

2026 年 8 月 17 日 全 4 頁

議決権行使助言業者に反トラスト法上の懸念

米国司法省が議決権行使助言業者の事業を承認した際の通知を撤回

政策調査部

主席研究員

鈴木 裕

[要約]

- 米国司法省反トラスト局は 2026 年 8 月、議決権行使助言者 ISS の事業を承認するため 1987 年に発出した Business Review Letter (BRL) を撤回した。議決権行使助言業者の事業内容が 1987 年当時の前提条件から大きく変化したことが影響している。
- 司法省は、議決権行使助言と企業向けコンサルティングとの併営が利益相反を生じさせる可能性を指摘するとともに、大手 2 社で議決権行使助言市場の大半を占める高い市場集中度にも懸念を示している。
- 今回の措置は、2025 年 12 月にトランプ大統領が発した議決権行使助言業への規制を強化するための大統領令や、連邦取引委員会 (FTC) による調査と軌を一にするものであり、反トラスト法、証券法、受託者責任規制を通じた議決権行使助言業者に対する監督強化の流れの一環と位置付けられる。
- 今後の具体的な規制は、時期、内容ともに不透明である。また、規制の方向性は今後の選挙結果や政権交代によって大きく左右される可能性がある。

司法省による 1987 年承認通知の撤回

米国司法省反トラスト局は、議決権行使助言業者の ISS (Institutional Shareholder Services Inc.) に対して 1987 年に発出していた Business Review Letter (以下、1987 年 BRL) を撤回した¹。BRL とは、特定の事業計画について、司法省がその時点で反トラスト法（独占禁止法）上の執行措置を取る意図がないことを示す通知文書である。ただし、BRL は発出時点の執行方針を示すにすぎず、後に事情の変更等があれば、司法省は別途の措置を取ることができる。

1987 年当時、議決権行使助言業はまだ草創期にあり、司法省は ISS が議決権行使に関する企業ガバナンス上の事項についてのみ助言を行い、企業の事業運営や事業活動についての助言等を行わないとの前提で、ISS の設立・運営を差し止める措置を取る意図はないと判断した。しかし、司法省は今回、ISS の現在の事業は当時の前提とは異なっており、特に議決権行使助言と関連して企業向けコンサルティングサービスを提供している点は、1987 年 BRL が想定していなかった事業の内容変更であると指摘している。

司法省が問題視している第一の点は、利益相反を生じさせ得る事業構造である。ISS は機関投資家に対して議決権行使助言を提供する一方で、企業側に対してコーポレート・ガバナンス、役員報酬、株式報酬制度、ガバナンス格付け改善などに関連するコンサルティングを提供していると指摘されている。企業が自社の株主総会議案に関して不利な推奨や低評価を避けるために、議決権行使助言業者の関連サービスを購入する誘因が生じる可能性がある。

第二の点は、市場集中である。司法省の発表によれば、ISS とグラス・ルイス (Glass, Lewis & Co., LLC) は議決権行使助言市場の 90% 超を占めている²。高度に集中した市場構造に加え、規模の経済が働くことによって、新規参入が容易ではないとの批判がある。両社がしばしば偏向または誤りを含む議決権行使助言を提供しているのではないかと疑われている。また、その賛否推奨が株主総会の投票結果に大きな影響を及ぼしている事実を見れば、機関投資家による受託者責任に基づく議決権行使判断が議決権行使助言に事実上委ねられているとの批判がある。議決権行使助言業者が賛否推奨を作成する際の手法や評価基準を十分に開示していないことが、評価手法のブラックボックス化を招き、不正確あるいは画一的な助言につながっているとも指摘されてきた³。

このような批判を受けて、議決権行使助言業者側では、事業部間の情報遮断を通じて利益相反を管理しようとしている。また、賛否推奨の評価基準作りでは、意見募集手続を設けるなど、透明性の確保を図ってもきたようである。こうした取り組みはあったものの、今回の司法省の

¹ U.S. Department of Justice “[Justice Department Withdraws Business Review Letter Issued to Proxy Advisory Firm](#)” (2026 年 8 月 5 日)

² 議決権行使助言業界の市場集中については、多くの見解がある。Jonathon Zytnick “[Imputing Proxy Advisor Recommendations](#)” (2024 年 6 月 10 日) は、議決権行使助言業界の上位 2 社で約 97% を占めているとする一方、Chong Shu “[The proxy advisory industry: Influencing and being influenced](#)” (Journal of Financial Economics, Volume 154, 2024 年 4 月) は 2 社で約 90% と推計している。

³ U.S. Department of Justice “[Comments of the United States Department of Justice](#)” (2020 年 2 月 5 日)

措置に至ったということだ。

もともと、司法省は、議決権行使助言そのものが反トラスト法上問題だと述べているわけではない。司法省は、助言業者の顧客である機関投資家が助言に基づいて適法に議決権を行使すること自体は競争上の懸念を生じさせないと説明している。現在の ISS の事業実態は 1987 年 BRL の当時とは変わり、議決権行使助言市場の高度な集中と、利益相反の疑いがある企業向けサービスの拡大によって新たな競争法上の懸念を生じさせていることを強調している。

現在の共和党・トランプ政権の姿勢

今回の 1987 年 BRL 撤回は、共和党・トランプ政権による議決権行使助言業者規制の一環として理解すべきである。議決権行使助言業者は、形式的には投資家に助言を提供する民間企業にすぎない。しかし、実務上は、上場企業が取締役会構成、役員報酬、気候変動関連の開示、人的資本、DEI 方針などを検討する際、議決権行使助言業者の方針を軽視することは難しい。共和党議員等の間では、議決権行使助言業者が民主的統制を受けないまま企業行動や社会政策に影響を及ぼしているとの批判がみられる⁴。

2025 年 12 月発出の大統領令は、議決権行使助言業者の影響力を抑制することを目的とし、証券取引委員会（SEC、Securities and Exchange Commission）、連邦取引委員会（FTC、Federal Trade Commission）、労働省などに対して、議決権行使助言業者の規制強化、開示強化、利益相反の監視の検討などを求めた⁵。大統領令発出に先立って、2025 年 11 月には、FTC が両社の競争慣行を調査していると報じられた⁶。報道によれば、調査は初期段階であり、両社の競争慣行や、気候変動、社会問題に関する株主提案について、顧客の議決権行使にどのような影響を与えているかが焦点となっていた。1987 年 BRL を撤回した司法省反トラスト局も FTC も反トラスト法を執行する連邦機関だ。FTC による調査と、司法省による 1987 年 BRL 撤回という二つの動きを通じて反トラスト法による規制強化を進める方向性が示されたと考えられる。議決権行使助言業者規制を反トラスト法、証券法、受託者責任規制の複数の経路から進めるトランプ政権の政策の一部と位置づけられるだろう。

今後の見通し

ISS およびグラス・ルイスに対する反トラスト法調査がどのような結論に至るかについては、現時点で予断を許さない。司法省と FTC による反トラスト法違反事件の調査は一般に長期間を要することが少なくない。最終的な帰結も、調査終了、和解による是正措置、あるいは訴訟提

⁴ Senator Bill Hagerty “[Hagerty Calls on DOJ, FTC to Investigate ISS and Glass Lewis](#)”（2025 年 6 月 25 日）

⁵ 鈴木裕「[トランプ大統領『議決権行使助言業者への規制強化』](#)」（大和総研レポート、2025 年 12 月 16 日）

⁶ The Wall Street Journal “[Proxy Advisers ISS and Glass Lewis Are Facing Antitrust Probes](#)”（2025 年 11 月 12 日）

起まで幅広い選択肢が存在するとされている。

規制内容についても幅がある。最も厳しいケースとしては、議決権行使助言業務と企業向けコンサルティング業務の分離や、事業売却を伴う構造的措置が議論される可能性がある。しかし、利益相反管理の強化、情報開示の拡充、助言手法の透明化、企業向けサービスに関する行動規制など、より限定的な是正措置にとどまる可能性も十分に考えられる。

さらに重要なのは、選挙を含めた政治情勢である。今後の規制の行方は法的論点だけでなく、選挙結果にも大きく左右される可能性が高い。まず、目前に迫る中間選挙で共和党が議会支配を維持できなければ、議会や規制当局において議決権行使助言業者への規制を強化しようとする動きは減速する可能性がある。また、2028 年の大統領選挙で民主党政権が誕生した場合には、現在進行中の規制強化方針そのものが見直されるだろうと思われる。

実際、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の規則を制定した⁷ものの、その後の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、規則の見直しが確実になった。2022 年 7 月には規則が再改正され、2020 年規則の主要部分は事実上撤回された⁸。こうした前例を踏まえると、今回の司法省や FTC の動きも、今後の政治情勢によって大きく方向転換する可能性がある。

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

⁸ SEC “[SEC Adopts Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice](#)” (2022 年 7 月 13 日)
