

2026年5月13日 全5頁

# AI 変える議決権行使助言業

## 中立性・客観性確保のための利用を訴求へ

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

### [要約]

- 資産運用業者が議決権行使助言業者を利用する目的は①議決権行使業務に伴うコスト削減、②議決権行使における中立性・客観性確保にある。
- AI の利用で議決権行使における賛否判断等のコストはほぼ無料化できる可能性がある。資産運用業者が議決権行使判断を無料でできるのであれば、①の目的で助言業者を利用する理由はなくなる。
- AI を使うことで②中立性・客観性を確保する必要性が薄れるわけではなく、議決権行使助言業者は、自身の提供する価値が②にあることをアピールするようになっている。しかし、中立性・客観性を確保するために議決権行使助言業者の利用が必須であるわけではない。

## 議決権行使助言業者を利用する二つの理由

AI の進展は、投資業界にも広範な影響を及ぼしつつあり、従来は人手に依存していた分析や判断プロセスの自動化が急速に進んでいる。株主総会における議決権行使の分野においても例外ではなく、議案の分析や賛否判断、さらには判断の理由作成に至るまで、AI の活用が現実的な選択肢となりつつある。この結果、資産運用業者の議決権行使をサポートしてきた議決権行使助言業者の役割や提供する価値も、変容するものと予想される。

議決権行使助言業者は、株式投資を行う年金基金・大学寄付基金、投資信託等金融商品を購入するリテール投資家などのアセットオーナーや、アセットオーナーから資産運用を委託されている投資顧問、投資信託会社、保険会社などの資産運用業者を顧客として、投資先企業の株主総会議案に対する議決権行使について賛成投票・反対投票の推奨を行って対価を得ている。

議決権行使助言業というビジネスを成立させているのは、資産運用業者に課せられた受託者責任に関する規定とその解釈だ。資産運用業者による議決権行使が受託者責任の範疇に入ると明確に意識されるようになったのは、比較的最近のことである。議決権行使助言業界大手の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) とグラス・ルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) も、創業は受託者責任関連の規制動向と密接に関係している。

現在の議決権行使助言業界最大手である ISS は、1985 年に設立されている。当時の米国では、敵対的な買収が盛んになるとともに、敵対的買収を困難にするための防衛策の導入も進んだ。買収防衛策は、経営の効率化を阻害したり、株式の高値売却の機会を失わせたりすることがあり得るため、株主利益に反するとの見方が強かった。当時、企業の年金基金が保有する株式の議決権は、企業経営者の影響下にあることが多かったが、こうした状況は問題視されるようになっていった。企業経営者が相互に買収防衛策を承認し合うように議決権を行使しているのではないかと疑われた。1988 年に年金基金資産に帰属する株式の議決権は、受託者責任によって適正に処理されるべき権利であるとの米国労働省の見解が表明された。年金基金から資産運用を受託する資産運用業者も同様だ。年金基金の保有株式の議決権は、企業経営者の保身のためではなく、年金制度加入者の利益にのみ配慮して行使すべきということである。

また、エンロン事件後の 2003 年に資産運用業者の経営監視のプロセスを可視化するために、米国証券取引委員会 (SEC) が規則を制定し、投資信託の議決権行使結果の開示義務が定められたのだが、グラス・ルイスの創業はこのころである。投資信託などが保有する株式は、投資信託など金融商品購入者の利益を拡大するためのものであるから、資産運用業者が保有する株式に付随する議決権もそのために行使すべきであり、議決権行使状況を明確に示すための情報開示が定められたのである。

資産運用業者に議決権行使が義務付けられたとしても、議決権行使助言業者を利用する必要はないはずだ。しかし、現実には、多くの資産運用業者が議決権行使助言業者から賛否推奨レポートを購入したり、議決権行使方針策定支援などのサービス提供を受けたりしている。この理由としては、少なくとも次の二点を考えておくべきであろう。第一に、分散投資ポートフォ

リオを運用する資産運用業者にとって、時に数千社に及ぶ投資先企業の議案について独自に調査・分析を行うことは高コストになってしまうため、外部の助言（アドバイス）に依拠することが合理的であるということだ<sup>1</sup>。投資業界全体でも、各資産運用業者がそれぞれにコストを費やして議決権行使判断をするよりも、専門的な業者が集約して議案を分析する方がトータルのコストを低くできる。第二に、資産運用業者は受託者責任の下で議決権行使を行う必要があり、第三者による調査・分析や推奨を参照することが、利益相反の回避および投資家に対して説明する責任の遂行に資するという点である<sup>2</sup>。この説明に当たっては、特に利益相反から独立した判断を行う中立性と、一貫した基準に基づく判断であること、すなわち客観性を確保すべきだ。

つまり、資産運用業者が議決権行使助言業者を利用するのは①コスト削減と②中立性・客観性確保という二つの目的を果たすためであろうと考えられる。

## AI 時代でも議決権行使助言業者が利用される理由

議決権行使助言業者を利用するための二つの理由のうち、AI の利用によって消滅することが明らかなのは、①コスト削減であろう。資産運用業者が有する巨額かつ分散されたポートフォリオに含まれる膨大な量の議案に対する議決権行使でも AI を利用することで、実務に革新的な変化が生まれる可能性がある。AI が場合によっては数万に及ぶ株主総会議案の説明書類を迅速に精査し、あらかじめ設定された議決権行使基準に照らして議案を分析して、賛否の判断とその理由を生成することは、もはや想像の域にとどまらない。議決権行使助言業者の賛否推奨レポートを購入するまでもなく、AI にデータを読み込ませれば誰でもできるようになる。しかも、このようなプロセスはほぼ無料で実現し得ると考えられており、従来は人的資源に依存していた分析・判断の大部分が、技術的に代替可能となりつつある。こうした変化は、議決権行使をめぐる実務構造そのものに再検討を迫るものであり、現実の選択肢として認識されつつある。一方で、議決権行使助言業者を利用する目的としてしばしば指摘される②中立性・客観性確保については、AI の普及によって直ちに不要となるものではなく、その意義は形を変えつつ存続する可能性がある。

直感的にも明らかのように、AI の出力に全面的に依拠し、議決権行使の判断をいわば「丸投げ」することは、受託者である資産運用業者の責任のあり方と整合的とは言い難い。議決権行使は受益者の利益のために行われるべき意思決定行為であり、その前提となる判断の合理性や妥当性について最終的な責任を負う主体はあくまで資産運用業者自身である。この点に照らせば、AI がいかに高度化したとしても、その判断結果を無批判に採用することは、受託者責任の観点から慎重であるべきであろう。したがって、議決権行使判断に AI を利用したとしても、

---

<sup>1</sup> Malenko & Malenko “[Proxy Advisory Firms: The Economics of Selling Information to Voters](#)” (The Journal of Finance, Vol. 74, No. 5, pp. 2441-2490, 2019年10月) など

<sup>2</sup> United States Government Accountability Office “[CORPORATE SHAREHOLDER MEETINGS: Proxy Advisory Firms’ Role in Voting and Corporate Governance Practices](#)” (2016年11月) など

②中立性・客観性確保という目的自体の必要性が薄れるわけではなく、今後も存続し得る。この点で、資産運用業者が議決権行使助言業者を利用する理由が失われることはないようにもみえる。

## 米国で先行する検討

SEC の投資運用部門ディレクターは、議決権行使に関する SEC の規制政策を説明する中で、議決権行使の実務において AI の活用が大きな効率化をもたらし得ると指摘した<sup>3</sup>。AI は多数の議決権資料を迅速に分析し、投資家の方針に照らした投票判断をほぼ無料で生成し得るため、従来大きな負担となっていた議決権行使業務のコストは大幅に低減される可能性があるとのことだ。こうした技術的進展にもかかわらず、議決権行使の透明性、監査可能性、受託者責任との整合性の問題は依然として残存するとも指摘している。AI による判断は設定された評価基準やデータに依存するため、それが受託者責任に適合しているかについては引き続き検証が必要であり、AI はあくまで人間の判断を補完する手段として活用されるべきであると述べている。

議決権行使助言業者側でも、AI の進展により、議決権行使助言業者の機能の重点が、中立性・客観性の確保に移行することを想定しているようだ。ISS とグラス・ルイスは、ほぼ同時に AI によって議決権行使助言業がどのように変わるかを検討している<sup>4</sup>。

これらの分析が共通して指摘していることは、議決権行使は受託者責任の一環であり、その意思決定は規制当局や受益者から検証可能なものでなければならないということだ。そしてこうした受託者としての責任遂行を説明するには単に最終的な結論ではなく、プロセスの適正化という点が問われるということを強調している。AI を活用した議決権行使支援においては、透明性、厳格性、責任ある運用を強調しつつ、人間による統制を前提とした設計を提示している。これは、AI の利用においても、資産運用業者による受託者責任遂行のための意思決定プロセスを議決権行使助言業者が支援できるというアピールである。

AI の進展によって、議決権行使助言業者の利用価値は、議決権行使コスト削減への貢献という面が薄れ、受託者責任に堪え得る判断プロセスの提供がより重視されていくことになる。換言すれば、議決権行使助言業者は、中立性・客観性が担保された意思決定プロセスを提供商品としていくようになるだろう。

## 議決権行使助言業者の利用は必須か？

しかし、このことは直ちに受託者責任を全うするために議決権行使助言業者を利用すべきであるとの結論を導くものでもない。従来は、第三者による分析や推奨に依拠することが、利益

<sup>3</sup> Brian Daly “[\(Re\)Empowering Fiduciaries in Proxy Voting](#)” (2026 年 1 月 8 日)

<sup>4</sup> ISS STOXX “[ISS STOXX Governance Announces Planned AI-Enabled Solutions](#)” (2026 年 4 月 29 日)、Glass, Lewis & Co., LLC “[A Conversation About Evaluating AI-Driven Proxy Voting Systems](#)” (2026 年 4 月 27 日)、同 “[AI and the Fiduciary Test](#)” (2026 年 4 月)

相反の回避や判断の中立性・客観性の担保に資する手段として理解されてきたが、それは議決権行使助言業者という主体そのものに内在するものではなく、むしろ分析プロセスの透明性や判断基準の一貫性を意味しているからだ。したがって、これらの要素が適切に設計・運用されるのであれば、必ずしも外部の議決権行使助言業者に依拠することのみが唯一の手段とはならない。例えば、判断ルールの事前明文化やAI出力の検証体制の整備、意思決定過程の記録といった仕組みを通じて、外部に頼らずとも受託者責任を遂行し、検証し得る体制を構築することは十分に可能であると考えられる。

以上を踏まえれば、中立性・客観性確保という目的自体は今後も重要であり続けるものの、それを実現する手段は様々あり得よう。すなわち、従来のように議決権行使助言業者への依拠によって達成するモデルに加え、AIと内部統制を組み合わせることにより資産運用業者自身が主体的に担保するモデルが併存する可能性があり、いずれが主流となるかは、今後の技術的進展と市場実務の適応に委ねられていると言えよう。だからこそ、議決権行使助言業者は、中立性・客観性確保という機能を一層強調するようになっていくと考えられる。