



日本取引所グループ金融商品取引法研究会

スチュワードシップ・コードの改訂

2026年3月27日（金）15:01～16:59

大阪取引所2階会議室・東京証券取引所会議室、オンライン開催

出席者（五十音順）

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科教授
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
梅本	剛正	甲南大学全学共通教育センター教授
片木	晴彦	広島大学名誉教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
北村	雅史	関西大学大学院法務研究科教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼	悦郎	早稲田大学法学学術院教授
小出	篤	早稲田大学法学学術院教授
齊藤	真紀	京都大学公共政策連携研究部教授
白井	正和	京都大学大学院法学研究科教授
高橋	陽一	京都大学大学院法学研究科教授
船津	浩司	同志社大学法学部教授
松井	秀征	立教大学法学部教授
松尾	健一	京都大学大学院法学研究科教授
山下	徹哉	京都大学大学院法学研究科教授
行岡	睦彦	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
若林	泰伸	早稲田大学法学学術院教授

本報告記録の内容や意見は、各報告者・発言者に属するものであり、株式会社日本取引所グループ及びその子会社・関連会社の見解を示すものではなく、また、これらの正確性、完全性、最新性等を保証するものではありません。

スチュワードシップ・コードの改訂

立教大学法学部教授

松 井 秀 征

目 次

- | | |
|-----------------------------------|-------------------|
| 1. はじめに | ②理論的分析 |
| (1) スチュワードシップ・コードの改訂
の背景 | ③実務的な対応 |
| (2) 有識者会議における議論の展開 | (2) 協働エンゲージメントの促進 |
| (3) 補論・英国におけるスチュワードシ
ップ・コードの改訂 | ①基本的な枠組みと考え方 |
| 2. 2025年第3次改訂版コードの検討 | ②若干の分析 |
| (1) 実質株主の透明性向上 | ③法律との抵触に関する問題 |
| ①基本的な枠組みと考え方 | (3) コードのスリム化 |
| | 討論 |

○黒沼 時間になりましたので、JPX 金融商品取引法研究会を始めたいと思います。

本日は、立教大学の松井秀征先生に、「スチュワードシップ・コードの改訂」というテーマでご報告をお願いしています。

それでは、松井先生、よろしくお願いします。

○松井 立教大学の松井でございます。本日はどうぞよろしくお願いします。

本日ちょうどいしましたテーマは「スチュワードシップ・コードの改訂」でありまして、我が国では、これが3回目の改訂ということになります。ですので、第3次改訂というのが今回の改訂ということになりまして、それ以外のものとは区別をしていきたいと思っています。

本日、資料は全部で五つ用意しております。レジュメ以外の資料として、「日本版スチュワードシップ・コード」が2種類あります。今回、2020

年のコードからどこを変えたかを青字で書き込んでいる見え消し版を入れておりまして、こちらの方が参照していただくのに便利かと思っておりますので、本日、コードをご覧いただくときにはこちらを使うことになろうかと思っております。

あと、みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社の「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」最終報告書があります。スチュワードシップ・コードについては必ずフォローアップ会議が開催されますが、このフォローアップ会議において、機関投資家等のスチュワードシップ活動等の実態について調査が求められ、それに対して分析と提言まで行ったものになります。この報告書を基に、その後の有識者検討会その他の議論が進んでいるというところもあり、こちらは後ほど中身を見ていきたいと思っています。

最後に、「The UK Stewardship Code 2026」を入れております。本日は、これ自体が検討の対象

ではありませんので、参考までに付けたものになります。これまでも、我が国のスチュワードシップ・コードの検討の際には、英国のコードの改訂状況が参照されますが、金融庁の検討会を見ますと、この英国のコードを横目で見ながら検討しましたということになっていますので、何が参照されたのかを確認する意味でこれを入れております。この英国のコードについては、後ほど簡単な分析を入れたいと思っています。

1. はじめに

最初に、議論の前提として、幾つか確認をさせていただきたいと思います。

(1) スチュワードシップ・コード改訂の背景等

金融庁は、2025 年 6 月 26 日にスチュワードシップ・コードの第 3 次改訂版（以下、「2025 年第 3 次改訂版コード」という）を公表しています。スチュワードシップ・コード自体は、2014 年 2 月 26 日に最初のコードが策定され（以下、「2014 年原コード」という）、その後は 3 年に 1 度ぐらいの頻度で改訂が施されてきました。

スチュワードシップ・コードは、その実施状況でありますとか、国際的な議論の状況——多くはイギリスなのですけれども——などを踏まえながら、おおむね 3 年ごとを目途として、金融庁において見直し等の適切な対応を取ることが期待されてきました。ですので、これまでの見直しも 3 年ごとに行われてきたというところがあるのですが、今回は、間が 5 年空いています。この理由は私としても調べ切れず、コロナ禍などもあってちょっと間が空いたのかなというふうに推測していますが、もし何かご存じの方がいらっしゃれば、ご指摘をいただければと思います。

ともあれ、見直しの機会が 2020 年のコードに対して取られまして、金融庁は、ダブルコード（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）のフォローアップ会議（以下、単に「フォローアップ会議」という）を設けまし

た。この検討を踏まえまして、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」という名称の会議体で改訂版のコードが提案されるということとなりました。これまでも、このようなプロセスがとられてきましたし、今回の 2025 年の第 3 次改訂でも同じようなプロセスを経ています。

今回特に注目したいのは、フォローアップ会議の段階でかなり細かい議論が紹介されていることです。考え方としては、スチュワードシップ・コードが策定されてから 10 年近くがたち、その実質的な活動をさらに深めていきたいという問題関心をもって、機関投資家におけるスチュワードシップ活動の実態調査、あるいは課題分析、そして提言までが出されまして、これに基づいて検討が進められたという状況です。

資料のみずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社の実態調査の最終報告書をご覧くださいと思います。これ自体は大部のものですし、あくまでも参考までにご覧いただくことになりますが、5 ページの最後に、アンケートの結果として出された課題認識が 4 点示されています。

- ①エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足
- ②投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分
- ③プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地
- ④コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如

それぞれ何を意味しているのかということですが、1 番目のエンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足というのは、読んで字のとおりです。詳細は 6 ページ以降に触れられていますが、具体的なアンケートの結果を基に、人材や時間がないということに触れられています。

もう少し細かい項目をご覧くださいと見えてくるのですが、例えば 8 ページの真ん中にあたりに、課題として「運用機関各社及び業界全体において、実効的なスチュワードシップ活動を担うために必

要なスキル・能力を備えた人材の不足」を挙げています。スチュワードシップ活動をしようにも、それをできるだけ能力を持った人が運用機関にしなければできないという話です。

そうしますと、外部のリソースを使ってここを補いたいという話が出てくるわけですが、これに関しましては、9ページで、それがまた利用できていないという話になります。もちろん、外部のリソースも限定的ではあるのですが、それにとどまらず、課題が書いてありまして、「大量保有報告制度上の「共同所有者」概念が不明確であることにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性」があるということで、ここは人材活用の不十分さのみならず、制度的な懸念点に触れています。これは何も今に始まった話ではなくて、スチュワードシップ・コードが策定された当時から言われていたことではあるのですが、こういったことが改めて言われているということです。

人材は不足しているし、外のリソースも使えないということになりますと、当然、人材などにかかる負担がある一部の運用機関に集中してしまうということで、10ページに課題として「一部運用機関に負担が集中することにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性」があるということが示されています。そうなりますと、エンゲージメントができる企業は限られてくるので、その限られた企業にのみエンゲージがされ、中小・中堅企業はエンゲージメントの対象から外れてしまうというようなことが12ページに書かれています。

この調査では、エンゲージメントがなかなかうまくいかない、形式化してしまうというようなことの背景まで踏み込んで書かれているということかと思います。

二つ目の課題であります「投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分」については、この最終報告書の16ページになります。そのような限られたリソースで頑張ってエンゲージメントを

したとしても、なかなか投資先企業においてそれを受け止められていないのではないか、指摘などをしても、それに対する対応が取れていないのではないか、ということです。

ここは少し心理的なものもあるのではないかという感じがするのですが、21ページをご覧ください。課題の「企業側からエンゲージメント（対話）や議決権行使が形式的と捉えられ、企業の納得感が得られていない可能性」というところです。繰り返しになりますが、限られたリソースの中で、仮に機関投資家・運用機関等がエンゲージメントの努力を重ねたとしても、結局それは限られた範囲でのエンゲージメントになるので、企業からすると「やらなきゃいけないからやっているんじゃないか」という感じになっているように受け止められているということかと思います。それが、対話や議決権行使が形式的であると捉えられるということです。

例えば、企業の側がある程度対話をするためにある特定の部門の人を用意すると、全然その部門と関係のない人が運用機関から出てくるとか、いろんなミスマッチがあったりするというのも指摘されるのですけれども、いずれにしても、なかなか実質的な議論がされていないよね、という話です。

かつ、21ページではもう一つの課題に触れてありまして、「大量保有報告制度程度の「重要提案行為」概念が不明確であるために踏み込んだエンゲージメントがなされていない可能性」があると書かれています。これもスチュワードシップ・コードが策定された当時から言われていたことでありまして、実は、ここは今般の法改正でも余り踏み込んだ対応はされていない部分ではあるのですが、一応こういったことが重ねて指摘されているという状況になります。

なので、運用機関・機関投資家の側では対象企業についてきちんと調査をし、適切な人を提供していかなければいけないし、受ける側としても、それを受けたうえで、きちんと次のサイクルに回

していかなければいけない、というようなことが言われることになるわけです。それが先ほどの課題の3番目の「プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地」ということになります。

これは 27 ページから出てきますけれども、これについては、先ほどの運用機関と企業の側の話もありますし、さらに、アセットオーナーにおいても、十分に運用機関への対応ができていないのではないかという指摘も出てきています。これは 28 ページに、「アセットオーナーにおける十分な評価・モニタリング体制が確保されていない可能性」という課題として出てきています。

つまり、スチュワードシップ活動を行うには、運用機関・機関投資家はもとより、企業側の受ける体制もそうだし、運用機関のバックにいるアセットオーナーの対応もそうだし、それら関係者がそれぞれ連動・協働していかなければいけないといった課題意識というところかと思っています。

特にアセットオーナーのところで言いますと、34 ページになりますが、4 番目の課題である「コスト・予算を割いて取り組みを行うインセンティブの欠如」というところで、例えば運用機関が一生懸命スチュワードシップ活動をしようにも、アセットオーナーの側で運用機関の選定や報酬設定に適切な反映がなされないと、そもそも運用機関が頑張るインセンティブがない、という話になり、ここも課題として示されています。

これらは、全てみずほのリーサー会社アンケート調査などを行って抽出してきた課題であるわけですが、このうちの少なからぬ部分が、2023 年よりももっと前からある課題でありまして、それが客観的なデータや聞き取りその他を通じて、改めて明らかになったということかと思っています。

これを受けて「提言」が付されていますが、これが 37 ページからになります。大きく提言としては四つありまして、2 の「具体的な方策」の後をご覧くださいと思います。まず、(1) 運用機関における幅広い協働の取り組みということで、これは先ほどのリソース不足をどう補っていくか

ということに対する提言ということになります。

それから、39 ページに、(2) 運用機関とアセットオーナーの間の取組み、さらに、(3) アセットオーナーにおける幅広い協働の取組みというのがあります。要は、アセットオーナーの側にもきちんとスチュワードシップ活動を行わせるような取組みをしてほしいと。インセンティブも付けてほしいし、アセットオーナー間でもきちっと協働しながら対応していきなさいということを言っています。なので、この(3)までは、文言を見れば大体何をすればいいかということも見えてきますし、さきの課題に対する対応というところの中心になります。

ただ、この提言の中には、40 ページに、最後に(4) 行政当局によるフォローアップというのが付いています。これは本当に簡単にしか書いてなくて、後ほどもう少し踏み込みたいところがあるのですが、まずは、運用機関、アセットオーナー相互の協働に関しては適切にフォローアップをしてくださいということを言っています。さらに、ここまでに出てきた金商法上の制度的な問題、一つは「共同保有者」概念がやはりあいまいだということ、あるいは「重要提案行為」があいまいだということがあるので、これについては対応をしてくださいということで、これは主に名宛人は金融庁になるのではないかと思います。

ここまでの調査と分析であれば、提言はここで終わっていいはずなのですが、この最後に「運用機関のエンゲージメント対象外となる企業が、自ら運用機関との対話を依頼することができるよう、実質株主の透明性を向上させるべきである」とありまして、「実質株主の透明性の向上」というのが、エンゲージメントの対象外となる企業との関係で出てきているということになります。

これは、先ほどの文脈で申しますと、運用機関においてエンゲージメント活動は非常に限定されるので、中堅・中小企業に対するエンゲージメントがどうしても漏れてしまうという問題があった。そのときに、今度は企業の側からエンゲージメン

ト、要するに対話ができるように、もしストーリーネームに出てこない機関投資家がいるのであれば、そこにかかっていけるように、実質株主が把握できるようにしてほしい、ということです。

今までの調査分析の内容からすると、ちょっと周知的な話なのですが、最後にそのようなことが入っている点を確認しておきたいと思います。ここは、2行だけ、非常に限定的な記載だけがなされているというところもポイントかと思っています。

ちょっと長くなりましたが、以上が今後の議論のベースになりますので、ここまで少し丁寧に確認をさせていただいた次第です。

(2) 有識者会議における議論の展開

ここから金融庁が設けた有識者会議の話になります。この有識者会議の内容は、フォローアップ会議における課題分析や提言等を前提として議論が行われています。今日はこの資料までは付けていませんが、必要な事項はこのレジュメの中に取り込んでいます。

このフォローアップ会議におきましては、まずは諸外国、とりわけ英国ですが、スチュワードシップ・コード改訂の状況についての共有がされている、あるいは ICGN グローバル・スチュワードシップ原則の改訂の内容なども共有されている、そういった国際的な動向も共有して議論が進められたということになります。特に第1回の会議で、課題として次の4点が金融庁の側から示されています。

- i) コーポレートガバナンス改革との関係
- ii) スチュワードシップ活動の実質化
- iii) 実質株主の透明性
- iv) スチュワードシップ・コードのスリム化

i) のコーポレートガバナンス改革との関係については、「企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上というコーポレートガバナンス改革の趣旨に照らして、スチュワードシップ・コードが

果たしている役割と今後の課題をどう考えるか」という問いになっていまして、これは、スチュワードシップ・コードの中身をどうするかというより、このコード自体を今後どうするかという大きな話が問われているというところかと思います。

ですので、この後もこの部分がそれほど具体的に議論になるわけではなく、このような大枠の問いを確認したうえで、次の ii) から iv) の問いがどのような内容に結び付いているかを見ていきたいと思います。

ii) は、スチュワードシップ活動の実質化ということで、これはフォローアップ会議やその後のみずほのリサーチの中でも問われている課題と結び付く部分です。パッシブ運用の割合が高まっていく傾向にある中で、エンゲージメントのインセンティブが弱いパッシブ運用の運用者においてその実効性を高めるには、スチュワードシップ活動に対する適切なインセンティブの付与や、当該活動に係る適切なコストシェアリングの重要性が必要である、という話です。これは、先ほどのフォローアップ会議における報告書の分析の延長線上にある議論です。なので、協働エンゲージメントの取組みを積極的に活用する、あるいはアセットオーナーにおいてスチュワードシップを重視してパッシブ運用をして、スチュワードシップ活動にインセンティブが付くような報酬体系にしてください、ということを行っているわけです。

これは、フォローアップ会議における、みずほのリサーチからの課題を受けた提言①から③に対応しています。もちろん、これをやっていきますと、制度的な対応もしてくださいということになって④にも結び付くので、この議論は、フォローアップ会議、みずほリサーチの報告書、そして有識者会議まで一貫通貫につながっているということがよく分かります。

- ① 運用機関における幅広い協働の取組みの促進
- ② 運用機関とアセットオーナーの間の取組みの促進

- ③ アセットオーナーにおける幅広い協働の取組みの促進
- ④ これらの取組みに対する行政当局の適切なフォローアップ

このような制度的な対応に引っかけて言いますと、実は、有識者会議のiii)の「実質株主の透明性」の確保という話にもつながっていきます。要は、フォローアップ会議でみずほのリサーチの報告書が出され、④で行政当局のフォローアップの中に実質株主の透明化の話が入っていて、これが今度有識者会議のところで大きな項目として出てきたという感じです。

金融庁の有識者会議での問題意識はこのようなものです。わが国において、企業が実質株主（株式について議決権指図権限や投資権限を有する者であって名義株主でない者）を把握するための制度が少なくとも今の段階では存在しないところ、企業と機関投資家の信頼関係の醸成を促進していく、あるいは企業から機関投資家への対話の申入れを容易にするという観点から、実質株主の透明性の向上が重要ではないかという問いが立てられ、これがスチュワードシップ・コードの改訂の中に議論として溶け込んでいる、ということです。

ここは、議論の流れとしてはもちろん分かるのですが、私は、フォローアップ会議、報告書、有識者会議という流れの中で、余りきれいにでき上がっていないような気がして、これは後ほど分析をしたいと思います。

ともあれii)とiii)は、フォローアップ会議における実態調査、課題分析、その提言を受けた検討課題ですので、一応流れはあるのですけれども、iv)は、そもそもスリム化という話で、内容自体に関わるものではないです。しかも、文脈としてもちょっと異なる文脈から出ていまして、有識者会議の内容を見ますと、英国のスチュワードシップ・コードの改訂でありますとか、あるいはICGNのグローバル・スチュワードシップ原則がスリム化の方向に進んでいるということを踏まえ、我が

国でも策定以来数次の改訂を重ねるに当たって、コードへの記載の必要性が低下した箇所があるのではないかと、あるいは重複感のある箇所があるのではないかと、あるいは冗長な表現を簡潔にすべき箇所があるのではないかと、こういったことを確認したいということで、これは単純に文章を合理化するという話になります。

ただ、英国の話も ICGN の話も、そんな単純な形式的な話ではないようにも見えますので、少しだけ後ほど触れていきたいと思います。

この後ほど触れますということの前提として、ここでイギリスのスチュワードシップ・コードの改訂の話に、そんなに詳しく分析できていないので、後でご質問いただいても答えられないところばかりかもしれませんが、少しだけ触れておきたいと思います。

(3) 補論・英国におけるスチュワードシップ・コードの改訂

今回、我が国のスチュワードシップ・コードは2025年に改訂がなされました。これと同時期に、イギリスでも改訂の作業が進められていました。イギリスの改訂のタイミングと日本の改訂のタイミングはこれまでも大体そろっていて、それは、イギリスが先進的な取組みをしているのもそうですし、国際的な状況を取り込んでいるというのがありますし、様々な観点から参照に値するということで我が国もこれを見てきたのだと理解しています。

イギリスも前回のスチュワードシップ・コードの改訂は2020年です（以下、このコードを「2020年版英国コード」という）。今回はイギリスでも6年空いていまして、2026年1月1日から有効というコードが今回策定されています。細かく見ると、これ自体がかなり検討に値する面白い改訂がなされているのですが、我が国のコードの分析との関係では、次の2点を挙げておきたいと思います。

まず、基本的な考え方。特に、スチュワードシ

ップの目的の部分に関する変更が加えられているところが大きいところかと思います。それから、全般的なスリム化。これは、スリム化というよりは、やはり合理化というところでしょうか。要は、機能的合理化というのを行ってまして、形式の面でありながら実質に踏み込んでいるところがありますので、このあたりを少し触れておきたいと思います。

まず、基本的な考え方の改訂です。これは皆様もよくご存じのことかと思いますが、2020年版英国コードまでは、スチュワードシップとは、最終的に、経済、環境、社会に向けた持続的な利益に結び付くべきものだというのが、アセットオーナー及びアセットマネージャー向けの Principle 1 で明示されていました。これは英国のコードのある種の特徴であったのですが、これに対して 2026 年のイギリスのコードにおいては、この文言が少なくとも原則のレベルからは脱落しています。端的に、顧客や受益者のための持続的な利益を提供しなさいということが言われています。

コードの前段階として、コンサルティングペーパーが出てまして、このペーパーでは、顧客や受益者のための利益が提供されれば、ひいては経済、環境、社会に向けたさらなる利益につながり得るのだということを前提にしまして、2026 年のコードでも、この点を無視してよいという趣旨では決してないことがわかります。

他方で、イギリスのスチュワードシップ・コードの位置付けを考えますと——これは後藤元先生などが過去に比較分析されたりしているのですけれども——もともとは、金融機関や上場会社においてリスクテイクを抑制させるべく、機関投資家もある程度公益的な役割を果たしなさいということを想定していました。コードにも、この点を示す文言が入っており、この点はイギリスのコードの特徴であったわけです。

ところが、今回は少なくとも原則レベルからは公益的な利益にかかる文言を落としていますので、

簡単に言えばスリム化なのですが、それだけにはとどまらない、コードの基本的な位置付けの変化のようなものが見て取れるというところかと思います。

なお、この点は我が国のコードと比較したときにも特徴的な部分で、我が国のコードは、2014 年に策定された当時から、最終受益者に着目してそれが策定されていました。日本の場合は、コードを制定するに際してこの点に着目することが必要だったということもありますし、その観点から改訂がなされてきたわけです。そうすると、表面的なことだけ見ると、イギリスのコードが日本のコードに収れんしてきたように見えることになります。ですから、このようなスチュワードシップ概念のイギリスにおける変更は、直ちに我が国に何か影響を及ぼすものではない。ただ、スチュワードシップの概念を変えるということは、やはりスチュワードシップ・コードの位置付けをどうするかという話になりますから、恐らく、我が国もこの点を見て、今回、我が国は変える必要はないという前提で、参照はしたのだらうと推測しているところではあります。

もう一つ、形式的な面を申し上げたいと思います。実は、我が国のコードのスリム化の話のときに、「英国でも」といったことが言及されるので、じゃあ、英国のスリム化って何だろうということをやったり見ておいた方がいいだろうということで、2020 年版コードと 2026 年版コードを比較すると次のとおりということで、数字だけ挙げてあります（レジュメ 5、6 頁）。

2026 年版英国コードに関して言えば、参考資料の「The UK Stewardship Code 2026」の 4 ページに「Code at a glance」というページがありまして、ここに一覧があります。これだけ見ると、単純に比較はしにくいのですが、真ん中から上がアセットオーナーとアセットマネージャー向けの内容、真ん中から下がサービスプロバイダー向けの内容です。

例えば、このアセットオーナーとアセットマネ

ージャー向けの内容を見ると、上の五つが「Disclosures」となっていて、こういった構造は2020年版まではなかったものになります。これに対して2026年版にはこれが入り、かつその後「Principles」ということで6項目入っています。ですので、原則が18から10になりました、アセットオーナー・アセットマネージャー向け原則が12から6になりました、ということだけを見るとスリム化なのですが、実態としてはそんなに単純な話ではないということになります。

発想としてはどういう発想があるかということ、要は、実務的にコードに基づいてプリンシプルに対する対応状況を報告させるということをやってきたけれども、毎年変わらないベースになる事項がある。基本的な部分というのはそんなに変わらないので、開示さえしておけばいい。他方で、企業とのやりとりの中で、年度ごとにその対応なども含めて示していかなければいけない事項もある。ということで、企業なり機関投資家なりのそれぞれの対話の中に出てくる中で、年度ごとに報告しなければいけない事項がプリンシプルに位置付けられて、そうでないものは開示事項に位置付けて3年に1回ぐらいやればいい、という話になっているわけです。

以上の通り、これまで原則の中に入っていたものが開示項目に移されて、それは原則事項に対して報告の頻度を下げるということをしているわけです。要は、スチュワードシップ・コードの中に含まれている原則事項をもう少し機能的に分析をして、時系列で見て、毎年報告事項と原則的開示事項に分けて、これをまず分離したということになります。

さらに、サービスプロバイダーのところを詳しく見ていくと、今度は役割を果たす人ごとにプリンシプルができていたりして、これは毎年やりなさいという事項になっているのですが、ここも実は機能的な分化がなされています。我が国のスチュワードシップ・コードも、名宛人が書き込まれているものがあって、実は機能的な分離がされて

いるのですが、今回、英国でもそのあたりが非常にクリアにされているということがあります。

ですので、今回、英国のコードがスリム化されましたとだけ言うと、私はちょっとミスリーディングな気がしてしまっていて、むしろ、機能的分析に基づく合理化を図った。すなわち、報告の頻度や名宛人に応じて合理化を図ったということだと思います。日本が英国の内容を見てスリム化しようという議論をするのは、これまた重ねてミスリーディングで、イギリスのような機能的合理化、あるいは名宛人ごとの合理化みたいな話をするのであれば、英国を参考にしたスリム化という話になるのですが、今回、わが国においてそのような議論はしていない。その意味で言うと、英国での合理化の内容を見て、日本でも合理化をするという議論に持っていくのは、いささか表面的だという感じがしています。

2. 2025年第3次改訂版コードの検討

さて、わが国の2025年第3次改訂版コードについては、前述のような経緯でまとめられていて、実質株主の透明性向上、協働エンゲージメントの促進、コードのスリム化の3点が改訂に際しての特徴とされています。それぞれ少し検討を加えていきたいと思います。

(1) 実質株主の透明性向上

2025年第3次改訂版コードにおいては、原則4に次の指針4-2が追加されました。

〔指針4-2〕

機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。

建設的な対話がもちろん究極的な目的になりますが、大きく要素としては、一つ目に、投資先企

業からの求めがあることが前提になっています。二つ目に、説明すべき内容は株式の保有状況、三つ目に、その前提となる対応方針の公表、ということになるかと思います。

①基本的な枠組みと考え方

この指針4-2について、機関投資家の側で、株主名簿上はその名義が現れないカストディアン等が株主名簿上の株主となっているような場合が念頭に置かれているということは、一般に共有されているところです。

このような指針が、なぜ必要なのか。企業の側においては、実質株主を把握したいということがもう随分前から言われてきたことかと思っています。その文脈は、言うまでもなく、アクティビスト対応だったわけです。このことを念頭に置きながら、一部の弁護士事務所なども盛んに言っていましたけれども、実質株主を把握できるような制度を入れるべきである、ということが言われていたわけです。

レジュメにも、そのような実務的な要請の存在を前提として追加されたのが今般の指針4-2であると書きました（レジュメ7頁）。ただ、フォローアップ会議からの議論は、実はこういう議論ではありません。むしろ、エンゲージメントから漏れてしまう中小企業や中堅企業が建設的な対話をするときに、実質的な株主と対話ができるように実質株主把握制度が要りますねということなのです。つまり、アクティビスト対応の話よりは、企業の側で、エンゲージメントから漏れている場合にこのような制度がないと困ります、というストーリーになっています。ですので、この部分の説明についてはちょっと留保が要るということだけはお伝えしておきたいと思います。

ちなみに、指針4-2が「入った」と申しましたけれども、2020年版のコードをご覧くださいと、見え消し版をご覧くださいと出てくるのですが、その10ページに注15というのがありまして、消されている部分ですが、「機関投資家が投資先企

業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある」ということで、このような株式の保有状況の開示については2020年の段階ですでに注には書かれていたわけです。これが今回、指針のレベルに上げられたということです。

繰り返しますがけれども、指針4-2の目的は、機関投資家と投資先企業の建設的な対話ということでありまして、スチュワードシップ・コードの目的もそこにあるわけです。そして、投資先企業から求めがあった場合に、当該企業の株式保有状況を説明し、対応方針を事前に公表する、というのが内容となっています。

そして、この指針に特徴的なのは、投資先企業からの求めがあってこの対応がなされるということです。そもそも、この理解については争いもありそうですけれども、スチュワードシップ・コードというのは、機関投資家において建設的な対話をするために何をするのかということで、基本的な名宛人は機関投資家ですし、ベクトルも機関投資家から企業に対して向いていたはずなのです。これに対して、今回の指針は、企業の側からまず求めがあって、ここが出発点になって機関投資家の対応が求められるということで、これは今までの原則や他の指針からすると、やや性質の異なるものが含まれているのではないかという問題意識を持ちました。ですので、この点も含めまして少し検討したいと思います。

②理論的分析

今申し上げた、投資先企業からの求めに応じて対応せよというところについて、もう少し考えたいと思います。目的そのものは、機関投資家と投資先企業との建設的な対話ですから、スチュワードシップ・コードの基本的な方向性に違うものではありません。ただ、コードのその他の原則や指針は、機関投資家が投資先企業に対してその持続的な成長を促して、顧客や受益者の中長期的な投

資のリターンを拡大するにはどうしたらいいかということで、機関投資家自らが何をするのかということを考えていたはずではないか。その考え方が変わりますと言われたらそれまでですが、そもそもそうではなかったかと思うのです。しかし今回は、投資先企業側がアクティビストを知りたいという一定の関心事項を持っている、というこれまで言われてきた説明に依拠するにせよ、あるいは今回のみずほのリサーチの内容のように、中堅・中小企業がそのエンゲージメントから漏れたときに機関投資家と話をしたいという説明に依拠するにせよ、どちらにしても、企業側の関心でこれがスタートしているという点で、やや特殊ではないかという気がします。

さらに、「実質株主の透明性向上」というのは、前述のように、フォローアップ会議の提言から由来してはいるのですが、フォローアップ会議における、実質的なスチュワードシップ活動の促進というところから出てきた実態調査や課題分析や提言では、この部分は余り触れられていないのです。エンゲージメントから漏れた中堅企業・中小企業の話は、先ほどちょっと書いてありました。

そのほかに実質株主につながる場所は、提言の部分に、行政当局に対応していただきたいということが2行だけ書いてあって、ここだけなのです。そうしますと、これは、有識者会議のところで突然クローズアップされて出てきて、企業と機関投資家の信頼関係の醸成促進とか、企業から機関投資家の対応への申し入れを容易にするとかという話とともに、何か違うところに出どころがあるのではないかということを少し感じたのです。

しかも、スチュワードシップ・コード改訂の大きな課題というところからいきますと、パッシブ運用が増加して、どうやったらスチュワードシップ活動の実質化が図れるかという議論を一生懸命考えているわけですが、これと実質株主の透明化の話とは、余りかみ合わないのです。

私の見立ていそもそもバイアスがかかっている

のではないかとわれれば、その指摘は甘んじて受けるのですが、仮にスチュワードシップ・コードの本来の性格といささか異なる性格のものが、かつ、これまでの議論では余り尽くされていないところから突然有識者会議でクローズアップされて出てきたとなると、なぜそのようなことが起こったのかというのが、次の課題になるわけです。

これは、そのことがいいか悪いかという判断ではなく、我が国のスチュワードシップ・コードはどういう使われ方をするものなのかという少し理論的な関心に向けた課題となります。これは私の推測ですが、今、法務省で実質株主把握のための制度改正の話が進んでいます。その意味では、随分と議論の環境が変わってきたのですけれども、スチュワードシップ・コードの改訂の話というのは、結局、2020年に前回の改訂がなされて、その後コロナを挟んで、2023年の春先にはもう次の改訂の話が出てきています。この段階では、実質株主の把握というのは、法改正できるかどうかということも含めて、まだ大きな課題として残っていた。そのような段階で、企業側の非常に強い要望として出てきている実質株主の把握方法の獲得というのを何とかして制度的に対応しようとする、まずはソフトローとしてのスチュワードシップ・コードの改訂作業の中に入れるのが一番早いということはあるわけです。

そのようにしておけば、仮にその後、立法に向けた議論がなされるときも、スチュワードシップ・コードにも入っていて対応が準備されているということで、議論が非常にスムーズにつながっていくのではないかと、といったことも、ひょっとしたら背景にあったのかもしれないと思ったわけです。

これは推測に推測を重ねるところもありますので、一概に何とも言えないですし、詳しい方に聞けば、「実は違っていて」ということになるのかもしれませんが。ただ、仮に私が今回感じたような分析を前提としますと、スチュワードシップ・コードについて幾つか言えることがあります。第1

に、これはソフトロー一般に言えることではありませんが、いきなりハードローに行けない、あるいはハードローに行くのに障害があるときに、一旦ソフトローで対応してハードローにつなげていくということがあります。今回、実質株主の透明化のところでは、スチュワードシップ・コードがその役割を果たしたのではないかと。ハードロー化の前段階としてのソフトローの利用というようなことが、スチュワードシップ・コードの改訂において行われたのではないかと、というのが一つの推測です。

第2に、仮にスチュワードシップ・コードがそのような形で使われるということになると、その時々政策課題がスチュワードシップ・コードには入りやすいのだということになります。実は、2020年の段階でESG事項が入っておりますが、これもそういった例の一つではないかという感じがしています。

第3に、これはかつての後藤元先生のご研究における分析に乗っているところがあるのですが、スチュワードシップ・コードという名前の文書をいろんな国が策定しているけれども、実は、それぞれのコードが果たしている役割とか、実現しようとしている政策というのは、国によって千差万別です。日本の場合、第1や第2のような機能をスチュワードシップ・コードに期待していて、今回は、実質株主把握をコードに入れて、要は日本独特のスチュワードシップ・コードの使われ方をしているのではないかと、という感じがしています。

③実務的な対応

指針4-2の実務的な運用について、では何をすればいいのかというところが関心事になります。もちろん、企業側からの求めがあれば説明をするのですけれども、その前提として対応方針の公表をせよということが書かれてありますので、実務としては、この対応方針の公表が出発点ということになります。この方針があれば、実際に質問がされた場合、この方針に従って説明していきます

から、この方針がまず非常に重要だということになります。

これについては、やはり機関投資家をはじめ、実務的には関心が高かったところで、スチュワードシップ・コードの第3次改訂案に関してパブリックコメントを募集して、その対応がなされています。注21をご覧くださいと思いますが（レジュメ9頁）、金融庁のホームページに、このパブリックコメントに対する金融庁回答がついています。基本的には、機関投資家の置かれた状況に応じて対応方針を検討してくださいという一般的な説明のほか、回答の基準時点、回答可能な頻度、回答までに要する時間、あるいは紹介者の申請の確認方法、そういった回答に当たっての留意事項のようなものについて公表しておくことが考えられる、ということが書かれていました。

金融庁のコードを受け入れている機関投資家については公表され、この対応方針だけでちゃんとホームページのリンクが付けてあって、それを見ると、受け入れている機関投資家がどういう方針を立てているかというのを見ることができます。たくさんありますので、もちろん全部書くことはできませんが、金融庁のパブコメに従ったもの、パブコメとは無関係にさらっと書いているもの、あるいはそれらのハイブリッドみたいなものなど、注22に付けておきました。

「三菱UFJ信託銀行」に関して言いますと、このパブコメで指摘されている事項をある程度念頭に置きながら書いているのですが、具体的なことは何も書いていないです。建設的な対話を行うために、原則として、目的に資する基準時点・回答頻度の範囲内で、第三者へ伝達しない旨の確認を行ったうえで遅滞なく直接回答します、みたいなことで、具体的にこの中身は何なのかというのは書いていないわけです。

「3Dインベストメントパートナーズ」につきましては、これもたまたま拾っただけですけども、ほとんど金融庁のパブコメとは無関係に書かれています。ですから、これはお読みいただ

ければと思います。

10 ページの注のところの「ブラックロック・ジャパン」は、このパブコメを念頭に置きながら、かなり詳細な回答をしています。2 段落目をご覧くださいと、回答の基準時点、回数、それから期間、その他具体的な数字を書き込んでいますので、多分、これが一番丁寧に書いている部類になるのではないかと思います。

いずれにしても、ここは裁量の働く範囲ですから、3 D みたいにさらっと書いたからといって駄目なわけでもないですし、ブラックロック・ジャパンのように詳しく書けば詳しく書いたで、それに従ってやるということになりますし、このあたりについては、機関投資家の側の裁量事項として、それを建設的な対話につなげる形で指針として定めればよいということになるのではないかと思います。

これは、スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家において、あくまでも自主的に行われる取組みになりますので、その対象とならない機関投資家、たとえば外国の機関投資家などはこの外にあります。ですから、こういった実質株主の把握に関する部分について、ある程度は効果があるとは思いますが、まずスチュワードシップ・コードとしてこの点に関心を持っていることを示す、かつ、受け入れたところが自主的に対応する範囲で実質的な株主の把握ができる、というところで、宣言的、理念的な効果を狙いつつ、実際には限定的な効果を持つにとどまる、ということなのかな、と見ています。

他方、法制審の会社法制部会で、今、中間試案の取りまとめまで来ていまして、実質株主の確認を求める制度が入ってくる可能性があります。これは、スチュワードシップ・コードに存在する限界を補完するというか、そもそもオーバーライドしてしまうのではないかという気もします。そうしますと、実はこの指針 4-2、実際上の意義があるのかという素朴な疑問がありまして、立法がされるまでの間、まずはコードレベルでこのよう

な対応をしていく、というような役割を果たすのかなとも思いました。

(2) 協働エンゲージメントの促進

こちらは、今回のコード改訂の本丸ということになるかと思います。

2025 年第 3 次改訂版コードの指針 4-6 は、2020 年再改訂版コードの指針 4-5 の文言が次のように改められたものです。どう改められたかは、見え消し版をご覧くださいだと思います。

〔指針 4-6〕

機関投資家が投資先企業との対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

① 基本的な枠組みと考え方

もともと 2020 年の改訂版では、協働エンゲージメントが必要に応じて有益な場合もあり得るという持って回ったような言い方をしていましたが、今回は重要な選択肢だと言い切っています。また、第 2 文は完全な追加事項です。これは、フォローアップ会議以降の実態調査、課題分析、提言といった、みずほのリーサーの内容も含めて検討がなされ、入れられているものと理解しています。

機関投資家におけるパッシブ運用の割合が高まっていく、他方で、機関投資家においてエンゲージメントのための人材も時間も不足しているということは、先ほど見たとおりです。もちろん、エンゲージメントのために相応のコストをかけているアクティブ投資家もいますが、ちょっと古い資料ではありますが、注 25（レジュメ 11 頁）の江口高顕さんの資料なんかを見ると、そういうことができる機関投資家は数%であるというようなことも書かれていました。

しかも、そういうコストをかけてエンゲージメ

ントをしている投資家の情報を他の投資家と共有することは余り想定できないというところからしますと、パッシブ運用を行っている機関投資家が他の投資家と同様の問題意識を持っていて、活動の共通性がある、課題認識も共通である、解決に向けた取組みも恐らく共通するということがあれば、意見交換を行い、リソースを持ち合うことで一定の対応ができるだろうということかと思えます。このあたりは、松尾先生もジュリストに書かれているところです。

② 若干の分析

以上のような問題認識のうえで若干の分析に入ります。協働エンゲージメントについて、パッシブ運用をしている機関投資家にも一定のエンゲージメントをさせたい、そこで、今回の改訂ではそれが「重要な選択肢」だという、より強い表現を持ってきたのだらうというところです。

理念的にはそのとおりなのですが、では実務はどうするのか、というのが一にも二にも問題で、結局、パッシブ運用の機関投資家というのは、コストの節約をしようとしているわけです。人材や時間にそんなにコストをかけられないからパッシブをやっているわけで、エンゲージメントに制約があるのはもう変わらないわけです。ですから、当然、エンゲージメント活動も形式化していきます。この部分を抜本的に変えないままに協働エンゲージメントが重要ですよと言っても、別にルール化されているわけではありませんから、機関投資家は、多分やらない。そうすると、協働エンゲージメントには、やはり一定のインセンティブを働かせなければいけない。スチュワードシップ・コードにはそこまで書き込み切れていないのですが、先ほどのみずほのリサーチなんかを見ると、やはりアセットオーナーも含めて協働させる仕組みも必要だし、エンゲージメントをさせるための報酬体系その他のインセンティブも必要だし、そういったことがなければ、協働したとしても、有効な取組みをしている機関投資家、あるいはそれ

のコストを少しかけている機関投資家にただ乗りした方が合理的になってしまいますので、その問題が構造的に残ってしまうということがあるわけです。

さらに、もう1点、指針4－6に第2文を追加したというのは、今述べたような話と表裏の関係にあると読めます。投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話として、協働エンゲージメントが行えるかどうかという文言が入っているのは、要は、協働エンゲージメントはすればいいということではない、要するにそれ自体が目的ではないということを示している趣旨だという理解をされています。

協働エンゲージメントをすることについて、形式化せず、インセンティブを付け、一定の資源も投下でき、そのうえで協働することによって、さらに機関投資家間で補完関係ができて建設的な対話ができるという場合にやればいい、となると、実はかなりハードルが高いのではないかというのが正直なところです。

そのことも踏まえて、今後は、そのような取組みに向けて努力している機関投資家についてのベストプラクティスを共有して、どういった場合にはうまくいくのか、どういった場合には形式化するのか、そういったことをきちんと情報共有できる仕組みをつくっていきましょうというのが今の方向性になっているところです。それは合理的な話かと思えます。

あくまでもそれぞれの投資家が任意に行う取組みですから、うまくいっているものを共有して、それをまねられるならまねてほしいし、うまくいかないなら、うまくいっていない理由を共有して、それは避けていくということができればいいということかと思えます。

金融庁がスチュワードシップ活動の実態調査をやっている、これは商事法務誌にも概略が公表されています。2025年の調査について、協働エンゲージメントのことはほとんど商事法務には書かれていないのですが、金融庁のホームページに

行くと、協働エンゲージメントで重要なのはテーマ設定の重要性、要するにどういうテーマでエンゲージメントを協働していくか、あるいは海外投資家と連携できるかどうか、このあたりが課題としては重要だということが書かれています。

ただ、うまくいっている例はあまりなくて、課題がいっぱいあるということの方が見て取れるという状況です。要は、フリーライドが生じそうな構造的な問題であるとか、インセンティブが働かないという問題を言いましたけれども、その点の指摘の方がまだ強いのだろうという感じがしています。

③法律との抵触に関する問題

協働エンゲージメントは、「共同保有者」あるいは「重要提案行為」との抵触が問題だということではありませんでした。これは何も今に始まった話ではありません。まず、協働エンゲージメントの考え方が2017年改訂版コードに入った。その当時は「集团的エンゲージメント」と言っていて、これが2020年に「協働エンゲージメント」に変わるのですが、この当時から法律との関係が言われていました。他方で、英国のコードには協働エンゲージメントのことが書かれていましたから、こういったことも参照しながら、必要性や有用性はあるよねということが言われてきたところです。

しかし、我が国の場合、協働エンゲージメントを行おうとすると、機関投資家同士が共同して株主としての議決権行使その他を合意しているということになって、金商法上の大量保有報告規制における「共同保有者」になってしまうのではないかとずっと言われてきました。このことは、実は2017年改訂版コードに「集团的エンゲージメント」の考え方が入る前から言われていて、エンゲージメントにあたって他者と協働したときに、金商法との抵触ということは常に意識されてきたところです。この点について、どのような対応をされてきたかということ、2014年原コードの策定当初、金融庁が「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」（平成26年2月26日）という解釈指針を出していきまして（注33）、この「整理」によって対応してきたというところがあります。

この中身については、注34に書いておきましたが、解釈上、「共同保有者」に該当しない場合、「重要提案行為」に該当しない場合を示していたわけです。特に「共同保有者」のところが問題になっていきまして、注34の2段落目、3段落目をご覧くださいと思いますが、議決権行使の合意というのは、単なる意見交換ではなくて、相互又は一方の行動を約するようなものを指すと考えられ、要は、株主権の行使について明示若しくは黙示に合意をしていると共同保有者になる。これは、会社に対する一定の影響力を行使するということから大量保有報告規制の趣旨に抵触してくるという考え方だと思います。

実務的には、この黙示の合意というのが嫌がられていたというのを聞いていますが、いずれにしても、こういった解釈指針のレベルで対応している限り、なかなか機関投資家の側も難しいということが言われていました。

2017年からは、集团的エンゲージメントの考え方がコードの中に入ってきて、エンゲージメントを実質化して企業に対してインパクトを与えようという話になると、議決権その他の権利行使を行うことがやはり想定されることとなります。相手方の企業との関係で言えば、場合によってはその経営方針に影響を与えることとなって、重要提案行為になってしまうのではないかと、いったことがあり、これは結局、金商法の規制に抵触する可能性が出てくるわけです。金商法には相応のエンフォースメントが付いていますから、やはり機関投資家としては協働エンゲージメントには躊躇する部分があった、というのが一応の説明になります。

このようなこともありまして、さきのフォローアップ会議における提言においても、行政当局において、「共同保有者」「重要提案行為」の概念

の不明確さについては対処してくださいということになりました。これを受けた令和6年の金商法改正では、経営に関して重大な影響を与えるような合意を行わなければ「共同保有者」にはならないとしています。この「経営に関して重大な影響を与えるような合意」というのは、配当方針や資本政策の変更その他、企業支配権に直接関係するような提案を共同して行うような場合が想定されているので、共同して株主としての権利行使をすることを合意したからといって、当然には共同保有者には該当しないということでありました。

この点は、具体的に要件が示されていて、第1に、合意の当事者である株式保有者がいずれも証券会社、投資運用業者、銀行、信託会社、保険会社等であること。第2に、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的としていないこと。第3に、個別の権利行使ごとの合意であること。こういった要件を満たしていれば、共同保有者には該当しないということが言われました（金商27条の23第5項）。

この三つの要件というのは、例えば第1の点は、金融商品取引業者に限定することにより、過剰規制にならないようにすることを考えているほか、第2、第3の点については、経営への影響力があるかないかがポイントで、経営への影響力があれば、資本市場への影響もあるので、大量保有報告をしてくださいということになるわけですが、そういったことを見ているのだ、ということになります。

「重要提案行為」は、令和6年改正で微修正がなされていますが、基本的にはQ&Aの解釈で対応しています。このQ&Aの解釈を見ると、実は、2014年（平成26年）段階の回答と基本的な枠組みは余り変わっていないので、基本的に今回の対応は、この「共同保有者」の部分を変えていったというのが大きいところかと思います。

これによって、協働エンゲージメントを萎縮させていた金融商品取引法周りの対応が一歩進んだというところですか。ですから、金商法の規制を理

由にして、萎縮するのでやれませんかということは一定程度減ってくるのだろうとは思いますが。ただ、例えば先の第3の要件である、個別の合意でなければいけないという部分などは、そもそもエンゲージメントは継続性を持っている取組みなので、実は、対応は容易ではないのではないかと思います。やり方によっては、このあたりは運用を見ていくことになるのではないかと思いますところですか。

（3）コードのスリム化

コードのスリム化に関しましては、イギリスやICGNの方向性を挙げて、我が国でも取り組むということにされています。ICGNに関しましては、有識者会議で意見書が出ていまして、これを注37に付けておきました（レジュメ14頁）。第1に、コードの内容や原則の重複を排除して、期待事項の簡素化をする。第2に、署名者の報告負担と期待事項においてその可能性があることが示されていた。要は、重複しているようなことは減らし、報告書の負担を減らしてほしいということだと思います。

イギリスの方向性は、前述のとおり「機能的な合理化」ですから、まさに報告者に対して、合理化によって負担を軽減することが想定されていました。ですので、「スリム化」と言っているのですが、スリム化はスリム化自体が目的ではなくて、スリム化によって、スチュワードシップ・コードを受け入れた機関投資家の報告その他の負担を軽減できるかということが課題なのだと思います。一般論として言えば、コードが何年も使われてきてだんだん充実してくると、報告負担が重くなっていくので、機能的に分析をして、軽減できるような部分がないかという意味のスリム化をすべきなのですが、我が国における今回のコードのスリム化では、多分そういった議論はされていないと思います。実際、注を減らすといったことしかしていませんから、我が国は、まだイギリスのような意味でのスリム化は今回手をつけ

なかったと言う方が、分析としては正しいのかなと思っています。

3. おわりに

実質株主の透明性向上に関しては、コードにおける本来的な課題事項ではない政策課題が、コードをてこにして実現されたように見えます。また、法制審の対応などもあって、コードにおける今回の対応は過渡的な内容になるのではないかというのが私の見立てです。

それから、協働エンゲージメントの促進は、今回の改訂での中心的な課題でありました。2017年改訂版で集团的エンゲージメントが入ったところから、今回、一段格上げをされた、ないし実質化されたというところです。また、併せてこれまでずっと言われてきた大量保有報告制度の改正もなされていますから、いよいよ運用のレベルで実質化するにはどうしたらいいかということで、前述のとおり、ベストプラクティスを金融庁が集めて、ただ、インセンティブが働かないということとフリーライドの問題があるというところをどう解決していくというのが今後の課題ということかと思っています。

コードのスリム化に関しては、今回は限定的なものにとどめている、というのが私の見立てでした。

最後はかなり駆け足になってしまいましたが、雑駁なご報告で大変申し訳ありませんでした。皆様からご指摘等をいただければと思いますので、どうぞよろしくお願いいたします。

~~~~~

### 【討 論】

#### 【実質株主の透明化向上の背景と目的】

○黒沼 松井先生、ご報告どうもありがとうございました。

それでは、これから討論に入りたいと思います

が、1点だけ、私から松井先生のご疑問の点について、こうではないかということを発言させていただければと思います。

実質株主の透明性向上について、フォローアップ会議で特段議論なしに提言がされているのはなぜかというようなお話が、レジュメの8ページあたりに出ています。これは恐らく、TOB ワーキング・グループ報告でその旨が提案されていたので、改めてフォローアップ会議で議論する必要がなかったといえますか、議論を省略したのではないのかなと思います。

TOB ワーキング・グループの報告は、2024年12月に出ているのですが、そこでは次のように提言しているのですね。「まずは早急に、機関投資家の行動原則として、その保有状況を発行会社から質問された場合にはこれを回答すべきであることを明示する。また、その後、そのような回答を法制上義務づけることをそれぞれ検討すべきである」と。これは金融庁向けのことなのですが、この「機関投資家の行動原則」というのは、スチュワードシップ・コードなので、そこでこういう方向でやりなさいという、そういう指令みたいな格好で出ていますので、これが直接的な理由じゃないのかなというふうに思います。

○松井 ありがとうございます。TOB に関する議論の文脈でいくと、やはり念頭に置いている投資家というのはアクティビストになるのだろう、ということが一つ。もう一つは、そうだとしたときに、やはりそれをスチュワードシップ・コードで対応するのはなぜなのか、ということ。一つの理由は、金融庁限りで対応できるからなのかな、ということはあるかと思います。

実質株主に関する部分について、黒沼先生がおっしゃるような議論の流れで入ってきたのだとすると、やはり今回、スチュワードシップ・コードの枠組みの中に、スチュワードシップ・コードがもともと考えていたような内容とは違う性質のものが入ってきたのではないか、という感想はあります。

○黒沼     それでは、大きく分けて二つ論点がありますけれども、どの点からでもご質問、ご意見をいただければと思います。

○齊藤     本日は、スチュワードシップ・コードの改訂につきまして丁寧なご紹介をいただきまして、ありがとうございました。

二つコメントがございます。1点目は、さきほど黒沼先生がおっしゃった実質株主確認制度との関係です。私も、金商法改正のWGに参加したときの議論の状況から、金商法の改正で対応できなかったことについて、コードの改訂で対応しようとしたものではないかという印象を持ちました。公表された資料の分析からその関係に行き着かれたのは、さすがだと思いました。

実質株主確認制度は、先生もご承知のとおり、それを引き取って会社法改正で現在議論しているのですけれども、その制度に期待される潜在的な要請がいろいろございまして、実際に議論に出ているところでは、エンゲージメントの促進とアクティビスト対策ですが、正面から取り上げられていないのですが、マネロン対応、最近では経済安全保障にも言及されていまして、会社法として一体何を目的に今回立法するのかということが大きな焦点になっているかと思います。どれも重要なテーマではあるのですけれども、それぞれの機能を担うべき法律や省庁も、日本では違いそうですので、会社を実質的に支配する可能性がある者を知る目的ごとに、今後もしろいろな法律や官庁で政策が展開していくのではないかなと思いました。その一端を本日ご報告いただいたものと理解いたしました。

二つ目のコメントと申しますか、私はこのように理解したのですけれども、という程度のものなのですが、先生が前半で触れられた英国の動きの中で、環境や社会の持続的な利益と結び付くべきことが削除されたことの位置付けについてです。確かに、改訂の時期に照らして、昨今の ESG を巡る非常に厳しい状況に対応して、環境や社会というようなものを表に出すことについて、共通理解

や支持が得られる時代ではなくなったということもあるのだと思うのですけれども、他方で、最近の流れといたしまして、アセットマネージャーは、アセットオーナーの具体的な ESG の選好に従った投資判断をするべきである、それが受託者としての義務であるというような考え方の発展があり、少なくとも EU の方ではそれに向けての法整備も進んでいるようでもあります。ですので、とにかく環境とか社会に関する持続可能性を目指しようという抽象的な政策の話ではなく、あくまでもスチュワードシップ・コードの話なので、自分の背後にいるアセットオーナーの ESG 選好を、その人たちが ESG の促進を求めているれば、スチュワードシップ活動もそのような方向に動いていくということを前提に、受益者の利益を重視する本来の在り方に立ち戻ったという流れなのではないかなと理解したところでございます。

もし何か先生からコメントがありましたら、よろしく願いいたします。

○松井     私自身の分析がまだまだこなれていなくて、齊藤先生から今ご指摘いただいて、いろいろと理解が進んだところがありました。本当にありがとうございました。

まず1点目、実質株主の把握の話というのは、これまでも、会社法マターとしてこれをやっていくのか、あるいは金商法マターとしてやっていくのかというのはずっと揺れているわけです。実質株主の把握は、大量保有報告制度などにつながっているところもないではないのですが、他方で、議決権停止という方法を使おうとすると、これはどうしても会社法の話になってくるのかもしれないというところで、なかなか議論の方向性を決めきれないところがあったと理解しています。その中でやれるところから順々にやっていくということが、この TOB の文脈、そしてスチュワードシップ・コードの文脈というところに出てきたというのは、非常に政治過程としては分かりやすいというところがあって、齊藤先生のお話を伺って、非常にありがたかったというところがあります。

それから、もう一つのコメントの中にあった実質株主の把握というのが、実は複数の目的を担わなければならないというのは、非常に重要な指摘だと感じました。アクティビストがストリートネームで保有しているときに、企業は困るからどうしたらいいかというところが非常にクローズアップされるので、その文脈から議論をしたのですけれども、でも、どこまで実質的な話かどうかとはいえ、エンゲージメントから漏れた中小企業や中堅企業の対話の手段としての実質株主が要りますと言われれば、それは全くないとは言えない。

それから、齊藤先生がおっしゃってくださった、マネーロンダリング等の観点からの議論が必要だということも、昨今の状況であり得るとすると、それが結局、最終的にどういう形で制度にはね返るかといえ、基本的な枠組みはもちろん会社法で置くのだと思うのですが、それだけでは拾い切れないような政策手段を、ほかの法律だったり、あるいはソフトローを含めたほかの政策ツールで置いておかなければいけない。その意味では、先ほどまで会社法の制度が入ったら指針4-2はなくてもよくなるのではない、次の改訂のときはなくなるのではないかとすら思っていたのですが、多分そんな雑な話ではないのだなという感じはいたしました。

要は、国の側からすれば、政策を実現するツールというのは複数あってよくて、このコードで念頭に置いているのはこの人たち、会社法で念頭に置いているのはこの人たち、この後、外為法とか何か他の方法で何か念頭に置く対象があるなら、それはまた制度として設ける。そのように、同様の規律を持った複層的な制度が並ぶことが今後あるのだろうなということを、齊藤先生のコメントから感じた次第です。これが1点目です。

2点目は、先生がご指摘くださったESG事項の取り扱い方については、おっしゃってくださったとおりだと思います。今までは原則のところ書き込んで、これをベースに議論をしていたわけですが、要は、機関投資家のアプローチの仕

方としてこれを取り込んでいく。原則レベルでこの点を強調するという方向性は、イギリスでは余り取れなくなってきたところがある。他方で、2020年と2026年の対照表というのがあって、2020年のESG事項というのはPrinciple1に入っていたのですが、それは2026年だとどこに位置付けられるかということ、皆さんのお手元にあるCode2026の「Policy and Context Disclosure For asset owners and asset managers」のAの「Describe your organization, your investment beliefs, your clients or beneficiaries and how that informs your approach to stewardship」、ここにひも付くのだと説明されていて、まさに機関投資家、このコードを受け入れた対象者の政策方針事項としてそれは考えればよいのですという形で落とし込んだのです。ですので、イギリスにおいても、様々な政策的な考慮で原則レベルから落としたのだけれども、それは個別の判断事項として取り扱っていかうという方向性になっているというのは、私も読んでいまして、齊藤先生がおっしゃったような方向性で動いているのだと思いました。

○齊藤      ありがとうございます。

#### 【協働エンゲージメント実現のための組織】

○梅本      ご報告いただき、ありがとうございます。

私もコメントなのですが、協働エンゲージメントというものについて、先生もご紹介になりましたように、基本的に、イギリスの実務に倣ったものですが、大きな違いとして、今日ご紹介になりました大量保有報告制度、これがイギリスと日本では建付けが根本的に違う。協働エンゲージメントを促進する方向で共同保有については改正しようという動きがあるものの、もう一つ、日本とイギリスとの違いとして機関投資家のガバナンスへの関与の仕方が異なるのではないかと思います。イギリスの場合は、多くの機関投資家がそれぞれ単独でガバナンスに関与していて

時々相互に協調するといったものではなくて、業界団体が相当深くコミットしています（梅本剛正「なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか」証券レポート1729号33頁）。

日本の上場企業は4,000社近く、プライムだけでも1,500社ですか、機関投資家が個別に対応するのなら、コストがかかり過ぎてしまいますよね。それを担ってくれるような業界団体などが業界全体の利益を図って対応すれば、それが協働エンゲージメントと呼べるかどうかはともかく、コストが低い形でガバナンスにコミットできるんじゃないかなという気がいたします。以上単なるコメントでした。

○松井 梅本先生、ありがとうございます。私も本当に不勉強で、いろいろ教えていただいて、大変勉強になりました。

協働エンゲージメントそれ自体に意味があるだろうことは多分誰も否定はしないのですが、要は、機関投資家間での連携をするところから、まず日本の場合は難しい。問題意識の共有も、なかなか制度的にも難しかったというのがありますし、対応も金商法に触れる可能性があって難しいということで、何とかそこは今回ある程度解消ができた。だからといって、すぐにできるかという点必ずしもそうではなく、やはり難しいだろうと思うのは、コストがかかるという面、それから前述のインセンティブがないという面で、これらがある以上、なかなか以上の難しさを乗り越えられないと思ったのです。しかし、今、梅本先生からイギリスの例を伺って、機関投資家間が個別に連携する際に、非常に情報コストも高く、対応するコストも高いのであれば、組織でやりましょうという話ですから、コースの理論を絵に描いたような話で、トランザクションコストを組織化することで軽減するわけですよね。そのことがうまく了解されれば、協働エンゲージメントと呼ぶかどうかは、確かに先生のおっしゃるとおりちょっと微妙ではありますが、ただ、協働エンゲージメントで

果たそうとしていた機能は多分果たせるのだろうと思いました。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【協働エンゲージメントとフリーライド問題】

○小出 松井先生、大変勉強になるご報告をありがとうございました。非常に勉強になりました。

きちんと趣旨を理解したいと思うのですが、まさに今、梅本先生からもご質問のあった協働エンゲージメントのところ、先生のレジュメですと11ページから12ページの分析のところですが、機関投資家へのフリーライドという問題があって、これが協働エンゲージメントに存する構造的な問題であるというご指摘があり、そのうえで、指針4-6の第2文がこの問題に関係する話ではないかということを書かれていると思います。それで、私がよく分からないのが、協働エンゲージメントにおいて機関投資家へのフリーライドが発生するという構造的な問題がなぜ起きるのかということです。

これは私の理解が不十分なせいだと思うのですが、むしろ協働エンゲージメントをやらないと、一部のエンゲージメントをやっている機関投資家がいるからいいじゃないかというフリーライドが生ずるから、みんなでまとまって協働してコストを分担しながらエンゲージメントをやっていきたいと思いますということなのかなというふうに理解をしたのですが、先生のご指摘だと、協働エンゲージメントにおいて機関投資家へのフリーライド問題が起きるというふうに読めてしまったものですから、このところについての文脈をまず教えていただければというのが1点目です。

2点目も同じところで、12ページに、指針4-6の第2文が入った趣旨というのがあるのですが、私はこの第2文を見て、非常に何か唐突感を覚えています。付された内容自体は当たり前のことですが、なぜここで「投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話」をわざわざ強調しているのだろうかということです。

恐らく、私が文献を読んでいないせいだと思いますし、先生がご指摘になったように、結局、協働エンゲージメントでやればいいというものじゃないよということが趣旨なのだろうと思いますが、一方で、これはうがった見方かもしれませんが、協働エンゲージメントって、される会社の方から言うと結構なプレッシャーになるもので、言い方を変えたと、投資家の側がアクティビスト的な行動をするときに、みんなでタグを組んで攻めていくというようなことにも使われかねない。それを、協働エンゲージメントなんだ、だから言うことを聞け、みたいな感じでプレッシャーをかけられるというようなことを防ぐために、協働エンゲージメントは非常にいいことだけれども、あくまでも投資先企業の持続的成長という建設的な対話がどうかということがポイントなので、みんなでタグを組んでいけばいいってもんじゃないよと、こういう注意喚起なのかなという感じもしたのですが、このような理解でよいのでしょうかというのが2点目の質問になります。

よろしくお願いいたします。

○松井 ご質問を頂いた1点目も、2点目も、重要な点だと理解しております。

まず1点目は、私の表現が足りない部分もあって、小出先生のご疑問につながっているのではないかと思います。今まで、協働エンゲージメントについては有益になり得る取組みなので、やる、やらないはそのような有益性・有効性の観点から各機関投資家で判断すればよいとされていた。今回は、それが重要な選択肢だとされたので、エンゲージメントをするときにはその可能性をまず考えなければいけないということかだと思います。もちろん重要な選択肢だとしても、従来と同様、有益かどうかは考えなければいけないし、有効性を考えなければいけないのだけれども、他方で、表現のある種の「格上げ」がなされることによって、協働エンゲージメントそれ自体が目的となってしまう可能性もある。でも、あくまでもエンゲージメントの問題ですから、企業にとっての有益性・

有効性のようなものがなければやってはいけないはずで、そういう意味において指針4-6ができていないのではないかと思います。

小出先生のおっしゃった11ページのフリーライドから12ページにつながる部分というのは、そういった有益性・有効性のようなものを仮に考えずに協働エンゲージメントを行わせると、一部まじめに行っている機関投資家へのフリーライドが起きますよということです。その全体部分を明確にしないまま「構造的な問題」と書いてしまったのは、少し筆が滑っているところがあるかもしれません。ただ、協働エンゲージメントにかかるフリーライドの問題について、小出先生が持っていたらっしゃる問題意識とそれほど変わらないだろうと私自身は思っております。

2点目については、第2文の読み方ですが、協働エンゲージメントは、今申し上げたとおり、形式に墮しても駄目だし、あるいは小出先生のおっしゃるとおり、戦略的圧力をかけることを第一にしてやるのも駄目な訳です。今回、協働エンゲージメントが何を第一の価値に置いているかといえ、企業の持続的成長であり、わざわざそのようなことを言っているのは、小出先生のおっしゃるような読み方を当然含んでいるのだと思います。

だから、圧力をかけ、それが企業の持続的成長に資するかどうかは分からない、そして機会主義的にそういう行動をとっていくというのであれば、それはやはり4-6では封じられるべきもの——封じるというか、少なくとも念頭に置いていないものだろうと思います。他方で、逆に形式化した協働エンゲージメントをするだけになってしまうことも、もちろん4-6は想定している。そういう意味において、4-6の第2文というのは、ある意味当たり前のことを書いているのだけれども、最も重要な価値は企業の持続的成長であり、そのための建設的な対話であり、それがなされないのであれば、形式に振れても、あるいは強い過度な要求に振れても、どちらに振れても駄目であるということではないかなというふうに思いました。

○小出    ありがとうございます。よく理解いたしました。私の理解が不十分だったのを補っていただきまして、よく分かりました。

確かに、ある意味では、協働エンゲージメントというものが、もちろんこれまでもあった表現ではあると思いますが、その意義が実務上も必ずしも明確ではなかったというところがあるから、こういう文章を入れて、その目的は何なのかということを示したのかなと理解いたしました。どうもありがとうございました。

○黒沼    今の第1点目については、注に松尾先生の文献が引用されているのですけれども（注27）、松尾先生から何かご発言はありませんか。

○松尾    ご報告、ありがとうございました。小出先生がおっしゃったような文脈で私は書いておりまして、さらにそれが協働エンゲージメントとの関係でも、インセンティブがない、というところにつながっていくということで理解いたしました。

私は、どちらかというと、小出先生がおっしゃった、協働エンゲージメントがない場合にフリーライドの問題が生じる、深刻化するので、その解決手段としてということで書いていた部分が大きかったので、小出先生のご質問とそれに対する先生のご回答を聞いて、よく分かりました。

ついでに質問もしてよろしいでしょうか。

実質株主の確認のところですが、これがスチュワードシップ・コードに入るのはやや違和感があるというか、異質なものが入ってきたというのは、おっしゃるとおりかと思います。

従来、企業が言っていたのは、アクティビストの持株数を知りたいというようなことであったのですが、企業の方に聞くと、アクティビストに攻められているときに、敵方の兵数を知りたいと同時に、味方になってくれるように説得をしたいということです。つまり、会社提案に賛成するなり、アクティビストの提案に賛成しないように説得したいのだけれども、その説得先が分からないと。これはパッシブの運用をしている投資家も含めて

分からない場合がある。特に、海外の投資家である場合はそうだと。そこを知りたいというがあるので、実質株主の確認、株主の透明化というのが制度として必要なのだとおっしゃるのを聞いたことがあるのですが、このような使われ方ですとスチュワードシップ・コードにも、海外の投資家は入っていないという問題もあるのですけれども、関係するかもしれないと思いました。

ただ、実質株主の確認については、皆さん真意を隠していろんなことをおっしゃって、制度導入を図ろうとしているようなところがあるので、今の話にどのぐらい信憑性があるのかというのをぜひ先生に伺いたいです。よろしくお願いいたします。

○松井    二つ難問をいただきまして（笑）、1点目は、先ほど小出先生とのやりとりである程度ご了解をいただいたと理解いたしましたけれども、先生のご論文では、協働エンゲージメントがないときのフリーライドという話をされていたことで、前提が違っていたことを確認でき、助かりました。ありがとうございました。

ただ、フリーライドの問題は、いずれにしてもコストをかけた人のところにコストをかけない人が乗っていくということが構造的に生ずることなので、そのあたりは、少し抽象度を上げただけで同じ話になるのかなとは思いました。

#### 【投資構造の分化と実質株主把握にかかる要請】

○松井    2点目は、私が固有の答えを持っているわけではないのですけれども、ただ、先ほど最初に齊藤先生からいただいたご質問が全てを包摂しているような気もしておりますが、もともと日本の会社法は、株主の把握手段は非常にプリミティブな形で出来上がっていた。要は、株主名簿、そして株券があれば、物理的に株主は把握できて、そこでコミュニケーションができますねということを考えていたわけですよ。ところが、昔のクラークの論文ではないのですけれども、投資構造の分化がどんどん進んでいくと、そういうプリミテ

イブな制度では、結局、投資が誰によってなされているかも分からないし、判断が誰によってなされているかも分からない。しかし、とにかく投資の構造はどんどん分化して、投資という機能のアンバンドル化がどんどん進んでいる。そのときに、企業の側からすると、実質株主を把握したいという要求はいろいろな形で出てくる。なので、アクティビストのような者が出てくれば、もちろんそれは知りたいし、そもそも対話をしたいときに誰かも知りたいし、先生がおっしゃるように、味方を探したいときにも知りたいし、あるいは公的な役割を担っているような企業であれば、そういった面から問題がないかどうか、という観点からも知りたい。つまり、自分たちの持っている国防技術を取りにくるような者が投資家にいたら困るか、そういったこともあると思うのです。

投資の構造がどんどん分化して、真に投資をしている人間の属性が隠れていくと、当然、それに伴う多様な要望が現れてきて、今の会社法はここに全く対応できていないわけですから、そうすると、様々な政策ツールが必要になる。もちろん、スチュワードシップ・コードの議論で、そこまで踏み込んだ議論はされてはいませんが、齊藤先生がおっしゃったことをお借りしますけれども、その一部の機能をスチュワードシップ・コードが担うということはあるだろうという気はしました。

それによって、松尾先生がご指摘になった、投資をする側にもいろいろな思いがあって投資をしていて、企業の側にもいろいろあって知りたいという要望があって、これがスチュワードシップ・コードを使って実現するかもしれないということはあるのかな、と思った次第です。

○松尾 ありがとうございます。いずれにしても、企業側から働きかけてそれに答えよ、というのは、スチュワードシップからするとかなり異質だというのはおっしゃるとおりだと思いますし、進んでいる会社法改正との関係では、その費用が会社負担になりそうなので、任意に答えてもら

と費用はかからないですから、それぐらいはしてよと言える範囲の人がどのぐらいいるのか、それに答えてあげようという投資家がどのぐらいいるのかなというのが疑問なところなのです。

大きくまとめていただいて、よく分かりました。ありがとうございます。

○松井 先生のご論文は何度も何度も読みました。なかなか内容を拾い切れていなくて申し訳ないのですが、大変勉強になりました。ありがとうございます。

### 【コードのスリム化の意味】

○川口 今回の改訂ではコードのスリム化も目的とされています。この点、これまで、特に発言がなかったので、私か一つ質問をさせていただきます。

先生のご報告のなかで、日本のスリム化は、イギリスの機能的な合理化と異なるという指摘をされ、私も確かにそのとおりだと思います。他方、金融庁の立案担当者の解説が旬刊商事法務に掲載されています（新谷亜紀子「スチュワードシップ・コード第三次改訂の概要」『商事法務』2396号 33 頁以下（2025 年））。そこでは、「三度目となる今般の改訂では、同コードの本来の姿である『プリンシプルベース・アプローチ』の原点に立ち返り、その趣旨を徹底する観点から、初の試みとして、たとえば、策定・改訂時から一定期間時期が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなど、スリム化/プリンシプル化が図られた。」と書かれています。そこには、イギリスの機能的な合理化というようなものは一切出て来ません。

今回の改訂が、プリンシプルベース・アプローチに立ち返るということであれば、削除等がなされたものが、本当にそのようなものに従った形になされているのか、ということの検証が必要だと思います。

実務では十分に浸透したのだから、もうコードでは書かなくてもよい、というのは分かるのですが、それがプリンシプルベース・アプローチとど

の点で整合的なのか、よく分からないところもあります。先生のほうで何かコメントなどありますでしょうか。

○松井　今、川口先生がおっしゃっているのは、新谷さんの商事法務の原稿だと思うのですが、これで説明されているものはどこに反映しているのかというと、この論文の中にはなくて、金融庁が何をもってプリンシプルアプローチの原点に立ち戻ったと言っているのか、実は私はよく分からなかったというのが正直なところですよ。

コードの見え消し版を見ていただくと分かるのですが、削除をしている事項というのは結構あるにはあるのです。ただ、そのほとんどが注に書いてあるところなんですね。これは多分、スチュワードシップ・コードの読み方になるのだと思うのですが、注に書いてある事項というのは種々雑多なものがあるので、一概には言えないのですが、一つは、まさにプリンシプルに書くにはまだ政策的にも、あるいは実務的にも熟していないような事項がここに残っている。なので、機が熟せばそこからプリンシプルに上がるというものはあって、例えば今回で言うと、実質株主の透明性向上というのはそういう性格のものなんですね。政策課題的に注の中に入っていたものが、今回機が熟したということでプリンシプルに上げられたということがあって、これは多分、プリンシプルベース・アプローチに合致するのかもしれないと思いました。

他方で、注の中に備忘的に書かれているようなものを落としていくというのは、翻って言えば、周辺にあるものがそぎ落とされていきますから、プリンシプルだけがきちんと残るという形で、やはりプリンシプルアプローチに近づくのかもしれない。ですので、そういう意味で言うと、実質株主に関する事項が注からプリンシプルに上がり、その他雑多な注のかなりの部分がそぎ落とされたということで、あくまでもプリンシプルに書いてあるものをベースに考えるんですよという説明にはなるのかもしれない。それが、私がこの新谷さ

んの説明を読んだときに感じたことです。

○川口　ありがとうございます。私もここに書かれていることがよく分からなかったので、お尋ねした次第です。

先生がおっしゃったように、今回の改訂で、注の部分がかなり削除されています。たとえば、スチュワードシップ・コード（見え消し版）の 12 ページの注 23 が削除されています。この部分は、個別の議決権行使結果の公表についてのものです。制度導入の際に、実務界からは懸念が示されていたところ、押し切ってやったという側面がありました。そのため、コードでは、当初、注でこの点の説明がなされており、これこれの理由で、やはり個別の議決権行使結果の公表は重要であると書いてあったのですね。でも、この制度は実務上定着したと考えられるので、この部分は削除しようということかと思います。このようなものは、スリム化の一つと言えますね。

○松井　おっしゃるとおりかと思います。

○黒沼　私も 1 点だけ付け加えたいのですが、これを見ていますと、14 ページの指針 6－4 が削除されていて、それが注 26 に落とされているのですね。これが、先ほど松井先生がおっしゃったような上に上げるとか、下に下げるとか、そういうスリム化のやり方なのでしょうけれども、これは記録に残しておくべきであるというのは、当たり前のことですよ。書くまでもないことじゃないのかというのが率直な感想なのですが、もし一言あればお聞きしたいと思います。

○松井　川口先生の最初のご質問に戻ってくるのですが、金融庁の担当官が書いたことだけでは、多分説明できないと思うのですね。だから、今回の「スリム化」という一言で、プリンシプルベース・アプローチですと説明できるものではなくて、やはりスリム化をするには、スリム化をするための目的や趣旨が要るんじゃないかという気がしています。

例えば、指針 6－4 の今黒沼先生がおっしゃったところは、結局、スリム化するというのも消し



てしまえばいいわけです。でも、残すわけです。やはり先ほど申し上げたとおりで、スリム化は、スリム化自体が目的ではなくて、それによって何を実現しようとしているか、みたいなもう一段高次の考え方が必要で、少なくとも UK コードはそれが見えるということと、それから ICGN も、やはり報告負担の軽減を図ってほしいということを言っています。ただ、今回の金融庁は、そういったことまでは考えなかった、ということなのではないかという気がします。

#### 【政策実現手段としてのコードの利用】

○伊藤 先ほどから再々議論が出ています指針 4-2 についてです。議論冒頭の黒沼先生のご指摘からしますと、この指針 4-2 は、直接的には金融庁のワーキング・グループの報告で言われたことを受けたものだということでした。ただ、そうであるとしても、松井先生もおっしゃっていたように、指針 4-2 が従来のスチュワードシップ・コードの本来的性格とは違って、しかもそれが何らかの法改正を実現する梃子として入れられたという話は変わらないのではないかなと思うのですね。

そのうえで質問させていただきたいのが、松井先生ご自身として、スチュワードシップ・コードをそのような目的で使うことが望ましいかどうかということについて、どうお考えなのかということです。

どうしてこのような質問をさせていただいているかといいますと、私自身はそのようなやり方にネガティブな感触を抱いているからです。

ここで問題になっている実質株主の把握に関するルールについて考えますと、そのようなルールを定めるかどうかとか、あるいは定めるとしてどのような内容のルールにするかということは、利害関係者の間でも意見が鋭く分かれ得ると思います。

他方で、特に法制審議会を通じた会社法の改正プロセスと、スチュワードシップ・コードの改訂

プロセスを比べますと、後者の方が、プロセスに関与する人間の属性などからして、やはり企業経営者の利益が反映されやすいのではないかなと思われるのです。そうしますと、企業経営者としては、スチュワードシップ・コードに自らの意向を反映した内容を含めるような改訂をまず実現して、そのようなソフトローの改訂を梃子に、ハードローの方の改正作業を自分の意向に沿った方向で進めさせるように影響を与えることができちゃうのではないかと考えられます。

以上の理由から、私としては、このようなルール改訂のやり方が望ましいのかどうかということとは、立ち止まって再考してみてもいいのではないかなと思うわけです。

○松井 伊藤先生、ありがとうございます。いただきたかった質問をいただいたという感じがしてまして（笑）、答えられる範囲でお答えしたいと思います。

御質問に対しては、半分イエスで半分ノーというところがあるのですが、コードが果たし得る役割とは何ぞやというちょっと抽象度の高い問いを立てると、やはりハードローにするというのは、伊藤先生の今の話で言うと、もちろん様々な利害関係者の意向をきちんと酌み取りながらプロセスを組みますし、当然時間もかかって丁寧にやりますし、そういう意味で言うと安定性は高いけれども、政策課題がいつまでたっても実現しないというトレードオフの関係があるわけです。

それを考えたときに、まずはソフトローのレベルで、限られた利害関係者の意向ではあるかもしれないけれども、実務的な要請を実現できるかどうかを試すということは、政策実現のツールとしてはあってよいだろうという思いはあります。その意味で言うと、今回のコードの改訂の対応が直ちに悪いとは、実は私は思っていないのです。

つまり、「本来のあり方」というのがそもそもあるのかどうか分からないですけど、スチュワードシップ・コードがこれまで大事にしてきた価値であるとか政策実現手法とは違うけれども、だか

らといって、それに使っていけないとまでは多分  
言えないのではないかとと思っています。

ただ、かりに問題があるとしても、伊藤先生  
のお話を伺って思ったところですが、仮にそのよ  
うにソフトローの中に取り込んだ政策ツールなり  
価値判断が、ほかの議論の判断をゆがめるような  
形で影響を与えているとしたら、それは余りよろ  
しくないという気がします。

たとえば、コードに基づく運用が固定化して、  
その後の議論、例えば法制審でする議論が、「も  
うソフトローでこの運用でやっているの、これ  
を前提にして議論せざるを得ない」となれば、そ  
れは判断が一部ゆがむわけですね。それは好ま  
しくないだろうとは思いますが。そういう意味で言  
うと、伊藤先生のご懸念を共有するということ  
はあります。

ただ、後者の問題は、事実認識の問題というの  
があって、果たしてスチュワードシップ・コード  
で入れられた指針4-2の部分が企業側の意向を  
強く酌み取っているのか、あるいは、これがある  
程度運用の中で固定化することによって、法制審  
その他の議論に影響を及ぼすのかというのは、ち  
よっとまだ言い切れないところがあって、そこは  
留保が必要かもしれない、というところです。

○伊藤     どうもありがとうございます。

○黒沼     当初、時間を懸念していたのですが、  
十分有益な多くの議論ができたと思います。どう  
もありがとうございました。これで研究会を閉じ  
たいと思います。