

氏 名：上 田 亮 子
 学 位 の 種 類：博士（政策研究）
 学 位 記 番 号：博政策第六十六号
 学位授与の日付：2015年7月21日
 学位授与の要件：学位規則第4条第1項
 学位論文題目：スチュワードシップ・コードについての研究
 投資連鎖における価値向上の観点からの制度的分析

主査：齊 藤 壽 彦（千葉商科大学政策研究科教授、博士（商学））
 副査：麻 生 幸（千葉商科大学政策研究科教授、経済学修士）
 副査：小 栗 幸 夫（千葉商科大学政策研究科教授、Ph. D.）
 副査：川 内 克 忠（横浜市立大学名誉教授、法学修士）

内容の要旨及び審査の結果の要旨

1. 学位請求者の略歴と研究業績

学位請求者である上田亮子氏は、1995年3月、横浜市立大学商学部経営学科を卒業し、1997年3月、同大学大学院経営学研究科修士課程を修了し、経営法学修士号の学位を取得した。2002年3月には、同大学大学院経営学研究科博士課程の経営法学専攻単位を取得し、同課程を満期退学した。その後、2014年4月に千葉商科大学大学院政策研究科博士課程に入学している。

上田亮子氏は大学非常勤講師の教歴も有している。すなわち、非常勤講師として、1997年4月から2001年3月まで国学院大学で司法試験講座「商法」を担当し、2004年4月から2005年3月まで東京経済大学で「会社法」を担当し、2005年4月から明治学院大学で「ビジネスのための法律」を担当している。

同氏の職歴について述べれば、2002年4月、みずほ証券株式会社入社し、株式会社日本投資環境研究所へ出向し、現在、主任研究員である。

同氏は省庁の専門調査員としての活動にも従事しており、2013年7月から2014年7月まで、経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト・メンバー、2013年11月から2014年4月30日まで金融庁金融研究センター特別研究員、2014年9月から経済産業省「持続的成長に向けた企業と投資家の対話促進研究会」委員を務めている。

上田亮子氏は数多くの研究論文を発表している。学位請求論文に直接関係する論文として次のようなものがある。「我が国におけるコーポレート・ガバナンスをめぐる現状

等に関する調査』『金融庁金融研究センター・ディスカッション・ペーパー』DP2014-5、2014年5月。「日本版スチュワードシップ・コードの背景とその内容、今後の課題」『企業会計』2014年8月号、同年8月。「英国スチュワードシップ・コードと日本への示唆」『証券アナリスト・ジャーナル』2014年8月号、同年8月。

同氏は学会発表も行っている。すなわち、2014年9月に日本FP学会第15回大会において「スチュワードシップ・コード～日本版コード公表と英国版コードからの示唆～」と題する報告をしている。

このように同氏は、教育研究上の実績を有するとともに、実務上の知識経験が豊かである。

このような上田亮子氏が、2014年10月25日に研究計画の概要を同課程の公聴会で報告し、政策研究科委員会の議を経て博士候補となり、博士論文の提出資格を得た。

近年の研究成果をもとに、同氏は、「スチュワードシップ・コードについての研究～投資連鎖における価値向上の観点からの制度的分析～」と題する学位請求論文をまとめ、2015年2月18日に本大学院に提出した。これに基づき、3月7日の政策研究科委員会で同論文についての審査委員を設置することが決定し、4月14日に、齊藤壽彦を主査、麻生幸、小栗幸夫、川内克忠を副査とする審査委員会が設置され、審査が行われることとなった。

その後、各審査員が論文内容の審査を行うとともに、2015年6月18日に同氏を招いて口頭試問を実施している。

口頭試問における提出論文についての概要説明は明快であり、また、各審査員からの説明についても、真摯にかつ適切に回答していた。回答を聞く中で、上田氏がスチュワードシップ・コードに関する深い知識を有していることと、同氏がこの研究に関する先駆者であることが確認できた。

2. 提出論文の概要

2014年2月26日、金融庁に設置された「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、「『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～」(以下、日本版コード)を公表した。日本版コードは、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」の提言に基づいて策定が進められたが、その過程では、英国財務報告評議会が2010年に公表した機関投資家の責任に関する先駆的取組みである「英国スチュワードシップ・コード」(以下、英国版コード)が参考にされた。

本研究の目的は、英国版コードの成立と背景、各原則の内容と機関投資家による実施状況を分析し、英国版コードが諸外国に与えた影響を踏まえて、日本版コードの成立の背景やその内容、今後の課題について考察するものである。

本論文の各章の概要は以下の通りである。

第1章では、スチュワードシップの意義と機関投資家の役割について考察する。それは、英国で歴史的に発生してきた考え方で、本来的には「他人の財産を管理すること」に伴う責任や立場のことである。従来は、受益者、受託者、委託者という明確な関係性に基づく信託法理における受託者責任という概念によって、機関投資家の責任が論じられることが多かった。しかしながら、インベストメント・チェーン（投資連鎖）が複雑化する中で、受託者責任では網羅できない関係性の連環までの配慮が必要になった。そのため、インベストメント・チェーン全体を俯瞰する概念として、スチュワードシップの考え方が広がった。受益者の資金運用を委任されている機関投資家が、価値向上のために投資先企業に対して積極的にエンゲージメント（目的のある対話）を実施することまで含まれると考えられる。このようなスチュワードシップの考え方を明確な規範として規定するものが、スチュワードシップ・コードである。

第2章では、日本版スチュワードシップ・コード策定にあたっての参考にされた、英国版コードの成立の背景について考察する。英国では、1992年のキャドバリー報告書以降の取組みの総仕上げとして、1998年に「統合規範」が公表され、これが上場規則として採用されたことによって、上場会社のコーポレート・ガバナンスの強化が図られてきた。ところが、このような取組みにもかかわらず、2008年以降のリーマン・ショックを契機とする金融危機により、コーポレート・ガバナンスの不全が改めて大きな社会問題となった。その解決策として、コーポレート・ガバナンスの主体である企業の取組みを強化するだけでは不十分であるとして、企業に改革を促す役割が期待できる株主たる機関投資家はその責任を一層果たすことが求められるようになった。かくして、2010年に従来の「統合規範」を再整備し、上場会社に対するコーポレート・ガバナンス・コードと機関投資家に対するスチュワードシップ・コードとに明確化された。コードは2年毎の改正が予定されており、2012年に改正が行われた。実際にコードを運用する中で生じた実務上の課題を解決するため、定義の明確化、関連する情報開示の徹底、機関投資家の立場による責任の明確化などが行われた。

第3章では、英国および欧州の金融・市場当局、機関投資家等に対する現地調査に基づいて、英国版スチュワードシップ・コードの策定と改正後の英国における実態とともに、諸外国に与えた影響を考察する。英国では、スチュワードシップ・コードによって、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントが活発化し、重要なコミュニケーションの方法として定着している。経営者の高額報酬問題などの社会問題化したコーポレート・ガバナンス上の問題については、エンゲージメントを通じて企業と機関投資家とが相互理解を深めるなど実務が形成された。また、エンゲージメントがより発展した形である集团的エンゲージメントについても、これを実行するために多くの機関投資家の団体が形成されている。資本の移動や市場参加者がグローバル化する中で、英国版コードの効果は、英国市場のみならず、海外の市場にも影響を与えた。特に、欧州においては、欧州委員会のもとで市場規制が統一的に管理されていることも加わり、直接的な影響を受

けている。そのため、欧州各国の金融・市場当局、機関投資家ともに、スチュワードシップ・コードを意識した制度設計や活動を行っているという実態がある。

第4章では、英国版スチュワードシップ・コードの実施状況に基づいて、今後実務上の取組みがより具体化する日本版コードに与える示唆を考察する。日本版コードは、英国版コードを参考にしながら作成されたため、時期尚早として見送られた英国版コード第5原則（集团的エンゲージメント）を除いて、大まかな内容は共通している。機関投資家の活動の根幹にある、資金提供者である顧客（アセット・マネジャーからみたアセット・オーナー）や受益者の利益につながるように運用収益を獲得するという考え方は、国や地域が異なっても共通であり、またアセット・オーナーの多くは国際分散投資を行っているなど、資金の移動や市場参加者がグローバル化している。そのため、コードが目指す目的や活動の根幹では、共有される考え方も多いことが背景にある。

第5章では、日本版スチュワードシップ・コードの成立の背景と目的、7原則の趣旨について考察する。本コードは、ルール・ベースでの規制が一般的であった日本において、初めてプリンシプル・ベースでの「コンプライ・オア・エクスプレイン」によるアプローチを採用した。これは、規定された細則の適用を義務付けるのではなく、コードにおける規範の趣旨を斟酌して、各当事者（ここでは機関投資家）が、自らの置かれた立場を踏まえてコードの原則を実施すべく取組みを行い、もしコードが要請する内容を遵守できない場合には、その理由を説明すればよいとするものである。また、日本版コードは、インベストメント・チェーン（投資連鎖。受益者～受託者たる機関投資家～投資先まで至る一連の投資資金の流れ）を通じて、上場会社の価値向上を源泉として経済全体の成長を促進することを目指して、成長戦略の一環として策定された。そのため、日本版コードでは、価値向上や持続的成長の促進という視点が、随所にみられることに特徴がある。また、日本版コードでは、参考にされた英国版コードとは異なり、実務的に定着していないとの観点から集团的エンゲージメントは採用されておらず、他方、機関投資家がスチュワードシップ責任を十分に果たせるように十分に備えて、必要な体制整備を行うことを要請している。これらは、従来は投資先企業に対しては主として議決権行使のみに注力してきた機関投資家に対して、投資先企業との目的を持った建設的な対話を通じて、価値向上や持続的成長に努めることへの転換を求めるうえで、一層の研鑽を積むように努力することを求めるものである。

第6章では、スチュワードシップ・コードの法制度上の論点について考察する。スチュワードシップ・コードでは、機関投資家と投資先企業との対話（エンゲージメント）が重要な柱とされているが、エンゲージメントの実施においては制度上確認しておくべき論点が存在する。例えば、エンゲージメントにおいて未公表の重要情報（インサイダー情報）を受領した場合の対応、集团的エンゲージメントが実施された場合に共同保有者として規制を受けるおそれのある共同行動の範囲、エンゲージメントの一環として投資家が企業に対して行った提案が規制上の重要提案行為に該当する場合の範囲などは、

エンゲージメントを実施する中で配慮する必要がある。そのため、金融庁は、スチュワードシップ・コードの公表に当たって、現行の法制度の枠組みを変更することなく、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントの実効性を確保するために、これらの論点について法律上の定義、適用範囲を明確にした。

第7章では、日本においてスチュワードシップ・コードの実効性を向上させるために、改善すべき問題や取り組むべき課題について考察する。スチュワードシップ・コードで期待される対話は、機関投資家と投資先企業との新しい関係の構築であるため、その実効性を確保するための環境整備も必要となる。世界の先駆的取組みである、英国や欧州での取組みを参考に、日本でも導入可能な取組みを検討する。日本版スチュワードシップ・コードでは採用が見送られた集团的エンゲージメントは、英国ではコードの実効性を確保するための重要な活動となっている。そのため、今後、日本でも集团的エンゲージメントというアプローチを活用しやすいように、その場となる投資家フォーラムの創設や、機関投資家と投資先企業のそれぞれにおいて集团的エンゲージメントの議論をリードする役割が誰であるかについて考察する。また、機関投資家は、多くの場合には法律上の株主ではないため株主総会への出席が困難であるが、今後はエンゲージメントの一環として出席を検討できるよう制度や実務の整備が必要である。また、機関投資家の責任について定めるスチュワードシップ・コードは、上場会社として企業の責任や期待される姿を明確化するコーポレート・ガバナンス・コードが存在して初めて、車の両輪として機能することが期待される。このような観点から、日本において、スチュワードシップ・コードの実効性を確保し、価値向上を促進するための方策について考察した。

以上のようなことが各章において論述されている。

3. 提出論文の意義と今後の課題

提出論文の意義

本論文は、機関投資家のスチュワードシップ・コードという、現在経済界において大きな課題となっている問題について検討したものである。

このテーマに関する研究は我が国ではほとんど存在しないに等しく、これについて書かれた論文も上田氏の研究に基づくものがみられる。このテーマにいち早く取り組んだ同氏が自らの研究を取りまとめた本学位請求論文の先駆的意義は高く評価されるべきであろう。このことに関してさらに述べれば、英国においては1990年代に相次いで公表されたコーポレート・ガバナンス改革のための報告書であるキャドバリー・レポート（1992年）、グリーンブリー・レポート（1995年）、ハンベル・レポート（1998年）などにおいて、機関投資家が会社のガバナンスにおいて積極的な役割を果たすべきであるという論調が高まっていた。上田氏は、これらの報告書の翻訳作業（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム）に参加し、2001年に、「英国のコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割～その実効性と限界～」(『国際商事法務』第29巻第1号)をすでに発表している。

イギリスでは、2008年以降のリーマン・ショックを契機とする金融危機により、コーポレート・ガバナンスの不全が大きな社会問題となり、企業に改革を促す役割が期待でき株主たる機関投資家に対して責任をはたすことが求められ、2010年に英国版スチュワードシップ・コードが策定された。提出された学位請求論文は、スチュワードシップ・コードに関係する基本文献をよく渉猟し、吟味している。1990年代以降相次いで公表されたコーポレート・ガバナンスに関する報告書や機関投資家責任コードを丹念に読み込み、そのコードの成立の内容や機関投資家による実施状況を分析している。研究史もよく調査している。

上田氏の研究においては、スチュワードシップの概念規定についても貢献もある。この概念は、本来的には、「他人の財産を管理すること」に伴う責任や立場を意味しており、従来は、受益者、受託者、委託者という明確な関係性に基づく信託法理における受託者責任によって機関投資家の責任が論じられることが多かった。だが、インベストメント・チェーン（投資連鎖）が複雑化する中で、受託者では網羅できない関連性の連鎖までの配慮が必要になってきた。このため、インベストメント・チェーン全体を俯瞰する概念として、スチュワードシップの考え方が広まったと上田氏は主張する。この概念の捉え方は、上田氏が初めて提唱するものである。この概念規定は今後他の研究者によって採用されると思われる。

提出論文は、イギリスのスチュワードシップ・コードについて考察するだけでなく、その各国への影響をも実態調査している。その実態調査対象は、オランダ、フランス、ノルウェーなどである。上田氏の学位請求論文は、まさに国際的視点からスチュワードシップ・コードを考察しているといえる。

同論文は日本版スチュワードシップ・コードへの影響とその特徴を解明し、その課題についても検討している。日本版においては、「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨が強調されていること、英国版で重視された集团的エンゲージメントの採用が見送られたことなどが指摘されている。

まことに提出論文は、スチュワードシップ・コードの制度について、詳細かつ体系的に考察している。このテーマに関する我が国初めての本格的・体系的な研究であるといえる。

上田氏は、スチュワードシップ・コードに関する現在の制度の説明にとどまらず、その問題点と課題についても考察している。

現実の企業経営改善方策を提言するためには、その前提として、企業経営に影響を及ぼすと考えられるスチュワードシップ・コードの制度を認識していなければならない。同氏の研究成果は、学術研究に寄与するだけでなく、実際の企業経営の改善にも貢献するものである。

かくして上田氏の提出論文は、スチュワードシップ・コードに関する研究と実務に大いに貢献しているといえるのである。

今後の課題

もともと、上田論文に問題点がないわけではない。

スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先の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・受益者の長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味するとされる。同論文はスチュワードシップという機関投資家の行動において、投資先企業の経営者との対話（「エンゲージメント」）を図ることの重要性を指摘しており、この場合には機関投資家が未公表の重要情報（インサイダー情報）を受領することがあることも認めている。これは機関投資家のインサイダー取引を惹起する恐れがある。これに対する対策についての十分な考察が必要である。

また、機関投資家が投資先企業に対して経営上の提言を行うこととなれば、機関投資家が単なる機関投資家にとどまらず企業経営に参画することとなり、自らの立場を逸脱することとなるのではないかという問題も生じることとなる。これについての言及が不十分である。ドラッカーの主張によれば、「年金基金は、『所有者』ではなく、投資家である。受益者の金銭を最も有利な投資対象に投資することが機関投資家の仕事である。機関投資家は、『経営』しようと試みる事業を持っていない。機関投資家が、ある会社またはその経営者を好まないならば、かれらの義務はその株式を売却することである」と述べている。このような見解は過去のものとなったと言い切れるのであろうか。

上田氏はスチュワードシップ・コードが企業の価値向上につながるとされているが、同氏の研究は現実の制度の説明に力点が置かれており、実際にそれが企業の価値向上につながるかどうかについては多面的な考察が必要であろう。スチュワードシップ・コードが企業価値を実際に向上させるかどうかについての理論的・実証研究は今後の課題として残されている。このコードが導入されることによって機関投資家の行動がどのように変化したのか、経営者の意思決定がどのように変わったのか、ひいては企業行動にいかなる変質をもたらしたのかということについての分析は上田氏の研究では行われておらず、早い機会に同氏が研究成果を出されることが望まれる。

このことに関して、以下の3点を付言しておきたい。スチュワードシップ・コードは、法規制による規制、義務付けを行う「ハード・ロー」ではない。従って、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではなく、コードの趣旨に賛同し、これを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明（公表）することを期待する「ソフト・ロー」である。自主的な規範の遵守に基づくアプローチが、制定法による規範よりも実効的であるというキャドバリー報告書をはじめとした英国のガバナンス改革の考え方であった。しかし、このようなソフト・ローのアプローチが、法令という法的拘束力を有する規制であるハード・ローが一般的である我が国の法システムの下で、どの程度実効性を有するかが検討課題となろう。この点についての考察が重要であろう。

スチュワードシップ・コードは、原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を

説明するか、のいずれかの手法をとるといふ、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している。従って、本コードには法的拘束力はなく、本コードの趣旨に賛同し、これを受け入れる用意がある機関投資家に対してその旨を表明することを期待している。この手法も、わが国では馴染が薄いこともあり、定着していくには時間と経験を要するであろう。このような視点も必要であろう。

日本においては、スチュワードシップ・コードはアベノミクスの成長戦略に位置づけられている。それが果たして経済成長に実際に寄与するものとなるといえるのであろうか。このことについても立ち入った検討が必要であろう。

上田氏はハンペル委員会によって公表された統合規範（1998年）のその後の推移についても研究成果を発表されているが、ハンペル・レポートと統合規範における「機関投資家との対話」に関する勧告と学位請求論文との繋がりを今後の研究において展開することも期待したい。

以上、検討すべき課題を指摘してきたが、上記のことは提出論文の価値を低めるわけではない。

4. 評価

本審査委員会は、上田亮子氏提出の学位請求論文がスチュワードシップ・コードについての優れた研究成果を示すものであり、本研究科の博士論文としての条件を十分に備えたものと認めるものである。