

## グラス・ルイス、2027年より議決権行使の 「単一」助言取りやめへ —影響は小さいだろうが行使判断へのAI活用進展には留意—

西山 賢吾

### ■ 要 約 ■

1. 代表的な議決権行使助言会社のグラス・ルイス（Glass Lewis）は2025年10月15日、自社のビジネスモデル強化策の一環として、自社の見解に基づく議決権行使に対する単一の助言（推奨）を2027年にも事実上取りやめる方針であることを公表した。2027年以降は顧客の多彩な見方を反映した複数の考え方を助言として提示する方向である。
2. 方針変更の理由の一つとして、AIなどの技術向上が議決権行使プロセスにも利用できるようになってきたことを同社は挙げているが、米国を始め各国・地域で、議決権行使助言会社が企業経営に与える影響への懸念と批判が強まっている点も考慮されたと推測される。
3. 議決権行使助言会社の助言は2010年代頃までは一定の影響力を有していたが、近年ではグローバルな機関投資家は独自の議決権行使基準を策定し、そのコンセンサスを議決権行使助言会社が助言方針として取り入れているような事例も見られている。また、議決権行使助言を含めた機関投資家のスケジュールシッ プ活動支援のために必要な情報を提供することが、議決権行使助言会社にとっての主要なビジネスとして重要視されてきている。
4. 確かに今回のグラス・ルイスの方針変更は、議決権行使助言会社が機関投資家の議決権行使をリードした時代の終焉を示すものとして象徴的と言える。一方、既にグローバル企業や機関投資家を中心に、収益拡大や企業価値向上を目指しつつ、グローバルに求められる規律も意識しながら、相互理解を深めるための対話（エンゲージメント）活動に力を注いでおり、彼らの行動への影響は小さいと考える。他方、議決権行使プロセスにおいてAI活用が進むと、一見画一的であるが、多くのデータと明確なロジックに裏打ちされた、企業側にとって「反論余地の乏しい」判断が増える可能性も考えられるため、今後の推移は留意したい。

#### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「ROE やジェンダー基準等の厳格化と高度の対話実現が焦点に—2025年議決権行使結果と今後の注目点—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025年秋号。
- ・西山賢吾・橋口達「米国における反 ESG への向き合い方が問われる日本—企業価値向上という『原点』を見つめ直す好機に—」『野村サステナビリティクォーターリー』2025年春号。

## I グラス・ルイスが議決権行使助言への考え方の変更を公表

### 1. 2027年より議決権行使の「単一」助言取りやめへ

ISSと並ぶ代表的な議決権行使助言会社であるグラス・ルイス（Glass Lewis）は2025年10月15日、“Glass Lewis Leads Change in Proxy Voting Practices”と題するプレスリリースを公表し、同社のビジネスモデルの大掛かりな強化策を示した。この中で、今後2年間（2025～2027年）で議決権行使に関連した調査、及び議決権行使助言方針の提供に関する2つの重要な変更を行うとしている。一つが、顧客の投資哲学とスチュワードシップの優先順位を反映した議決権行使のフレームワーク作成支援、もう一つが顧客の多様な見方を反映した複数の視点の提供である。特に後者は、事実上自社のビューに基づいた単一の調査及び議決権行使の助言（推奨）を控える方向となる（助言や推奨をやめるということではない）。

### 2. 議決権行使助言会社への「強い逆風」も考慮されたと見られる

グラス・ルイスは今回のビジネスモデル強化策を打ち出した理由の一つとして、AIなどの技術向上が議決権行使プロセスにも利用できるようになってきたことを挙げている。そして、AIの活用により、議決権行使に関する実務を近代化し、より戦略的で顧客主導に変えていくことを謳っている。

一方、近年米国をはじめとした各国・地域で議決権行使助言会社の影響力が高まり、企業経営に与える影響への懸念と批判が強まっている点も考慮されたものと考えられる。実際、米国では、2025年5月の上院銀行委員会委員長の共和党のティム・スコット上院議員らが議決権行使助言会社に対し、「偏った、政治的イデオロギーに基づく判断を行い、企業に影響力を与えているのではないか」という質問状をISSとグラス・ルイスに送付した<sup>1</sup>。また、テキサス州では議決権行使助言会社の助言に関し、背景となる財務分析の提供要請の義務化を含む法律が2025年6月に成立している。グラス・ルイスの今回の決定に関しては、こうした議決権行使助言会社への「強い逆風」も考慮されたと見られる。

### 3. 既に議決権行使助言会社の影響力は以前より小さくなっている

過去を遡ると、確かに2000年代、2010年代は議決権行使助言会社の助言は一定の影響力を及ぼした。また、そのことが今でも議決権行使助言会社は強い影響力を持っているという印象を与えているように思える。しかし、現実が変わってきている。

まず、議決権行使助言会社が助言方針を検討する上では、自分たちが独断で実施するのではなく、機関投資家等の意見を聞き、それらを取り入れていくというスタンスがより鮮

<sup>1</sup> 「米国の反ESG、議決権助言に矛先 米銀トップ『経営のがん』」『日本経済新聞電子版』2025年8月9日。

明になっている。例えば、ISSは毎年機関投資家に対し、議決権行使基準の導入を検討するにあたり、投資家等にアンケート調査を行ったり、基準の改訂にあたっては意見聴取を行ったりして実施している。

また、グローバルな機関投資家を中心に、議決権行使助言会社の助言方針をそのまま取り入れるのではなく、彼らの意見を参考にしながらも独自の基準を策定し、議決権行使を実施している。実際に、ISSやグラス・ルイスが反対助言をした会社提案が可決されること、反対に賛成助言をしたにもかかわらず否決されることも比較的良好に見られており、議決権行使において議案の可否を決定するほどの強い力を現在有しているとは考えにくい。

実際、日本を見ても、主要な機関投資家は独自の議決権行使基準を持ち、それに基づいて実際に議決権行使を行っている。また、最近の議決権行使基準の改定においても、ISSは一定数の機関投資家が基準として取り入れて、企業側の対応もある程度進んだものを基準として採用することが増えている<sup>2</sup>。一方、グラス・ルイスはISSに比べると先駆的な基準（例えば女性取締役の複数選任等）を採用したり、サイバーセキュリティやAIガバナンスのような、特に今後企業経営に影響すると見られる基準を導入している。しかし、特に後者については、これに該当しても直ちに経営トップ等の取締役選任議案等に反対するのではなく、各社の事情を考慮したり、また、今後対応を検討しようという企業に対し参考になる見解を併せて示すといった「啓蒙的」な色彩を有した助言方針を打ち出しており、企業との対立を深めるといった意図はないと見られる。

また、議決権行使の助言という「意見表明」の重要性は現在も変わらないものの、議決権行使助言を含めた機関投資家のスチュワードシップ活動の支援のために必要な情報を提供することが議決権行使助言会社にとっての主要なビジネスとして重要視されてきている点も、現在では一部で懸念されるほどの影響力を持たなくなってきた背景とすることもできるであろう。

## II グローバル企業や投資家行動に与える影響に関する考察

### 1. 状況の変化に関わらずグローバルスタンダードに沿って行動

確かに今回のグラス・ルイスの方針変更については、議決権行使助言会社が機関投資家の議決権行使をリードするという時代の終焉、及び議決権行使助言会社のビジネスモデルの変化を示すものとして象徴的と言えるであろう。もう一つの代表的な議決権行使助言会社であるISSについても、報道<sup>3</sup>によると、今のところ従来通りの議決権行使助言を行う方向であるが、賛否推奨を含まない調査レポートの提供を始めるとのことである。

<sup>2</sup> 例えば、2026年2月以降、社外取締役の在任期間に関する基準（12年）を日本で導入するが、既に機関投資家の多くはこれと同様、または類似の基準を導入している。

<sup>3</sup> 「米議決権行使助言グラス・ルイス 賛否推奨27年に取りやめ」『日本経済新聞朝刊』2025年10月17日。

しかし、そうした象徴的な意味合いは別として、実際のところ I 章で議論した点から考えれば、今回のグラス・ルイスによる議決権行使の「単一」助言取りやめが、コーポレートガバナンスや機関投資家のスチュワードシップ活動に与える直接的な影響については、特にグローバル企業やグローバル投資家を中心に小さいと考える。

最近の反 ESG（環境、社会、ガバナンス）動向やサステナビリティをはじめとした非財務情報を巡る議論、及びそれらへの対応を見ていると、グローバル企業やグローバル機関投資家はあまり影響されず、粛々とグローバルに求められる規律、すなわち、環境や社会への配慮を行いつつ、自らの収益、企業価値向上を目指して活動し、相互理解を深めるための対話（エンゲージメント）活動にも力を注いでいる。この状況は、今回のグラス・ルイスの件を受けても大きく変わることはないであろう。

## 2. AI 利用の拡大が「反論余地の乏しい」議決権行使判断につながる可能性には留意が必要

最後に、今般のグラス・ルイスのプレスリリースでも言及されている、議決権行使プロセスにおける AI 利用の拡大について考えておきたい。AI の活用によって従来よりも多くの情報を織り込みながら決定された議決権行使における賛否の判断は、議決権行使助言会社の助言方針をベースにしたものと比べ「実質的」なものになるとの見方、及び期待もある。

しかし、AI の活用の進展は、どの投資家でも議決権行使助言会社等から得たほぼ同質な情報をベースに AI が議案を判断する機会が増えることも意味する。従って、一見「画一的」ではあるが、実際には多くの情報に基づいたより「明確」で「論理的」な議決権行使判断となり得ることが想定される。その場合、議決権行使助言会社の助言（推奨）であれば企業側にも一定の反論の余地があっただろうが、果たして明確かつロジカルな AI の判断に対し企業側が反論する余地が生じるのであろうか。そして、結果的にはこれまで以上に企業経営等に対する投資家からの要請が強まる可能性も想定されるのではないか。もちろんこの点については、現在は想像の範囲を超えるものではないものの、今後の議決権行使における AI 活用とその帰趨については注視していきたい。