

大手議決権行使助言会社の影響力抑止を図る大統領令 —世界的なサステナビリティ推進の潮流は変わらない—

西山 賢吾、橋口 達

■ 要 約 ■

1. ドナルド・トランプ大統領は 2025 年 12 月 11 日、大手議決権行使助言会社の ISS とグラス・ルイスの米国における影響力抑止を企図する「海外資本が所有し、政治的な動機に基づき行動する議決権行使助言会社から米国投資家を保護する (Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically Motivated Proxy Advisors)」と称する大統領令に署名した。
2. 今回の大統領令では、①議決権行使助言会社に対する直接的な規制強化、投資顧問会社登録の義務付けや開示規制強化の検討の要請、②株主提案や投資顧問会社による議決権行使助言の利用に関する見直しや分析の要請、③議決権行使助言会社を従業員退職所得保障法 (ERISA) に基づく投資助言の受託者と規定するための検討の要請、が特に注目される。これらが実現すれば、対応コストの増大につながり、運用会社をはじめとした機関投資家等が議決権行使助言会社の利用を手控えるインセンティブが働くことも考えられるため、今後の議論の進展や帰趨を注視しておく必要がある。
3. 議決権行使助言会社では批判へ反論しつつも、グラス・ルイスによる議決権行使助言の複数提示 (2027 年より) など、現実的な対応を併せて進めることで影響力の「過大視」の修正を図っていくであろう。一方で、世界的に見ればサステナビリティ (持続可能性) の推進等グローバル課題解決に向けた投資家や企業の活動が大きく変わるとも想定しにくい。コーポレートガバナンス改革を成長戦略の中核とする日本では、企業価値の持続的拡大実現に向けた企業と株主・投資家の協働を目的とした「緊張感を孕んだ信頼関係」構築の重要性がさらに高まる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・西山賢吾「グラス・ルイス、2027 年より議決権行使の『単一』助言取りやめへー影響は小さいだろうが行使判断への AI 活用進展には留意ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年秋号。
- ・橋口達「米国民党政権下の SEC によるコーポレートガバナンス規制改革」『野村サステナビリティクォーターリー』2023 年夏号。
- ・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ー企業価値向上という『原点』を見つめ直す好機にー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年春号。

I 大手議決権行使助言会社の影響力抑止を図る大統領令

ドナルド・トランプ大統領は 2025 年 12 月 11 日、「海外資本が所有し、政治的な動機に基づき行動する議決権行使助言会社から米国投資家を保護する（Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically Motivated Proxy Advisors）」と称する大統領令（以下、12 月 11 日大統領令）に署名した¹。大手議決権行使助言会社の ISS とグラス・ルイスの影響力抑止を図る内容である。

米国の議決権行使助言は、長らく ISS とグラス・ルイスによる寡占状態にあり、12 月 11 日大統領令によれば、議決権助言市場の 90 パーセント以上を 2 社で握っているとのことである。

トランプ大統領が率いる共和党政権が 2025 年 1 月に発足すると、議決権行使助言会社への風当たりは強まった。同政権下では、ESG（環境・社会・ガバナンス）に関連した法制度の廃止や変更を加える動き、いわゆる反 ESG といえる動きが活発化した。2025 年 2 月には SEC（米国証券取引委員会）が大量保有報告制度や株主提案に関する変更を行うなど、一貫して ESG に否定的な立場をとっている²。

II 大統領令の背景と議決権行使助言会社を巡る規制の挫折

12 月 11 日大統領令は、海外資本が所有する ISS とグラス・ルイスが議決権行使助言を寡占することによって、米国企業のコーポレートガバナンスや資本市場、401(k)や IRA（個人退職勘定）といった米国民の資産形成において強大な影響力を有していると指摘する。「海外資本が所有」するというのは、1985 年に設立されメリーランド州ロックビルに本拠を置く ISS は、2021 年 2 月以降、ドイツ取引所傘下にあること³、2003 年に設立されカリフォルニア州サンフランシスコに本拠を置くグラス・ルイスは 2021 年 3 月以降、カナダのプライベート・エクイティ・ファーム（以下、PE ファーム）であるペロトン・キャピタル・マネジメント及び同 PE ファームの会長であるステファン・スミス氏が支配していることを意味する。

そのうえで、12 月 11 日大統領令は、ISS とグラス・ルイスが、投資家のリターン最大化が重要であるにもかかわらず、DEI（多様性・衡平・包摂）や ESG といった政治的動機に基づくアジェンダを追求している、利益相反を抱えるビジネスモデルを有している、助言の質がよくない、などの懸念があるため、監視を強化し、米国民の信頼を回復させる必

¹ The White House, “Protecting American Investors from Foreign-Owned and Politically Motivated Proxy Advisors,” December 11, 2025.

² 詳細は、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一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 年春号を参照。

³ ドイツ取引所は 2021 年 2 月に、米国のプライベート・エクイティ・ファームであるゲンスター・キャピタルから ISS の株式 81%を約 22.7 億ドルで取得した。ペロトン・キャピタル・マネジメント及びステファン・スミス氏は、2021 年 3 月に、カナダのオンタリオ州教職員年金基金及びアルバータ州投資管理会社からグラス・ルイスの株式を取得した。

要があるとし、これを同大統領令の目的として位置づけている。

米国において、議決権行使における ISS とグラス・ルイスの存在感が高まる中で、いかに両者を規制するか、という議論は長年続いてきた。特に、①資産運用会社が議決権行使助言会社を積極的に利用し、その助言に従うことで、議決権行使助言会社が、事実上の米国上場企業のコーポレートガバナンスの基準策定者になっているのではないか、②議決権行使助言会社は議決権行使助言の提供とともに、発行体に対してコーポレートガバナンスに関するコンサルティングを提供しているため、潜在的な利益相反があるのではないか、③助言の根拠となる分析が不正確であったり事実誤認がみられるという観点から、第1次トランプ政権（2017～2021年）において議決権行使助言会社への批判は高まった⁴。

第1次トランプ政権下の SEC は、2020年7月に議決権行使助言会社に係る最終規則（以下、2020年規則）を採択した⁵。その主な内容は、有償の議決権行使助言を、委任状勧誘に係る規則である1934年証券取引所法規則14(a)における委任状勧誘（solicit）とした上で、委任状勧誘に係る書類提出義務等の免除条件として、①議決権行使助言ビジネスに係る利益相反を顧客に開示すること、②顧客への助言と同時もしくは事前に、対象発行体に助言内容を通知すること、③助言についての対象発行体からの意見を株主総会前に顧客に提供すること、を規定するものである。実質的に、議決権行使助言会社に対して①、②、③の履行を遵守させる内容といえる。

ISSは、議決権行使助言は投資家に対して特定の行動を要請するものではないため、委任状勧誘にはあたらないとして SEC を提訴し、コロンビア地区連邦地方裁判所は、2024年2月に ISS のこの主張を認めた⁶。1934年証券取引所法が策定された当時の辞書では「勧誘」を「積極的に懇願又は依頼することで、他者から何らかの行為や物を得ようと努めること」と定義しているが、議決権行使助言は、委任状の取得を目的とするものではなく、自らの利益のために顧客に対して特定の議決権行使を促すものではないという判断であった⁷。

2025年7月には、コロンビア地区連邦控訴裁判所も、上記の地方裁判所の判決に同意したため、SECが1934年証券取引所法規則14(a)に基づき、議決権行使助言を規制するのは極めて困難になった⁸。

⁴ 詳細は、岡田功太「米国上場企業のコーポレート・ガバナンスに係る最近の議論」『野村資本市場クォーターリー』2018年秋号を参照。

⁵ 詳細は、橋口達「米国民党政権下の SEC によるコーポレートガバナンス規制改革」『野村サステナビリティクォーターリー』2023年夏号。

⁶ 正確には、ISSは、SECが2019年に発出した、議決権行使助言を委任状勧誘とみなすガイダンスについて提訴しており、その後2020年規則が採択されたことを受け、ISSは訴状内容を修正し、2020年規則も合わせて提訴されることになった。なお、SECは2022年7月に、議決権行使助言会社に関する規則変更を行い、引き続き議決権行使助言を委任状勧誘としたうえで、本文の義務の免除条件のうち、②と③を削除することで、①利益相反の開示のみで免除が適用されるよう修正している。

⁷ Congressional Research Service, “Proxy Advisor Regulation: Recent Litigation, State Law Developments, and Federal Legislation,” September 4, 2025.

⁸ ISSによる2020年規則についての提訴は、当初はSECが単独で裁判に応じていたが、途中で全米製造業協会（NAM）もSEC側に加わった。2024年2月の地方裁判所判決後、SECとNAMはコロンビア地区控訴裁判所に上訴したが、SECは同年8月に訴えを取り下げ、NAMのみがISSと係争することになった。

一方、2025年1月に第2次トランプ政権が発足すると、共和党議員を中心に、議決権行使助言会社が ESG や DEI の推進のために、自らの影響力を活用しているのではないか、という旨の批判を活発化させるようになった⁹。つまり、ISS とグラス・ルイスは、親会社ないスポンサーが所在する欧州やカナダにおいて進む ESG の取り組みを、米国資本市場に押し付けているのではないか、という批判である。

すなわち、今般の 12 月 11 日大統領令は、SEC による議決権行使助言への直接的な規制が挫折した中で、第2次トランプ政権の自国第一主義、反 ESG/DEI といった姿勢を反映しつつ、引き続き議決権行使助言会社への規制を目指すものであると言える。

III 大統領令の概要と資産運用会社への影響

12 月 11 日大統領令は、SEC 委員長及び連邦取引委員会（FTC）委員長、労働長官に対して、それぞれ図表 1 の通り命じている。すなわち、連邦証券諸法や諸規則、反トラスト法、1974 年従業員退職所得保障法（ERISA）の観点から、議決権行使助言会社の影響力抑止や利益相反等に関する透明性向上、不正確な分析に基づく議決権行使助言の低減、議決権行使における ESG や DEI 要素の排除を図ろうとしている。

12 月 11 日大統領令が SEC に命じた内容で注目されるのが、議決権行使助言会社に対して直接的な規制強化が可能でないか改めて取り組むこと、投資顧問会社登録の義務付けや開示規制強化を検討することなどに加えて¹⁰、株主提案や投資顧問会社（以下、資産運用会社）による議決権行使助言の利用についても見直しや分析を求めていることである。

株主提案については、SEC は 2025 年 9 月に公表した規則策定アジェンダにおいて、発行体のコンプライアンス・コストの負担減のために、株主提案に係る規則である 1934 年証券取引所法規則 14a-8 を修正する規則を公表する意向を示している。ESG や DEI に関する議案の数及び議決権行使助言の提供機会を減らすために、株主提案を提出可能な投資家の要件を引き上げる、委任状説明書から ESG や DEI に関する株主提案を除外しやすくする、などが検討される可能性がある¹¹。

⁹ 詳細は、西山賢吾「グラス・ルイス、2027 年より議決権行使の『単一』助言取りやめへー影響は小さいだろうが行使判断への AI 活用進展には留意ー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025 年秋号を参照。

¹⁰ ISS は既に SEC に投資顧問会社登録をしているが、グラス・ルイスはしていない。ただし、2025 年 11 月には、グラス・ルイスの最高戦略責任者であるシェリル・ガスティタス氏が、同社が投資顧問会社登録を検討していると発言している。SEC の監督下に入り所定の開示義務等に服することで、共和党からの圧力を和らげようという考えがあるとされる（Ross Kerber, “Exclusive: Glass Lewis mulls US investment adviser registration, could ease criticism,” *Reuters*, November 21, 2025）。

¹¹ 規則 14a-8 を巡っては、SEC ポール・アトキンス委員長は、IPO 市場の再活性化（Make IPO Great Again）の一環として、株主総会の脱政治化（de-politicizing）、取締役選出や企業にとって重要な課題への回帰が必要だと訴えている。同委員長はまた、近年、企業にとって重要でない、拘束力のない株主提案（precatory proposals）が増加している点を問題視している。具体的には、デラウェア州の会社法の下では、株主に拘束力のない提案を行う権利が明示されていない点を指摘し、そうした提案を発行体が排除できるようにすべきと述べている。また、SEC のコーポレート・ファイナンス部門は、2025 年 11 月に、政府閉鎖で人員と時間が逼迫していることを受け、原則として、2025 年 10 月 1 日から 2026 年 9 月までは、株主提案を委任状説明書から除外するためのノー・アクション・レター請求に回答しないことを表明した。

図表 1 12月11日大統領令の概要

大統領令の目的	<ul style="list-style-type: none"> ISSとグラス・ルイスは、投資家のリターン最大化が重要であるにもかかわらず、ESGやDEIといった政治的動機に基づくアジェンダを追求している、利益相反を抱えるビジネスモデルを有している、助言の質がよくない、などの懸念があるため、監視を強化し、米国民の信頼を回復させる
SEC委員長への命令	<ul style="list-style-type: none"> 議決権行使助言会社に関する全ての規則や規制、ガイドンス、事務局通知、覚書を見直さなければならない。特にESGとDEIに関連するなど、こうした規制等が本大統領令の目的に不整合な場合は、行政手続法上可能な範囲で、見直し又は撤廃を検討しなければならない 本大統領令の目的に不整合な、規則14a-8を含む株主提案に関する規則等について、行政手続法上可能な範囲で、見直し又は撤廃を検討しなければならない 議決権行使助言会社の助言における重大な誤りや不作為について連邦証券諸法の詐欺防止規定を適用しなければならない 1940年投資顧問法及び関連規則の適用範囲内の活動を行う議決権行使助言会社に対して投資顧問会社としての登録を義務付けるべきか評価しなければならない 議決権行使助言会社の助言、理論(メソドロジー)、利益相反について、特にESGとDEIに関連する場合に透明性向上を義務付けるべきか検討しなければならない 議決権行使助言会社が、投資顧問会社が議決権行使を行う際の協調のための箱(ビークル)として機能しているか、そうした協調が1934年証券法の大量保有報告規制における共同保有者(グループ)の形成にあたるのか分析しなければならない 投資顧問会社が、ESGやDEIといった非金銭的要素を投資で考慮するために議決権行使助言会社を起用し、その助言に従うことが受託者責任に反していないか、SEC職員に精査させなければならない
FTC委員長への命令	<ul style="list-style-type: none"> 司法長官と協議のうえで、議決権行使助言会社に対する州の反トラスト法調査を確認し、当該調査で判明した議決権行使助言会社の行動(コンダクト)と連邦レベルでの反トラスト法に関連性があるか判断しなければならない 司法長官と協議のうえで、議決権行使助言会社による、①米国民の投資資産の価値を低下させるための、明示的または暗示的な共謀、②利益相反の開示の不十分、③誤解を招く、又は不正確な情報の提供、④米国民による十分な情報に基づいた選択の阻害、⑤その他反トラスト法に反する行為、が米国民に損害を与えているか調査しなければならない
労働長官への命令	<ul style="list-style-type: none"> ERISAの適用を受ける年金プランが保有する株式に付随する権利(議決権行使やエンゲージメント含む)の管理者、或いは議決権行使助言会社のように管理者に助言する者の受託者としての立場(ステータス)に関する全ての規則及び指針を、本大統領令の方針に一致するよう見直さなければならない。また、当該見直しに、議決権行使助言会社を含む、顧客との信頼関係を有する者であり、年金プランが保有する株式に付随する権利の行使に関して間接又は直接に報酬を得て助言する者が、ERISAに基づく投資アドバイス受託者であると明記する条項を含めるべきか否かを検討する必要がある ERISAの適用を受ける年金プランにおける受託者基準を強化するための措置を講じなければならない。これには、議決権行使助言会社が、プラン加入者の金銭的利益のみに基づいて行動しているか、彼らの慣行がどの程度年金プランの金銭的な資産価値を損ねているかを評価することが含まれる 議決権行使助言会社の利用に関する透明性を高めるため、特にESG及びDEIといった投資慣行に関して適切な措置を講じなければならない

(出所) White House, "Ensuring a National Policy Framework for Artificial Intelligence," December 11, 2025
より野村資本市場研究所作成

12月11日大統領令は、資産運用会社への規制を通じて議決権行使助言会社の影響力を抑止しようとしている。具体的には、同大統領令は、SEC委員長に対して、議決権行使助言会社を利用して協調的に行動する資産運用会社が、大量保有報告規制における共同保有者(グループ)に該当し得るのか分析するよう求めている。

SECマーク・ウエダ委員は2025年12月3日に行った講演において、仮に資産運用会社が、発行体の支配に影響を及ぼす目的のある株主提案について、いわゆるロボ・ボートイングを行い、かつ当該資産運用会社の発行体に対する持分の合計が5%を超える際には、

共同所有者に該当し、スケジュール13Dを用いた大量保有報告を行う必要が生じ得る、と指摘した¹²。ロボ・ボートイングとは、機関投資家が、ある議案について、自身での分析を行わずに議決権行使助言会社の助言に従って議決権を行使する慣行を指す。つまり、資産運用会社にとっては、議決権行使助言会社の助言のみに依拠することは、大量保有報告書の提出、ひいては規制対応コストの増大につながる可能性があり、議決権行使助言会社の利用を手控えるインセンティブが働く。

また、資産運用会社は、顧客に代わって議決権を行使することについて規定する1940年投資顧問法の規則206(4)-6において、顧客の最善利益のために議決権を行使することが求められている。SECが2019年に発出したガイダンスでは、資産運用会社が規則206(4)-6を遵守しつつ議決権行使助言会社を利用するためのプロセスを説明している¹³。こうした規則やガイダンスを見直し、資産運用会社による、ESGやDEIといった非金銭的要素を考慮した議決権行使助言の利用を減少させていくことが検討され得る。

12月11日大統領令は、労働長官に対して議決権行使助言会社への規制の検討を要請している点も注目される。議決権行使助言会社が、ERISAに基づく投資アドバイス(Investment Advice)を提供する受託者(フィデューシャリー)に該当することになれば¹⁴、年金プラン加入者等に対する忠実義務、注意義務等が課されることになり、規制対応コストの増大につながり得る。年金プランにとっては、議決権行使助言会社の利用を手控える方向に働く可能性がある。

ただし、12月11日大統領令は、当局による大統領令の実行について、期限を設けていない。これは、2025年8月7日にトランプ大統領が署名した、確定拠出型年金におけるオルタナティブ投資を促進する大統領令が明確に期限を設定したこととは対照的である¹⁵。今後、規制当局が12月11日大統領令について、どの程度、優先順位を高く設定して取り組んでいくかが焦点になる。

¹² 米国では、SEC登録会社の持分証券の5%超の実質的所有権を有する投資家に対し、大量保有報告を義務付けているが、これには2種類の報告様式が用意されている。企業の支配に影響を及ぼす目的であれば、より詳細かつ厳格なスケジュールDに基づく報告が必要であり、企業の支配に影響を及ぼす目的でなければ、より簡易なスケジュール13Gに基づく報告で済む(SEC Commissioner Mark T. Uyeda, “Remarks at the 2025 Institute for Corporate Counsel,” December 3, 2025)。

¹³ SEC, “SEC Clarifies Investment Advisers’ Proxy Voting Responsibilities and Application of Proxy Rules to Voting Advice,” August 21, 2019.

¹⁴ EIRSA3条(21)(A)において、投資アドバイスを提供する受託者は、直接・間接の報酬を得てプランの資金や資産に関する投資アドバイスを提供または提供する権限を有する者、と規定されている。詳細は、野村亜紀子「米国DCの投資アドバイス提供者のフィデューシャリー・デューティーをめぐる議論」『野村資本市場クォーターリー』2016年夏号(ウェブサイト版)を参照。

¹⁵ 詳細は、橋口達「米国確定拠出型年金におけるオルタナティブ投資を促進する大統領令」『野村資本市場クォーターリー』2025年秋号を参照。

IV 注目しておくべき3つのポイント

12月11日大統領令への大統領署名と、これを受けた議決権行使助言会社、機関投資家、企業など各利害関係者の対応や今後の進展、帰趨については引き続き注視が必要である。しかし、米国政府を中心とした反 ESG/DEI の動きに対し、以下で述べるように各利害関係者はすでに対応を進めており、地球規模でのサステナビリティ（持続可能性）追求及び推進という流れは大きく変わることはないと考えられる。

1. 議決権行使助言会社の影響「過大視」は修正に向かう

まず、議決権行使助言会社に関しては、各種批判に対する反論を行いつつも、本稿でも言及したグラス・ルイスによる議決権行使の単一助言取りやめ（複数助言の提示）に見られるように、より現実に即した形でビジネスモデルの改革を模索していくと考えられる。

12月11日大統領令にもみられるように、議決権行使助言会社は株主総会での企業議案に対する賛否推奨により、機関投資家の議決権行使を通して彼らの独自の思想を企業に押し付けている、すなわち、強い影響を与えているとの批判は特に根強い。しかし、実際に助言方針を策定する際には、グローバルベースで機関投資家の意見を聴取し、集約したものを参考にしている。グローバルベースの機関投資家を中心に、彼らはスチュワードシップ活動をベースにした議決権行使基準を独自に構築していることから、議決権行使助言会社の「独自の思想」というのはやや言い過ぎの感もある。

その一方、独自の基準を明確に構築することなく、議決権行使助言会社の助言にフリーライド（便乗）する投資家も実際には存在すると考えられる。また、本国市場では洗練された議決権行使基準を策定していても、外国株式に関しては議決権行使助言会社の助言をそのまま採用している投資家もまた存在すると見られる。こうしたことが、議決権行使助言会社の影響の「過大視」につながっている可能性もあるだろう。

これに対し、2027年より単一の助言を取りやめるグラス・ルイスでは、複数の助言を提示する形で同推奨を直接、間接的に利用する投資家に選択肢を提供して独自の判断を促す一方で、これまで同社推奨をそのまま使っていた機関投資家の議決権行使基準の独自策定をはじめとした各種スチュワードシップ活動の支援に注力していくことで、影響力の過大視に対する修正を図っていく模様である。ISS に関してはまだ明確な方向性は打ち出されていないが、グラス・ルイスと同様に、何らかの形で影響力の過大視の修正を目指すのではないかと推察される。

いずれにしても、12月11日大統領令により修正されるのは、議決権行使助言会社の強大な影響力よりも、むしろ過大視されていた影響力という「幻想」なのではないかと思われる。

2. 粛々と行われるグローバルベースでのサステナビリティ推進

米国における反 ESG/DEI の流れを受けた現状を俯瞰すると、ともすればこれまで見られたあまりにも急進的とも思える環境や社会課題解決を要請する動きは修正される方向ではあるものの、環境や社会課題に取り組みながら、地球規模でのサステナビリティ（持続可能性）を推進するという世界的な流れに大きな変化は見られていない。よって、グローバルベースで活動する機関投資家や企業については、その打ち出し方、推進の仕方は米国での動向に意識を払うという形をとりつつも、従来と大きく変わることなく対応を粛々と進めていくと推察される。

3. 「緊張感を孕んだ信頼関係」の重要性がより高まる日本

日本でも、議決権行使助言会社の策定プロセスが不透明ではないかとする指摘や、個々の企業の状況を的確に把握するための人的、物的資源が整備されていないのではないかという指摘がある。こうした指摘を踏まえ、2020 年のスチュワードシップ・コードの改訂（第二次）において、年金運用コンサルタントを含めた機関投資家向けサービス提供者に関する原則¹⁶が新設された。

過去を振り返ると、2000 年代から 2010 年代の前半くらいまでは、議決権行使に対する助言が機関投資家等の判断に一定の影響を持っていたように思われる。しかし、2014 年にスチュワードシップ・コードが制定されて以降、機関投資家側で独自の議決権行使基準の策定が進められたことにより、現在では以前より低下しているにもかかわらず、その影響力が過大視されているように思われる。実際に、ISS、グラス・ルイスのどちらか、あるいは双方がともに反対推奨した議案が可決されることは珍しくない。

しかし、議決権行使助言会社に対する根強い懸念は残存している。例えば、2025 年 12 月 8 日に一般社団法人日本経済団体連合会が公表した「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」において、議決権行使会社に対し、「単なる形式的チェック項目のデータ提供者ではなく、投資家と企業の建設的対話を媒介する責任ある存在である」、「形式的判断の積み重ねが市場全体の創意を損なわぬよう、実質的な企業理解に基づく助言を通じて、中長期的な企業価値向上に寄与する姿勢が求められる」との指摘がある。

今回の米国での動きを受けて、日本においても議決権行使助言会社に対する規制を求める声が上がる可能性も考えられるであろう。しかし、上述のように、議決権行使助言会社の直接的な影響力は既に大きなものではなくなっている中では、現在進められている企業

¹⁶ 「機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。」（金融庁は、インパクト投資を「投資として一定の『投資収益』確保を図りつつ、『社会・環境的効果』の実現を企図する投資」と説明している）（金融庁 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）「『責任ある機関投資家』の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」2020 年 3 月 24 日）。

の収益力と競争力の向上を主目的としたコーポレートガバナンス改革の「実質化」が進展すると見込まれる。このため、仮に議決権行使助言会社の影響力が現状よりさらに低下したとしても、株主総会における議案の反対は単純に減少すると考えることはできない。むしろ、企業を取り巻くステークホルダーの理解を得られない企業に対しては、経営者交代をはじめとした厳しい判断がなされることが考えられる。これは、「建設的な対話」に基づく形式的ではない実質的な判断に基づくものである。よって、企業がこの判断に対し反論していくことはこれまでよりも難しくなろう。

このような状況を鑑みると、今後コーポレートガバナンス改革実質化の動きをさらに推し進め、企業と株主・投資家の協働により企業価値を持続的に拡大していくこと、そして両者が協働していくためには深い相互理解に基づく「緊張感を孕んだ信頼関係」を構築することの重要性がより高まることを強く意識する必要があると考える。