

2024年7月8日 全4頁

議決権行使助言業者規制が復活か？

トランプ政権が策定しバイデン政権が廃止した SEC 規則に新たな展開

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- トランプ前政権で策定された議決権行使助言業者の業務を規制する SEC 規則は、バイデン政権の下で廃止されたが、その廃止手続きの適否を争う訴訟が続いていた。2024年6月26日に第5巡回区控訴裁判所は、廃止手続きに違法があるとして、SECの廃止決定を覆した。
- 当該 SEC 規則は、議決権行使助言業者に対して、議案の賛否を機関投資家等に推奨する助言レポートを、発行と同時に上場会社にも提供すべきことと、上場会社から反論等があれば助言レポートの購入者にこれを周知すべきことを定めていた。
- 日本においても、経済団体からは議決権行使助言業者に対する何らかの規制を求める声があったが、SEC 規則の廃止によって、ややトーンダウンしていた。今回の裁判所の判断は、規制を求める声を再び大きくすることになるかもしれない。

政権交代で激変する議決権行使助言業者規制

議決権行使助言業者の業務に対して上場会社が不満を覚え、議決権行使助言業への規制を要望するのは世界共通のことだ。議決権行使助言業が発祥し、強い影響力を発揮していると思われる米国でも、当然、議決権行使助言業者規制は長年の課題であった。トランプ前政権の下で2020年7月に証券取引委員会（SEC）は、議決権行使助言業者規制を委任状勧誘規則の適用除外規定の改正の形で策定した（SEC 規則）¹。上場会社が望んでいたほど厳格なものではなかったにせよ、ようやく議決権行使助言業者に対する規制が動き出したかに見えた。

2020年11月2日から施行予定であったものの、それとほぼ同時にあった大統領選挙でバイデン氏が勝利したことで、SEC 規則が見直されることは明白になった。2021年6月には、新たな SEC 委員長が SEC 規則の見直しを指示し、2022年7月には再度の規則改正の形で SEC 規則の事実上の廃止が決定された²。形式的には短期間であれ、施行されたことにはなるが、廃止が確

¹ SEC “[SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information](#)”（2020年7月22日）

² SEC “[SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice](#)”（2022年7月13日）

実視された規則であり実質的には施行されることもないまま、SEC 規則はその役割を果たすことなく消え去ったことになる。

しかし、経済界からは、いったん決定された規則を、明確な理由もなく廃止にしたことは、行政手続法に反するのではないかと提訴された。もちろん、SEC は一応の意見募集手続等を実施しており、適正な手続きで廃止したものであるとの主張だった。

全米製造業者協会 (National Association of Manufacturers) が原告となった第 5 巡回区控訴裁判所による 2024 年 6 月 26 日の判決³では、SEC による 2022 年の規則廃止は恣意的・濫用的 (arbitrary and capricious) であるから無効だとした。この判決を受けて SEC がどのように対応するかはまだ不明確である。第 6 巡回区控訴裁判所では、米国商工会議所 (U. S. Chamber of Commerce)、ビジネス・ラウンドテーブル (Business Roundtable)、テネシー州商工会議所 (Tennessee Chamber of Commerce & Industry) も SEC による規則の廃止に異議を唱えているところだ。こうした他の訴訟の動向も考えなければならないが、SEC は SEC 規則を廃止するために新たな根拠を探すかもしれない。

もともと、11 月の大統領選挙でトランプ前大統領が勝利することがあれば、自身の政権が策定した SEC 規則を復活させようとするだろう。米国における議決権行使助言業者規制の今後は、裁判だけでなく、選挙の結果にも大きく影響を受けるものと思われる。

2020 年 SEC 規則とその廃止

2020 年に策定された SEC 規則の概要は次の通りだ。

一般的な議決権行使助言は、1934 年証券取引所法 14 条(a)項「勧誘」(solicitation) に該当し、連邦委任状勧誘規則の適用を受けるため、議決権行使助言業者は、委任状説明書 (proxy statement) 等の SEC への届出及び株主 (被勧誘者) への提供等の義務を負う。ただし、次の 3 つの条件を充足する場合には、適用免除となる。

- ① 議決権行使助言業者に特定の利益相反がある場合は、これを開示する。
- ② 議決権行使の助言内容を上場会社ができるよう、議決権行使助言業者の顧客に配信するよりも前か遅くとも同時に上場会社に配信されるようしなければならない。
- ③ 上場企業が議決権行使助言に関する意見等を発した場合、合理的な期間内に顧客がその内容を知ることができるようにしなければならない。

②は、議決権行使助言業者が上場会社の株主総会議案について賛否推奨レポートを作成した場合は、顧客向けに配信される前か遅くとも同時に上場会社に提供するべきということで、上場会社がどのような助言内容であるかを確認できるようにするための措置だ。③は、上場会社から助言内容について反論等が出された場合には、その反論等の存在を議決権行使助言業者から顧客に周知するべきという意味だ。こうした適用除外規定によって、助言内容について、助言業者と上場会社の双方の見解を顧客が確認できるようになり、顧客による議決権行使の質を高

³ United States Court of Appeals, Fifth Circuit. [No. 22-51069](#) (2024 年 6 月 26 日)

めることができると期待された。

しかし、この2020年のSEC規則に対しては、議決権行使助言が「勧誘」に当たると考えるのは、従来の解釈を逸脱するものであるとして、議決権行使助言業者側からの訴えもあり、この裁判は現在も継続中だ。また、特に②と③とは、議決権行使助言業者に新たに大きな負担を課すことになり、助言情報の適時の配信の難しくするため、助言情報の利用者である顧客に不便をもたらすと批判された。

2020年の大統領選挙でバイデン氏が勝利するとSEC委員長が交代し、トランプ政権下で設けられたSEC規則の見直しが進められ、②と③の要件が削除されることになった。2020年のSEC規則は策定されたものの、実質的には施行されておらず、懸念される問題が現実には生じる余地さえなかったが、SECは、策定時とは全く逆にこの規則には大きな問題があるとして事実上廃止してしまった。わずか2年間で、SEC規則が議決権行使助言業界にもたらす影響評価をSECは逆転させたことになるが、このプロセスが説得力を欠き、恣意的・濫用的だと裁判所が判断したということだ。

議決権行使助言業者規制を要望する声

我が国においても経済団体からは、議決権行使助言業者に対する規制の必要性についてたびたび政策提言が出されてきた。特に関西経済連合会を中心とした経済団体からは、図表に示すように、規制を求める要望が繰り返し出されている。

図表：議決権行使助言業者規制を求める関経連等からの政策提言

2023年9月11日 関西経済連合会 北海道経済連合会 北陸経済連合会 中部経済連合会 中国経済連合会 四国経済連合会 九州経済連合会	コーポレートガバナンスに関する提言 ～マルチステークホルダー経営に支えられた新しい資本主義の実現に向けて～ p.9 「…(省略)…議決権行使助言会社に対しては、推奨内容の事後開示や策定体制に関するより踏み込んだ開示を要求するなど、助言内容の根拠についての理解と検証が可能となるよう、規制のあり方なども検討されるべき…(省略)…」
2019年9月26日 関西経済連合会 中部経済連合会 九州経済連合会 北陸経済連合会	意見書「中長期的な企業価値向上に向けたコーポレートガバナンス体制の構築に関する意見」の取りまとめについて p.7 2020年SEC規則の検討状況を踏まえたうえで、「今後、上述のような米国での動向を念頭に、わが国において、法的制度の検討が求められる。」とした。
2018年4月17日 関西経済連合会	実効性あるコーポレートガバナンスへの改革に関する意見 p.4 「わが国においても、今後、大きくなると思われる議決権行使助言会社の存在を勘案するならば、規制導入について本格的な議論を開始すべきである。例えば、議決権行使助言会社に対しては、一般的な投資顧問業のように、国への登録制とすることで、金融行政の規制下におくことが考えられる。」

(出所) 各種資料より大和総研作成

日本経済団体連合会は、議決権行使助言業者と繰り返し意見交換等を行うなどして、適正な業務遂行を要望するほか、「…（省略）…金融庁として、少なくとも企業からの相談窓口を設置したり、企業との対話に丁寧に応じるよう助言会社に求めたりするなど、積極的に仲介役を果たすべきである。」⁴として、法的規制ではないにしても、何らかの対応を金融庁に求める提言を出している。

2020年のSEC規則の廃止が取り消しとなったことは、我が国の経済団体にとって、議決権行使助言業者規制を求める際に好材料となるだろう。

⁴ 日本経済団体連合会『[『コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクションプログラム（案）』に対する意見](#)』（2023年4月19日）