

## 日本取引所グループ金融商品取引法研究会

日本版スチュワードシップ・コード－英国コードとの比較を中心として－

2016年3月25日（金）15:00～17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

### 出席者（五十音順）

飯田	秀総	神戸大学大学院法学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
片木	晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
岸田	雅雄	早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
北村	雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
黒沼	悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
洲崎	博史	京都大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授（特別会員）
船津	浩司	同志社大学法学部准教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
森本	滋	同志社大学大学院司法研究科教授

# 日本版スチュワードシップ・コード—英國コードとの比較を中心として—

東京大学大学院法学政治学研究科教授  
神 作 裕 之

## 目 次

- |   |                                      |
|---|--------------------------------------|
| I. 背景—機関投資家のエンゲージメント                                | IV. 日本版スチュワードシップ・コード                 |
| II. 日本版スチュワードシップ・コードの<br>経緯                         | 1. スチュワードシップ責任の意義                    |
| 1. 策定の経緯  | 2. スチュワードシップ・コードの目的と<br>性質           |
| 2. 「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵<br>守せよ、さもなければ説明せよ）」規範<br>の導入 | 3. 対象となる機関投資家の範囲                     |
| 3. 日本版スチュワードシップ・コード導<br>入の背景                        | 4. 概要—7原則                            |
| III. 英国スチュワードシップ・コードの沿<br>革と概要                      | 5. 英国スチュワードシップ・コードと比<br>較した場合の特徴     |
| 1. 意義及び目的   | 6. エンゲージメントと金商法上の論点                  |
| 2. 沿革   | V. スチュワードシップ・コードの意義と<br>問題点          |
| 3. 2012年英国スチュワードシップ・コー<br>ドの改訂について                  | 1. スチュワードシップの意義と問題点                  |
| 4. 概要—7原則   | 2. 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」ア<br>プローチの意義と問題点 |
| 5. 特徴   | VI. 実態                               |
|   | VII. 近時の金融行政の動向<br>討論                |

○前田 定刻になりましたので、3月の日本取引所グループ金融商品取引法研究会を始めさせていただきます。

本日は、既にご案内のとおり、日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会の座長をお務めになりました東京大学の神作裕之先生より、「日本版スチュワードシップ・コード—英國コードとの比較を中心として—」というテーマでご報告をいただくことになっています。

それでは、神作先生、どうぞよろしくお願いい

たします。

○神作 ただいまご紹介いただきました東京大  
学の神作でございます。本日は、ご報告の機会を  
与えていただき、ありがとうございます。レジュ  
メに従ってご報告させていただきたいと思  
います。

I. 背景—機関投資家のエンゲージメント  
スチュワードシップ・コードの策定という議論  
が出てきた背景について、最初に少し話をさせて

いただきます。

2つ大きな背景があると思います。第1に、機関投資家のエンゲージメントにより企業価値が向上するという期待です。ただし、これは後ほど英国コードをご紹介する際にまた述べますけれども、英国コードは、機関投資家のエンゲージメントにより企業価値が向上するということは直接的には言っていません。機関投資家のエンゲージメントによりコーポレートガバナンスの質が上がるということは言っていますけれども、日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、エンゲージメントと企業価値の向上を直接的に結びつけているという点にあると思います。しかし、株主が株主権を適切に行使することによって企業価値が向上し得るという考え方自体は、恐らく一般的に広く認められている考え方ではないかと思います。

第2に、機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという認識があると考えられます。そこで以下では、機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという認識の背後にある理由について少し述べさせていただきます。

#### ① 機関投資家の「受動的な」投資戦略

第1は、多くの機関投資家がパッシブ（受動的）な投資戦略をとっていることです。分散投資を行い、かつインデックス投資を行う。そこでは、「ウォール・ストリート・ルール」と呼ばれる行動パターンがあり、保有する株式を売却するか、それとも保有し続けるかという選択があるのであって、保有している株式について議決権を初めとする株主権をどのように行使するかということについてはあまり関心がないという問題があります。また、コスト・ベネフィットの観点から言っても、特に市場のパフォーマンスに連動させるということになりますと、ポートフォリオに多数の銘柄を組み込むことになりますので、それについて逐一エンゲージメントをしているというのは合理的ではない。したがって、「合理的な無関心」という観点から、むしろエンゲージメントに積極的でないと

いうことが正当化されると思われます。

次に、ポートフォリオに組み込まれた銘柄が、一国のみならず、世界各地の株式会社の株式であるという場合には、そもそもよりよいエンゲージメントを行うための情報があるのかという問題点があります。適切なエンゲージメントを行うためには、それぞれの国の会社法を初めとするコーポレートガバナンスの枠組みを本当はきちんと学び、研究する必要があると思われます。

また、エンゲージメントをしたところで、ポートフォリオに組み込まれた株式は投資先企業の発行済株式総数からすれば一部にしかすぎないわけなので、そのような会社についてエンゲージメントを行って仮に当該会社の株式価値が上昇したとしても、フリー・ライドの問題が生じます。

このようなエンゲージメントに対して構造的な問題を抱えるパッシブな投資戦略を持つ機関投資家の株式保有比率は増大しつつある。このような背景がスチュワードシップ・コードの背景にあります。

#### ② 機関投資家の株式保有期間の短縮化

第2の理由として、機関投資家の株式保有期間が短縮化する傾向にあるということが指摘されています。資料4ページのグラフは「IMPACT ASSESSMENT」と題する文献から引いたものです（IMPACT ASSESSMENT, Accompanying the document PROPOSAL FOR A DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement and COMMISSION RECOMMENDATION on the quality of corporate governance reporting ('comply or explain'), SWD(2014) 127 final）。特に東京市場はその傾向が顕著です。日本の株式市場はかつては中長期の投資家が多いことが特徴だといわれていたのですけれども、今はほぼグロ

ーバルの平均レベルと言えます。機関投資家の株式保有期間の短縮化は、機関投資家が中長期的な観点からのエンゲージメントを行いがたくなっている根拠の一つとして挙げられています。

### ③ 海外機関投資家の保有比率の上昇

そもそも海外機関投資家は、議決権の行使すら難しい。ましてやエンゲージメントを行うのは非常に難しいという状況にあります。EUにおいては、外国人の株式所有比率は44%で日本よりも高いわけですが、日本でも、上場企業の外国人所有比率は31.7%と相当の割合に達しています。

なお、この点に関しましては、全国株懇連合会が2015年11月13日に、「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」を策定しました。このガイドラインでは、株主名簿上は株主ではない海外の機関投資家が日本の株式会社の株主総会に出席する方法がないかどうかということで幾つかの可能性を挙げて検討しています。日本では、海外機関投資家の株主総会への出席については、全国株懇連合会のガイドラインによって改善の努力がされています。

### ④ 株式の持合

今までの議論は、機関投資家がある程度の割合の株式を持っていることを前提とするものです。けれども、そもそも株式の所有が持合株式を中心とするような状況ですと、スチュワードシップ・コードの議論はいわば空振りになってしまう可能性があります。スチュワードシップ・コードは、あくまでも機関投資家を名宛人とした議論ですので、そうすると、そもそも持合株式が広く存在していると、株主とりわけ機関投資家による実効的な議決権行使やエンゲージメントが妨げられているのではないか、という議論があります。

この点について、日本ではむしろコーポレートガバナンス・コードのほうで若干の対応をしています。すなわち、政策保有株式に関する方針を明らかにすることがコーポレートガバナンス・コー

ドの原則1-4でうたわれており、毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性、将来の見通しを検証して、これを反映した保有のねらい・合理性についての具体的な説明をすることを求めています。また、上場会社は、政策保有株式に係る議決権行使について適切な対応を確保するための基準を定め、それをディスクロージャーすることも求められています。

この点について日本で注目すべき動きは、コーポレートガバナンス・コードのみならずむしろ銀行規制との関係から来ているものと思われますけれども、2015年11月に3メガバンクが政策保有株式削減に向けた具体的な取組み方針、数値目標を公表しました。それによると、3メガバンクは、今後5年程度かけて取得原価ベースで2兆円規模、時価ベース4兆円を超える株式を売却する見込みであるとのことです。

これらはスチュワードシップに直接かかわる問題ではありませんけれども、株式の持合によって株主とりわけ機関投資家の実効的な議決権行使が妨げられているとすると、このような障害と申しますかハードルが多少なりとも低くなるということは、スチュワードシップ・コードにとっても非常に大きな関心事となります。

### ⑤ インベストメント・チェーン問題

インベストメント・チェーン問題とは、最終株主あるいは最終投資家が議決権を行使したり、あるいは議決権の指図をしたりすることが、最終投資家と投資先企業との間にさまざまな機関が介在することによって、現実問題としては非常に難しくなってきているという現象です。言葉を変えて言うと、最終投資家と投資先企業の間に、資産保有者、資産運用者、カストディアン、議決権行使助言会社などさまざまなプレイヤーが介在して、さまざまな機能を提供し、最終的に投資判断や株主権の行使がなされるという状態です。介在する機関の間に国境が存在することも少なくなく、と

りわけインベストメント・チェーンは国境をまたぐ場合に問題がさらに複雑化します。

バーリとミーンズは、1930年代に株式会社における「所有」と「経営」の分離ということを言ったわけですけれども、近年は「所有」と「所有」の分離ということが言われています。これは、株主権の行使や投資判断に係る権限がアンバンドリング（分解）するという現象ですけれども、具体的に言いますと、最終投資家がアセットオーナー（資産所有者）と呼ばれる機関投資家に資金を拠出する。このアセットオーナーはアセットマネージャー（資産運用者）に運用を委託する。そして、アセットマネージャーの指図に基づき運用され、例えば資産保管者が海外の株式についてのノミニーとなり、投資先企業の国に存在するローカルなカストディアンがインベストメント・チェーンの最後の鎖として投資先企業に投資する。このような直接的な投資の鎖のほかに、スチュワードシップ責任に焦点を絞ると議決権行使助言会社が非常に重要な役割を果たしています。と申しますのは、冒頭に述べた機関投資家のパッシブ運用の普及に伴い、機関投資家等は議決権行使助言会社のアドバイスに従って議決権行使するという状況が増加しているからです。

このような状況のもとで、機関投資家による株主権の行使を実効的に行うためには、インベストメント・チェーン全体を視野に入れた構想なり枠組みを考える必要があります。スチュワードシップ・コードの大きな特徴の一つとして、今申し上げたようなインベストメント・チェーンの存在を前提に、それが存在しても機能する仕組みを構想しようとしている点があります。詳細は、後ほど申し上げます。

続いて、日本版スチュワードシップ・コードの経緯について簡単に振り返ってみたいと思います。

## II. 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 1. 策定の経緯

2013年8月に「日本版スチュワードシップ・コ

ードに関する有識者検討会」が設置され、5回の検討会を経て12月26日にパブリックコメントに付する案がまとまり、パブリックコメント手続が行われました。パブリックコメントを受けて2014年2月27日に日本版スチュワードシップ・コードが確定しました。

日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会は金融庁に設置されました。

### 2. 「コンプライ・オア・エクスプレイン（遵守せよ、さもなければ説明せよ）」規範の導入

スチュワードシップ・コードの大きな特徴の一つは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という規範を導入した点にあります。平成26年改正会社法によって、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方方が日本の場合は法規範として導入されており、日本版スチュワードシップ・コードもほぼそれと並行する形でコンプライ・オア・エクスプレインというルールをソフトロー上の規範として導入しました。

なお、現在は、コーポレートガバナンス・コードで一番重いサンクションは上場廃止です。コーポレートガバナンス・コードは、上場廃止になり得るというサンクションによってコンプライ・オア・エクスプレインがエンフォースされているといえます。このように、コンプライ・オア・エクスプレインのルールは、現在では、会社法およびスチュワードシップ・コードだけではなく、金融商品取引所の策定したコーポレートガバナンス・コードにおいても採用されていますけれども、コンプライ・オア・エクスプレインという考え方を日本に本格的に導入した初めてのケースと言って良いのではないかと思います。

### 3. 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

#### (1) 日本再興戦略（2013年6月14日）

スチュワードシップ・コード導入の直接的な背景と思われるのが、2013年6月14日の日本再興

戦略です。そこでは、「株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る」との方向性が打ち出されています。企業価値の向上、ひいては日本経済の活性化への期待がゴールとして表明されており、スチュワードシップ・コードはこのような議論の系譜にある点が重要です。先ほど、英国コードとの比較において、日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、エンゲージメントによる企業価値の向上という目的が前面に出ていると申しましたが、その淵源は、日本再興戦略にさかのぼることができます。

(2) 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(2009年6月)

しかし、スチュワードシップ・コードの考え方には、日本再興戦略で唐突に出てきたかというと、決してそうではありません。既に2009年6月の金融審議会金融分科会の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」の報告書（以下「スタディグループ報告書」という）において、スチュワードシップ・コードの考え方方が打ち出されています。

#### ① 投資者による議決権行使等をめぐる問題

第1に、投資者による議決権行使等をめぐる問題として次のような指摘がなされていました。「投資者の機関化が進み、年金や、これらの資産を運用する運用機関の市場における影響力が大きくなっている。機関投資家は、その背後にある多数の一般の契約者や加入者に対して受託者責任を負っており、議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成するものである。この点についての一層の明確化を通じて、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図っていくことが重要である」。スタディグループ報告書はこのように

述べて、①議決権行使に関するガイドラインを作成し、それを公表すべきこと、および②議決権の行使結果についても公表すること等を示唆していました。

スタディグループ報告書では「受託者責任」という言葉を用いており、スチュワードシップ・コードでは「スチュワードシップ責任」という言葉に言い換えられています。このように言葉は同一ではありませんが、実質的に考えられていることは同一または非常に近いと理解しています。

#### ② 株主・投資者による経営者との対話の充実

既にエンゲージメントの概念についても2009年の段階で出てきています。すなわち、スタディグループ報告書の17ページでは、「株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる」と指摘しているのです。このように、「建設的な議論」という考え方方が既に2009年の金融審議会のレポートで打ち出されていたということは重要であり、これはまさにスチュワードシップ・コードにおけるエンゲージメント、すなわち「建設的な対話」の促進に直接つながっていることは明白です。

(3) 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関する報告」(2013年11月1日)

目指すべき市場建設システムに関する専門調査会の報告書では、次のように述べられています。「機関投資家は、企業の経営を規律付け、企業に中長期的な投資を促し持続可能な成長を促していくために、企業と建設的なコミュニケーションを行うことが重要である。こうした対応を通じて、機関投資家は適切に受託者責任を果たすことができる」。少し飛ばしまして、「英國において策定されているスチュワードシップ・コードを念頭に置きつつも、機関投資家と企業との建設的なコミ

ュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードを策定することが望まれる」。このように、英国コードを参考に、日本の実情を踏まえて日本版スチュワードシップ・コードを策定するようにという方向性が専門調査会によって打ち出されていたのです。

後ほど述べるように、日本版スチュワードシップ・コードは英国コードに非常に類似しています。英国コードにあって日本版コードにない原則が1つ、英國コードになくて日本版コードにある原則が1つありますけれども、それ以外はほぼ英國コードをコピーしていると言ってもいいぐらい類似しています。しかし、このような方向性は、既に専門調査会の報告書において英國コードを参考にするようにと言っていたので、自然な帰結と思われます。このような経緯から、日本版スチュワードシップ・コードについて検討する際には、英國コードについての研究が不可欠となるわけです。そこで、次に英國スチュワードシップ・コードについて若干報告させていただきます。

### III. 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

#### 1. 意義及び目的

英國スチュワードシップ・コードの沿革について簡潔に述べます。現行のスチュワードシップ・コードは、2010年に制定され、2012年に改訂されたものですけれども、Financial Reporting Council (FRC) というところがこれを策定しています。

なお、2010年にFRCはコーポレートガバナンス・コードも引き取っていまして、FRCがスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの両者を策定することとなっています。

##### (1) 「スチュワードシップ (stewardship)」の意義

スチュワードシップとはそもそもどのような意

味かということですけれども、スチュワードシップは「責任ある思慮ある所有」と表現されています。すなわち、英語では「responsible and thoughtful ownership」で、これは受託者責任や信認義務 (fiduciary duty) という考え方を通じる部分がありますけれども、私が推察するに、なぜ fiduciary という言葉を使うのではなく stewardship という言葉を使うのかということです。また、日本でも前述したスタディグループ報告書では「受託者責任」という言葉が使われていたのに、スチュワードシップ・コードはあえて「スチュワードシップ」という片仮名、しかも英語としても日常会話で頻繁に使われるわけではない言葉を選んだのはなぜかが問題となります。第1に、前述したインベストメント・チェーンに組み込まれている機関であれば、法的には fiduciary でないと言われているもの——たとえば議決権行使助言会社など——も取り込む必要があり、そのためには fiduciary という言葉を避けることが望ましいこと。第2に、基本的にスチュワードシップ・コードはベスト・プラクティスを原則の形で表現したものであり、非法的な規範ですから、fiduciary とか受託者責任という言葉を使うと、法的義務・法的責任等と連動し、それを連想してしまうおそれがあるためではなかったかと思われます。スチュワードシップ・コードに服する機関が最終投資家等との関係で fiduciary である場合ももちろんあり得て、その場合には法的義務・責任を負うことになりますが、スチュワードシップ・コードは、法的規範を意識して定められたものではありません。

いずれにしても、スチュワードシップという概念で英國が狙ったことは、最終的な投資家の保護という観点から、資産保有者、資産運用者、サービス・プロバイダー（議決権行使助言会社・投資コンサルタント）などを含むインベストメント・チェーン全体を視野に入れてそれを構成する様々な機関の非法的な規範としてのスチュワードシップ責任を構想するためであってそのような目的を達

成するための中核となる概念として、fiduciaryという概念はやや不適切であったという状況があったように思われます。

## (2) 「エンゲージメント(engagement)」の意義

英国コードにおいては、エンゲージメントは次のように定義されています。「エンゲージメントとは、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構造及びコーポレートガバナンス（企业文化や報酬を含む）に関する事項や次期株主総会の議案をめぐり会社との間で行われる目的を持った対話」である（同コード原則1指針参照）。ここでは、最近のコーポレートガバナンス論で文化論、カルチャーという言葉が頻繁に登場してくることも反映して、コーポレートガバナンスの中に企业文化を含むと明言しています。

非常に抽象的な定義ですけれども、結局エンゲージメントとはどのように説明されているかというと、それによってスチュワードシップ責任を果たすことになる手段全てをエンゲージメントというと理解されているようです。

## (3) 2012年改正スチュワードシップ・コードによる「スチュワードシップ」概念等の明確化

続いて、スチュワードシップの概念ですけれども、2012年の英国スチュワードシップ・コードの改訂によって、スチュワードシップの概念がやや明確化されています。「効果的なスチュワードシップは、会社、投資家及び経済全体の利益になるものである」（同コード「スチュワードシップと本コード」1参照）という頭書きの後、「投資家にとって、スチュワードシップは議決権行使以上のものであり、経営を監督し、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成、企业文化や報酬を含むコーポレートガバナンスについて会社とエンゲージメントを行うことである。エンゲージメントとは、これらのテーマおよび株主総会の決議事項について会社と目的を持って対話をを行うことである」（同コード「スチュワードシップと本コー

ド」4参照）。このように、スチュワードシップという概念とエンゲージメントという概念は相関的に説明されています。

## (4) スチュワードシップ・コードの目的

スチュワードシップ・コードの英國における目的は、大きく3つあります。

第1は、資産運用者と投資先会社との間のエンゲージメントの質を向上させ、株主に対する長期的かつリスクに適合的なリターンを高めることに資することです（FRCの説明）。FRCは、エンゲージメントの質の向上により株主に対する長期的かつリスク適合的なリターンを向上させるということをはつきりと述べています。

第2は、会社の報告制度とコーポレートガバナンスを最高の質に高めるために、コーポレートガバナンスの体制としては「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチを採用し、取締役会におけるベスト・プラクティスの加速を目指すが、取締役に説明責任を果たさせるに際し投資家に中心的な役割を担わせるものとし、そのための行動規範を定めるものとされます（FRCの説明）。

日本の場合は、スチュワードシップ・コードが先に策定され、次にコーポレートガバナンス・コードが策定されました。ところが、英國における位置づけとしては、やはりコーポレートガバナンス・コードが中心であり、スチュワードシップ・コードはコーポレートガバナンスの質の向上に資するために株主・機関投資家が中心的な役割を果たさなければならないという観点から定められているということです。

第3に、投資先企業が長期的かつ持続的なパフォーマンスを上げることに対し、機関投資家が影響を与え得ることについて、機関投資家の自覚を促すといふいわば啓蒙的な側面があります。

先ほど述べたように、英國コード自身は非常に慎重な立場をとっていますが、スチュワードシップ・コードによって直ちに企業価値が上がるという言い方ではなく、コーポレートガバナンスの質

の向上という目的に資すると述べるとともに、特に機関投資家はそのことを自覚してくださいという啓蒙的な目的を有しています。しかし、FRC の説明では、エンゲージメントによって株主のリターンを高めることを目標にするという一歩踏み込んだ説明をしています。

## 2. 沿革

現行の英国スチュワードシップ・コードにはその前身があります。それはどのような経緯で生まれてきたかというと、英国では、企業不祥事があると、もちろん真っ先に経営者が非難されます。次に非難されるのは、経営者をきちんと監督すべきであった取締役会です。ところが、英国ではその次に機関投資家は何をしていたかが問題となります。これは、特にかつての英国では機関投資家の株式保有比率が非常に高かった、すなわち機関投資家が上場会社の発行済株式の相当割合を持っていたという事情を反映したものと思われます。いずれにせよ、機関投資家にも企業不祥事の非難の矛先が向いたのです。

英国では機関投資家はどのように批判されたかというと、機関投資家は「不在地主（absentee landlords）」であると揶揄されました。すなわち、広大な土地を持っているのにそれをきちんと管理しない不在地主と同様に、機関投資家は莫大な株式を持っているのに、それをきちんとケアすることなく企業不祥事を招いたのではないか、という批判が高まったのです。そこで英国では、一方でどのような動きがあったかというと、株主にももう少しコーポレートガバナンスを担ってもらう、すなわちいわゆる株主アクティビズムの公認という動きが生じ、これが1990年代以降顕著になってきたと思われます。

他方、機関投資家については、1991年にISC（Institutional Shareholders' Committee；現在はInstitutional Investor Committeeと改称）が「英国における機関株主の責任に関するステートメント」を公表しました。翌年の1992年にキャ

ドベリー・レポートというコーポレートガバナンスに関する大変有名なレポートが出されました。そして、キャドベリー・レポートにおいて、おそらく初めてコーポレートガバナンスにおいて株主が果たす役割について言及されています。つまり、キャドベリー・レポートでは、コーポレートガバナンスにおいては、取締役会とか経営者のみならず、株主も非常に重要な役割を果たすべきであるということが言及されるとともに、コンプライ・オア・エクスプレインというアプローチが提唱された点が画期的です。

その後英国は、1998年にハンペル・レポート、FRCの「統合規範（Combined Code）」の制定という経緯をたどりますが、2002年にISCが「機関株主および代理人の責任：原則ステートメント」を公表しました。これが、現在のスチュワードシップ・コードの前身とされます。

このように、英国ではスチュワードシップ・コードの前身は機関投資家の自主規制の中から生まれてきたという経緯があります。さらに、これが金融危機によって、自主規制だけに任せておいたのではうまくいかないであろうという理由で、2009年のウォーカー・レビュー（David Walker, 'A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations' (26 November 2009) で、FRCがスチュワードシップ・コードの制定とレビューについてきちんと責任を持つべきであるとされました。2010年には「統合規範」が廃止され、FRCがコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの双方を策定し、今日に至っています。

2010年の英国スチュワードシップ・コードは、金融危機・経済危機の直後につくられていますので、企業のリスクを低減し適正化する、日本の言葉で言うと「守りのガバナンス」に相当配慮したものとなっています。この点も日本版スチュワードシップ・コードと異なる点で、日本の場合にはスチュワードシップ・コードは「攻めのガバナン

ス」に重点を置いています。ところがこれに対し、英国コードは、過度のリスクティングをどのようにして低減し適正化するかという点にも留意しています。

### 3. 2012年英国スチュワードシップ・コードの改訂について

2012年に英国コードは改訂されていますけれども、実質的には大きな改訂はなされていないといって良いと思います。一番大きな改訂は、海外の機関投資家のサイン・アップを認めることとした点だと思います。それからもう一つ、結局エクスプレインがあまり役に立っていないということで、遵守しない場合には単に説明をすれば足りるというのではなくて、「意味のある説明（meaningful explanation）」をするようにという表現に改められています。しかし、少なくとも原理の部分については実質的な改正はなく、基本的に2010年版を踏襲していると言えます。

### 4. 概要－7原則

そこで、現行の英国コードの7原則について見てていきたいと思います。

**原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を開示すべきである。**

**原則2：機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定し、公表すべきである。**

例えば、機関投資家が株式に投資する一方、同時に金融商品・金融サービスを提供している場合において、自社の金融商品・金融サービスの販売のために保有している会社の株式に関し議決権を行使するに際して、バイアスがかかった形で議決権行使が行われるという利益相反問題について指摘されることがあります。英國においても、機関投資家がスチュワードシップ責任を全うできない

最大の原因があるとしたらそれは何かというと、利益相反の存在により、株主権行使にバイアスがかかってしまうことであると強く認識されています。

**原則3：機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。**

**原則4：機関投資家は、スチュワードとしての活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。**

**原則5：機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべきである。**

この第5原則は、日本版スチュワードシップ・コードにはないものです。その理由については後ほど述べます。

**原則6：機関投資家は、議決権行使及び議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。**

**原則7：機関投資家は、スチュワードシップに係る行動及び議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。**

### 5. 特徴

英國コードには、次のような特徴があります。

① コーポレートガバナンスについての基本的な考え方を明確化

先ほども少し言及したのですが、英國では、コーポレートガバナンスの主役は取締役会であるということがスチュワードシップ・コードにおいても明確にうたわれています。取締役会があくまでもコーポレートガバナンスについて第一義的な責任を負うけれども、コーポレートガバナンス、とりわけスチュワードシップに係る責任は、取締役会のみならず、機関投資家にも認められるべきであると言われます。

このように、英國スチュワードシップ・コード

は、取締役会を中心とするコーポレートガバナンスのメカニズムをいわば補完するものという第二義的な位置づけを明確に自覚しています。換言すると、スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードを補完するものとして位置づけられているという、第2の特徴に結び付きます。

#### ② コーポレートガバナンス・コードと併せて機能すべきもの

スチュワードシップ・コードは、あくまでもコーポレートガバナンス・コードと併せて機能すべきものであるということになります。この点、日本はコーポレートガバナンス・コードより先にスチュワードシップ・コードが策定されましたけれども、現在はコーポレートガバナンス・コードが東京証券取引所の有価証券上場規程として上場規則にビルトインされていますから、恐らくスチュワードシップ責任の履行に当たり、今後は日本でも機関投資家はコーポレートガバナンス・コードをにらんで行動していくことになると思われます。

#### ③ 株主（機関投資家）の行為規範、とりわけ短期的なリターンのみを追求すべきではなく、経営者との批判的な対話を重視

短期的なリターンの追及はよくないというのは、2007年のサブプライム・ローン問題、および翌年のリーマン・ショックを踏まえた金融危機・経済危機の反省を色濃く反映したものです。これは、FRCによる英国コードが金融危機・経済危機の直後の2010年に策定されたため、短期的なリターンの追求に対する戒めといいますか、それに対する警戒感が非常に強く出たものと考えられます。しかし、全体として見ますと、英国コードは、株主アクティビズムをむしろ積極的に肯定してきたという歴史的な文脈の中で理解すべきであり、2010年版はリーマン・ショック後の金融危機を踏まえ一種の懸念が働いたと捉えるのが適切であると思います。

#### ④ プリンシップ・ベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレインの採用

しかし、③の考え方を法的に義務化する、すなわち機関投資家の行為規範を法的義務とするのではなく、同コードの適用を受けるかどうかについて個々の金融機関の自主性に委ね、サイン・アップした場合に限りあくまでも自主的に従うことを求めるとともに、個別の原則についてはプリンシップという形で抽象的・一般的に定め、その内容については金融機関ごとの実践に委ね、金融機関が当該原則に従わないことも、コンプライ・オア・エクスプレインというアプローチの下に許容する点が非常に特徴的です。

#### ⑤ スチュワードシップ責任の名宛人

機関投資家については、定義規定を設けることなく、資産保有者(asset owner)と資産運用者(asset manager)とを区別し、それぞれの適用規範を異にするというきめの細かい手当てをとともに、サービス・プロバイダーにも適用されることを明記しています。このサービス・プロバイダーの代表というのは議決権行使助言会社であり、そのほか経営コンサルタントのようなものも含まれれます。

なお、英国では、認可された資産運用業者に対しては、同コードの適用を受けるかどうかについての決定をFRCに届け出ることが義務づけられていますので、サイン・アップするのは自由だといっても、事実上のプレッシャーは相当にあると思われます。

#### ⑥ 2年ごとに定期的な見直し

英国コードは、2年ごとに定期的な見直しをすることになっていますが、2014年は見直しがなされませんでした。

#### 【参考】EU法の動向

ここでEUの動向について、簡単に述べます。EU

では、スチュワードシップ責任について法定化の試みがなされています。EUでは、長期保有株主のエンゲージメントの促進とコーポレートガバナンス報告書の内容に関する指令の改正提案がなされています(Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, COM(2014)213final, 2014/0121(COD))。欧州議会のホームページを見たところ、まだ通っていないようです。欧州委員会は既に通って議案が欧州議会に提出されているのですけれども、欧州議会で若干の修正が施されました( Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 - C7-0147/2014 - 2014/0121(COD)))。報道によると、2016年の早い時期に可決成立すると言われていました。しかし、現時点においてもまだ成立していないようです。しかし、スチュワードシップの考え方をEUレベルでも取り込もうという動きがある点は、注目に値します。この改正提案の背景には、今般の金融危機の背景には、過度の短期主義的リスクティギングがあったとの認識があります。すなわち、投資先企業と機関投資家・資産運用者との間のエンゲージメントが適切に行われていないという証拠があるとして、①機関投資家・資産運用者が株価の動向と資本市場の各種インデックスの構成に過度に注目した結果、最終受益者の収益を最大化することなく、投資先企業に対し短期的な視野からのプレッシャーを与えた点、および、②機関投資家と資産運用者の間の利害関係の不一致を問題

視し、それを解決しようとするものです。

同指令改正提案は、「株主エンゲージメント」という概念を創設し、「株主エンゲージメント」とは、機関投資家・資産運用者である株主が単独または他の株主と協働して、戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成及びコーポレートガバナンスなどの重要な事項について会社と対話し、株主総会で議決権を行使することにより、投資先企業を監視することであると定義します。英國コードのエンゲージメントの考え方と非常に近い概念であると思われますけれども、このような考え方をEU指令に盛り込もうとしているのです。

どのような規律の概要になっているかというと、機関投資家は、株主エンゲージメントに関する基本方針を策定します。とりわけ「利益相反」の管理について方針を定めて、それを実施し、当該基本方針は開示しなければなりません。

当該基本方針の策定をせず、あるいは株主エンゲージメントの結果を公表しないときは、その理由について「明確かつ合理的な」説明をしなければならないとされます。すなわち、EU指令も、コンプライ・オア・エクスプレインのルールを採用することとしています。

機関投資家は、投資戦略が運用すべき財産のプロファイルと残存期間にマッチしたものであること、及び運用資産の長期的なパフォーマンスに資することについて、それがどうしてそのようになるのかということを公衆に開示しなければなりません。

機関投資家が資産運用者を用いるときは、資産運用者との間の契約の主要な事項について、上述したところに従って開示をしなければなりません。

資産運用者は半期ごとに機関投資家に対し運用戦略とその実施について契約を遵守したものであること、当該投資戦略と投資判断が機関投資家の資産の長期的なパフォーマンスに資する理由について、開示しなければなりません。

さらに、資産運用者は、機関投資家との約定の履行に関する重要な事項についても、半期ごとに

機関投資家に開示しなければならないとされています。

このようにEU指令は、考え方としては伝統的な機関投資家のフィデューシャリーの考え方方に近い、つまり最終投資家に対して一体どのような説明をしなければならないかということに関して相当の配慮をしています。投資先企業を監視するという、コーポレートガバナンスに資するという面ももちろんあるのですけれども、むしろEUのスチュワードシップ責任の考え方というのは、最終投資家のほうにより顔が向いているルールを入れようとしていると理解してよろしいのではないかと思います。

もっとも、ではコーポレートガバナンスの観点がないかというと、そうではなくて、まさに株主エンゲージメントの定義の中に、機関投資家は投資先企業を監視することが明確にうたわれています。しかし、どちらかというと、コーポレートガバナンスの質の一般的向上というよりも、具体的に最終投資家のために株主エンゲージメントがなされるべきであるという観点が重視されています。

#### IV. 日本版スチュワードシップ・コード

##### 1. スチュワードシップ責任の意義

資料として日本版スチュワードシップ・コードを本日お配りいただいているので、適宜それをごらん下さい。

そもそもスチュワードシップ責任とは何かということですが、2ページの第4節をごらんください。

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と取引先企業の双方を視野に入れ、責任ある機関投資家として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

このようにスチュワードシップ責任を位置づけています。

日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、第1に、スチュワードシップ責任を、企業価値の向上及び持続的成長の促進を通じた投資リターンの拡大を図るための責任として明確に位置づけている点にあります。最終的な目標を投資リターンの拡大を図るとしつつ、企業価値の向上と持続的成長を間接的な目標に据え、スチュワードシップ責任の履行と企業価値の向上の結びつきを前提にした表現振りをとっています。第2に、機関投資家の責任であるという限定を付しながら、機関投資家については明確に定義せず、議決権行使助言会社なども広く含まれるように設計されている点です。第3に、機関投資家が投資先企業に対する理解、事業環境等に対する深い理解に基づいてエンゲージメントを行うべきであるとして、機関投資家は投資先企業とか経済一般についてきちんと勉強してエンゲージメントに臨むことという啓蒙的・教育的な要素を伴っていること。第4に、建設的な目的を持った対話をエンゲージメントとして定義している、等の特色があります。

##### 2. スチュワードシップ・コードの目的と性質

スチュワードシップ・コードはいわゆるソフトローでありまして、法的拘束力はありません。しかし、これは時々誤解があるようにも思うのですけれども、コンプライ・オア・エクスプレインのルールが採用されているから、それではたとえばサイン・アップした機関投資家全員がコンプライせずにエクスプレインした原則があるとしたら、

当該原則はソフトローと言えるかというと、それはもはやコードとは言えないのではないかと思います。すなわち、コードとして書かれている以上は、それは法的義務ではないけれども、少なくともベスト・プラクティスを表現したものであって、社会規範としての規範性は有するという前提でコードはつくられていると思われます。そういう意味では、コンプライ・オア・エクスプレインのルールが採用されているからといって、コードに定められた原則は遵守することが基本であると理解すべきです。

しかし、それでは、原則として定められた規範から外れることを認めないかというと、決してそうではない。それが、プリンシップ・ベース・アプローチを採用するとともに「遵守せよ、さもなければ説明せよ（コンプライ・オア・エクスプレイン）」というアプローチを採用しているゆえんです。これはどのような考え方立つものかといいますと、ベスト・プラクティスが常にベスト・プラクティスであり続ける保証はない。場合によっては、コードを策定した時点ではベスト・プラクティスと考えられていたものであっても、事業経営の発展等、あるいは環境の変化等によって、新たなベスト・プラクティスが生み出される可能性がある。コンプライ・オア・エクスプレインというメカニズムを通じて、そのような新たなベスト・プラクティスがスムースに更新され、それが新たなベスト・プラクティスとして迅速に普及し得る。このようなコンプライ・オア・エクスプレインの考え方、すなわちシステム内在的な規範の発展の可能性を保障する仕組みとしてのコンプライ・オア・エクスプレイン・ルールは、広く世界的に受け入れられています。この考え方を採用する各種コードが急速に世界的に広がっていますが、その理由の一つとして、コンプライ・オア・エクスプレインに関するこのような考え方が支持されているという指摘があります。

なお、ソフトローの欠点の一つとして透明性の欠如が指摘されます。スチュワードシップ責任に

関する透明性の確保についてですけれども、日本の場合は、コードを受け入れる旨、スチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」を各機関投資家のウェブサイトにおいて公表することとされています。そして、その当該ウェブサイトのアドレスは金融庁に通知することとされており、その通知を受けて金融庁は、受入れを表明した機関投資家のリストとコードの各原則に基づく公表項目について公表を行ったウェブサイトのアドレスを金融庁のホームページに公表しています（[http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1/list\\_01.pdf](http://www.fsa.go.jp/news/27/sonota/20160315-1/list_01.pdf)）。このような形で、透明性および比較可能性を確保する工夫が行われています。

### 3. 対象となる機関投資家の範囲

対象となる機関投資家の範囲は、英國コードの考え方をほぼそのまま踏襲しています。すなわち、機関投資家の定義規定は置いていません。しかし、アセットオーナーとアセットマネージャーとしての機関投資家がコードの名宛人の中心となります。しかし、それ以外の議決権行使助言会社等のサービス・プロバイダーは名宛人となり得るという考え方で、日本版スチュワードシップ・コードは策定されています。

日本版コードの考え方方が当初の英國コードと違うのは、英國コードは、当初はその名宛人に海外機関投資家を含んでおりませんでした。2012年版から海外投資家もサイン・アップすることが可能になりましたが、日本版コードは最初から海外機関投資家を含んでおります。そして、実際に外資系の機関投資家もかなりの数がサイン・アップしています。

資料2は2016年2月18日に金融庁がまとめたものですが、これはどこで配付された資料かというと、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議で配付されたものです。2ページは日本版スチュワードシップ・コードをサイン・アップした機関投資

家の数ですけれども、現時点で 200 社を超える状況です（注：なお、2016 年 5 月 27 日の更新版では、207 社がサイン・アップしている）。

その内訳は資料 2 の 3 ページにあります。外資系の機関投資家は既に 87 社がサイン・アップしています。次に、投資顧問、年金基金、生損保、信託銀行が続き、数としては投資顧問が圧倒的に多くなっています。その他、議決権行使助言会社ですとか、対話型の投資会社等が「その他」の中に含まれています。

日本の場合は、海外の機関投資家も含み、スチュワードシップ・コードのサイン・アップは割合順調に増加していると評価してよいように思います。

#### 4. 概要－7 原則

日本版スチュワードシップ・コードの中身について述べさせていただきます。日本版スチュワードシップ・コードも英国コードと同様に 7 つの原則がありますけれども、英国コードと違う点を中心にお話しします。

**原則 1**：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

**原則 2**：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

**原則 3**：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則 1 から 3 は英国コードとほぼ同じです。

**原則 4**：機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

この原則 4 は、「努めるべき」だという表現ぶりになっています。

**原則 5**：機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまることのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

これも英国コードと基本的に同様ですけれども、日本版スチュワードシップ・コードについて英国コードとの相違点として述べておく必要があると思われますのは、日本版スチュワードシップ・コード策定の過程で、議決権行使結果の公表について投資先企業別かつ議案別の個別開示まで求めるかという論点がありました。英国では 65% の機関投資家が何らかの加入で議決権行使結果を公表しているけれども、英國においても、投資先企業別、議案別の開示まで行っている投資家は半数に達しない状況であるということでした。そこで日本では、投資先企業別かつ議案別の公表までは求めないこととし、議決権の行使結果について議案の主要な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるとして、やや緩和された形で議決権行使結果の公表を求めるにしたものです。このことは原則 5 の指針 5-3 に書いてございます。資料 1 の日本版スチュワードシップ・コードの 11 ページにこのような記述があります。

**原則 6**：機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

これも英国コードと基本的に同じです。

**原則 7**：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチ

ュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

原則 7 は、英國コードにはない原則です。スチュワードシップ・コードがもつ啓蒙的・教育的因素を日本版コードは原則の形で定めた点に特徴があります。

## 5. 英国スチュワードシップ・コードと比較した場合の特徴

ここで、英國コードと比較した場合に、大半は英國コードをなぞった原則を定めているのにもかかわらず、なぜいくつかの点について英國コードとの違いが出てきているのかについて、簡単にお話しさせていただきたいと思います。まず、英國コードにはあって日本版コードにはない原則についてご説明します。

これは何かといいますと、スチュワードシップ責任を果たすために、各機関投資家と協働して行動するという原則です。英國コードの原則 5（レジュメの 21 ページ）では、「機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべきである」と定めています。機関投資家が協働してスチュワードシップ責任を遂行することにより、投資先企業に対する影響力が高まり、実効性を有することになるという考え方方に立つものです。同様の原則を、日本版コードにも導入すべきであると考える人たちも多かったのですが、実務界から反対といいますか疑問の声が上がったわけです。それはどのような声かというと、日本において機関投資家がほかの機関投資家と協調し協働しながら株主権の行使について行動を共にするということは、少なくともこれまでの日本の機関投資家の行動様式としてはない。つまり、日本の機関投資家のこれまでの行動原理からすると、他の機関投資家と協調して行動するというのは、これまでの伝統に反する。そうであるすると、唐突にそのような協働すべきとする規範を導入されても、果たしてどうやって実現していくのか不明であるという疑問です。す

なわち、現在日本において、エンゲージメントに関する機関投資家同士で行われていることは、投資家の間で個別の投資先企業に関する具体的な課題についてではなく、議決権行使に当たっての一般的な考え方などについての意見交換である。日本では、機関投資家同士で相談するのは、一般論についてであって、他の投資家と協調して個別の投資先企業に何らかの行動を起こすということについては、投資先企業との信頼関係や秘密保持の必要性の観点から、実務では行われていない、ということです。

やや余談になりますが、今、英國で同様の問題が生じています。英國がスチュワードシップ・コードを最初に導入したときは、海外機関投資家は対象外でした。つまり、シティーの世界で協働原則はいわば完結していたので、この協働原則が機能し得たわけです。ところが、2012 年版英國コードにより海外機関投資家が英國コードをサイン・アップすることになると、海外機関投資家と英國内の機関投資家とがどのように協調するのかということが問題となります。英國でも、現在、協働原則のあり方について議論されているようです。

反対に、日本版コードには存在して英國コードには存在しないのが原則 7 です。原則 7 がなぜ日本に導入されたかということですが、経済界とりわけ投資先企業からの要望に基づいて入ったものと私は理解しています。すなわち、多くの機関投資家がスチュワードシップ・コードの責任を果たすために経営者に対話を求めてくる。特に、例えば社長など経営トップへの面談等を求める也被えられます。そのようなときに、機関投資家は投資先企業とかその他事業環境に関する深い理解がありますか、そのような実力を備えていますかという観点から、投資先企業も対応を講じる必要が生じます。機関投資家がスチュワードシップ責任を遂行することが、投資先企業にとってコストを発生させることがあり得るわけです。スチュワードシップ責任にかかるコストとベネフィットを比較して、著しくコストがベネフィットを超過す

るというようなことがないようにという配慮から入れられた原則であると私は理解しています。

しかし、この2つを除くと、英国コードと日本版コードはむしろ非常に類似しており、基本的には日本版コードは英国コードを下敷きにしていると言ってよいと思います。

## 6. エンゲージメントと金商法上の論点

最後に、エンゲージメントに関する金融商品取引法（以下「金商法」という）上の法的問題点について、3点申し上げます。

第1は、協働原則に関する協調行動がいわゆる「共同行為 (acting in concert)」に該当することになり、公開買付規制や大量保有報告制度の適用にあたり、「特別関係者」または「共同保有者」として合算の必要が生じないかという問題です。なお、協働原則は、前述した理由から日本版コードには盛り込まれなかつたわけですけれども、必要に応じて他の機関投資家と協調するということはスチュワードシップ・コード自身否定しておらず、むしろ協働してエンゲージメントを行うことを想定しているため（コーポレートガバナンス・コード原則7指針7-3参照）、検討すべき法的論点となります。すなわち、原則には書かれていなくても、他の機関投資家と協調してなされたエンゲージメントが金商法上の規制との関係で問題を生じるおそれがあり得なのです。資料1の日本版スチュワードシップ・コードの2ページ、注3をごらんください。そこでは、「機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、大量保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について可能な限り解釈の明確化が図られることが望ましい」として、「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を策定して公表し、通常の協調行動であつて共同して株主権行使することを合意している場合を除き、acting in concert に当たるということがないという内容の金融庁の整理が公表されています。

第2は、エンゲージメントが金商法上の大量保有報告制度における重要提案行為に該当すると、大量保有報告制度に関し機関投資家等に認められている報告書の提出頻度や期限等につき緩和された規制に服すれば足りる「特例報告制度」を利用できなくなるという問題です。すなわち、反復継続的に株券等の売買を行う金融商品取引業者等については、「保有割合が 10%を超えないこと」および「重要提案行為を行わないこと」を要件として、「特例報告制度」を適用できることになっており、エンゲージメントが「重要提案行為」に該当すると、特例報告制度の適用を受けられなくなります。前述した「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」において、金融庁は、どのような行為が大量保有報告制度における「重要提案行為」に該当するかについて、「エンゲージメント」の内容として想定される7つの事例を挙げて考え方を整理しています。「重要提案行為」に該当するためには、①提案事項の客観的内容が、政令で列挙された一定の事項に該当すること、②発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること、および③「提案」に該当することの3つをすべて満たす必要があるとしています。投資先企業との間で認識の共有を図る行為は、「提案」の要件に該当せず、基本的には、「重要提案行為」に該当しない可能性が高いとする一方、投資先企業の経営方針等の変更や株主総会における決議を求めるものは、その内容が金商法施行令 14 条の 8 の 2 に列挙された事項に該当するときは「重要提案行為」に該当する可能性が高いと整理されています。

第3は、内部者取引規制や情報伝達・取引推奨規制とエンゲージメントとの関係です。この点について、日本版スチュワードシップ・コード自体、すでに一定の考え方を示しています。すなわち、機関投資家が投資先企業との対話において「未公表の重要な事実」を受領することについて、「基本的には慎重に考えるべき」とした上で、「投資先

企業との特別な関係等に基づき『未公表の重要事実』を受領する場合には、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、対話に臨むべき」であると注意を促しています（原則4指針4-3及び注10）。このことは、エンゲージメントにより機関投資家の担当者が重要事実を知る可能性があることを前提としています。これに対し、情報伝達・取引推奨規制については、通常のエンゲージメントにおいては、「重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、規制対象にはならないと整理されています。

## V. スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 1. スチュワードシップの意義と問題点

スチュワードシップ・コードは、株式市場および企業価値を非常に重視し、スチュワードシップ責任がきちんと果たされると、投資先企業との建設的な対話によって企業価値が向上し得ることを前提にしています。日本版コードは、特にこの前提が強く出ている点に特徴がありますが、多かれ少なかれスチュワードシップ・コードはそのような基本的な考え方方に立っています。機関投資家に対し、法的拘束力はないものの、事実上の規範でありベスト・プラクティスとして策定された原則を遵守し、遵守しながら新たなベスト・プラクティスを内在的に発展させるためにコンプライ・オア・エクスプレインのルールを採用し、それに基づいて機関投資家が行動する、このような仕組みによって、機関投資家のエンゲージメントによる企業価値の向上を通じた投資リターンの拡大という最終目的を達成しようとするのがスチュワードシップ・コードの意義であると思います。

しかし、スチュワードシップ・コードに対してはいろいろな問題点が指摘されています。とりわけ重要な批判は、スチュワードシップ・コードの考え方方は、一種の株主アクティビズム自身に対する肯定的な評価を前提とするものであるけれども、

そもそも株主アクティビズム自身に対する消極的な評価があります。

第2に、ある種の議決権行使のパターンがコーポレートガバナンスの関心事と必ずしも一致するわけではないということで、エンゲージメントとコーポレートガバナンスとの相関関係について疑問視される場合があります。

第3に、エンゲージメントには、コストがかかる割にはベネフィットがあまりないのでないのではないか、という批判も常になれます。

### 2. 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの意義と問題点

ソフトローとしてのスチュワードシップ・コードは、原則からの乖離を認め、スチュワードシップのあり方の多様性、個別性を許容するものです。

さらに、グッド・プラクティスに密着した規範の定立・見直しが、コンプライ・オア・エクスプレインによって可能となります。このように、コンプライ・オア・エクスプレインを通じて、実務とのフィードバックによって、システム内在的な規範の改善と発展が可能になります。

コンプライ・オア・エクスプレインの仕組みが機能するためには、何よりも開示・説明による透明性の確保が重要となります。コンプライ・オア・エクスプレインのルールを金融庁が非常に熱心に推進しているのは、コンプライ・オア・エクスプレインを通じて、それが市場の透明性、それから市場原理のより実効的な機能の充実につながり得る、という考え方があるからであると思われます。

また、法的にはなかなか規範としては定立困難な事項であっても、このようなソフトローの形、しかもコンプライ・オア・エクスプレインの形で乖離も許容するということであれば、比較的コンセンサスを得やすく、比較的容易に規範を定めることができるというメリットもあります。

コンプライ・オア・エクスプレインのルールにはこのようなメリットがある反面、いろいろな問題点が指摘されています。

第1に、非常に有効性に乏しいのではないか。特にエクスプレインによって十分な情報が提供されていないという批判が、英国においても非常に強くあるところです。

第2に、対象に対する批判です。例えば海外投資家が含まれているかどうかとか、最終投資家の声が反映されているかどうか。また、機関投資家に限定する根拠は十分なのか、スチュワードシップ・コードの名宛人の範囲や射程についても、いろいろな議論があるようです。

第3に、株主以外の利害関係者を会社との対話から排除しているという点についても、一部の者からは非常に強い批判があるところです。

第4に、最終投資家と会社の間に仲介機関が介入するシステムの複雑化・肥大化によって株主と会社の対話が非常に困難な状況になっています。このような「所有と所有の分離」に基づく問題について、場合によっては法的措置も含めた改善を図らなければ、スチュワードシップ・コードだけではその目的を実現することは困難ではないかと指摘されています。

## VI. 実態

実態については、49ページのグラフをごらんください。全体に遵守率が高いと言えます。その中で、遵守率の一番低いのは、原則5指針5-3（資料中の原則5②）、議決権行使結果の開示です。どのような属性を有する機関投資家が遵守していないかというと、明確な傾向を看取できます。資料2の6ページをご覧いただきますと、議決権行使の結果を公表しない機関投資家の多くは外資系、それから国内の比較的小規模な投資顧問会社です。

その理由はさまざまでしょうが、外資系とか国内の投資顧問会社は、お客様との関係で議決権の行使結果について公表しないように要請されているというケースがあるようです。

次に、議案ごとの行使方針を公表している金融機関はどのような業態・属性かというと、年金基金が公表している割合が一番高く、信託銀行がそ

れに続きます。また、議決権行使結果についても、信託銀行が最も熱心に開示しているという状況です。

利益相反の管理状況については、非常にムラがありまして、生損保、信託銀行においてはほぼ遵守されていますけれども、投資顧問においては遵守の割合が非常に低くなっています。年金基金は半数をやや超えるという状況です。たとえば、業法上、利益相反管理体制整備義務が課されているかどうかといった事情が反映していると思われます。

今後は恐らく、スチュワードシップ・コードに基づく開示項目とりわけコンプライ・オア・エクスプレインの規範に基づき原則を遵守しない場合の開示についてきちんとした評価がなされていくことが重要だと思われます。特に日本では、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）がサイン・アップしたことから、GPIFが一体どのように自らのスチュワードシップ責任を果たすとともに、アセットマネージャーに対しどのように彼らのスチュワードシップ責任を評価し、その履行をどのようにして働きかけていくのかが注目されます。

## VII. 近時の金融行政の動向

2009年の金融審議会の報告書にあった「受託者責任」という言葉が、今度は「フィデューシャリー・デューティー（fiduciary duty）」という言葉に置き換えられて、各種の金融行政文書に表れており、かなり大きな注目を集めています。このような動向は、スチュワードシップ・コードの策定とその実施に係る金融庁の姿勢と平仄が合うものです。というのは、いずれもプリンシプル・ベースに基づき、最終投資家もしくは利用者の真の利益をめざし、ベスト・プラクティスの形成と発展を目指すという点で共通しているからです。

最後に、法制整備について簡単に触れます。スチュワードシップ責任をより良く果たすためには、法改正等により、株主権の行使を容易化し、実質化する必要性もあります。すなわち、制度の整備

の問題として、株主総会の分散化の問題、株主総会の関係書類の電子化、非財務情報をはじめとする情報開示の拡大と充実などの論点について、現在、経済産業省の研究会ですとか金融庁の金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ等で議論がされています。それぞれ、近く報告書が公表されるはずです（注：本報告後、「株主総会プロセスの電子化促進等に関する研究会報告書～対話先進国の実現に向けて～」（2016年4月21日）、「金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告－建設的な対話の促進に向けて－」（2016年4月18日）と題する報告書が公表された）。

大変雑駁な話の上に、予定した時間を超過してしまいましたけれども、私からの報告は以上です。どうかご教授をいただきますよう、お願ひいたします。

~~~~~

## 【討 論】

○前田 どうもありがとうございました。それでは、ただいまのご報告につきましてご質問、ご意見をよろしくお願ひいたします。

### 【スチュワードシップ責任と四半期報告制度の関係】

○岸田 一つお伺いしたいのですが、財務報告評議会は会計基準等をつくっているところだと思うのですけれども、その矛盾といいますか、22ページに、先ほどおっしゃった短期の利益を追求すべきではないということが書かれていますけれども、現在会計で問題になっているのは、四半期報告制度が10年ぐらい経つけれども、あれが短期の利益を追求する制度になっていると。つまり、3か月ごとに利益を上げなければいけないので、それが大きな問題になっているという説もありますが、この会計基準と今おっしゃった先生のお話についてのご意見をお伺いしたいと思います。

スチュワードシップ・コードを出したのが財務報告評議会ですね。最近、統合報告とかいろいろな報告の制度がありますけれども、私がお聞きしたいのは、短期の利益の追求が問題となっている四半期報告です。それが大きな問題になっていると思うのですけれども、こういう問題といいろいろな情報開示の問題とどういう関係があるのか。つまり、情報を早く出さないといけない、わずか3か月で利益を出さないといけないという制度が短期利益を追求しているのではないかという意見がありますけれども、先生は現在のディスクロージャー制度とこのスチュワードシップ・コードとの関係はどのようにお考えかということをお聞きしたいと思います。

○神作 確かに今、金融審議会のディスクロージャーワーキング・グループにおいて、四半期開示のあり方を含めて、開示のあり方についての見直しがなされています。そこで特に問題視されているのは、四半期報告と四半期決算短信の時期が近接しているということです。たしかに、そもそも四半期情報開示について株主の短期的業績重視を助長するものであるという批判があり、このような批判は何も日本だけではなく、EUなどでもこのような批判が強く、EUはディレクティブの見直しにも至っているわけですが、このような四半期報告制度は廃止し四半期決算短信に一本化すべきであるという意見もあるようです。しかし、私の理解では、四半期報告制度自体を廃止したり見直したりしようという意見は大勢ではなく、四半期決算短信の速報性・非監査性を重視し、監査および四半期レビューが不要であるということを明確化した上で早期提出を促すという方向性が有力です。このように、スチュワードシップの考え方と財務報告とりわけ四半期報告あるいは決算短信も含めた情報開示制度との間に矛盾があるとか、四半期報告制度には弊害が生じているとは考えられていないのではないかと思います。あくまでも財務情報というのは、スチュワードシップ責任を果たすための中心的データですので、それを前提

としてスチュワードシップ責任が果たされていくことになりますが、しかしスチュワードシップの考え方というのは、財務データに限るのではなく、非財務情報や将来に向けた企業戦略等についての対話を重視し、エンゲージメントすなわち建設的な対話を促進しようとするものであって、スチュワードシップ・コードの策定に係る過程においても、また、現在行われている金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループの議論においても、四半期報告制度について見直しをすべきであるというご意見は少なくとも強く主張されてこなかったと思います。

もっとも、情報開示規制について、スチュワードシップのあり方との関係で現在の開示制度について見直しがなされつつある部分もございます。特に現在金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループで議論されていますのは、スチュワードシップ責任を全うするために、経営者に対していろいろな質問をすることによって選択的開示がなされる可能性が高まっており、それについては規制を導入すべきであるという意見が相当に支配的です。恐らく金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでは、選択的開示というのではなく望ましく何らかの規制を為す方向で提言がなされるものと思われます。

そのときに選択的開示の規制の対象となる情報は何なのか、法令のレベルで規制するのか取引所の自主規制によるのか等々、規制の中身は未確定でありこれから議論に委ねられることになると思いますけれども、スチュワードシップの考え方やあり方との関係で、情報開示制度と関係して議論されているのは、ご報告において述べた非財務情報の開示の充実と選択的開示の規制のあり方であって、四半期報告制度はあまり問題にされていないと理解しています。

#### 【スチュワードシップ責任の遂行への対応と IR 活動の関係】

○森田 状況の説明をしていただいて感謝いた

します。ただ、よくわからないのは、スチュワードシップで対象とされているのは、議決権行使という現象に対してであるという点はわかるのですが、それとも、そうすると、発行会社側にしてみれば、IR活動で済むのか、それ以外のチャンネルをつくるなければならないのか、そのあたりは一体どのように考えたらいいのでしょうか。

○神作 ご指摘いただいた点につきまして、コーポレートガバナンス・コードのほうでは、一定のベスト・プラクティスを提案しています。コーポレートガバナンス・コードは本日配付しておりませんので、大変申しわけないのですけれども、同コードの基本原則5を読み上げさせていただきます。「上場会社は、その持続的な成長の中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話をを行うべきである。経営陣幹部・取締役（社外取締役を含む）がこうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主に分かりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、こうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである」と。

以上の原則に統一して「考え方」が示されています。そこでは、スチュワードシップ・コードに言及した上で、持続的な成長に向けた取組みとして、投資先企業にとってもスチュワードシップ・コードを受けて行動している投資家に対して真摯に取り組むことが有益であると言われています。

さらに、コーポレートガバナンス・コードの原則5-1では、「上場会社は、株主からの対話（面談）の申込みに対しては、会社の持続的な成長の中長期的な企業価値の向上に資するよう、合理的な範囲で前向きに対応すべきである」と定めています。したがって、会社は積極的に自らのイニシアチブでIR活動を行うほかに、こういった機関投資家からの対話とか面談の申込みを受けたときには、会社の持続的な成長、中長期的な企業価値の

向上に資するかどうかという観点から、それを受け入れるかどうか、対話の場を設定するかどうかということを決めることがベスト・プラクティスとして規定されています。そして「取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべきである」として、このような対応を組織的に行うとともに、スチュワードシップ責任の遂行としてなされた提案等に対する方針について開示することがコーポレートガバナンス・コード上求められています。

したがって、コーポレートガバナンス・コードが適用される会社につきましては、少なくともスチュワードシップ・コードを受けて、今申し上げたようなコーポレートガバナンス・コードの規範に従って行動していくことになると思われますので、これまで行われてきたIR活動とはやはりまた別個に、機関投資家向けのスチュワードシップ責任の履行に対する対応が求められることになると理解しています。

○森田 そうすると、機関投資家の定義はどうするのですか。

○神作 機関投資家の定義規定はないようですが、恐らく実務的には、スチュワードシップ・コードにサイン・アップしているかどうかということが一つ重要な基準になるのではないかと思います。

○森田 だから、企業としては対応しにくいのではありませんか。IR活動では駄目で、私は機関投資家だと言っていたら、個別に別室に来てもらって挨拶するという感じになりますよね。例えば同じ銀行でも、信託勘定で持っているのか、自分の投資勘定で持っているのかによって違うでしょうし、ややこしいですな。

○神作 恐らくそのような実務的に対応しづらいという事情もあって、英国コードではなく、日本版スチュワードシップ・コードにのみある原則7が入れられているものと思います。

### 【株主との対話における株主の意義——機関投資家と一般投資家の区別】

○北村 非常に興味深いご報告をいただきまして、ありがとうございます。

先ほどの点と関連しますけれども、コーポレートガバナンス・コードの基本原則5とスチュワードシップ・コードの関係についてお伺いいたします。コーポレートガバナンス・コードの基本原則5に関する「考え方」の中には機関投資家への言及がありますが、基本原則5とその下にある原則・補充原則においては、経営陣幹部や取締役が対応する株主は必ずしも機関投資家に限定されていないような書き方になっています。神作先生のお考えとしては、コーポレートガバナンス・コードの基本原則5に含まれている規範は、スチュワードシップ・コードをもとにしているのだから、ここでの対話の相手方として機関投資家を念頭に置いていると理解すればよいとお考えなのでしょうか。あるいはそれ以外の株主とも対話が必要になると考えるべきなのでしょうか。

○神作 私の理解が間違っているかもしれません、コーポレートガバナンス・コードの原則5に言う「株主との対話」には、機関投資家とそれ以外の株主の両方が含まれていると考えています。もっとも、機関投資家とそれ以外の株主について同じ取扱いをしなければいけないかというと、そうではなく、機関投資家、特にスチュワードシップ責任を履行するという立場で来ている機関投資家については、そのことを前提に対応をする。そういう意味では、株主との間の建設的な対話のあり方というのは、機関投資家向けとそれ以外の株主とで当然違ってきてしかるべきであり、そのこと自体はコーポレートガバナンス・コードも肯定しているのではないかと理解しています。

ただ、他方で、それでは第5章の範囲が機関投資家だけに限られているかというと、やはりそうではなくて、個人株主のことも念頭に置いていると思います。

○北村 ありがとうございます。

### 【議決権行使結果の開示のあり方】

○石田 原則5指針5-3で、投資先企業別の開示は日本では緩和されているというふうにご説明いただいて、その点に関してまず確認なのですが、それは結局、機関投資家がどこにどれぐらい投資しているかというのは極めて機密度の高い投資戦略上の秘密事項であるということから、日本ではこれはもう出さないでよいという配慮が働いたということなのでしょうか。

もう一点は、神作先生がどのようにお考えになるかというのをお聞きしたいのですが、利益相反状況の緩和、あるいは弊害防止ということでしたら、そもそも直接開示書類などを使って当該機関投資家に対しては開示をしても問題はなさそうだとは思うのですけれども、そういう方法はとれないのか、そのような方法についてどうお考えになるのかをお聞きしたいと思います。

○神作 第1の、議決権行使結果の開示については、有識者会議の中で実務界から、一番詳しく開示するとすれば、投資先企業ごと、議案ごとの開示が最も詳しい開示の方法になるけれども、実務的に集約しづらいことがあるようです。つまり、ある機関投資家が一元的に保有株式を管理していれば、投資先企業ごと、議案ごとの開示は割り容易なことかもしれません、違った部門において同一の投資先企業の株式を保有している、しかも議決権行使に係る意思決定を違う担当者が行っているというケースでは——実務では、実際にこのようなケースもあるということです——、実務的に議決権行使の結果について投資先企業ごと、議案ごとに個別に開示するのは難しいケースがあるというような指摘がなされました。

他方、報告の中でもちょっと申し上げたように、投資顧問会社などでは、議決権行使の結果については公表しないようにと資産保有者から言われているケースも実務上あるようでして、議決権行使結果の開示について、スチュワードシップ・コードでは割合概括的に、少なくとも議案の主な

種類ごとに整理・集計して公表しましょうという緩やかな開示を求めているにすぎないのは、そのような実務界の声を踏まえたものと理解しています。

2番目のご質問の、利益相反の方針の策定と開示について、どのような方法がほかにとり得なかったかとおっしゃったでしょうか。すみませんが、もう一度おっしゃっていただけませんか。

○石田 コードのコンプライ・オア・エクスプレインという形ではなくて、利益相反の弊害を防止するというのであれば、もういっそのこと法令で、機関投資家がその投資家に対して直接開示をするよう義務づける。それによって利益相反のおそれはこういうものがあるということを知らしめるような方法をとれなかったのかどうかということについて、お考えをお聞きしたいと思います。

○神作 私の理解では、既に一部の業態や業界法については、業法上、利益相反管理体制を構築して、その基本方針や対応策等についてディスクローズすることを義務づけられています。そういう意味では、一部についてはおっしゃるようなことに既になっているのではないかと思います。

もっとも、それは一部にすぎず、インベストメント・チェーン全体について一定の規範を提示するためには、このようなソフトローという形で、かつコンプライ・オア・エクスプレインを認めるという形で定めるほかなかったのではないか。例えば、利益相反の開示について、資料2の7ページにあるように、信託銀行は100%になっているけれども、投資顧問は28%と、このように業種・業界によって非常に差が出ているというのは、ご指摘のように、法令により利益相反の管理と開示について規律があるかということと密接に関連しているのではないかと思っております。

○石田 ありがとうございます。

### 【スチュワードシップ・コードの受け入れの実態】

○森本 資料2について少しお教えいただきたいと思います。

3ページに「受入れ機関の内訳」というのがあります。その中で、年金基金、生損保、信託銀行という数字が挙がっていますが、国内の年金基金、生損保、信託銀行はほぼ受け入れていると理解していいのでしょうか。お教えいただきたいと思います。

それからそれとの関連で、8ページに「スチュワードシップ活動状況報告の公表」というのがあります。そのうち、例えば生損保あたりでも半分ということのようです。このスチュワードシップ活動状況報告というのは、その生損保等がスチュワードシップを受け入れてどのように活動したかを明らかにするものだと思うのですが、何かこれはちょっと低いのではないかと感じました。属性別というか、いろいろ差異があり、それが問題なのかもわかりませんが、ちょっと意外な感じがしました。

これは私の感想にすぎませんが、お教えいただきたいのは、前後して申しわけありませんが、レジュメの30ページの最後にある透明性の確保のところにある公表項目と活動状況の報告との関係です。国内の生損保とか信託銀行については、もう少し積極的に公表してもいいのかなと思つたりもしたのですが、公表項目と活動状況の報告との関係についてお教えいただければと思います。

○神作 まず、資料2の3ページですけれども、信託銀行は100%、全部が受け入れています。日本の生損保もほぼ受け入れていると思いますけれども、年金基金については必ずしもそうではないと理解しています。ただ、GPIFという最大の年金基金はサイン・アップしてくれているという状況であると思います。業界によってサイン・アップの割合はかなり違うと指摘できると思います。

それからまた、そもそもこのスチュワードシップ・コードの有識者会議の中には、銀行の方が最初からいらっしゃらなかったわけですけれども、本来銀行がこういったスチュワードシップ・コードの対象にならないのかどうかというのは、それ自体、一つの論点となり得るようと思われます。

ただ、銀行が金融機関としてどのように位置づけられるのか、フィデューシャリー的な位置づけなのかどうかというのは、これは国によっても取り扱いが違うところであり、非常に難しい論点ではあるかと思いますけれども、そもそも銀行が含まれていないことは論点としては指摘し得ると思います。

それから、公表についてですけれども、実はスチュワードシップ・コードについては、コンプライ・オア・エクスプレインについてきちんととした分析がまだあまりなされていません。コーポレートガバナンス・コードのほうがむしろ東京証券取引所が非常に熱心にさまざまな分析をされています。スチュワードシップ・コードも、例えば投資顧問業界について言うと、投資顧問業界がインタビューやアンケートも踏まえたスチュワードシップ・コードの履行の状況、開示の状況等についての分析を行っていますけれども、全体を通じた評価というのがそもそもまだ十分ではないという問題があるかと思います。その原因としては、ご指摘いただきましたようにスチュワードシップ活動状況報告がなされていないことがあると存じます。議決権行使以外のスチュワードシップ活動のあり方については、そもそも、どのように何を行うのか、模索中の金融機関が少なくないということかもしれません。

もっとも、スチュワードシップ活動の開示が不十分であるとすると、根幹となるコンプライ・オア・エクスプレインのメカニズムが全然働かないのではないかという根本的な批判につながり得ます。ご指摘のとおり、スチュワードシップ・コードについては、そもそも開示自体が不十分ではないかという面と、コンプライ・オア・エクスプレインでエクスプレインされた部分についての評価もまだ極めて不十分であると、こういう状況があるよう思います。

金融庁も今回、フォローアップの会議のために、サイン・アップした金融機関の公表状況について取りまとめてくれていますけれども、もう少しス

チュワードシップ・コードについてもスチュワードシップ活動の実態について開示がなされ、あるいは場合によっては聴取等を行い、きちんと評価していくかないと、当初に期待したようなスチュワードシップ・コードの目的が達成されないように感じております。

○森本 ありがとうございました。

#### 【スチュワードシップ・コードにおける利益相反の意義】

○龍田 石田先生のご発言と重なりますが、利益相反に関する限り、重要な事項については既に法令の定めがあります。一定の事項を禁止するとともに、違反した場合の効果についても定めています。例えば社債の管理会社についてはそういう定めがありますね。投資顧問についてもあるのではないかと思います。法令が定めていない、その外側にある事柄であって、コンプライ・オア・エクスプレイン、開示してもらわないと困る問題を、幾つか具体的な例を挙げて説明していただけるとありがたいと思います。

○神作 先ほど申し上げた例ですと、例えば生命保険会社が生命保険商品を販売しようとしている企業に対して投資を行い、営業目的から当該企業の株式に係る議決権行使について会社提案に賛成するような議決権の行使をするという例が一つの典型例であると思います。同様のことは機関投資家が保険以外の各種の金融サービスを提供しており、投資先企業から提供している金融サービスの対価を受け取っている場合に一般的に生じ得ます。そのような関係性自体によって、最終投資家のための純粋な株主としての投資判断ですとかエンゲージメントから乖離した判断や行動がなされる可能性、すなわち判断や行動にバイアスがかかる可能性があります。このようにバイアスが生じることについては、法規制によって完全に禁止するというようなことは必ずしも容易でないと思いますし、他方で、例えば株主の議決権行使とかエンゲージメントは、そういった営業部門とか他の

サービス提供部門とは切り離された、チャイニーズウォール等が引かれた独立した判断で行うこととし、そのことをきちんと説明できれば、それはそれで納得を得ることができるよう思います。会社法上の利益相反よりも広い意味で利益相反という概念が使われているように思われますが、株主権行使に関しバイアスが生じることを想定し、利益相反管理体制の整備とその開示によって解決しようとしているのだと思います。

コンプライ・オア・エクスプレインが機能するのは、そのような機関投資家の対応が説得的であるか、合理的であるかを関係者が判断することによってであると理解しております。まさに先生がご指摘されましたように、法で規制されていない通常よりも広い意味における利益相反についてのコンプライ・オア・エクスプレインというのは、他の金融サービスや金融商品の提供等によって株主としての意思決定やエンゲージメントに係る判断がゆがめられていないのだということを明らかにする、そのための方針を定めて明らかにし、関係者がそれを評価するというプロセスによってベスト・プラクティスを実現しようとするもので、私はこのようなタイプのソフトローには一定の意義があると考えています。

○龍田 ゆがめられては困るのはその通りですが、ゆがんでいるか否かはどのようにして判断するのでしょうか。また、ゆがんでいても法令違反ではないとしますと、コード上は何か効果があるのでしょうか。

○神作 スチュワードシップ・コードは、法的規範ではない以上、法的なサンクションは課されません。あとはまさに、顧客、関係者、より一般的には市場が機関投資家の開示と行動を見て、例えば投資顧問契約を更新しなかったりする等の形で機能するということが期待されていると思います。それが実際に機能し得るのかということについては、もちろん疑問の声もあろうかと思いますけれども、一方では利益相反という概念が、特に金融の分野では、例えば手数料の徴取などについ

ても利益相反だと言われることがあるように、利益相反という概念が大変広がってきてています。そのような広義の利益相反について適切な規律をしていく一つの試みとして、利益相反の方針を策定しそれを開示するとともに、関係者とりわけ資産保有者がそれを評価することには、一定の合理性が認められるのではないかという気がいたします。

○龍田 ありがとうございました。

○洲崎 生命保険会社の利益相反の話が出てきましたので、これについて質問をさせてください。今回のスチュワードシップ・コードでは、生命保険会社が団体保険を売るのと引き換えにその会社の株を物言わぬ株主として持ち続けるという行動が一つのターゲットになっているのかなと思います。この点に関して、利益相反のある投資先については利益相反の管理の方針を明らかにしなさいということで、今神作先生がおっしゃったように、チャイニーズウォールを設ける、要するに保険を販売する部門と、投資をし、株主としてどのように行動するかを決定する部門を別にしますというような方針を皆さんに出してきておられると思うのです。確かにそういう方針を掲げていると、団体保険を買ってくれるのならおたくの株を買いますよというような取引は今後はしづらくなるとは思うのですけれども、しかし、そういう関係というのは既にたくさん存在しているのですね。生命保険会社は団体保険を既にたくさん売っていて、その売り先の株をずっと保有していると。3年前の日本私法学会のシンポジウムで、早稲田大学の宮島英明教授が当日の報告の中で大変興味深い分析をされていて、機関投資家の行動の中でも生命保険会社の行動には際立った特徴があつて、他の機関投資家は、パフォーマンスが悪い株は全て売ってしまうけれども、生命保険会社は、パフォーマンスの悪い会社の株もずっと持ち続けるということを言われていたのです。つまり、政策投資としか説明ができないようなことが生命保険会社では既に行われているということで、私もなるほどなあと思ったのですけれども、そういう現状とい

うものが既に存在している場合には、いくら今後の方針を明らかにしても、過去の、つまり現在存在しているものを変えるというところまでは行きにくいのかなという気がするのです。今回のスチュワードシップ・コードも、それを変えるというところまでは踏み込めなかつたのかなという気はするのですけれども、そのあたりはいかがでしょうか。

○神作 まさにご指摘のとおりで、スチュワードシップ・コードにおける利益相反に関する原則が割にすんなり入った理由というのは、法令等ですでに行わなければならない部分はもう既にやっていますということで、それから一部の人はエクスプレインで行きますということで、あまり大きな異論がなくコードに盛り込むことができたと感じています。実は利益相反に関する原則について、私は、個人的にはスチュワードシップ・コードを策定する際に大きな論点になるのではないかと思ったのですけれども、あまり強い反対とか議論もなく、すんなりと通ったと感じています。その理由は、洲崎先生が指摘されましたように、既に現状あるところというのは、形を整えれば、実質はあまり変えなくても済むということがあったのかもしれません。

しかし、ご指摘いただいた投資運用のパフォーマンスが下がるということになると、今度は利益相反を超えた一般的な機関投資家の責任が生じ得ると思います。それはしかし、むしろウォール・ストリート・ルールと申しますか、スチュワードシップ責任を果たしても業績が上がらないということになりますと、売却するという方針も検討の対象になりますので、株を持ち続けてエンゲージメントするというのとはまた違った側面が問題になるかもしれません。そのような場合は、利益相反に係るスチュワードシップ・コードの原則を超えた規範から一定の制約がもたらされる可能性は否定し得ないと思います。他方で、スチュワードシップ・コードによって今ご指摘いただいたような点が実際にどれだけ変わったのか、特に既存の

部分についてどれだけ変わったのかということについては、私も十分な知見がないのですけれども、たしかにそれほど大きな変化は生じていないかも知れません。

#### 【株主との対話とインサイダー取引の関係】

○川口 株主のエンゲージメントについてお伺いしたいのですけれども、日本版スチュワードシップ・コードの原則3で、スチュワードシップ責任を適切に果たすために、当該企業の状況を的確に把握すべきであるとあります。その指針の3-3によると、かなり細かいことまでもきちんと把握しなさいということになっています。それを踏まえて原則4では、情報を集めて問題の改善に努めるべきとあります。これらの点で、かなり経営に対して関与するといいますか、エンゲージすることを要求しているわけです。

そうしますと、建設的な対話の中で機関投資家にいろいろな情報が入ってくるのではないかと思います。例えば将来の計画であるとか、そのようなものについての議論が当然なされるはずだと思うのですが、そうすると、インサイダー取引の問題が生じ得るのではないかでしょうか。すなわち、現在のインサイダー取引規制においては、かなり早い段階から重要事実と認定されてしまいます。この段階でインサイダー取引規制にかかってしまうわけですね。おそらく、このことを前提に、原則4の指針4-3では、最後のところで、重要情報を受領することについては慎重に考えるべきであるのではないかと思います。ただ、そうすると、かえって建設的な対話もできなくなる可能性があるのではないかでしょうか。もし、重要事実に該当する情報が入ってくる可能性が高いのであれば、注のところに書いてあるのですけれども、今度は売買を中止しろという話になってくるわけです。

機関投資家にもいろいろあると思うのですけれども、基本的には株を売ったり買ったりしてもうけているようなものがたくさんあるでしょう。そういうものを念頭に置いた場合、インサイダー取

引になるため、売れなくなってしまう、買えなくなってしまうという懸念が出てきます。本業に差し障りが出てくることになります。こんなことになるくらいならば情報を集めないほうがよいということにならないでしょうか。原則3で的確に把握せよと言われているけれども、真面目に取り組まないほうがいいのではないかという判断にならないでしょうか。

こうなると、結局、原則3と原則4はあまり意味がないもの、空文化するような気がします。この点についてお考えをお聞かせいただければ幸いです。

○神作 原則3や原則4が考えている建設的な対話というのが一体どの程度の機密情報に基づいてなされることが前提とされているのかということですけれども、私の印象では、機関投資家との対話の中で内部者情報が持ち出されるということは基本的にはないのではないか、実務の実態もおよそそのようなものであるという前提で議論がなされたと理解しています。

もっとも、そうはいっても、では内部者情報が伝達されることはあり得ないかというと、それはそうではありませんので、川口先生にご指摘いただいた資料1の10ページの注10において、インサイダー取引規制に抵触することがないような心構えと体制整備が必要だということが述べられています。しかし、実務の方たちのご発言などから、機関投資家との対話で内部者情報が扱われるということは、ケースとしては一般的ではないのではないかと理解しています。そうだとすると、では一体建設的な対話というのは何なのかということが問題となるわけですけれども、基本的には、経営方針や経営戦略など、個別具体的な重要事実からは離れた一般的、大局的な問題などについて意味のある建設的な対話がなされることが主として念頭に置かれているように思います。

先ほどもちょっと申し上げたのですが、もし金商法上のルールとして選択的開示の禁止が入れられたら、スチュワードシップの考え方や実践との

間に抵触が生じる可能性があると思っています。逆に申しますと、もし選択的開示の禁止が広い範囲で適用されるということになると、今私が申し上げたような意味におけるスチュワードシップ責任の履行も難しくなり得ると感じています。現在、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループでは、選択的開示についての規律を入れるべきだという方向で議論が進んでいると私は受け止めています。それが入るとなると、目的を持った建設的な対話との関係でシビアな問題が生じ得るのではないかという気がします。

○黒沼 今の点に関連してお伺いしたいのですけれども、私はこの原則3と原則4は、対話において重要情報は開示されない前提でこれらの原則ができているということと、選択的開示が禁止された場合にこういった原則を守れるかどうかが問題になってくるという点がちょっと理解できなかったのです。選択的開示の禁止の対象も重要情報でありまして、主に想定されている問題は、いずれ広く公表される決算情報などを早期に一部の投資家に開示することを禁止するかどうかということです。そういう話は、投資家との対話による企業価値の向上とか、あるいは受託者責任の履行ということの障害にはならないのではないかと思うのです。なぜ選択的開示の禁止がスチュワードシップ責任の履行の障害になるとお考えになっているのかをもう少し説明していただけますか。

○神作 選択的開示の対象となる情報の範囲をどのように理解するかということだと思うのですが、重要事実と一致するならば、黒沼先生のご指摘のとおり問題はないと思います。しかし、重要事実プラス例えば法人関係情報も含まれますというような形で広がっていくと、例えばエンゲージメントをしようとしたときに、いや、これは法人関係情報に含まれるのでということで対話が途切れてしまうというおそれがないかどうかが気になっているわけです。ご指摘のように内部者情報に限る、重要事実に限る、あるいは決算情報に限るということをすれば、私もあり問題はな

いと思いますが、選択的開示の禁止の範囲をどのように考えるのかということに依存するのではないかというのが私の理解です。

○黒沼 わかりました。ちょっと議論がかみ合わないかもしれませんのですけれども、法人関係情報として府令で定められているのは包括的な重要な会社情報ということで、金商法のように具体的に列挙されてはいないけれども、重要な事実であることに変わりはないというのが私の認識でした。しかし、実務ではそれとは違うような捉え方もしているのかもしれません。

#### 【スチュワードシップ責任と受託者責任】

○伊藤 あまり具体的ではない話になって恐縮なのですが、私、スチュワードシップ・コードの話が出てきた当初から、これがどういう存在なのかがどうしてもわかりにくかったのですね。そこで基本的なところを2つ伺いたいと思います。

まずは、本日の神作先生のご報告の中にも何回か出てきていた話で、日本版スチュワードシップ・コードの場合、大きな目的といいますか指導原理のようなものとして、投資先企業の企業価値を向上させましょうとか、投資先企業の持続的な成長を促しましょうという話が出てきました。一方で、もともと機関投資家は受託者責任を果たさなければならない。スチュワードシップ・コードでは、スチュワードシップ責任を果たさせようという形でその話が出てきています。そこで、その2つの話の関係が結局どうなのかということです。

神作先生のお話ですか英國の状況を見ていて、本来はむしろ機関投資家にスチュワードシップ責任を果たさせるということがメインのはずで、ただ日本の場合は、コードを策定する経緯から、どうしても企業価値の向上という話がコードの中身に日本語としては入ってきます。けれども、本当はその話は受託者責任というか、スチュワードシップ責任を果たさせたら、その結果として投資先企業の企業価値が上がるのではなく

いかという、そういう関係なのではないかと私個人は感じていまして、その理解でいいのかをまず伺いたいです。

それからもう一つは、このコードで言われているスチュワードシップ責任と、2009年の金融審議会の資料でも出てきていた受託者責任との関係です。ある意味では、スチュワードシップ責任というのは受託者責任を具体化しているように見えますし、ある意味では、受託者責任よりは幅が広いもののように思えます。それもあって、その2つの関係がやはりわかりにくく感じます。特にスチュワードシップ責任というのだけを前に出して強調すると、もともと機関投資家が受益者に対して受託者としての責任を負っているということがかえってぼやけてしまうのではないかというふうにも感じています。受託者責任を確保するためには、ソフトローでは足りないのでないかとも私は感じていまして、それもあって、その2つの責任の関係を伺いたいと思います。

○神作 私の理解では、スチュワードシップ責任というのは、英国においても、日本においても、最終投資家に対する受託者責任なりフィデューシャリー・デューティーというのとは、やはりちょっと議論の方向が違っています。コーポレートガバナンスという観点が入ってきてている点がスチュワードシップの議論の特徴ではないかと思います。伝統的に受託者責任とかフィデューシャリー・デューティーと言うときには、機関投資家の最終投資家ですとか契約相手に対する法的責任が問題になっていると思いますけれども、スチュワードシップ責任というのは、あくまでもコーポレートガバナンスという枠組みの中で、機関投資家は一体どのような役割を果たすべきかという観点が中心にあるのだと思います。

スチュワードシップ責任と受託者責任が違うとしたら両者の関係が不明確になり、受託者責任が不明確になってしまいのではないかというご指摘をいただきました。確かに、スチュワードシップ責任と受託者責任との間には矛盾・対立する要素

が含まれているように思います。たとえば、パッシブな投資戦略をとっている機関投資家がエンゲージメントにコストをかけて、かえってパフォーマンスが悪くなっているという状況を想定すると、スチュワードシップ責任の遂行によりかえって受託者責任が果たされないのでないかという問題はあり得るかと思います。

スチュワードシップの考え方として、徹底的なパッシブな戦略をとったエンゲージメントはしませんという余地は認めていますので、そのような戦略というのはあり得るわけですから、特に法的な責任としてのフィデューシャリー・デューティーがある場合には、やはりそちらが優先されることになります。しかし、いわばそれと両立するような形で、機関投資家が株式を保有している以上は、一定のエンゲージメントをしてくださいねというメッセージを送っているわけとして、私が本日なぜ英國の状況について少し詳しくお話しさせていただいたかというと、まさに英國では、スチュワードシップ・コードが制定された沿革を見ると、かなりの割合の株式を持っている機関投資家が企業不祥事を放置していたではないかと、そのことに対する社会的批判から出発しており、法的責任として論じられ、発展してきたものではありません。株主、特に機関投資家に対してコーポレートガバナンス上の一定の非法的な責任を課すというのがこの議論の発端であって、他方、だからといって、では最終投資家の利益を無視していいかというと、もちろんそうではなく、その2つが両立することが目指されているわけです。けれども、実際上は、必ずしもうまくいかない場合があるのでないか、かえって受託者責任が不明確になるおそれがあるのでないかというご指摘は、おっしゃるとおりと思います。

この議論は企業の社会的責任の議論に非常に似た面がありまして、社会的規範としての企業の社会的責任が本当に株主価値の最大化に結びつくのかというと、場合によっては、やはり矛盾・対立する要素があることは否定し得ないと思います。

○前田 受託者責任との関係についてお教いいただきたいのですけれども、コード自体は法的拘束力を持つ規範でないということはよくわかりました。しかし、そうしますと、機関投資家がコードの受入れ表明をすることに法的には何の意味もないのかというと、コードの受入れ表明をしたということは、コードに従って資産運用等を行うということが機関投資家と顧客・受益者との間の契約内容にはなると考えていいのではないでしょうか。契約内容といつても、インベストメント・チェーンが複雑になってきますと、誰が誰に対して義務を負うのかが複雑になるとは思うのですけれども、機関投資家がコードの受入れ表明をすることにはそういう法的な意味があると理解したいのですが、いかがでしょうか。

○神作 私が間違っているかもしれませんけれども、コードをつくったときは、サイン・アップしたからといって、それが直ちに契約内容になるわけではないという理解をしていたのではないかと思います。もっとも、スチュワードシップ・コードを特にサイン・アップした上にコンプライしていると表明することによって何らかの法的責任が惹起されないかという問題は、当然に生じると理解しています。そのような表示とか表示にかかる問題は、また別個に生じ得ると思いますけれども、コードにサイン・アップしたからといって、その内容が当然に契約内容になったり、善管注意義務の内容がそれによって規定されたりすることは直ちにはないのではないかと思います。

#### 【スチュワードシップ責任の目的】

○伊藤 質問の1つ目について確認させていただきたいと思います。要は、企業価値の向上ということが割と正面から言われているけれども、本来はスチュワードシップ責任を果たさせるということのほうがメインというふうに考えておいてよいのかということですが、それでよろしいですか。

○神作 英国コードはそのような考え方方に立っているのではないかと思いますけれども、日本の

場合は企業価値の向上とか中長期的な成長自体を直接にスチュワードシップ責任の目的としているようにも読みます。もっとも、解釈の余地があるのかもしれません。私は、ご報告の中で申し上げたように、これを直接の目的とするというのは、まだ因果関係も証明されているわけではないと思いますので、そういう意味では、伊藤先生のように私も理解しております、そのような趣旨からご報告させていただいたのですけれども、日本版スチュワードシップ・コードが本当にそういう考え方で則っているのかというのは、ちょっと自信がないところです。

○前田 まだ議論があると思いますけれども、時間になりましたので、本日の研究会はこれで閉会とさせていただきます。神作先生、どうもありがとうございました。