

2025 年 12 月 9 日 全 4 頁

議決権行使助言業者への依拠は共同保有認定

米国 SEC のウエダ委員が議決権行使助言業者規制の方向性を明らかに

政策調査部 主席研究員 鈴木 裕

[要約]

- トランプ政権は議決権行使助言業者規制を検討中だ。
- 米国証券取引委員会（SEC）のウエダ委員は、資産運用業者が投資先会社の株主総会議案について、議決権行使助言業者の助言に従って議決権行使した場合には、共同保有となる可能性があるとした。
- 資産運用業者等が投資先会社の経営に影響を及ぼす目的をもって共同で行動すると、大量保有報告制度上の詳細な情報開示を求められる。
- 今後 SEC の規制がウエダ委員の発言通りに変更されれば、資産運用業者は議決権行使助言業者の利用を見直すことになるだろう。
- 日本においても産業界からは、議決権行使助言業者規制を求める声が上がっている。

着実に進む議決権行使助言業者規制

トランプ大統領が議決権行使助言業者を規制するための Executive Order（大統領令）を検討していることを、2025 年 11 月に入ってから各種のメディアが報道している¹。共和党トランプ政権は連邦議会で議決権行使助言業者規制の検討を進めている²ほか、共和党知事のテキサス州では、議決権行使助言業者を規制する州法が成立している³。

議決権行使助言業者に関する規制は、助言業そのものに対する規制と、助言業を利用する資産運用業者に対する規制が考えられる。前者の例としては前記テキサス州法がある（現在執行停止中）。これは、例えば会社側が提出した議案について反対投票を推奨する場合には、助言業者に対してその根拠を詳細に説明するよう求めるなどして、議決権行使助言を行いにくくする方法だ。後者は[日本版スチュワードシップ・コード](#)で「(…省略…) 議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表すべきである。」（指針 5-4）としている例がある。議決権行使助言業を利用している資産運用業者に生じる開示等の事務負担が過重になれば、助言の利用を避けるようになる。

米国証券取引委員会（SEC）のウエダ委員は、2025 年 12 月 3 日の講演で、議決権行使助言業者を利用している資産運用業者への規制を強化する考えを明らかにした⁴。「株主自身の独立した判断に基づく議決権行使が大切だ」と述べ、議決権行使助言業者を利用している場合は、助言業者を介して投資先会社の経営に影響を及ぼす目的で、他の資産運用業者と共同関係を結んでいると考えられる可能性がある」と指摘した。

共同保有であると開示義務が過重に

資産運用業者が議決権行使助言業者の助言に従って自動的に議決権を行使する“Robo-voting”が多くの資産運用業者によって利用されるようになると、議決権行使が同一になるため、資産運用業者が共通の目的を持って議決権を共同で行使しているかのような外観を作り出すことがある。資産運用業者同士が意思決定を共同で行っていなくても、意思決定の根元が共通しているため資産運用業者間に共同関係があるように見える場合があり得ることをウエダ委員は指摘した。

共同関係が認められると、それぞれの資産運用業者の保有株式が少なくとも、合計で 5%以上となれば大量保有報告制度の開示義務が生じる。これは、一般投資家が大口投資家の動向を

¹ Fortune “[The Trump administration gets it right on limiting the power of proxy advisory firms such as ISS and Glass Lewis](#)”（2025 年 11 月 16 日）、Reuters “[White House explores rules that would upend shareholder voting](#)”（2025 年 11 月 13 日）など

² 鈴木裕「[議決権行使助言業者規制再導入の検討開始](#)」（大和総研レポート、2025 年 5 月 13 日）

³ 鈴木裕「[テキサス州による議決権行使助言業者規制](#)」（大和総研レポート、2025 年 6 月 3 日）

⁴ Commissioner Mark T. Uyeda “[Remarks at the 2025 Institute for Corporate Counsel](#)”（2025 年 12 月 3 日）

知ること、より良い投資判断を行えるようにすることを目的としており、投資家保護のための制度だ。

米国の大量保有報告制度では、書式 13D と 13G の 2 種類がある。原則的な 13D の開示だと、高頻度でかなり詳細に保有の状況や目的を開示しなければならないが、これは、基本的にはアクティビスト・ファンドを対象とした開示制度であると考えられている。投資先会社を支配する意図を持たない投資家は、13G という開示負担の小さな制度を利用できる。

通常は大量保有報告義務を負わない、保有割合が 5%未満の資産運用業者であっても、議決権行使助言業者の助言に従って結果的に共同で投資先会社の経営に影響を与え得る場合は、共同保有者として扱われる可能性がある。また、議決権行使助言業者が扱っている株主総会議案には、経営に影響を及ぼす内容が含まれている。議決権行使助言業者の助言に従っているだけでも、資産運用業者の共同行動によって、一般投資家の利益に影響を及ぼす恐れがあるなら、13D できめ細かな開示が必要になるということだ。資産運用業者にとっては情報開示の負担が重くなる恐れが高まるため、議決権行使助言業者の利用を躊躇わせる結果になるだろう。

議決権行使助言業者の反応

議決権行使助言業者に対する規制圧力が高まる中で、議決権行使助言業最大手の Institutional Shareholder Services Inc. (ISS) は、議決権行使助言業者が不当な助言を行っている事実はなく、また、実際的な影響力は大きなものではないと主張する WEB サイト⁵を開設した。これによれば、

- ISS が処理する株式の約 90%は投資家によってカスタマイズされた議決権行使方針によって賛否が判断されており、ISS の助言方針の影響は限定的である
- ISS の推奨レポートを資産運用業者が購入していたとしても、必ずしもその推奨に従って議決権を行使しているわけではない
- ISS は会社側提案議案の約 96%に賛成を推奨している
- ISS は上場会社向けにコンサルティングを行うことがあるが、コンサルティング部門と議決権行使助言部門とは明確に分離しており、利益相反は管理されている

とのことだ。

また、同業の Glass, Lewis & Co., LLC (グラス・ルイス) は助言の実施方法を変更する旨を既に公表している⁶。グラス・ルイスの CEO は、議決権行使結果を決定するのはグラス・ルイスの助言方針ではなく、顧客の判断による議決権行使であることがこの変更によって明確になると説明している。また、グラス・ルイスは、コンサルティングを提供する議決権行使助言

⁵ “[Protect the Voice of Shareholders](#)” (2025 年 12 月 5 日閲覧)

⁶ 鈴木裕「[グラス・ルイスの議決権行使助言が大変化](#)」(大和総研レポート、2025 年 10 月 31 日)

業者に関する利益相反を防ぐための取り組みを支持することを表明している⁷。

日本でも議決権行使助言業者規制を求める声

日本においても議決権行使助言業者規制を求める声が産業界から上がっている。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、政府に対して、規制の必要性を訴えてきた。最も新しい政策提言⁸の中でも議決権行使助言業者に対する規制の検討を求めている。「政府は、議決権行使助言会社の登録制への移行、関係者との意思疎通を行うのに十分かつ適切な人的・組織的体制の整備と運営の透明化など、その影響力に応じた規制のあり方を検討すべきである。」とのことだ。

関西経済連合会等からも、規制を求める要望が繰り返し出されている。2023 年には、当時の岸田政権による「新しい資本主義」を推進するための意見書の中で、「したがって、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である（原注 13 は省略）。」（下線は原文の通り）との政策提言を公表している⁹。

第二次トランプ政権のもとで、議決権行使助言業者規制の検討が進んでいることは、我が国の経済団体にとって、同様の政策対応を求める際に好材料となるだろう。

⁷ グラス・ルイス “[A Personal Commitment to Change Proxy Voting Practices](#)” （2025 年 11 月 25 日）

⁸ 日本経済団体連合会 「[持続的な成長に向けたコーポレートガバナンスのあり方](#)」 p. 7 （2025 年 12 月 8 日）

⁹ 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 意見書「[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 （2023 年 9 月 11 日）
