

2025 年 6 月 3 日 全 4 頁

テキサス州による議決権行使助言業者規制

財務的利益以外の要素を考慮する助言である場合、その説明を求める

政策調査部 主席研究員 鈴木裕

[要約]

- テキサス州議会では、議決権行使助言業者に関して州法による規制を検討中だ。
- 議決権行使助言が、ESG (Environmental、Social、Governance) や DEI (Diversity、Equity、Inclusion) 等に関する判断基準に根拠を置く場合は、財務的利益 (financial interest) にのみ基づく助言ではないとして、その旨の開示等を議決権行使助言業者に義務付ける。
- 株主提案議案に会社の判断とは異なる推奨をする場合、議決権行使助言業者はその根拠を説明する義務を負う。
- 複数の異なるガイドラインに基づいて助言している場合、ガイドラインによって助言内容が異なることを助言レポートの利用者に周知するよう義務付ける。
- 現在、米国連邦議会では議決権行使助言業者規制を検討中だ。今後、検討が具体化すれば、連邦規制と州規制の調整等が必要になるかもしれない。
- 議決権行使助言業者規制は、米国の経済団体から制定を要望する声が上がっており、テキサス州の取り組みはそのような要望に応えるものである。

議決権行使助言の透明性を高めるテキサス州法

テキサス州議会は、議決権行使助言に関して財務的要因以外の事項を賛否推奨の判断基準に取り入れている場合等は、その事実を顧客等に周知すべきとする法案 (SB2337) ¹を審議中だ。この法案は、会社にとって使いやすい会社法制を整えることで、州内に会社を誘致しようとするテキサス州の政策の一環だ。テキサス州は既に会社に関する訴訟制度や株主提案権制度 ²について、州法の改正に取り組んでおり、Business Friendly な州としての法整備を着々と進めている。

¹ Texas 州議会 “[Senate Bill 2337](#)”

² 鈴木裕「[株主提案天国は終了か？：テキサス州法改正](#)」(大和総研レポート、2025 年 5 月 19 日)

SB2337 は、議決権行使助言を禁止するものではなく、助言の適正さが疑わしくなる一定の類型に該当する場合に、助言レポートの利用者等にその事実を周知することを義務付けるものである。助言の適正さが疑わしくなる類型としては、①財務要因以外の事項を賛否推奨の判断基準に取り入れている場合、②株主提案議案について会社側の判断とは異なる賛否推奨をする場合、③一つの議案について賛成と反対の両方を推奨する不統一な助言、の 3 つがある。それぞれの概要と開示事項は図表の通りだ。

図表：SB2337 の概要

類型	開示事項等
① 財務的利益を目的としない助言 ESG 要因を含む判断基準、DEI への取り組みを評価する基準、サステナビリティ・スコアなどの基準、非財務的利益に関係する団体等との関係性を評価する基準を部分的にであっても議決権行使助言に利用している場合	▶ 議決権行使助言が株主の財務的利益を目的としていないことと助言の根拠を説明し、その文書を助言の対象である株主総会を開催する会社側に送付する。 ▶ 議決権行使助言業者のホームページ上に、議決権行使助言が株主の財務的利益のためではない助言を含んでいることを明示する。
② 株主提案議案に会社側の推奨とは異なる推奨をする助言 株主提案議案に対して会社側の推奨する賛否と異なる議決権行使助言を行う場合	▶ 株主提案の内容を会社が実施した場合の短期的、長期的な経済的利益とコスト等を助言の経済分析として提供する。 ▶ 経済分析に用いた方法を説明する。 経済分析を提供しない場合は①と同様の開示等を行う。
③ 一つの議案について賛成と反対の両方を推奨する助言(重要相違助言) 非財務目的で助言を利用するとは明示していない議決権行使助言利用者に、重要相違助言が行われている場合	▶ 重要相違助言であることを助言レポートの利用者、助言の対象である株主総会を開催する会社側、州司法長官に送付する。 ▶ 株主の財務的利益のためにのみ提供されているのはどの助言かを説明する。

(出所) 脚注 1 資料をもとに大和総研作成

類型①の助言は、ESG や DEI をなどの要因を考慮することで、財務的利益が損なわれる恐れがあるということだ。なお改めて説明するまでもないだろうが、ESG とは「Environmental (環境)」「Social (社会)」「Governance (会社統治)」に対する会社の取り組みを意味する。DEI は、それぞれ「Diversity (多様性)」、「Equity (公平性)」、「Inclusion (包摂性)」を意味し、ジェンダー、人種・民族、性的指向と性自認、障害の有無といった社会的属性に基づく差別や不平等、格差を是正し、それらの属性を有する求職者や被雇用者らにとっての組織の公平性や包摂性を高めるための理念や実践を指す。

類型②は、株主提案議案について会社側の推奨とは異なる推奨をする場合だ。会社側は通常、株主提案に反対するように株主に推奨するので、議決権行使助言業者が株主提案に賛成を推奨

する場合は、②に該当することになる。この場合は、株主提案の内容を実際に会社が実施した場合、どのような影響があるかを分析するとともに、分析の方法を説明しなければならない。

類型③は、一つの議案に賛成と反対の両方が推奨される場合だ。賛否の両方が推奨される場合を SB2337 では、“materially different”（重要相違）と定義している。議決権行使助言業者は、標準的な助言方針以外に、特定の問題について特別の関心を有する機関投資家向けの助言方針をいくつか準備しており、また、そのような機関投資家向けに言わば特注で助言方針を作成することもある。具体的には、DEI を考慮した議決権行使助言と考慮しない助言の両方を提供し、議決権行使助言レポートの利用者の選択にゆだねる事例がある。議決権行使助言業者として DEI に関して特定の立場をとっていないことを明確にするためにこのような助言が行われるようになっている。トランプ政権による DEI 批判の矛先が議決権行使助言業者に向くことがないようにするには、最終的に賛否を決めているのは、レポート利用者だという外観を作ることが効果的だからだ。

類型①～③のいずれも財務的利益のみを考慮した助言とはいえない場合があるので、議決権行使助言レポートの利用者に注意喚起する必要がある。また、議決権行使助言業者が賛否を推奨する対象である株主総会を開催する会社側にも、財務的利益が損なわれる恐れがある議決権行使助言レポートの存在を周知するべきということだ。

SB2337 が適用されるのは、上場会社であって、テキサス州会社法に準拠して設立されたか、または主たる事務所（principal office）がテキサス州内にある会社の株主総会議案に関する議決権行使助言だ。Institutional Shareholder Services Inc.（ISS）と Glass, Lewis & Co. LLC（グラス・ルイス）の 2 社で議決権行使助言業市場の 97%を支配しているといわれている³ので、実際上はこの 2 社を適用対象とするものといえるだろう。

連邦規制との摩擦の可能性

議決権行使助言業者規制は、連邦レベルでも検討が進められている⁴。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⁵。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。

第一次トランプ政権の下で 2020 年 7 月に米国証券取引委員会（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、2020 年 SEC 規則）⁶。し

³ Wall Street Journal “[Cracking the Proxy Advisory Duopoly Glass Lewis and ISS have a 97% market share and conflicts of interest.](#)”（2023 年 7 月 12 日）

⁴ 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）

⁵ U.S. House of Representatives “[Hearing: Exposing the Proxy Advisory Cartel: How ISS & Glass Lewis Influence Markets](#)”（2025 年 4 月 29 日）

⁶ SEC “[SEC Adopts Rule Amendments to Provide Investors Using Proxy Voting Advice More Transparent, Accurate and Complete Information](#)”（2020 年 7 月 22 日）

かし、この 2020 年 SEC 規則はバイデン政権によって事実上廃止された。下院の公聴会では、廃止された 2020 年 SEC 規則の復活、あるいは法律化を求める声があった。

議決権行使助言業者をめぐって連邦規制とテキサス州規制が、検討されているが、今後、連邦と州の間で規制権限や規制内容に関して問題が発生する可能性もなくはない。この法律の適用対象である議決権行使助言業者のグラス・ルイスは、テキサス州議会に対して、審議中の法案は連邦証券法に抵触するとして立法に反対している⁷。

テキサス州の狙い

米国では各州で会社法を制定しており、会社は米国の各州の中から設立地を自由に選択することができるだけでなく設立後に登記地を変更することも可能だ。現在は、デラウェア州会社法に準拠した会社が多く、Fortune 500 の会社の 60% に以上がデラウェア州法に基づいて設立されている⁸。

しかし近年、デラウェア州以外の州が会社法規制を改正することによって自州での会社設立を呼び込み、登記料収入を伸ばすことを目指すようになっている。テキサス州もそうした州の一つだ。テキサス州会社法に準拠して設立された会社の株主総会議案に関する議決権行使助言に SB2337 を適用するのは、そのためだ。また、主たる事務所がテキサス州内にある会社の議案に適用するのは、デラウェア州から登記を移したくない事情がある会社でも事務所を誘致できれば、州経済の活性化に役立つからだろう。

議決権行使助言業者の業務に対して上場会社が不満を覚え、議決権行使助言業への規制を要望するのは世界共通のことだ。議決行使助言業が発祥し、強い影響力を発揮していると思われる米国でも、当然、議決権行使助言業者規制は長年の課題であった。最近でも米国の大会社の CEO が名を連ねる財界ロビー団体「ビジネス・ラウンドテーブル」(Business Roundtable、BRT) が「議決権行使に関する抜本的改正の必要性」と題する政策提言 (BRT 提言) を発表している⁹。BRT の提言の一つは議決権行使助言業者に対する規制の導入を訴えるものだ。連邦議会での公聴会開催やテキサス州の取り組みはこうした経済団体の要望に応えるものといえるだろう。

⁷ グラス・ルイス “[Glass Lewis Response to TX SB 2337](#)” (2025 年 5 月 21 日)

⁸ デラウェア会社法 [「企業がデラウェア州を選ぶ理由」](#)

⁹ 鈴木裕 [「日米で共通する株主提案・議決権助言の課題」](#) (大和総研レポート、2025 年 5 月 28 日)