & Answers"および"Result of AGM"(2025年7月1日)、ISS STOXX "Discerning Cyber Risk: The Sustained Negative Impacts of Cyber Incidents on Shareholder Value"(2026年3月26日)、Tata Motors/JLR 2026年度第2四半期決算、英国政府発表(2025年9月28日)、UnitedHealth Group Form 8-K(2024年6月) ↩
8. アサヒグループホールディングス「第101回定時株主総会における議決権行使の結果に関するお知らせ」(2025年3月27日)、「第102回定時株主総会における議決権行使の結果に関するお知らせ」(2026年3月25日)、「サイバー攻撃被害の再発防止策とガバナンス体制の強化について」(2026年2月18日)、臨時株主総会招集通知(2026年8月19日)、日本経済新聞(2026年3月24日、3月25日、7月8日)、産経新聞(2026年7月9日)。出席株主数と質問数は日本経済新聞報道の前年比から算出。アスクル2026年5月期決算短信(2026年7月3日)、同社代表取締役異動に関する発表(2026年6月3日)および報道 ↩
9. 野村アセットマネジメント「責任投資レポート2025」、GPIF「運用機関が考える『重大なESG課題』」(2025年版および2026年8月12日版)、金融庁「コーポレートガバナンス・コード」改訂版(2026年7月21日)原則4-4、各社議決権行使基準(2024年から2026年版)、Glass Lewis "2026 Benchmark Policy Guidelines - Japan" ↩
10. Financial Times(2022年8月)、ノルウェー議会公聴会におけるNBIM CEO発言(2026年5月5日、ノルウェー銀行公表)、NBIM "Annual Report 2025"、NCSC、CISA、NSAほか "The AI shift in cyber risk: why leaders must act now"(2026年6月22日)、金融庁・日本銀行「フロンティアAIによる脅威変化を踏まえた金融機関等の短期的な対応について」(2026年5月22日) ↩