

2025 年 5 月 13 日 全 5 頁

議決権行使助言業者規制再導入の検討開始

米国議会で議決権行使助言業者規制に関する公聴会が開催された

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- 米国連邦議会下院金融サービス委員会資本市場小委員会は、2025 年 4 月 29 日に議決権行使助言業者に対する規制を検討する公聴会「議決権行使助言業カルテルの出現：ISS とグラス・ルイスが市場に与える影響」を開催した。
- 内容自体に新味はなく、議決権行使助言業が規制を受けないままその影響力を拡大していることや、利益相反に陥っている可能性、不適切な規制がその影響力を生じさせたことなどが論じられた。
- 第一次トランプ政権下で設けられ、バイデン政権で撤廃された議決権行使助言業者規制の再導入、あるいはより強固な法律による規制の検討が公聴会の目的であると考えられる。
- 日本でも、産業界からは議決権行使助言業者規制を求める声があり、米国の状況はどのような産業界からの声を強めることになると思われる。

議決権行使助言業者規制に関する公聴会の開催

米国連邦議会下院金融サービス委員会資本市場小委員会は、2025 年 4 月 29 日に議決権行使助言業者に対する規制を検討する公聴会「議決権行使助言業カルテルの出現：ISS とグラス・ルイスが市場に与える影響」を開催した¹。公聴会では、業界関係者と学者から、主要な議決権行使助言業者である Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) と Glass, Lewis & Co. LLC (グラス・ルイス) が証券市場でどのような機能を果たしているか、証言を求め質疑が行われた。証言者は 5 名であったが、うち 4 名は議決権行使助言業者に対して批判的であり、ISS の元社長が助言業者を擁護するただ一人の証言者だった。

公聴会を主導した与党共和党は、議決権行使助言業者に対して規制を強化すべきという立場

¹ U.S. House of Representatives “[Hearing: Exposing the Proxy Advisory Cartel: How ISS & Glass, Lewis Influence Markets](#)” (2025 年 4 月 29 日)

だ。議決権行使助言業者が議決権行使助言を通じて株主の利益を増大させるのではなく、自社の影響力を強め、自社のビジネスの拡大を図ろうとしていると共和党は批判している。環境や社会に関する問題を株主総会で取り上げることにより、不相応なほど大きな影響力を企業経営に対して持つようになっており、何らかの規制が必要であると主張している。既に下院だけで6本の関連法案が出されており、議決権行使助言業に対する規制が今後強化される方向にあることは疑いない。

議決権行使助言業者に関する古くからの問題

公聴会では、議決権行使助言業者の事業が適正に行われているかが疑問視された。議決権行使助言業者は、機関投資家向けに投資先企業の株主総会議案の賛否推奨情報を販売するだけでなく、上場企業向けにコーポレート・ガバナンスに関するコンサルティングを行う場合がある。これが、利益相反となって議決権行使助言業が適正に行われていない疑いがある。議決権行使助言業者自体は、独立した組織ではなく、親会社を持っている。ISSの親会社はドイツ証券取引所グループであり、グラス・ルイスは、プライベート・エクイティ・ファンドのPeloton Capital Managementとその共同創業者が所有している。親会社の事業に係る利益相反も疑われるということだ。また、助言内容にしばしばミスがあると指摘されているだけでなく、ミスを指摘されても助言内容を修正しない場合もあり、業務の適正が疑われている。さらには、株主ではない議決権行使助言業者が、機関投資家の投票行動に大きな影響を与えているのは、果たして健全な状況なのかも問われている。株主ではない、ということは株価の変動に利害関係がないということに他ならない。そのような株価に対して利害を持たない議決権行使助言業者が株主の利益となるような助言ができるかには疑う余地がある。

公聴会で多くの証言者が扱ったテーマのロボ・ボートイングは比較的新しい問題だ。議決権行使助言業者の助言通りに、機関投資家が機械的に議決権を行使するプラットフォームの利用が急速に進んでいるようだ。これによって、議決権行使助言業者の影響力がさらに強まるだけでなく、議決権行使を画一化してしまう。ロボ・ボートイングを利用する機関投資家にとっては、議決権行使のコストを低くできるうえ、顧客に転嫁する議決権行使コストも小さくできるという効果がある。しかし、これは、機関投資家は顧客の最善の利益を追求すべきという受託者責任に反する恐れがある。顧客は議決権行使助言業者に株式投資を委託しているのではないのだから、株式に付随する議決権も機関投資家が主体的に判断すべきということだ。

議決権行使助言業者に高まる反発

議決権行使助言業者に対する企業の不信感が特に米国で強くなったのは、2011年以降だと言っているだろう。日本ではリーマン・ショックとして知られる金融危機に対する善後策としてオバマ政権下で成立したドッド＝フランク法には、上場企業は経営者報酬に関する株主総会議案を上程し、株主の賛否を問うべきとする規程が新設された。経営者に支払われる報酬（Pay）

に株主が意見を言う（Say）機会であるので、Say On Pay と呼ばれている。この Say On Pay 議案に対して議決権行使助言業者が多く反対投票推奨を出しており、企業側からの不満が高まったのである。経営者による経営への取り組みを積極化させるための報酬パッケージへの賛成が減じると、企業価値への悪影響も生じかねないからだ。

米国で議決権行使助言業者規制が立法による対応まで検討されるようになったのは、議決権行使助言業者の影響が強まり、企業経営へ及ぼす影響が軽視できなくなったことの表れだろう。実際に、議決権行使助言業者が経営者の報酬の在り方だけでなく、取締役選任の決議方法の変更、環境問題や人権問題への関わりなど法定開示を超える様々な情報開示を求める株主提案議案に賛成投票を推奨している。こうした議決権行使助言業者の行動が、あたかも規制当局であるかのように企業のガバナンスを変えるほどの影響力を発揮しているようにみえるのであれば、影響力に見合うだけの適正な業務が行われているかは、影響を受ける企業のみならず社会全体の関心の対象となろう。

第一次トランプ政権による規制

このような議決権行使助言業者に対する規制を望む声にこたえ、第一次トランプ政権の下で 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（以下、SEC 規則）²。

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によって民主党バイデン政権に交代することとなったため、SEC 規則見直しが確実になった。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³。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。

2020 年の SEC 規則の概要は、図表 1 に記した通りだ。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知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めることができると期待されたが、バイデン政権による規則撤廃によって、議決権行使助言業者の業務の適正化が図られることがないまま、影響力は拡大を続けていった。

トランプ政権による 2020 年の SEC 規則は、バイデン政権への移行により実質的には施行され

² SEC “[SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information](#)”（2020 年 7 月 22 日）

³ SEC “[SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice](#)”（2022 年 7 月 13 日）

ることはなかった。SEC 規則を制定した SEC 自身がバイデン政権に移行後は、SEC 規則の効力を維持することを裁判上主張することはなくなった。2020 年の SEC 規則は、改正の形をとりながら、2022 年には実質的に撤廃されたが、このプロセスが問題視され、現在もバイデン政権による規則の実質的撤廃が、行政手続き的に適正であったかが裁判で争われている。

図表 1：SEC による議決権行使助言業者規制の経緯

第1次トランプ政権 (2020 年規則)	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。
-------------------------	--

(出所) “SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information” (2020 年 7 月 22 日) より大和総研作成



バイデン政権(2022 年改正)	2020 年規則の②③を撤廃
------------------	----------------

(出所) “SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice” (2022 年 7 月 13 日) より大和総研作成



連邦議会下院金融サービス委員会共和党議員団から SEC への書簡	
▶ 議決権行使助言業者への監視を強化：議決権行使助言業者の透明性と説明責任の基準を確立することで、その推奨が正確であり、利益相反がなく、投資家の経済的利益にかなったものであることが保証される。 ▶ 議決権の自動的行使の終了：機関投資家は、議決権行使助言業者の推奨に自動的に従うのではなく議決権行使前に独立した分析を行い、受託者責任に沿った行動をすることで、顧客投資家の利益は保護される。	

(出所) 連邦議会下院金融サービス委員会共和党議員団から SEC への書簡(2025 年 3 月 31 日) より大和総研作成

公聴会では、2020 年の SEC 規則の再導入や、規則内容の法律化を求める証言が多くあった。規則の再導入となるのか、あるいはそれよりもフォーマルな法律の形で規制を実現するかは、今後の検討次第であろう。

日本でも議決権行使助言業者規制を要望

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 2 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。

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、金融庁に対して、規制の必要性を訴えてきた。最も新しいところでは、スチュワードシップ・コードの改訂に対するパブリックコメントの中で、議決権行使助言業者に対する法規制の検討を金融庁に求めている。

第二次トランプ政権が議決権行使助言業者規制に乗り出したことは、我が国の経済団体にとって、同様の規制を求める際に好材料となるだろう。

図表 2：議決権行使助言業者規制を求める関係団体からの政策提言

2025 年 4 月 18 日 日本経済団体連合会	スチュワードシップ・コード改訂案への意見 「金融庁は、議決権行使助言会社が、指針 8-2 の改正の趣旨を踏まえ、適切な体制整備を行い、助言の質や助言プロセスの透明性を高める取組みを行っているかを監督するとともに、改正による十分な効果が発揮されなければ、更なる指針の見直しや、議決権行使助言会社への法規制を検討すべきである。」(下線は原文の通り)
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)…」(下線は原文の通り)
2023 年 4 月 19 日 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 「…(省略)…機関投資家のスチュワードシップ活動の充実を図るとともに、助言会社と企業の対話に関して金融庁として、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。」
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。(下線は原文の通り)
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」について 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