

トランプ大統領「議決権行使助言業者への規制強化」

議決権行使助言業者規制に関する大統領令を発出

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- トランプ大統領は、2025年12月11日に議決権行使助言業者に対する規制を強化する内容の大統領令を発出した。
- 議決権行使助言業者に対する規制は、長年にわたって共和党が制定を目指してきた。第1次トランプ政権で証券取引委員会（SEC）規則として制定されたが、実質的に施行されることなく、バイデン政権によって撤廃されている。
- 労働省に対しては、企業年金基金が議決権行使助言業者を利用するとの是非について検討するよう要請した。

議決権行使助言業を規制する大統領令を発出

トランプ大統領は、議決権行使助言業者を規制するための “Executive Order” (大統領令) 「外国資本によって所有され、かつ政治的動機を持つ議決権行使助言業者から米国投資家を保護する」 (以下、「議決権行使助言業者規制令」) を 2025 年 12 月 11 日に発出した¹。

議決権行使助言業者規制令は、大手議決権行使助言業者は米国以外の資本が所有するところとなっている²が、議決権行使助言市場の 90%以上を寡占し、米国上場会社の株主総会議案に関する助言を通して、米国民が保有する投資信託や年金口座などに大きな影響力を持つに至ったと指摘している。これらの業者が推進する「DEI (多様性・公平性・包摂性)」や「ESG (環境・社会・ガバナンス)」といった政治的志向の強いテーマが、投資収益本位で賛否を検討すべき株主総会での議決権行使に不当な影響を及ぼしており、議決権行使助言業者への監視強化、透明性・競争促進を通じて米国投資家の信頼回復を図ることが議決権行使助言業者規制令の目的だ。

証券取引委員会 (SEC)、連邦取引委員会 (FTC)、労働省 (DOL) に対して、具体的な規制の検討や調査分析の実施を命じている (図表 1)。

図表 1：議決権行使助言業者規制令の概要

SEC	<ul style="list-style-type: none"> ① DEI・ESG 関連分野を含め、助言業者や株主提案に関する全規則・指針・覚書を、行政手続法を適用して見直し/撤廃を検討する。 ② 助言内容の虚偽・重要な未開示(投資家の議決権行使判断に影響を与える重大な情報の非開示)などにより、証券法上の詐欺的行為に当たる場合は厳正に執行する。 ③ 助言業者を「投資助言業者」として登録すべきかを検討し、助言プロセス・利益相反・DEI・ESG に関する具体的な開示強化を進める。 ④ 助言業者が資産運用業者間の議決権行使を調整する媒介になって共同保有に該当する事態が生じているかを分析する。 ⑤ DEI・ESG 関連助言が、資産運用業者の忠実義務に反していないか検討する。
FTC	<ul style="list-style-type: none"> ① 司法長官と協議し、現在州政府によって実施されている議決権行使助言業者に対する業務の実態調査を確認し、その調査対象となっている行為が連邦反トラスト法違反に該当する可能性があるかどうかを判断する。 ② 議決権行使助言業者が、共謀・談合によって投資価値を毀損していないか、利益相反の開示に不備はないか、誤導的又は不正確な情報提供をしていないか、投資家の適切な意思決定を阻害していないか、などについて調査を行う。
DOL	<ul style="list-style-type: none"> ① 企業年金基金が利用する議決権行使助言業者が、企業年金法(ERISA)上の受託者に該当するかを検討する。 ② 議決権行使助言が年金基金加入者の利益に合致しているかを検討する。 ③ DEI・ESG 関連の議決権行使助言の利用実態に関する透明性を確保するための施策を実施する。

(出所) 脚注 1 資料をもとに大和総研作成

¹ The White House “[Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically-Motivated Proxy Advisors](#)” (2025 年 12 月 11 日)

² 鈴木裕「[売買の対象になった議決権行使助言業者](#)」 (大和総研レポート、2021 年 3 月 19 日)

議決権行使助言業者規制に関する共和党と民主党の対立

第1次トランプ政権の下で2020年7月に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、「2020年SEC規則」）³。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、2020年SEC規則の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2020年SEC規則の事実上の廃止が決定された⁴。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撤廃される形で終焉した。

2020年SEC規則の概要は、図表2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るべきと定めており、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2020年SEC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ないことがないまま、影響力は拡大を続けていった。

図表2：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SEC規則)	<p>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。</p> <p>② 議決権行使の助言内容を上場会社が知ことができるように、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。</p> <p>③ 上場会社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ことができるようにしなければならない。</p>
-----------------------	---

（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SEC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

現在、共和党トランプ政権は連邦議会で議決権行使助言業者に対する法的な規制の検討を進

³ SEC “[SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information](#)”（2020年7月22日）

⁴ SEC “[SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice](#)”（2022年7月13日）

めている⁵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（執行停止中）が成立している⁶。また、共和党知事州のいくつかでは司法長官らが原告となって、議決権行使助言業者の事業が反トラスト法等に違反するとして提訴している（前掲図表1 FTCの①）。

SEC は、この議決権行使助言業者規制令を先取りする形で、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指摘し（前掲図表 1 SEC の④）、規制の検討に入っている⁷。企業年金基金の分野での DOL に対する指示は、既に議会での法案も検討されている⁸ところだ。

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⁹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つ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つて議決権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

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¹⁰。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¹¹。

⁵ 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）

⁶ 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）

⁷ 鈴木裕「[議決権行使助言業者への依拠は共同保有認定](#)」（大和総研レポート、2025年12月9日）

⁸ 鈴木裕「[年金基金のESG投資を実質禁止へ:米労働省](#)」（大和総研レポート、2025年5月14日）

⁹ “[Protect the Voice of Shareholders](#)”（2025年12月5日閲覧）

¹⁰ 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）

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

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¹²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。」としている。

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（筆者注：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¹³。

第2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。

¹² 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）

¹³ 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）