

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～

千葉商科大学
政策研究科 博士課程
1450005 上田亮子

目次

はじめに	1
序章	5
第1節 機関投資家とスチュワードシップ	5
(1) スチュワードシップの意義	5
(2) スチュワードシップと受託者責任 (fiduciary duty)	8
(3) 機関投資家とコーポレート・ガバナンス	9
① 市場における機関投資家の台頭	9
② 「退出」(exit) から「発言」(voice) へ	12
第2節 日本と英国におけるスチュワードシップ・コード策定	14
(1) 日本版コード策定の背景	14
(2) 英国版コード策定の背景	14
(3) 日英のコード制定の背景からの示唆	15
第2章 英国版スチュワードシップ・コードの成立	17
第1節 英国版スチュワードシップ・コードの背景	17
(1) 英国のコーポレート・ガバナンス改革における機関投資家の関与	17
(2) ウォーカー報告書における金融危機からの反省と機関投資家の役割	19
① ウォーカー報告書の背景と金融機関以外への拡大	19
② ウォーカー報告書によるスチュワードシップ・コード策定の勧告	20
④ FRC の権限強化	22
第2節 英国版スチュワードシップ・コードの重要概念	24
(1) 英国版コードの制度的枠組み	24
(2) 英国の市場参加者とコードの対象	27
(3) スチュワードシップ活動と投資プロセス	29
第3節 英国版スチュワードシップ・コードの 2012 年改正	32
(1) 2012 年英国版スチュワードシップ・コード改正の全体像	32
(2) 主要論点の背景と改正内容	33

① スチュワードシップの定義の明確化	33
② アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割と責任	33
③ 機関投資家の利益相反の管理	35
④ 集团的エンゲージメント	36
⑤ 議決権行使助言機関に関する情報開示	37
⑥ スチュワードシップ・コードの適用範囲の拡大	39
⑦ アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告	41
(3) 2012年コード改正において残された課題	43
① スチュワードシップの定義明確化の努力	43
② アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割と責任	44
③ 機関投資家の利益相反の管理	44
④ 集团的エンゲージメント	45
⑤ 議決権行使助言機関に関する情報開示	45
⑥ スチュワードシップ・コードの適用範囲の拡大	46
(4) FRCによるスチュワードシップ・コードの実効性強化の取り組み	47
第3章 英国版スチュワードシップ・コードの現状と各国への影響	49
第1節 英国の現状	49
(1) 当局によるコードの監督とフォローアップ	49
① コードの見直しと改正	49
② コードの採用拡大と質の確保	51
③ 英国の取組みの各国への広がり	53
(2) 機関投資家によるスチュワードシップ活動	54
① アセット・マネジャーに対するスチュワードシップ・コードの影響	54
② アセット・オーナーに対するスチュワードシップ・コードの影響	56
(3) 英国の機関投資家によるエンゲージメントの実態	57
① エンゲージメントの目的	57
② エンゲージメントとインサイダー問題	59
③ 集团的エンゲージメントの有効性	62
第2節 オランダ	64
(1) オランダ当局による対応	64

(2) 機関投資家.....	65
第3節 ノルウェー.....	69
第4節 フランス.....	71
(1) 全般的状況.....	71
(2) 機関投資家の取組み.....	72
第4章 英国版スチュワードシップ・コードの日本への示唆	74
第1節 英国版スチュワードシップ・コードの実施状況と日本への示唆.....	74
(1) スチュワードシップ責任とステートメントの公表（原則1）.....	74
①コードの受入れ表明と公表項目（ステートメント）.....	74
②スチュワードシップ活動の実施方法.....	75
(2) 利益相反に関する管理方針の開示（原則2）.....	76
(3) 投資先企業のモニタリング（原則3）.....	77
(4) 投資先企業に対するエンゲージメントの実施（原則4）.....	78
① エンゲージメント対象となる企業および事案.....	78
② 機関投資家の株主総会への出席.....	80
(5) 集団的エンゲージメント（原則5）.....	81
(6) 議決権行使結果の開示（原則6）.....	82
(7) 委託者に対する報告（原則7）.....	84
第5章 日本版スチュワードシップ・コードの成立	86
第1節 日本版スチュワードシップ・コードの目的と機関投資家による受入れ.....	86
(1) 日本版コードが目指す価値向上の流れ.....	86
(2) 日本版スチュワードシップ・コード以前の機関投資家の活動.....	87
(3) 日本版コードの受入れを表明した機関投資家.....	89
① 全般的状況.....	89
② 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による日本版コードの受入れ.....	90
第2節 日本版コードの重要な概念.....	93
(1) スチュワードシップ責任.....	93
(2) コンプライ・オア・エクスプレイン.....	93
(3) エンゲージメント.....	93
① 投資先企業の状況把握（モニタリング）.....	94

② エンゲージメント	95
③ 集团的エンゲージメント	96
第3節 日本版スチュワードシップ・コードの内容	98
(1) 日本版コードの7原則	98
① 原則1：スチュワードシップ責任	98
② 原則2：利益相反の管理	98
③ 原則3：投資先企業の状況把握	98
④ 原則4：投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）	100
⑤ 原則5：議決権行使の方針・結果の開示	100
⑥ 原則6：スチュワードシップ活動の報告	101
⑦ 原則7：機関投資家による努力	101
(2) 英国版スチュワードシップ・コードとの相違点	102
① 「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨を強調したこと	102
② 機関投資家と企業との間の「建設的な対話」を重視したこと	102
③ 集团的エンゲージメントを支持する原則は採用していないこと	103
④ 企業にとって有益な対話となるように、機関投資家側が果たすべき努力について記載したこと	103
第6章 スチュワードシップ・コードの法制度上の論点	104
第1節 英国および欧州大陸諸国における実態調査に基づくスチュワードシップ・コード導入の法制度上の論点の考察	104
(1) エンゲージメントにおける内部者情報の取扱い	104
① エンゲージメントとインサイダー取引規制	104
② エンゲージメントにおける未公表の重要情報の取扱い	106
③ 機関投資家が投資先企業の役員等の内部者に就任する場合の対応	107
(2) 集团的エンゲージメントと共同行動（acting in concert）	108
① 共同行動（acting in concert）の意義	108
② 欧州における集团的エンゲージメントの実態	110
第2節 日本版スチュワードシップ・コードの法的論点	112
(1) 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係	112

① 大量報告制度の意義	112
② 特例報告制度の意義	113
③ エンゲージメントが重要提案行為に該当するための要	114
(2) 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」 と「他の投資家との協調行為」との関係	115
(3) インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業 との対話」との関係	116
第3節 スチュワードシップ・コードの実効性確保の観点からのアセット・オーナーとア セット・マネジャーとの関係の見直しの必要性	118
(1) アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの関係を再定義する必要性	118
(2) アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間の一般的論点	118
① 全般的問題	118
② リスク管理に関する問題	120
(3) アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間の個別論点	121
① アセット・マネジャーによるコミットメント	121
② アセット・マネジャーにおけるリスク管理	122
③ 長期的要素としての ESG の組み入れ	123
④ エンゲージメント活動とスチュワードシップ責任	124
⑤ アセット・オーナーの長期主義とアセット・マネジャーの利益調整	126
⑥ コミッションと支払い先のリスク管理	129
(4) アカウンタビリティと透明性の重要性	130
① 透明性確保の重要性	130
② アセット・オーナーに対する具体的な報告が求められる問題	130
(5) ICGN のモデル・マנדート・イニシアティブからの示唆	131
最終章 スチュワードシップ・コードの実効性向上のために	134
第1節 集团的エンゲージメントの活用	134
(1) 投資家フォーラムの創設	134
(2) リード取締役とリード株主	136
第2節 機関投資家の株主総会への参加	137
第3節 コーポレート・ガバナンス・コードの策定	140

おわりに	143
資料 欧州諸国における実態調査	146
＜資料1＞ 欧州におけるスチュワードシップ・コードに関する実態調査（2013年11月）	147
(1) オランダ	147
① 当局	147
② 機関投資家団体	149
③ 機関投資家（アセット・オーナー）	151
(2) ベルギー（当局）	152
(3) フランス	154
① 機関投資家団体	エラー! ブックマークが定義されていません。
② 当局	154
(4) スウェーデン（機関投資家）	159
(5) ドイツ（投資銀行）	162
(6) ノルウェー（機関投資家）	164
(7) 英国	167
① 機関投資家（アセット・マネジャー）	167
② 機関投資家（アセット・オーナー）	169
③ 当局	171
＜資料2＞ 欧州におけるスチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・ コードに関する実態調査（2014年11月）	175
(1) オランダ	175
① 機関投資家	175
② 機関投資家（アセット・オーナー）	178
③ 当局	181
④ 機関投資家団体	183
(2) フランス	186
① 当局（金融市場担当）	186
② 当局（ガバナンス担当）	188
③ 企業団体	191

(3) 英国.....	195
① 当局.....	195
② 機関投資家（アセット・オーナー）	199
③ コンサルティング会社	202
④ 上場会社	205
⑤ 企業団体	209
⑥ 機関投資家（アセット・マネジャー）	214
⑦ 機関投資家団体	216
(4) ノルウェー機関投資家（アセット・オーナー）	218
<参考文献>	221

<図表>

図表 1 日本の証券市場における株式の所有構造	9
図表 2 英国のコーポレート・ガバナンス改革	18
図表 3 英国のコーポレート・ガバナンスをめぐるハードローとソフトローの枠組み	24
図表 4 英国におけるコーポレート・ガバナンス向上のための規制の枠組み	26
図表 5 英国上場会社株式の所有者の推移	28
図表 6 英国機関投資家の運用資産の構成	28
図表 7 スチュワードシップ活動と投資プロセス	30
図表 8 ESG 専門担当者と投資担当者との協働関係	30
図表 9 コードの受入れ表明と公表項目（ステートメント）の見直し	75
図表 10 スチュワードシップ活動の実施方法.....	75
図表 11 利益相反管理方針	77
図表 12 モニタリングの実施状況	78
図表 13 投資先企業の規模とスチュワードシップ活動の内容	79
図表 14 エンゲージメントの目的	80
図表 15 株主総会への出席	81
図表 16 議決権行使結果の開示.....	83
図表 17 議決権行使結果の開示方法	84

図表 18	顧客・受益者への報告頻度	85
図表 19	アセット・マネジャーからアセット・オーナーに対する報告の内容	85
図表 20	日本版スチュワードシップ・コードが目指す価値向上の連鎖	87
図表 21	日本版コードの受入れを表明した機関投資家	90
図表 22	2013 年度末時点の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用資産 額・構成割合	92
図表 23	日本における機関投資家の議決権行使の流れ	138

はじめに

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～¹を公表した。本コードは、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」²の提言に基づいて策定が進められ、その過程では先行事例となる英国版スチュワードシップ・コード³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^{4 5}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。

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。スチュワードシップとは、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、経済社会が発展する中で、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。資産運用の世界においては、受益者の資金運用を委任されている機関投資家（アセット・マネジャー、アセット・オーナー）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ている。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

¹ 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『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～（2014年2月26日）参照。

² 首相官邸「日本再興戦略」（2013年6月14日閣議決定）参照。

³ 英国財務報告評議会（Financial Reporting Council ; FRC）, "The UK Stewardship Code"(2012.9).

⁴ 英国投資運用協会（Investment Management Association ; IMA）, "Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2012", (2013.6).

⁵ IMA, "Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013", (2014.5).

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に対してその責任を一層果たすことが求められるようになった。このような背景から、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。他方、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（エンゲージメント）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、一層の検査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（エンゲージメント）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。世界の先駆的取り組みである、英国や欧州での取り組みを参考に、日本でも導入可能な取り組みを検討する。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、集团的エンゲージメント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する。

序章

第1節 機関投資家とスチュワードシップ

(1) スチュワードシップの意義

スチュワードシップという概念は、英国においては、長い歴史に基づくものであり、「スチュワードシップ・コード」として世に広まって以降、わが国においても定着した言葉である。しかしながら、英国の伝統を基礎とする概念であることから、必ずしも英国以外においてこれまで十分になじみがあったとはいえない。そのため、例えば、世界的な機関投資家の団体である国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）が2013年に公表した「機関投資家責任原則」においては、「英国以外の国では十分理解がなされていない」として、あえてスチュワードシップという用語を採用していない⁶。

スチュワードシップの基礎となる存在については、中世の英国で荘園領主に雇われてその地所を管理する者をスチュワード（teward）と呼んでいたことに由来している。そのため、スチュワードとは、日本語では「(領主館などの) 執事、財産管理人、給仕」などと翻訳されることが多いようである。もともとスチュワード（steward）という言葉は、“steward”と綴られて、「豚小屋の番人」を意味する“sty-warden”から生まれた言葉であるとされる。その後、スチュワードという職位はより高度化して、スコットランドにおいては宰相兼財務長官のことを“High Steward of Scotland”や“Great Steward of Scotland”と呼ぶようになり、同職位の出身者がその後スチュワート王家（House of Stewart）へとつながり、現在では英国皇太子の正式称号の一つに“Great Steward of Scotland”が含まれている⁷。

もともと、貴族社会における荘園領主という制度が衰退した現代社会においては、「他人の財産の管理をする」から「他人の（食事などの）世話をする」の役割が発展して、スチュワードといえは航空機や船舶などで顧客サービスを担当する男性スタッフのことを想像することの方が容易であろうと考えられる。

これに対して、歴史上の本来の意味である財産管理人としてのスチュワードは、その職を辞する場合には、雇用主である荘園領主に対してその責任をどのように果たしたかを

⁶ 国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（International Corporate Governance Network ; ICGN）“Statement of Principles for Institutional Investor Responsibilities”（「機関投資家原則に関するステートメント」）（2013）, paragraph 6.24, p.21. 上田亮子「英国におけるスチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ 27号（2013年）59頁参照。

⁷ 森護「スコットランド王室史話」（中公文庫）175-176頁参照。

説明しなくてはならなかったとされる。このような歴史的な背景に基づくと、スチュワードシップの概念をもっとも単純化すると「他人の財産を管理すること」という意義になる。これは、預かっている財産を維持し、保全するという意味にも通じるものである。また、どのように責任を果たしたかの説明は、現代の経済社会における情報開示（ディスクロージャー）や説明責任（アカウンタビリティ）の根底にある考え方である。したがって、スチュワードシップとは財産管理人たる立場やそこにおける責任という意味になると考えられる。歴史の変遷とともに、社会活動や経済活動が複雑化するのに伴って、このスチュワードシップの概念が援用される場面が増加した。「他人の財産を管理する」という関係性が核心に存在する場合の考え方がスチュワードシップであることから、行政の財務運営、個人の資産運用、取締役による会社経営など、形態は違っても様々な状況においてスチュワードシップの関係が生じる。さらに、コーポレート・ガバナンスの議論においては、スチュワードシップの概念は拡大し、より広範かつ深く広がっている。本来的なスチュワードシップは「資産を保全する」という消極的要素が強かったが、より能動的に資産管理を行い、資産増加につながるような積極的な活動も含まれるようになってきている。このなかでも、伝統的なコーポレート・ガバナンスの考え方においては、会社の取締役は、株主から出資された資本の運用を任されており、典型的なスチュワードシップ責任を負う者であると考えられる⁸。すなわち、企業活動におけるスチュワードシップとは、預託を受けた資産を長期的に積極的かつ責任を持って運用することであるといえる⁹。

コーポレート・ガバナンスの議論におけるスチュワードシップの問題は、第一義的には、取締役会と株主との関係で生じた。この点については、英国におけるコーポレート・ガバナンスの原点であり、1992年に公表されたキャドバリー委員会による「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」（キャドバリー報告書）において、「株主は、所有者としての責任の多くを株主のスチュワードとして行動する取締役に委譲している。取締役がスチュワードシップとしての責任を果たしていないと思われる場合、取締役に説明を求める立場にあるのは株主であり、株主はその権限を行使すべきである。株主は、会社の指揮および経営には関与できないが、高水準のコーポレート・ガバナンスを要求することができ、また好ましいコーポレート・ガバナンスは取締役のスチュワードシップを試

⁸ Tomorrow's Company, "Tomorrow's Stewardship-Why stewardship matters?" (2011), p.4.

⁹ 神作裕之「コーポレート・ガバナンス向上に向けた内外の動向ースチュワードシップ・コードを中心としてー」『商事法務』2030号（2014年）13頁参照。

す重要な試金石となる」(第 6.6 節) と述べられる¹⁰。このように、英国においては、コーポレート・ガバナンスの議論のもっとも当初から、株主が出資した資本に基づいて会社の経営を行うスチュワードとしての取締役を認識し、そのような取締役は「スチュワードシップという責任を負っていることを明確にしている。

これに対して、本稿で議論する株主（機関投資家）の責任は、会社株式の所有者としての義務と権利から生じる結果であり¹¹、会社の長期的な健全性を保護して投資の長期的価値を獲得するために、取締役のみならず株主に対してもスチュワードシップの役割が与えられていると解釈される。このような観点からは、最高のスチュワードシップというのは、富の拡大を確保しながら管理している財産を投資し、将来の富の創出環境を増加させることであると考えることができる。このスチュワードシップの関係は、取締役と会社、株主と取締役、アセット・マネジャーとアセット・オーナー、アセット・オーナーと受益者、さらには会社や取締役とステークホルダーや社会等という形で、重層的あるいは連鎖的につながっている。スチュワードシップという関係性が連鎖することによって、取締役が会社の利益を獲得し、これに投資する投資家が収益を獲得し、年金加入者の利益につながり、政府は税収を獲得し、最終的には国全体へと利益が拡散するという一連の価値共有の流れを形成する。このように、スチュワードシップは独立した一つの要素ではなく、スチュワードシップを基礎とするバリュー・チェーンのような価値創造の連鎖を形成することになる。このような観点からは、スチュワードシップとは、究極的には人類の進歩、環境や社会の安定の貢献にまでつながるように、株主、取締役等が会社の長期的かつ持続的な繁栄を方向付けるプロセスであると定義づける立場もある¹²。

とくに、資産運用の観点からは、スチュワードシップの意義が拡大され、運用パフォーマンス向上のために、投資先企業の企業価値の維持・向上を図り、企業の経営状況をモニタリングし、コーポレート・ガバナンスの改善を働きかける責任までが含まれるとされる¹³。

¹⁰ 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「コーポレート・ガバナンス－英国の企業改革－」（2001年）288頁参照。

¹¹ Arad Reisberg, "The notion of stewardship from a company law perspective: re-defined and re-assessed in light of the recent financial crisis?", *Journal of Financial Crime*, vol.18 (2010), p.129.

¹² Tomorrow's Company, "Tomorrow's owners－Stewardship of tomorrow's company" (2011), p.3.

¹³ 大崎貞和「英国における機関投資家と上場会社のエンゲージメント（対話）」神作裕之責任編集『企業法制の将来展望－資本市場制度の改革への提言－2014年度版』財経詳報社（2013年）参照。

コーポレート・ガバナンスの議論においては、価値向上のためにそれぞれの参加者が実効性ある形で役割を果たすことが期待されること、スチュワードシップという概念では価値創造の連鎖を俯瞰することが可能である。このような背景から、英国においては、上場会社の価値向上を目指して機関投資家の役割に期待するために制定された規範原則について、「スチュワードシップ・コード」という名称が付与されたものと考えられる。

(2) スチュワードシップと受託者責任 (fiduciary duty)

スチュワードシップの類似概念に、信託法理における受益者、委託者、受託者という関係に基づく受託者責任 (fiduciary duty) がある。根源的な概念は異なるが、いずれも機関投資家はその職務を全うする上で、顧客あるいは最終受益者の最善の利益のために行動すべきであるという現象を捉える概念である¹⁴。従来、機関投資家の責任については、この受託者責任 (fiduciary duty) の範疇で議論されることが多かったが、経済活動やインベストメント・チェーン (投資連鎖とも呼ばれる。受益者から受託者たる機関投資家を経て、投資先企業にまで至る一連の投資資金の流れを指す) が複雑化し、関係する当事者が拡大するなかで、受託者責任の概念だけでは捉えられない環境が生じている。

受託者責任は契約上や法律上あるいは実態に基づいた明確な信認関係を基礎に構築されるが、インベストメント・チェーンあるいはその周辺においては、この概念では、網羅できない関係もある。例えば、資産運用においては、アセット・マネジャーは資産運用委託契約に基づいてアセット・オーナーに対して受託者責任を負っている。しかし、アセット・マネジャーが議決権行使助言機関を採用した場合、アセット・オーナーは議決権行使助言機関とは直接の接点がないという状況が生じる。また、アセット・オーナーの背後にいる最終的な受益者との関係でも、アセット・マネジャーや議決権行使助言機関は直接の関係は存在しないため、受益者に対する責任の所在が明確ではないという問題がある。この点について、筆者が英国の当局者や関係者に対して実施した聞き取り調査によれば、むしろ資産運用の世界における広範かつ複雑な関係があるからこそ、このような関係を俯瞰して捕捉するためには、ある意味関係性の曖昧なスチュワードシップの概念の採用が適切であると考えられたとされる。そのため、スチュワードシップ・コードの適用範囲には、

¹⁴ 上田亮子「英国の『スチュワードシップ・コード』と機関投資家の責任」資本市場リサーチ 15号 (2010年) 104頁参照。

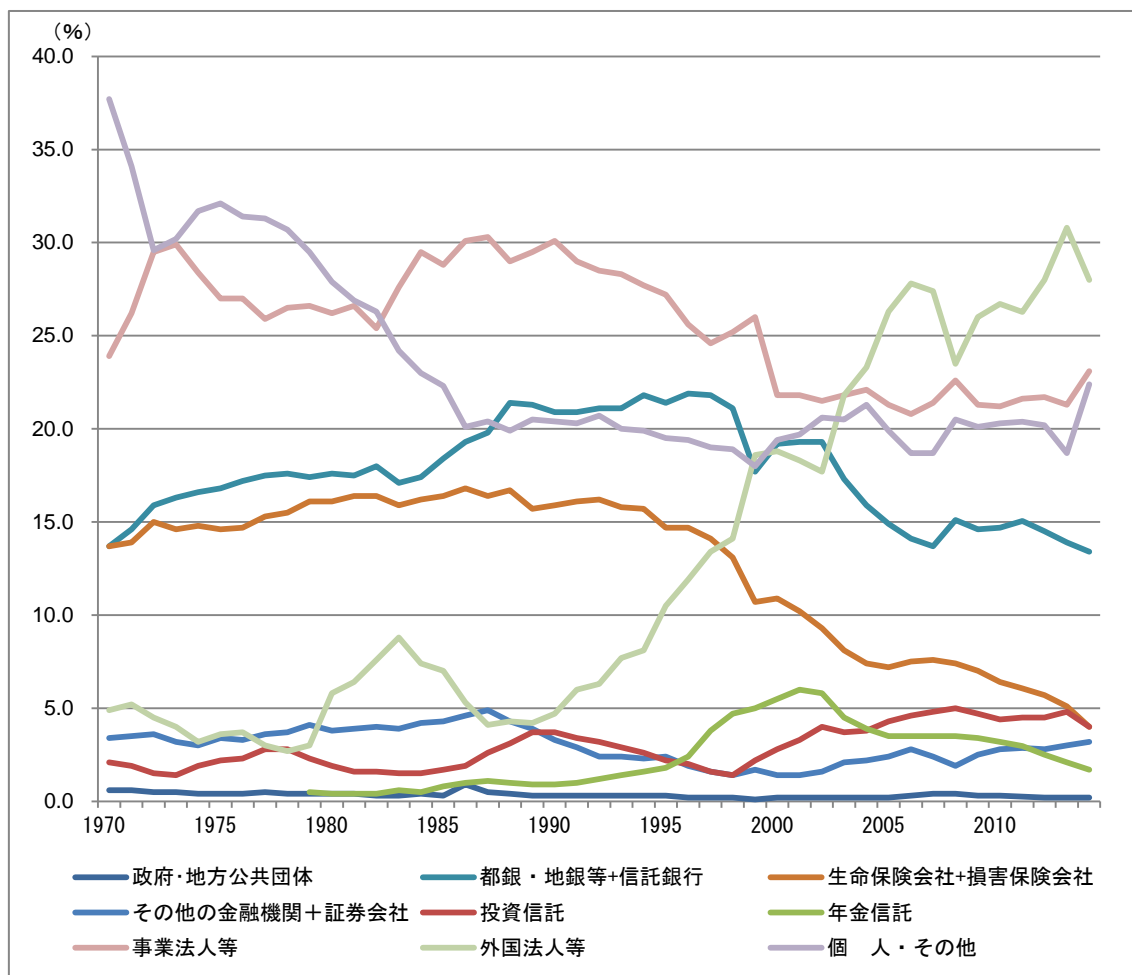
厳密には「受託者 (fiduciary)」に該当しない者も含まれることになる¹⁵¹⁶。

(3) 機関投資家とコーポレート・ガバナンス

① 市場における機関投資家の台頭

株主は株主総会において議決権を行使することにより、会社の基本的意思決定に参加する権利を有する。そのため、コーポレート・ガバナンスを考えるうえで、会社の株主構造が大きな要素となる。

図表 1 日本の証券市場における株式の所有構造



出所：東京証券取引所「平成 23 年度株式分布状況調査」

¹⁵ 英国の当局者・専門家に対する聞き取り調査に基づく。神作・前掲注 9、13 頁参照。

¹⁶ 萬澤陽子「スチュワードシップ責任と受託者責任－英米における考え方の比較の試み－」『商事法務』2070 号（2015 年）において、この問題についての考察が試みられている。

図表 1 は、わが国の証券市場における株式の所有構造について 1970 年以降時系列でその変移をみたものである。信託銀行と生命保険会社と損害保険会社とその他金融による株式所有を国内機関投資家等であると考えたと¹⁷、1985 年までは、個人、事業法人等、都銀・地銀等が主な株式の所有者であった。ところが、1985 年以降は国内機関投資家等や外国法人等の比率が上昇し、2003 年以降はこれらの国内外の機関投資家によって株式市場の過半数が所有されている状況が続いている。このように、証券市場全体において機関投資家の存在感が大きくなり、各上場会社においても株主総会をはじめ会社のコーポレート・ガバナンスに与える影響が高まっている。

機関投資家が会社経営に与える影響とコーポレート・ガバナンスにおける役割の期待がどこから生じているのかについては、1932 年に発表された古典である「近代株式会社と私有財産」におけるパーリー＝ミーンズ¹⁸の研究から考察することができる。同書は、当時のアメリカにおける上位 200 社を対象とする実証研究に基づき、株式の分散が進行することにより会社の支配持ち株比率が低下すると指摘した。パーリー＝ミーンズは会社の「支配者」として取締役を選出する権限を有している者を意味していたが、株式会社の財産に対する所有権である株式が広範囲に分散されるにしたがい、その財産の所有者とこれに対する支配とが同一人の掌中にあることが少なくなるとする。さらに、株式の分散が最高度に達している場合には、会社に対する支配力を全く持たない会社財産の所有権（すなわち株式）が現れ、あるいは反対に、全く所有しないにもかかわらず会社支配をなしうる場合も生じると述べる。このような株式が分散している会社においては、株式の所有により会社を支配する立場にある個人あるいは集団が存在しないため、事実上会社の支配権が会社経営者に帰属することになる。その結果、現職の経営者はみずから後継者を指名することができるため、自己の経営を持続することが可能になり、「経営者支配」と呼ぶべき状況になるとする¹⁹。この段階において、「所有と支配の分離」が生じることになる。このように、株式市場の初期においては、株式の分散化により経営者支配が進展するという状況が生じていたが、その後現在までの間、一方では株式が一層分散しつつも、他方においては大規模な

¹⁷ 東京証券取引所「平成 23 年度株式分布状況調査の調査結果について」（2012 年 6 月 20 日）参照。

¹⁸ A. A. Berle and G. C. Means, “The Modern Corporation and Private Property” (1932). 北島忠男訳「近代株式会社と私有財産」文雅堂書店（1958 年）参照。

¹⁹ 河本一郎「現代会社法（新訂第 7 版）」商事法務研究会（1995）7 頁以下参照。

資本を有する機関による株式所有が進んでいる。わが国における図表 1 のように、株式市場における機関投資家の台頭が見られるようになった。

バーリー=ミーンズの仮説に基づくと、以前は株主が広範囲に分散していたために、私利のために行動するおそれのある会社経営者を監視し、規律することが困難であった。ところが、少数の機関化された株主による集中的な株式所有の構造が見られる現在においては、この仮説によれば、逆の状況が生じることとなる。すなわち、大規模資本による集中的な株式所有の結果、「所有と支配の分離」から「所有と支配の一致」の状況になり、所有と支配のいずれもが株主に帰属する。その結果、大株主たる機関投資家の存在によって経営者支配が抑制されるとの論理から、機関投資家は、大規模な資本を背景とする会社所有者たる株主として、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たすことができるとの理解が生じている。もっとも、機関投資家が金融機関に属する投資運用部門である場合には、金融機関全体としての取引関係等の観点から、投資先企業に対する積極的な株主活動が制約される可能性も存在する²⁰。したがって、機関投資家が年金基金等の独立の立場であるか、金融機関等の一部門であるかによって、コーポレート・ガバナンスにおける役割にも差異が生じる恐れがあるため、機関化された大規模投資家というだけで機関投資家の役割を定義づけることが不十分な場合も生じてくる。

したがって、年金基金のみならず、その資金委託先である投資運用会社等も含めて機関投資家は単なる大規模資本の集合体という立場だけではなく、最終的な受益者のために資金を運用する者として各々が受託者責任を負っていることに留意しなければならない。金融機関の一部門である運用会社の場合であっても、最終受益者の利益のために株主として行動することが要請される。受託者責任の観点からは、機関投資家は、株式価値を高めて最終的な受益者の長期的な利益に資するように行動することが求められるが、そのためには投資先企業のコーポレート・ガバナンスを向上させるよう行動することも含まれる。

このように、機関投資家は、投資先企業に対する所有者としての側面と、受益者のために資金を運用する受託者としての側面との両方向から、投資先企業のコーポレート・ガバナンスにおいて役割を果たすことができると期待されるのである。

²⁰ 上田亮子「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 29 卷 1 号（2001 年）参照。

② 「退出」(exit) から「発言」(voice) へ

機関投資家の受託者責任の意識向上に伴い、受託者責任を果たす具体的手段として議決権行使を行うようになった背景には、機関投資家の株式保有構造および運用構造の変化がある。

まず、株式保有構造の変化については、機関投資家の保有割合が上昇したことが挙げられる。投資家が投資先企業の業績や株価、経営の方向性等に不満がある場合にとるべきもっとも古典的な方法は、株式を売却し、投資先企業から「退出」(exit) することである。これを「ウォール・ストリート・ルール」(wall street rule) という。当該投資先企業の株式が売却されることによりその株価が低下すると、当該企業の経営者に対する株主からの厳しい評価につながるとともに、M&Aの対象ともなりうるおそれがある。そのため、このようなプレッシャーを回避するため、株価の維持あるいは上昇を目指して、経営者は会社を運営する。

しかしながら、市場における、あるいは特定の企業における株式保有の機関化が進むと、このようなウォール・ストリート・ルールに基づく株式の売却が困難になる。ひとつには問題のある投資先企業から「退出」するために全株式を売却するに際して支払う手数料が巨額になるため、コストがかかってしまう。また、その売却により、株価に大きな影響を与え、市場における株価の下落を引き起こしてしまうおそれがある。そのため、業績や株価が低迷し、経営上問題のある投資先企業であっても、「退出」という手段をとることが困難な場合が生じてくる。

次に、運用構造の変化については、インデックス運用²¹が増加したことが挙げられる。機関投資家がインデックス連動型のパッシブ運用を行っている場合には、そのポートフォリオのなかにインデックスを構成する株式を一定比率組み入れなければならず、インデックスとの整合性を確保するため、それを売却することなく保有し続ける必要がある。そのため、ポートフォリオに組み込まれた個別企業のパフォーマンスが低いとしても、なかなかその株式を売却することができない。

そのため、特に保有割合が比較的高く、インデックス運用を行っている場合には、問題のある投資先企業から「退出」せずに、そのパフォーマンスを高めることが必要になる。

²¹ 「インデックス運用」とは、株価指数（ベンチマーク、インデックス）に連動する投資等により市場の平均的なリターンを目標に運用を行うこと。市場平均を上回る超過収益の獲得を目指す「アクティブ運用」の対義語であり、「パッシブ運用」も同義である。

この場合には、投資先企業に対して「発言」(voice) することで、そのコーポレート・ガバナンスに関与しようとする。株主としての地位を維持したまま、その権利を行使することによって会社のパフォーマンスを高め、その結果として投資収益の確保あるいは損失の軽減を目指す。

このように「発言」する機関投資家のことは、「株主積極行動主義」と呼ばれることがある。その具体的行動としては、投資先企業の経営者との対話等のコミュニケーション、株主総会における議決権や株主提案権などの株主権利の行使等が含まれるが、このように株主が投資先企業に対してコーポレート・ガバナンス向上の観点から取り組む活動を「エンゲージメント」活動という。なかでも議決権については、投資先企業の意思決定に対して直接関与できるものとして活発に行われる。「株主積極行動主義」に基づいて活動を行う投資には、「アクティビスト」(activist) と呼ばれる投資家と「アクティブ・シェアホルダー」(active shareholder) に大別できる。アクティビストとは、主として会社との対立関係を鮮明にしてエンゲージメント活動を行う投資家のことであり、ヘッジファンドなどの比較的短期の資金を運用している投資家が多く含まれる。アクティビストに対しては、その性質上、ほとんどの上場会社からは「厄介な存在の株主」という印象をもたれることが多い。投資先企業からはこれに対して、アクティブ・シェアホルダーとは、年金基金などのアセット・オーナーやその資金を運用するアセット・マネジャーなど、比較的長期の資金を運用する投資家のなかで、投資先企業へのエンゲージメント活動を積極的に行っている投資家のことを指す。一般に、後者のアクティブ・シェアホルダーは「メインストリーム」(主流の) 投資家であると認識されており、スチュワードシップ・コードにおける重要なプレーヤーとして期待される。アクティビストとアクティブ・シェアホルダーとは、いずれも「株主積極主義」に基づいて投資先企業へのエンゲージメント活動に力を注ぐ投資家であるが、そのアプローチは決定的に異なっている。

このように、機関投資家はその責任を果たすためには、ウォール・ストリート・ルールに基づいて「退出」することのみならず、「発言」として積極的にエンゲージメント活動を行うことがある。したがって、機関投資家の側も、投資先企業に対してどのようなアプローチを採用するのか、方針となる基本的考え方はあるのか等について、透明性を高めることは求められる。そのため、このような株主積極主義の投資家にとっては、とくにスチュワードシップ・コードが求める情報開示や取組みが重要となる。

第2節 日本と英国におけるスチュワードシップ・コード策定

(1) 日本版コード策定の背景

「日本再興戦略」は、「成長への道筋」を実行・実現する施行の一つとして、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則」²²の検討と策定を提言した。「日本再興戦略」は、所謂アベノミクスと呼ばれる政治主導の成長戦略の一環としての「第三の矢」と呼ばれる柱の一つである。そのため、これに基づく日本版コードは、その究極的な目的として、上場会社の価値向上を通じて日本経済全体の成長につながる効果が期待されている。

したがって、日本版コードでは、中長期的視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、持続的成長を促すことを目的としていることが随所で強調されている。この目標達成のため、コードを採用する機関投資家には、投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を通じてその責任を果たすことが求められる。

(2) 英国版コード策定の背景

日本版コードは経済再生の手段の一つとして議論されたが、英国版コードではリーマン・ショックを契機とする金融危機からの経済回復を目的として策定された。2009年に公表された金融機関のコーポレート・ガバナンス強化に関する「英国の銀行等の金融機関におけるコーポレート・ガバナンスに関する報告書」(執筆責任者であるデビッド・ウォーカー卿にちなんで、一般に「ウォーカー報告書」と呼ばれる)²³は、コーポレート・ガバナンス向上の観点から機関投資家の役割とその関与を強化するために、スチュワードシップ・コードを策定することを勧告したが²⁴、このアプローチは金融機関以外にも有効であるため上場会社全体に敷衍されることとなった。

その背景として、英国では1990年代初頭のコーポレート・ガバナンス改革初期から機関投資家が関与し、コーポレート・ガバナンス問題における機関投資家の役割が受け入れられていた。この分野の先駆的な取り組みである1992年の「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」(委員長であるエイドリアン・キャドバリー卿にちなん

²² 首相官邸・前掲注2、12頁参照。

²³ 英国財務省“A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities -final recommendation”(2009)。本報告書は英国首相からの要請に基づき Sir David Walker により取りまとめられ、英国財務省から公表された。

²⁴ 英国財務省, *ibid*, recommendation 16-22, pp17-19.

で、一般に「キャドバリー報告書」と呼ばれる)²⁵の委員会には、アセット・オーナーやアセット・マネジャーから構成される機関株主委員会²⁶（現在は機関投資家委員会）の代表者が委員として参加していた。英国版コードは、この機関株主委員会が作成した「機関投資家責任コード」を基礎として策定されたが、機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割や関与については一定の環境が整っていたものと考えられる。

（３）日英のコード制定の背景からの示唆

日本版と英国版のいずれのステュワードシップ・コードについても、あらかじめ、一定期間ごとの改正を計画したものとして制定されている。すなわち、日本版はおおむね３年毎²⁷、英国版は２年毎²⁸ ²⁹の定期的な改正が予定されており、実務の対応状況や環境の変化を反映して、コードが適切かつ柔軟に対応できるような仕組みとなっている。

背景には、日本版、英国版コードとも、その策定にあたり、政治的イニシアティブが働いていたことが考えられる。

前述のように、英国版は、2008年のいわゆるリーマン・ショックを契機とする金融危機からの回復段階において、金融機関におけるコーポレート・ガバナンス改革の担い手として、機関投資家の役割に期待を寄せたことが背景にあった。金融危機の当初においては、とくに短期主義のヘッジファンドを中心とする機関投資家は危機を誘発した「主犯」として糾弾されもした。しかしながら、危機からの回復段階においては、年金基金やその運用を行うアセット・マネジャーなどの長期的な機関投資家については、投資先企業のコーポレート・ガバナンスを改善し、向上させるうえで、重要な役割を果たせるとの期待が高まった。このようななか、英国首相を委託を受けたデビッド・ウォーカー卿による「英国の

²⁵ Cadbury Committee “Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance”(1992)、邦訳は日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編「コーポレート・ガバナンスー英国の企業改革ー」商事法務研究会（2001年）。本報告書は英国のコーポレート・ガバナンス改革の基礎とされる。

²⁶ 機関株主委員会（Institutional Shareholder Committee ; ISC）は、現在は機関投資家委員会（Institutional Investor Committee ; IIC）に名称変更されている。英国年金基金協会、英国保険業協会、英国投資信託会社協会、英国投資銀行および証券業協会、ユニットトラスト協会の５団体から構成される。

²⁷ 日本版コード前文『『プリンシパルベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』』第15パラグラフ参照。

²⁸ 英国財務省, supra note5, recommendation18, p.18 and p.84, and paragraph 5.38, p.83.

²⁹ FRC, supra note 3, “Application of the Code” paragraph 1, p. 2 and paragraph 15, p.3.

銀行等の金融機関におけるコーポレート・ガバナンスに関する報告書」(所謂ウォーカー報告書)が、て、英国財務省から公表された。このウォーカー報告書では、投資先企業のコーポレート・ガバナンス向上に対する機関投資家の役割は、金融機関だけではなくすべての上場会社において有効であると指摘し、スチュワードシップ・コードの策定を主張した。

これに対して、日本では、バブル崩壊以降の長期的な景気低迷からの脱却を目指して、2013年6月に内閣主導で公表された「日本再興戦略」において、スチュワードシップ・コードの策定が提言された。これは、日本経済全体の再生という国家戦略を実行するため、上場企業の持続的成長を促進し、価値向上をもたらすこと目的とするものである。このような観点から、上場会社に投資を行う機関投資家に対して、投資先企業との対話などの手段を通じてその責任や役割を果たすこと明確にするために、スチュワードシップ・コードを早期に策定することが指示されている。

このように、政策の実施が政治的判断に基づいて行われる場合、トップダウンによる強力なリーダーシップが発揮されるため、政策実現に向けての原動力が強く働くこととなる。その結果、比較的短時間に成果がまとまる傾向が強いと考えられる。これは、ボトムアップ方式による関係者の意見集約に基づく政策実施とは大きく異なり、政策の実現可能性を高めるものである。しかしながら、他方で、このような政治的リーダーシップに基づく場合には、政策上の成果とするために一定の期限が定められることが多く、策定までの時間が制約を受ける場合が少なくない。そのため、公表されたコードが完全なる完成形ではなく、実際の運用において様々な課題が生じる可能性が否定できないというリスクを内在している。そのため、このような政策立案と策定に至る早期化とともに、より完成された形のコードを目指して、将来的な改正を重ねることを前提として、コードの目的を達成できるように、より実効性が高く、実務や環境に則したコードが形成されることが考えられる。

第2章 英国版スチュワードシップ・コードの成立

第1節 英国版スチュワードシップ・コードの背景

(1) 英国のコーポレート・ガバナンス改革における機関投資家の関与

英国におけるスチュワードシップ・コードの策定は、1990年代初頭からのコーポレート・ガバナンス改革の一環として位置付けることができる。英国の改革は、当時社会問題化した複数の企業不祥事³⁰への反省を契機に始められた。英国の産業界は、一種の自浄作用として企業の行動を正す必要性を認識してこの問題に対処し³¹、1991年にエイドリアン・キャドバリー卿を委員長とする「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会」が設立され、1992年に「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」(所謂キャドバリー報告書)³²が公表された。キャドバリー報告書は、世界中のコーポレート・ガバナンス議論の先駆的取組みとされるが、スチュワードシップ・コードと関連する特徴として、機関株主委員会 (Institutional Shareholder Committee; ISC)³³の委員会への参加がある。

機関株主委員会は、英国保険業協会 (Association of British Insurer; ABI)、英国投資会社協会 (Association of Investment Companies; AIC)、英国投資運用協会 (Investment Management Association; IMA)、英国年金基金協会 (National Association of Pension Fund; NAPF) 等の様々な業態の機関投資家の代表から構成される投資家フォーラムであり、キャドバリー報告書と同時期の1991年には「英国における機関株主の責任に関するステートメント」³⁴を公表した。その後、2001年には英国財務省からポール・マイナース卿³⁵による「機関投資に関するマイナース報告書」³⁶が公表され、コーポレート・ガバナンスの議論は会社のみならず機関投資家を代表とする株主の責任にまで拡大し、機関株主委

³⁰ マネーロンダリング等の不正への関与が問題視され粉飾決算と経営破綻に至った BCCI 銀行事件、従業員の年金資産の不正流用が社会問題化したマクスウェル事件等。

³¹ FRC, "The UK Approach to Corporate Governance" (2006).

³² "The Financial Aspects of Corporate Governance" (1992). 同報告書の翻訳は、日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「英国の企業改革」商事法務研究会 (2001) 259 頁以下「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告書」参照。

³³ 現在は、機関投資家委員会 (IIC : Institutional Investor Committee)に名称変更されている。

³⁴ Institutional Shareholder Committee (ISC), "A statement on "The Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK" (1991).

³⁵ Baron Myners として叙せられ、ブラウン政権下で 2008 年 10 月から 2010 年 5 月まで金融サービス担当大臣に就任した。

³⁶ 英国財務省" Institutional Investment in the UK: A Review (the Myners Report)" (2001.3)

員会もこれに対応する形でステートメントを改訂した。さらに、機関株主委員会は、2009年にステートメントを「機関投資家責任コード（Code on the Responsibilities of Institutional Investors）」として規範化し、これが英国版スチュワードシップ・コードの基礎として採用された³⁷。

図表 2 英国のコーポレート・ガバナンス改革

(機関投資家) スチュワードシップ・コード	(上場会社) コーポレート・ガバナンス・コード
1991 ISC 「英国における機関株主の責任に関するステートメント」公表	1992 キヤドバリー委員会 「コーポレート・ガバナンスの財務的側面に関する委員会報告」公表 1995 グリーンブリッジ委員会 「取締役報酬 リチャード・グリーンブリッジを委員長とする検討委員会報告書」公表 1998 ハンペル委員会 「コーポレート・ガバナンス委員会最終報告書」公表 1998 ハンペル委員会 「統合規範」公表
2001 財務省 「機関投資に関するマイナース報告書」公表	
2002 ISC 「機関株主および代理人の責任：原則ステートメント」公表	「統合規範」改正
2009 財務省 「ウォーカー報告書」公表	
2009 ISC 「機関投資家の責任コード」公表	
2010 FRC 「スチュワードシップ・コード」公表	2010 FRC 「コーポレート・ガバナンス・コード」公表
2012 FRC 「スチュワードシップ・コード」改正	2012 FRC 「コーポレート・ガバナンス・コード」改正

出所：筆者作成

英国版スチュワードシップ・コードは、機関株主委員会が2009年11月に公表した「機関投資家責任コード（Code on the Responsibilities of Institutional Investors）」がほぼそのままの形で採用されている。FRCは英国版スチュワードシップ・コードの策定に際して、7原則の内容だけではなく、コードの受入れ方法についても、機関投資家責任コードの多

³⁷ 前掲注 22、106 頁参照。

くが採用された。例えば、「機関投資家責任コード」は任意の規範であるが、機関投資家に対し、その採用状況ならびに実施手段を開示することを要請している。また、海外投資家や政府系ファンド等の機関株主委員会の構成員ではない投資家に対しても、コードの採択を奨励している。機関株主委員会は、英国投資家か海外投資家にかかわらず、「機関投資家責任コード」を遵守した投資家は、同委員会のウェブサイトに掲載されるとしている。

また、キャドバリー報告書の後継の取組みとして、グリーンブリー委員会「取締役報酬リチャード・グリーンブリー卿を委員長とする検討委員会報告書」（1995年）、ハンペル委員会「コーポレート・ガバナンス委員会最終報告書」（1998年）の各報告書の集大成として、これらの報告書を統合する者として、1998年に「統合規範」（Combined Code）が公表された。「統合規範」は、その後数回の改正を経て、2010年に「英国コーポレート・ガバナンス・コード」に名称を改められた、英国コードの基礎となるものである。この「統合規範」の「C.1 原則 機関株主との対話」では、「会社は、実現可能なかぎり、お互いに理解しあった目標に基づいて進んで機関株主との対話を行おうとしなければならない」と述べる。機関株主（Institutional Shareholder）とは、機関投資家である株主の意であり、1998年公表の「統合規範」において、すでにコーポレート・ガバナンス向上の観点から、会社と機関投資家との対話の重要性を指摘している。

このように、英国のコーポレート・ガバナンス改革は当初から機関投資家が関与しており、機関投資家の側も、期待される役割の変化に対応して、適宜取組みを強化してきた。英国では、このような経緯を踏まえ、コーポレート・ガバナンスの分野における機関投資家の役割に対する一定の理解が定着している。

（2）ウォーカー報告書における金融危機からの反省と機関投資家の役割

① ウォーカー報告書の背景と金融機関以外への拡大

2009年11月、英国財務省は、首相の委託を受けたデビッド・ウォーカー卿による「英国の銀行等の金融機関におけるコーポレート・ガバナンスに関する報告書」（所謂「ウォーカー報告書」）³⁸を公表した。デビッド・ウォーカー卿は英国の大手銀行のトップを務める英国金融界の重鎮であり、ウォーカー報告書は、リーマン・ショック後の金融危機により顕在化した銀行および金融機関におけるコーポレート・ガバナンスのあり方を見直すためにまとめられた。2009年6月に報告書案が公表され、その後の意見照会期間を経て、2009

³⁸ 英国財務省, *supra* note 23.

年 11 月に最終報告書が公表された。

ウォーカー報告書では、機関投資家の役割が議論され、コーポレート・ガバナンス向上のために、エンゲージメントに対する一層の関与が求められた。

ウォーカー報告書は、リーマン・ショックを契機とする金融危機で傷ついた英国経済の再建のため、金融機関のコーポレート・ガバナンス強化の施策を提言した。金融危機への対応においては、株主が有限責任による保護を享受する一方で、公的資金の最終供給者である納税者は多大の負担を負う結果となった。このような観点から、ウォーカー報告書では、発行会社としての金融機関におけるコーポレート・ガバナンスを規律付ける役割として、株主とりわけ機関投資家の関与に期待を寄せた。

その具体的な方策として、ウォーカー報告書は、機関投資家と投資先企業の取締役会との間のエンゲージメントの強化を求め、各種コードや会計基準等を所管する独立の自主規制機関である財務報告評議会（Financial Reporting Council; FRC）に対して、機関株主委員会のコードに基づくスチュワードシップ・コードの策定を勧告した³⁹。FRC は、ウォーカー報告書の提言に従い、意見照会等の手続きを経て、2010 年 7 月にスチュワードシップ・コードを公表した。

ウォーカー報告書の直接の対象は金融機関であった。しかし、機関投資家のエンゲージメントの対象は金融機関に限らず普遍的であるとして、スチュワードシップ・コードでは、上場会社一般に敷衍された。

以下に論じるように、英国版スチュワードシップ・コードの内容や監督方法などの主要な部分は、ウォーカー報告書の勧告に従っている。

② ウォーカー報告書によるスチュワードシップ・コード策定の勧告

ウォーカー報告書第 5 章「機関株主の役割：コミュニケーションとエンゲージメント」では、金融機関のコーポレート・ガバナンス改善のために、機関投資家の責任とその役割の強化を指摘している。機関投資家とりわけファンド・マネジャーと投資先企業の取締役会との間で、一層のエンゲージメントがもたれることが必要であるとする。

ウォーカー報告書の序文によれば、昨今の金融危機においては、株主が投資先企業に関して有限責任を享受している一方で、主要銀行や納税者は無限責任を負わされていること

³⁹ 英国財務省, *ibid*, Recommendation16-18. スチュワードシップ・コードに関するウォーカー報告書の勧告内容については、上田・前掲注 13、107 頁以下を参照。

が明らかになったとしている。このことから、株主が所有者としての責任を果たすことの重要性が改めて認識された。

このような背景から、ウォーカー報告書では、エンゲージメントを通じた機関投資家の役割をより高めるため、その指針として「スチュワードシップ・コード」の策定を求めるとともに、その実効性を確保するための監督機関として FRC の役割に期待している。

具体的には、現行の「統合規範」のなかで、機関投資家に対する規範を定める部分（「第 2 部 機関株主」）を分離し、その内容を強化した上で、「スチュワードシップ・コード」として、新たに機関投資家に対するコード（規範）を定めることを検討した（ウォーカー報告書勧告 16）。これに伴い、「統合規範」自体は上場会社に対する規範として再構成され、その名称も「コーポレート・ガバナンス・コード」と改められることが勧告された⁴⁰。

ウォーカー報告書 勧告 16

機関投資家およびファンド・マネジャーによるスチュワードシップに関する最善慣行原則（principle of best practice）の遵守を向上・奨励するために、FRC の権限は明示的に拡大されるべきである。この新しい役割は、現行の「統合規範」において、「コーポレート・ガバナンス・コード」について規定している部分を「スチュワードシップ・コード」について規定している部分とは切り離すことによって明確化されるべきである。

1992 年のキャドバリー報告書韓国に基づいて、1998 年に公表された「統合規範」は、英国のコーポレート・ガバナンスに関する最善慣行規範（ベスト・プラクティス）として、その実効性が認識されていた。しかし、「統合規範」がロンドン証券取引所の上場規則に採用され、上場会社に対する一定の強制力を有するようになるに従い、同じ規範のなかに機関投資家に対する条項が含まれていることに違和感が生じることとなった。そのため、今回の見直しにより、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」とを明確に分けることで、市場参加者全体のコーポレート・ガバナンスの水準を高めることを目指したものである。

具体的には、「統合規範」のなかの「第 2 部 機関株主」を分離し、それを機関株主委員会（ISC、現在は機関投資家委員会 IIC）が 2009 年 11 月に公表した「機関投資家責任コード（Code on the Responsibilities of Institutional Investors）」に置き換えることで、「ス

⁴⁰ 英国のコーポレート・ガバナンス・コード制定については、上田亮子「英国のコーポレート・ガバナンス規範の改正」資本市場リサーチ 14 号参照。

「スチュワードシップ・コード」として独立させることとされた。

④ FRC の権限強化

ウォーカー報告書では、「統合規範」（改訂後は「コーポレート・ガバナンス・コード」）と同様に、FRC が「スチュワードシップ・コード」についても監督すべきであるとして、

ウォーカー報告書 勧告 17

機関株主委員会によって作成された機関投資家責任コードは、FRC の正式承認を得て「スチュワードシップ・コード」とされるべきである。FRC の独立性と権限に鑑みて、その監督権限を FRC に移管することは、「スチュワードシップ・コード」の重要性を大いに高めることになる。「統合規範」の場合と同様に「スチュワードシップ・コード」は、最善慣行のステートメントである必要があり、また「遵守あるいは説明」の原則に基づいていなければならない。

その権限の強化を勧告している（ウォーカー報告書勧告 17）。

FRC は独立した自主規制機関であり、このような機関が担当することで、一律の厳格な適用を強行法的に義務付けるのではなく、各機関投資家の実情に応じた自主的な対応が可能になる。また、英国では、コーポレート・ガバナンスに対する取り組みの特長として、「統合規範」に定められている最善慣行規範に関する「遵守あるいは説明」（コンプライ・オア・エクスプレイン）のアプローチが広く受け入れられている。このような自主的な取り組みならびに「遵守あるいは説明」のアプローチによって、全体としての実効性を高めることについては、すでに十分な実績がある。そのため、今回の「スチュワードシップ・コード」の策定においても、この「遵守あるいは説明」の原則が採用される。

また、FRC による「スチュワードシップ・コード」に対する監督には、将来にわたっての継続的、定期的なレビューのプロセスが含まれる。このようなモニタリング・プロセスの一環として、投資先企業に対するエンゲージメントへのコミットメントを明らかにしている機関投資家は、「スチュワードシップ・コード」の遵守状況に関する調査への参加が求められ、その結果は毎年公表されることとなっている（ウォーカー報告書勧告 18、18B）。

ウォーカー報告書 勧告 18

FRC は、機関株主、ファンド・マネジャーその他の関係者と密接に連携しながら、実績に鑑みてその目的適合性の維持を確保し、適切な改訂の提案を行うため、定期的に「スチュワードシップ・コード」を見直さなければならない。

勧告 18B

エンゲージメントへのコミットメントを明らかにしているすべてのファンド・マネジャーは、「スチュワードシップ・コード」の遵守状況をモニターするための調査に参加しなければならない。このモニタリング・プロセスの適切性と独立性を確保するために、FRC の指導のもとで実施手続きが整備されなければならない。また、このエンゲージメントに関する調査結果は、毎年公表される。

このような背景から、FRCは、機関株主委員会の策定した「機関投資家責任コード」に基づいて、「スチュワードシップ・コード」を制定することとし、広く意見照会を行った。

第2節 英国版スチュワードシップ・コードの重要概念

(1) 英国版コードの制度的枠組み

英国における、上場会社のコーポレート・ガバナンス向上を目指すアプローチは、上場会社と株主との関係を双方向で規整し、開示等の枠組みを義務付けつつ、その中では実態に即した自由な取組みを認めるものである。ここでは、ソフトローとハードローを組み合わせた規制のアプローチが採用されている。

ハードローとは、法規則による規整、義務付けを行うものである。コーポレート・ガバナンスに関するハードローとしては、金融行為規制機構（Financial Conduct Authority; FCA）が定める規則集である Handbook があり、上場会社に対しては上場規則（Listing Rules）、開示規則および透明性規則（Disclosure Rules and Transparency Rules）が、投資家に対しては業務行為規程（Conduct of Business Sourcebook）が適用される。

他方、ソフトローの典型は、FRC が定める最善慣行として定められるコードである。コードの遵守については、各当事者の実情に応じた任意の対応を認めるが、不遵守の場合にはその理由を説明させるという、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチが採用されている。このアプローチは、英国におけるコーポレート・ガバナンス規制の大きな特徴であり、1992年に公表されたキャドバリー報告書以後現在まで継承されている。

図表 3 英国のコーポレート・ガバナンスをめぐるハードローとソフトローの枠組み

	ソフトロー	ハードロー
監督当局	財務報告評議会（FRC）	金融行為規制機構（FCA）
上場会社に対する規制	コーポレート・ガバナンス・コード	上場規則
機関投資家に対する規制	スチュワードシップ・コード	業務行為規程

出所：筆者作成

そのため、機関投資家は、スチュワードシップ・コードに関して、業務行為規程 2.2.3 により、「コードに対するコミットメントの状況」あるいは「コードにコミットしない場合には代替的な投資戦略」の開示が義務付けられる。同様に、英国の上場会社は、英国コー

ポレート・ガバナンス・コード⁴¹が上場規則として義務付けられる。しかし、コード内容の実施については、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチに基づく柔軟な対応が認められている。

上場会社のコーポレート・ガバナンスを向上させるためには、上場会社に対する規制の枠組みを構築することが第一歩であるが、それだけでは不十分である。さらに進んで、上場会社をコーポレート・ガバナンスに能動的に取り組ませるための外部環境の整備が不可欠であり、そのためには株主なかでも機関投資家の役割に大きな期待が寄せられる。そのため、ソフトローとハードローの両方において、上場会社と機関投資家との双方向からコーポレート・ガバナンスの向上を図るための枠組みの構築が進められた。

図表 4 は、英国におけるコーポレート・ガバナンス向上のための規制の枠組みをまとめたものである。上場会社のコーポレート・ガバナンスの向上は、株主価値の向上の重要な要素である。さらに、株主が機関投資家である場合には、株主価値の向上は年金資産の運用リターンの向上につながり、究極的には最終受益者である年金受給者ひいては国民全体の利益につながるという、価値向上の連鎖の関係にある。

ところが、これまでは、上場会社と株主との関係についてはコーポレート・ガバナンス・コード（旧「統合規範」）あるいは上場規則によって、年金基金と最終受益者との関係については 2000 年年金法によって規定されているだけであった。2000 年年金法によれば、年金基金は、「投資方針（Statement of Investment Principles）」において資産運用におけるリスク、リターンなどともに、社会的責任問題や環境問題、議決権行使への取り組みについても説明することとされた。これは、年金基金の最終受益者に対する責任を明確にするものであり、投資先企業に対する議決権行使などのガバナンス活動について言及したことは、年金基金の資産運用がコーポレート・ガバナンスに対して一定の影響力を行使しえることを明らかにするものであった。ところが、上場会社のコーポレート・ガバナンスに直接関係するのは株主であるが、自家運用を行っている場合を除き多くの年金基金の場合には、実際の運用は外部のアセット・マネジャーに委託しているのが実態であり、上場会社と年金基金との間でコーポレート・ガバナンスに関する双方向の流れが繋がっていなかった。

スチュワードシップ・コードの意義は、上場会社と年金基金等の顧客との間で、アセット・マネジャーが果たすべき役割を明確にしたことにある。アセット・マネジャーは、上場

⁴¹ FRC, “UK Corporate Governance Code” (2012.9).

ガバナンス向上を目指すために、ソフトローとハードローを組み合わせた制度が設計されている。

(2) 英国の市場参加者とコードの対象

英国版コードの目的は、英国上場株式の価値向上を目指すものであることから、2010年公表のコードでは、その適用対象を第一義的には「英国上場会社の株式を保有する機関投資家」⁴²としていた。

英国の株式市場における海外投資家の保有比率は、2006年以降40%を超え、2010年には41.2%となっている（図表5）。これに対して、国内の機関投資家（保険会社、年金基金、ユニットトラスト、投資信託）の保有比率の合計は22.5%にとどまっており、英国の国内機関投資家よりも海外投資家のほうが、英国の株式市場における保有比率は高い。また、英国機関投資家のアセット・アロケーションは、英国株式は20%以下であり、2010年以降は海外株式の比率の方が高い（図表6）。

したがって、英国市場は海外投資家の存在感が高く、機関投資家のポートフォリオにおける英国株式の比率も低下しているため、英国版コードの実効性を確保するためには適用対象を比較的広く設定することが必要である。そのため、海外投資家に対しても英国版コードの採用を促すとともに、英国の投資家には海外株式についてもコードを適用する努力を求める⁴³。

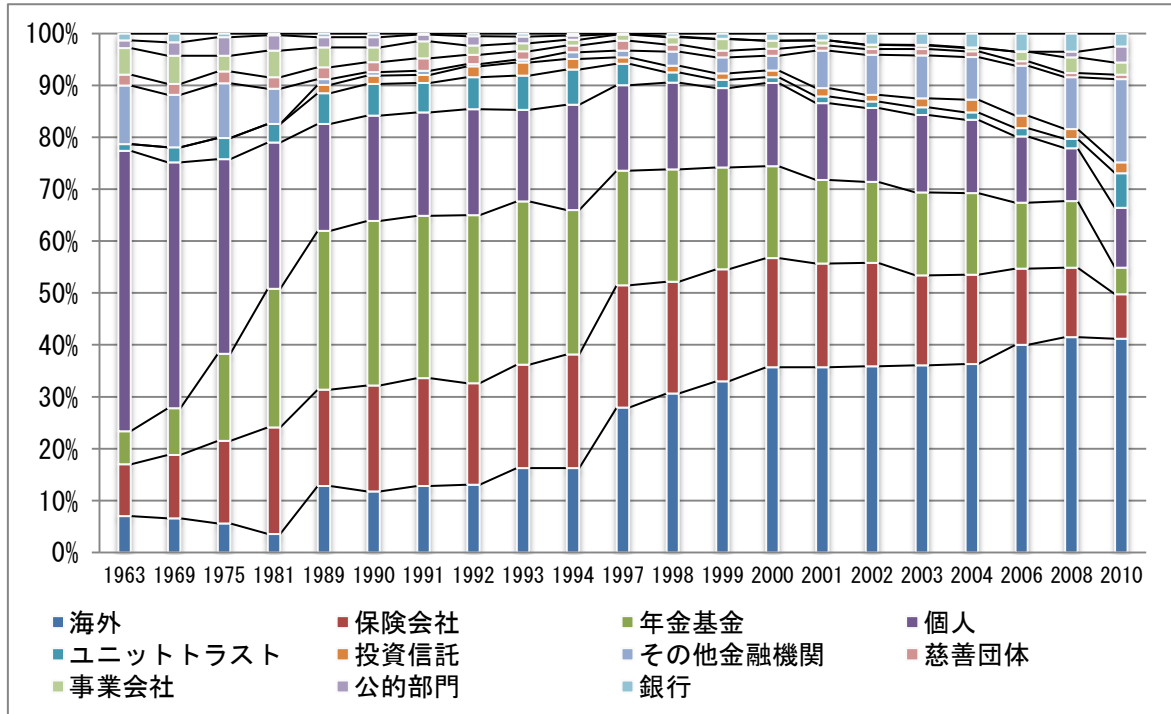
特に、英国市場で積極的に投資活動を行っている政府系ファンド（ソブリン・ウェルス・チュワードシップ・ファンド、SWF）は資金規模が大きいため、コードの採用が期待される⁴⁴。現実的には、他国政府の一部門である政府系ファンド自身が英国のコードを採用することは困難であるが、政府系ファンドが運用を委託している外部のアセット・マネジャーに対してコード採用を求めるといった方法などを要請することにより、実質的に政府系ファンドの資産に対してコードの効果を及ぼすという対応も検討されている。

⁴² FRC, supra note 3, “Application of the Code” paragraph 2, p.2.

⁴³ FRC, supra note 3, “Application of the Code” paragraph 9, p.3.

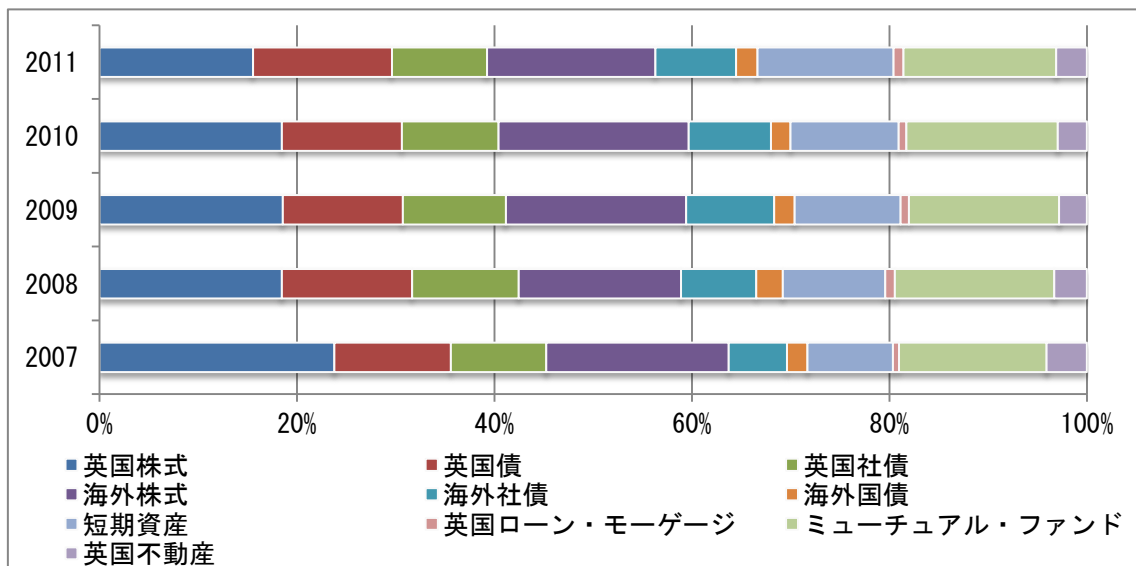
⁴⁴ FRC, “Developing in Corporate Governance 2011: The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Code” (2011.12), p27.

図表 5 英国上場会社株式の所有者の推移



出所：英国国家統計局”Ownership of UK Quoted Shares, 2010” (2012)

図表 6 英国機関投資家の運用資産の構成



出所：英国国家統計局”Investment By Insurance Companies, Pension Funds and Trusts” (2012)より作成

今後日本版コードをはじめ同様のコードが国際的に拡大するなかで、国境や市場を超えて投資活動を行う投資家については、各国で同様のコードを採択するか否かを検討する必要が出てくる。影響力の大きい国際投資家のコード採用を促すためには、当事者の実務上の負担を軽減する必要があり、ルールの相互認識を高める等の各国機関の努力も期待される⁴⁵。

(3) スチュワードシップ活動と投資プロセス

英国コード原則 1 指針は、「投資のプロセスを広めに捉え、その中でスチュワードシップを統合的なものとするための工夫」を開示することを求める⁴⁶。

スチュワードシップ活動に積極的な英国のアセット・マネジャーは、環境・社会・ガバナンス（ESG）問題に関する調査やエンゲージメント機能を内製化し、専任のスタッフを配置したり、専門の部署を設置する場合も少なくない。ところが、このような場合であっても、事業戦略や業績等の問題に関しては投資判断と密接にかかわることから、投資に関わる運用担当者やアナリストが参加することで、エンゲージメントの実効的が高まる場合もある。運用パフォーマンスを向上させるにはスチュワードシップ活動と投資活動が有機的に結びつく必要があるため、スチュワードシップ活動の実効性を確保するためには ESG 部門と投資運用部門との連携、すなわち ESG 担当者と運用担当者やアナリストとの関係、スチュワードシップ活動が投資プロセスに与える影響が問題となる。

図表 7 および図表 8 によれば、両機能が切り離された機関投資家は少なく、ESG を投資プロセスに組み込んでいるか、投資活動と ESG の距離が近い機関投資家が多い。また、運用担当者は、スチュワードシップ方針の策定には関与するが、個別の議決権行使は ESG 担当者や外部委託先等により遂行される場合が多いようである。2013 年時点の調査によれば、機関投資家の 27%は運用担当者やアナリストが全議案に関与するが、40%は問題のある議案や反対行使の場合だけ関与すると報告される⁴⁷。

⁴⁵ FRC, “Feedback Statement: Revisions to the UK Stewardship Code” (2012.9), p.5.

⁴⁶ FRC, *supra* note 3, Principle 1, p.6.

⁴⁷ IMA, *supra* note 5, Table 15, p.19.

図表 7 スチュワードシップ活動と投資プロセス

	2012	2011	2010
運用担当者/アナリストが スチュワードシップ方針を 策定/承認	80%	79%	77%
運用担当者/アナリストが 議決権の最終判断	61%	61%	71%

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code”
(2013), Table 11 より作成

図表 8 ESG 専門担当者と投資担当者との協働関係

		2012 年	2011 年	2010 年
ESG 担当者は運用担当者やアナリスト と投資先企業を訪問するか	常に	5%	12%	7%
	しばしば	43%	44%	19%
	時々	37%	30%	58%
	ない	13%	7%	
	無回答	2%	7%	16%
ESG 担当者は運用担当者やアナリスト と社内で会合を持つか	しばしば	57%	68%	
	時々	30%	23%	
	ない	11%	2%	
	無回答	2%	7%	

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code”
(2013), Table 11 より作成

日本では、公的年金基金等の顧客からの要請に基づいて、運用機関においては議決権行使担当者が選任されている場合が多い。しかしながら、日本のコーポレート・ガバナンスの特徴として、6月最終週に株主総会が集中しているという特殊な事情もあり、議決権行使については専任担当者だけではなく、ファンド・マネジャーやアナリストなどの運用部門全体で投資先企業の株主総会議案を分析し、議決権を行使するという業務に従事する場

合が少なくない。また、従来の日本の機関投資家には、議決権行使の担当者や担当部署は設置されていても、英国のように議決権行使以外のコーポレート・ガバナンスに関連する活動を行う立場の者は存在しない。日本版コードの採用により、議決権行使のみならず広範なスチュワードシップ活動の実施が要請されることになるが、そのような場合に、誰が関与するのか、またどのような体制を整備する必要があるのか、投資プロセスとスチュワードシップ活動との整合性や影響はどのように捉えるのかという問題が残されている。今後、日本版スチュワードシップ・コードに基づく活動がより具体化されるなかで、各機関投資家の状況に応じ、スチュワードシップ活動のための体制や環境の整備を行うことがより重要になるものと考えられる。

第3節 英国版スチュワードシップ・コードの2012年改正

(1) 2012年英国版スチュワードシップ・コード改正の全体像

スチュワードシップ・コードは2年毎の改正が計画されていることから、コードを所管する英国財務報告評議会（FRC）は2012年4月スチュワードシップ・コード改正のための諮問文書⁴⁸を公表し、その結果に基づいて2012年9月に最終的なスチュワードシップ・コードの改正を行った⁴⁹。

このような改正の手続きに先立って2011年12月に公表された「2011年コーポレート・ガバナンスの発展：英国のコーポレート・ガバナンス・コードおよびスチュワードシップ・コードの影響と実施状況」という実態調査⁵⁰においては、コードの問題点を洗い出すとともに、この調査結果から得られた結果に基づいて諮問文書や改正案の作成が行われた。

この調査において指摘された主要な問題点は以下の4点である⁵¹。

- ・ 利益相反の管理方法に関する報告が総じて弱いこと
- ・ 集团的エンゲージメントに関する説明が、集团的エンゲージメントを行う組織の構成に関するものばかりであったこと
- ・ 議決権行使助言機関の利用方法に関して詳細な説明を行っている署名機関がほとんどいないこと
- ・ ステートメントの進捗状況と更新すべき点の有無を検討するために、署名機関は毎年ステートメントのレビューを行うことが望ましいこと

これらの論点に基づく諮問文書に対する回答は2012年6月に締め切られ、その回答内容を踏まえて、2012年9月に改正された新しいスチュワードシップ・コードが公表された。回答者からの意見は、比較的好意的なものが多かったため、FRCは意見照会を行った多くの内容について改正を実施することを決定した。

なお、今回のスチュワードシップ・コード改正に関する意見照会に際しては、51機関等から回答が寄せられた。内訳は、アセット・マネジャー12社、アセット・オーナー7社、上場会社2社、サービス・プロバイダー9社、業界団体17機関、会員団体3機関、1大学である。回答者が非公開を求めた場合を除いて、すべての回答がFRCのウェブサイト

⁴⁸ FRC, "Revisions to the UK Stewardship Code, Consultation Document" (2012.4).

⁴⁹ Tomorrow's Company, "Tomorrow's owners – Stewardship of tomorrow's company" (2011), p.3.

⁵⁰ FRC, supra note 44.

⁵¹ FRC, supra note 44, p.21-22.

掲載されている。

(2) 主要論点の背景と改正内容

① スチュワードシップの定義の明確化

i. 背景

2010年版スチュワードシップ・コードでは、そもそも「スチュワードシップ」という用語の定義自体が十分行われていなかった。それには、スチュワードシップという用語自体が大変分かりにくいものであるという背景もある。そのため、今回の改正に先立つ諮問文書においてFRCは、「スチュワードシップ」という用語の意味について、英国内外の市場において混乱が生じていることを認めた。また、スチュワードシップ・コードの目的が、いわゆる「責任ある投資」(relational investments)の関連でのみ認識される場合もあると指摘する⁵²。

ii. 改正内容

このような観点から、今回の改正においては、序論において「スチュワードシップおよびコード」という章を新設した。スチュワードシップとコード」のパラグラフ1とパラグラフ2について、スチュワードシップの定義や意味の明確化が図られている。また原則1の指針において、具現化されたスチュワードシップ活動について述べて、スチュワードシップという用語の意味、目的、それがどのようにガバナンスに関連するかを明確化することを目指した。

多くの回答者は、スチュワードシップという用語は有用かつ適切な表現であると回答し、FRCの改正案に賛同した。

しかしながら、後述するように、改正によりスチュワードシップの目的やスチュワードシップ活動の内容についての記述は追加されたが、概念そのものの説明が十分に行われたとは言い難い。

② アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割と責任

i. 背景

2010年版スチュワードシップ・コードにおいては、アセット・オーナーとアセット・マ

⁵² FRC, supra note 48, para5.

ネジヤーの役割や責任の相違が明確ではなく、その分担や範囲があいまいな部分もあった。たとえば、「機関投資家」という表現が、インベストメント・チェーンにおいてアセット・マネジャーだけを指すのか、アセット・オーナーまで含めるのかなど、解釈が分かれる場合もあった。

ii. 改正内容

このような趣旨から、今回の改正では、アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割や責任が整理された。また、スチュワードシップ活動についても、それぞれの立場によって異なり、アセット・マネジャーに委託される場合であってもアセット・オーナーが受益者に対してスチュワードシップ責任を負っていることが明確にされた。

改正後コードにおいては、アセット・オーナーかアセット・マネジャーのいずれか一方の投資家だけを対象としている場合には、2010年版コードにおいて使われていた「機関投資家」という用語は、内容に応じて「アセット・マネジャー」や「アセット・オーナー」という用語に置き換えられて明確化される。これに対して、アセット・マネジャーとアセット・オーナーの両方を含める場合には、「機関投資家」という用語が利用される。また、アセット・マネジャーやアセット・オーナーは株主と認められるかという議論や混乱を避けるために、「株主」という用語は「投資家」に置き換えられることとされた。

また、改正後のスチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家はアセット・オーナーとアセット・マネジャーという二種類に単純分類されているが、FRCによれば、両者は互いに共同して活動するものであるとされる⁵³。このような背景から、序論に新設される「スチュワードシップおよびコード」の第5パラグラフでは、「機関投資家間における義務の分担は、一般にアセット・オーナーやその他のアセット・マネジャーであると考えられる範囲を拡大する」という記述が追加された。改正案段階では表現が難解で「範囲」の概念が伝統的なインベストメント・チェーンの概念に照らして混乱を生じるおそれがあるとの反対意見もあったが、インベストメント・チェーンを俯瞰してアセット・マネジャーやアセット・オーナーの責任関係を明らかにするという観点から、最終的に改正コードに採用された。アセット・マネジャーやアセット・オーナーの「範囲」については、改正コードの序論「コードの適用」第6パラグラフにおいて、「コードの適用方法に関する運用機関に関するステートメントは、インベストメント・チェーンにおける署名機関の役割と

⁵³ FRC, *supra* note 48, para9.

一致しなければならない」と一貫性を持つことが必要となる⁵⁴。したがって、アセット・マネジャーとアセット・オーナーは、署名されたステートメントにおいて、自らの役割や責任の範囲を明確に認識することが求められている。

③ 機関投資家の利益相反の管理

i. 背景

アセット・マネジャーが金融グループに属する場合等の組織の所属母体との関係で顧客や投資先企業との間で利益相反が生じる場合や、顧客の利益がさまざまに異なっているなかで利益相反が生じたりする場合など、アセット・マネジャーとしてどのような規律で行為をすればよいかという問題が生じる局面はきわめて多く存在する。しかしながら、2011年12月に公表された調査報告書によれば、署名機関のステートメントにおける利益相反が管理される方法に関する説明は不十分な場合が多く、常に顧客の利益を第一に考えていると断言している署名機関はほんのわずかしかないと報告されている⁵⁵。

このような背景から、スチュワードシップ・コードの原則2に関して、利益相反の管理を強化し、情報開示を一層充実させることを奨励する改正が行われた。

ii. 改正内容

改正前後で、原則2については変更が加えられていない。しかしながら、指針について実効性を高めるために大幅な改正が行われていたため、利益相反の管理の実務に与える影響は大きいと考えられる。

改正後コードの原則2の指針においては、機関投資家には、顧客や受益者の利益を第一として、これらの者のために行動する義務があることを明記する。利益相反問題は避けようとしても必然的に生じうる可能性があることを認めつつ、その場合であっても顧客や受益者の利益を最優先として合理的に行動することを求める。そのために、利益相反を管理する方針を作成し、さらにこれを開示することを要請する。

⁵⁴ FRC, supra note 45, p.2.

⁵⁵ FRC, supra note 44, p.22.

④ 集团的エンゲージメント

i. 背景

英国においては、集团的エンゲージメントは、投資先企業と投資家とのコミュニケーションの方法として、実務上定着している。特に、経営者報酬問題などは、集团的エンゲージメントにより、報酬の額や仕組み、透明性などの面で成果を上げることができたといわれる。

スチュワードシップ・コードの原則 5 において集团的エンゲージメントに関する開示が求められる趣旨は、投資先企業の重大な局面において署名機関が他の投資家と協調して問題に対処することを希望するか、また、そのような協力体制の構築が可能であることを明確にするところにある。これは、投資先企業に対する監視活動と並んで、スチュワードシップ活動の中心的取り組みであるエンゲージメントについて、他の投資家と協調する集团的エンゲージメントに対する個々の機関投資家の姿勢を明らかにするものである。

しかしながら、2011 年 12 月に公表された調査報告書によれば、本コードの署名機関によるステートメントの多くが、集团的エンゲージメントについて、集团的エンゲージメントを行う投資家集団の構成に関してのみ焦点を当てて説明しているという問題点が指摘された⁵⁶。そのため、スチュワードシップの質を確保するうえで必要とされる、集团的エンゲージメントに対する姿勢や考え方についての情報が十分に開示されていない実態があった。

ii. 改正内容

このような観点から、集团的エンゲージメントに関して、原則 5 の指針が改正された。集团的エンゲージメントを行う投資家集団の構成に関する情報だけではなく、どのような状況下において投資家は集团的エンゲージメントに参加しようとするのか等の説明についても開示を強化する旨の文言の追加が行われている。

したがって、従来の集团的エンゲージメントを行う投資家集団の形態に関する開示に加えて、集团的エンゲージメントという行動を選択する場合の条件や背景等のより実質的な開示が行われることが期待される。

⁵⁶ FRC, supra note 44, p.22.

⑤ 議決権行使助言機関に関する情報開示

i. 背景

2012年のコード改正に際して、FRCが情報開示について特に問題意識を有している問題⁵⁷の一つは、議決権行使助言機関の利用に関する透明性である。2010年版コードの原則1の指針においては、署名機関に議決権行使その他議決権に関連する助言機関（アドバイザー）の利用の有無と利用方法について説明することを求めていた。しかしながら、署名機関が提出したコード採用に関するステートメントの多くは、例えば独自の議決権行使ポリシーを保有しているか、あるいは常に助言機関の行使結果に従っているのか等の簡単な説明に終わっており、署名機関のステートメントの品質を評価するために必要な情報が十分提供されている状況ではなかった。

議決権行使助言機関の問題については、投資先企業の側からは議決権行使助言機関の影響力の拡大と機関投資家との責任分担の在り方に関する懸念が膨らみ、投資家はエンゲージメント行動の結果とは無関係に、議決権行使助言機関の賛否推奨（レコメンデーション）に疑問を持たずに従ってしまうのではないかという不信感が強まった。そのため、この問題は投資環境を巡る問題のなかでも特に重大な課題として、欧州連合などの公的機関や当局においても検討が進められている。

このような批判の背景としては、議決権行使助言機関が投資家のスチュワードシップ活動の代替機関であるかのように認識されていることが考えられる。しかしながら、議決権行使助言機関は投資家に対して情報提供を行うために利用されているサービス・プロバイダーにすぎないと認識されれば、議決権行使助言機関に対する規制圧力は緩和される可能性も出てくる。他方で、業務を委託している機関投資家については、そのスチュワードシップ責任が外部委託によっても軽減されないことを明らかにすることも求められる。

したがって、議決権行使助言機関についての透明性としては、賛否推奨等がどのように機関投資家によって利用されているのか（参考程度か、全面的に準拠するのか、あるいは機関投資家自身の基準により判断して議決権行使助言機関には事務を代行させているだけか等）ということの開示が求められる。また、議決権行使助言機関を利用したとしても機関投資家自身の責任や義務が免除されるわけではなく、機関投資家には議決権行使助言機関を監督し利用方法を見直すという責任は残されている。そのため、議決権行使助言機関を利用している場合の役割や責任の所在についての透明性を高めることが必要になる。

⁵⁷ FRC, *supra* note 44, pp.21-22.

ii. 改正内容

1. 議決権行使助言機関の利用方法

このような問題意識に基づいて、原則 6 の指針に関しては、署名機関は議決権行使助言機関の利用の有無だけではなく、その賛否推奨をどの程度利用し、依存し、従っているのかについても開示するべきであるとする改正が行われた。この機関投資家の議決権行使代理機関の利用に関する開示の強化については、回答者からの強い賛同を得ており、さらに一層の強化が必要であるとの意見すら寄せられている。

2010 年版コードでは、原則 1 の指針において、投資家に議決権行使方針や議決権行使助言機関等のサービスの利用についての開示を奨励していたが、2012 年改正コードでは原則 6 の指針に移動した。改正後コードの原則 6 の指針では、議決権行使助言機関からどのような種類のサービスを受けているかを説明し、そのサービスに含まれる賛否推奨にどの程度従い、依存しているかについても説明を行うよう、開示すべき内容が拡充された。また、どの議決権行使助言機関を利用しているかについて、署名機関は議決権助言機関について名称等を明記 (identify) することが求められている。これは、同時期に改正された 2012 年版コーポレート・ガバナンス・コードにおいて、取締役会や委員会に対する外部アドバイザーの名称等を明記するのと同様の方法により、開示することとされる。

2. 議決権行使助言機関を利用する場合の機関投資家のスチュワードシップ責任

たとえ議決権行使を含むスチュワードシップ活動を外部委託する場合であっても、これによって機関投資家自身のスチュワードシップ責任までも移譲することは許されない。そのため、機関投資家の責任が減免されるわけではないことが明確化されなければならない。

このような観点から、改正コードの序論「コードの適用」の章に文言が追加されて、機関投資家がスチュワードシップ活動に関連する業務をサービス・プロバイダー（議決権行使助言機関を含むが、それに限定されるものではない）に外部委託している場合であっても、サービス・プロバイダーの活動が機関投資家自身のスチュワードシップに対するアプローチと一致する方法で実行されていることを保証する責任が機関投資家には残されていることを明らかにした。また、コードの原則 1 の指針については、署名機関におけるスチュワードシップ・コードの適用方法に関するステートメントの説明において、機関投資家

の責任やインベストメント・チェーンにおける立場を反映させることを強調するべきであると改正された。さらに、スチュワードシップ活動が外部委託される場合には、これがどのように機関投資家のスチュワードシップの適切な実行に適合するか、署名機関のステートメントにおいて定めるスチュワードシップに対するアプローチと一致した方法でこれを実行させるために投資家はどのような行動をとるべきであるかについて、ステートメントにおいて説明しなければならないとの内容も追加されている。

⑥ スチュワードシップ・コードの適用範囲の拡大

i. 背景

1. スチュワードシップ・コードの適用範囲

スチュワードシップ・コードが制定された主要目的は、英国上場会社のコーポレート・ガバナンス向上のために機関投資家と上場会社とのエンゲージメントを拡大することにある。このような背景から、本コードの適用対象は、第一義的には、英国上場株式を運用する英国において登録された機関投資家である。

前述のように、英国のスチュワードシップ・コードは、機関株主委員会によって 2002 年に第一版が公表された「機関株主およびエージェントの責任：原則ステートメント」⁵⁸を起源としているが、この機関株主委員会の構成員および対象は、英国上場会社株式を保有する機関投資家であった。そのため、このような背景がスチュワードシップ・コードにも踏襲されたと推察できる。

2. 英国市場の参加者の多様化

しかしながら、英国の株式市場における海外投資家の保有比率は、2006 年以降 40% を超え、2010 年には 41.2% となっている（図表 5 参照）。これに対して、国内の機関投資家（保険会社、年金基金、ユニットトラスト、投資信託）の保有比率の合計は 22.5% であり、英国の国内機関投資家よりも海外投資家のほうが、英国の株式市場における保有比率が高いという状況にある。

ところが、スチュワードシップ・コードにおいては、その第一義的な適用対象者を、英国上場株式を保有する英国に登録されるアセット・オーナーおよびアセット・マネジャー

⁵⁸ Institutional Shareholder Committee, “The Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents: Statement of Principles” (2002).

としている。そのため、政府系ファンド、海外年金基金等の海外のアセット・オーナーや英国で登録していない海外のアセット・マネジャー等の外国人投資家は、英国市場における主要なプレーヤーであるにもかかわらず、スチュワードシップ・コードの採用は求められないという結果になっている。

3. 英国機関投資家のアセット・アロケーションにおける英国株式以外の資産の増加

また、英国の機関投資家のアセット・アロケーションについては、スチュワードシップ・コードの対象となっている英国株式は 20%以下であり、2010 年以降は運用資産における英国株式よりも海外株式の比率が高い結果となっている（図表 6 参照）。しかしながら、英国株式以外の金融商品、国際的投資についてはスチュワードシップ・アプローチの対象とはされていない。

また、大手の機関投資家においては、英国株式と同様に海外株式についてもエンゲージメントを行い、海外株式についてもガイドラインを公表して議決権行使を行い、結果を公表している投資家も少なくない。アセット・オーナーの側も、アセット・マネジャーが英国株式以外についてもコード原則が適用されることを希望する場合が少なくない。そのため、FRC に対しては、多くのアセット・オーナーから、現在の署名機関のステートメントでは、コード原則を運用資産の一部だけに適用しているのか、あるいはポートフォリオ全体に適用しているかについて不明確であるとの指摘が寄せられていた⁵⁹。

しかしながら、アセット・オーナーの多くは、アセット・マネジャーが英国株式以外の資産に対してもスチュワードシップ・アプローチを適用することを期待している。このようなアセット・オーナーを顧客に持つアセット・マネジャーの側としても、英国株式以外のアセット・クラスやポートフォリオ全体に対してもスチュワードシップ原則の適用を検討することが求められる。実際に、アセット・マネジャーやアセット・オーナーのなかには、FRC に対して、海外株式やその他のアセット・クラスについても共通のスチュワードシップ・アプローチを適用することを明確に伝えているところも少なくない⁶⁰。

⁵⁹ FRC, supra note 44, para20.

⁶⁰ FRC, supra note 45, p.4.

ii. 改正内容

序論として新設された「コードの適用」第2パラグラフにおいて、本コードは第一義的には英国上場会社株式を保有する機関投資家を対象にすることが明確に述べられている。そのうえで、「コードの適用」第9パラグラフにおいては、英国内外の国際投資家についてスチュワードシップ・コードの適用の在り方を定める。

英国株式を所有する海外投資家については、「コードの適用」第9パラグラフにおいて、スチュワードシップ・コード以外の他国や国際的な規範や原則等を採用している場合には、それを尊重して、改めて英国のコードの採用を要求しないことを述べるにとどまる。コードの適用対象とされない海外投資家が英国市場の主要なプレーヤーであるけれども（図表5参照）、FRCは海外投資家に対する域外適用には慎重な対応を取っている。

英国株式以外の運用資産に関するスチュワードシップ・コードの適用拡大については、「コードの適用」第9パラグラフにおいて、英国投資家に対して、可能な限り英国以外の株式投資に対してもスチュワードシップ・アプローチにおける良好な実務慣行を拡大して適用することを奨励している。さらに、第10パラグラフにおいて、署名機関はスチュワードシップ・コードの適用に関するステートメントのなかで、英国株式のファンドや金融商品のうちスチュワードシップ・アプローチの対象となっている資産について説明することが奨励される。また、英国株式以外のアセット・クラスに対してもスチュワードシップ・コード適用される場合には、その旨を開示することが奨励されている。これは、アセット・オーナーからFRCに対しては、署名機関のステートメントはコード原則を運用資産の一部あるいは全体に適用しているか否かが不明瞭であるとの意見が寄せられたことに対する対応である⁶¹。

⑦ アセット・マネジャーの内部統制に関する保証報告

i. 背景

2011年3月に、イングランドおよびウェールズ勅許会計士協会（ICAEW）は、業務委託先（service organisations）の内部統制の保証報告書に関するAAF01/06指針に関連して、スチュワードシップ・コードに関してアセット・マネジャーに適用するための補足文書（Stewardship Supplement）⁶²を公表した。この指針は、業務委託先の内部統制につい

⁶¹ FRC, *supra* note 45, p.5.

⁶² ICAEW, "Assurance Reports on Internal Controls of Service Organisations Made

て、形式主義的な干渉を最小限に抑えつつ、アセット・オーナーと受益者に対して独立性のある保証を与える内容となっている⁶³。

ii. 改正内容

保証報告については、スチュワードシップ・コードの原則 7 が改正された。アセット・マネジャーは、2010 年版コードの保証報告書を「取得を検討しなければならない」から「取得しなければならない」に変更され、アセット・マネジャーの内部統制に関する保証に関する規定が強化された。

また、アセット・マネジャーの保証報告書の提供を拒否されたり、あるいはその提供にあたって追加料金を取られたりすることについての懸念を示すアセット・オーナーが存在したことから、原則 7 において、顧客が要請すればこれらの保証報告書が提供されなければならないという文言も追加され⁶⁴、アセット・オーナーの懸念を払しょくしている。

なお、このようなアセット・マネジャーの内部統制に関する保証について、これをアセット・オーナーにまで拡大できるかも議論となる。例えば、スチュワードシップ活動がアセット・オーナーにより内部（インハウス）で実行されるか、あるいはアセット・オーナー自身がサービス・プロバイダーを利用して実行している場合には、アセット・オーナー自身の内部統制に関する保証も必要となるのかという問題である。この点に関し、アセット・マネジャーに関して適用される AAF01/06 の枠組みは、第一義的には、アセット・マネジャーがその顧客であるアセット・オーナーのために行うスチュワードシップ活動に関して保証を与えることを目的としている。そのため、この枠組みのアセット・オーナーに対する拡大適用の可否については、改正後「コードの適用」第 8 パラグラフにおいて、アセット・オーナーは、そのステートメントに対して独立した保証を受けるように検討することが望ましいとされている。しかしながら、この文言はコード本文の原則部分ではなく序論で述べられていることから、アセット・オーナーに対しては保証の取得を義務付けるものではないと解釈される⁶⁵。

Available to Third Parties (Technical Release AAF 01/06)", 2012.11.

⁶³ FRC, supra note 48, para22.

⁶⁴ FRC, supra note 48, para23-24.

⁶⁵ FRC, supra note 45, p.5.

(3) 2012年コード改正において残された課題

① スチュワードシップの定義明確化の努力

前述のような批判を受けて、2012年のスチュワードシップ・コード改正においては、序論「スチュワードシップとコード」の параグラフ1とパラグラフ2について、スチュワードシップの定義や意味の明確化が図られている。また、原則1の指針において、具現としてのスチュワードシップ活動について、説明が追加された。

ところが、「スチュワードシップとコード」におけるスチュワードシップに関する記述は、スチュワードシップの目的と、その責任の在り方についての説明であり、原則1の指針における記述は、スチュワードシップ活動の内容について述べているだけである。そのため、これらの記述をもって、スチュワードシップについての明確な定義や説明が提供されているとは必ずしも言えない。

2010年の初版のスチュワードシップ・コードの公表以降、スチュワードシップから生じる具体的な行為や活動についてはすでに実務でも対応されて浸透している。しかしながら、依然としてスチュワードシップという概念の理解は難解であり、特に法制度（特に信託の制度や概念）が英国と異なる場合などには、コードの根底にあるスチュワードシップの精神を共通認識することは一層難しくなる。そのため、海外投資家に対してもスチュワードシップ・コードの採用が期待されているが、場合によってはスチュワードシップの精神や概念の理解のないままに単なる行為規範としてのみ利用される可能性がある。

この点に関連しては、国際的な機関投資家の団体である国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（International Corporate Governance Network ;ICGN）においては、現在、2007年に公表された「機関株主の責任に関する原則ステートメント」⁶⁶を改正し、「機関投資家責任原則」として取りまとめた。この新原則においては、国際的な理解を広げるために定義づけにも配慮し、「受託者責任」「スチュワードシップ」などの重要であるが理解に混乱が生じやすい用語について、別章を設けて定義や説明を行うことされた。最終的には、「英国以外の国では十分理解がなされていない」として、スチュワードシップという用語の意義や定義が国際的に共通のものとして確立し、理解を得てはいないことを示唆されしている。

英国スチュワードシップ・コードは、機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける

⁶⁶ ICGN, Statement of Principles on Institutional Shareholder Responsibilities (2007) および改訂版 (2013) 参照。

役割を明確にし、規律付けを行う規範としては、世界に先駆けて制定された。同様の規範やルール⁶⁷の制定は、各国でも議論され始めており、その場合には英国のステュワードシップ・コードが参考にされることが予想される。今後、ステュワードシップ・コードが世界に広がるなかで、これを単なる行為規範としてとらえるのではなく、行為の前提となる姿勢や精神なども含めた原則や規範としての一層の理解を深めることが必要である。このような観点から、ステュワードシップ・コードにおいても、より明確な定義づけが行われることが期待される。

② アセット・オーナーとアセット・マネジャーの役割と責任

2012年の改正においては、アセット・マネジャーとアセット・オーナーの役割と責任の明確化を図り、それぞれがインベストメント・チェーンにおける役割を十分果たすことができるよう、従来は機関投資家として記述されていた内容を、機能別に整理した。

このような改正に対しては、ステュワードシップ責任を果たすうえでアセット・マネジャーの役割を明確化することに賛成する意見が多かった。しかしながら、アセット・マネジャーのみならず、アセット・オーナーについてもステュワードシップ責任を果たす方法に関するより詳しい指針が必要であるとの意見もあり、FRCはこの点について一層の取り組みを促進させることとしている⁶⁷。

③ 機関投資家の利益相反の管理

原則2の指針における利益相反の管理や方針に関する情報開示の強化に対しては、賛成する意見が多い。

他方、利益相反管理に関して、原則2の指針の記述を一層強化するように更なる改正を求める意見もある。特に、アセット・オーナーからは、アセット・マネジャーが金融機関グループに属している場合の利益相反の例として、アセット・マネジャーがグループ内で担当する役割や機能、アセット・マネジャーとグループ会社との間の報告ラインの形態等の組織概要についても一層充実した説明をするべきであるとの意見も寄せられている。

この利益相反に関連する情報開示については、今後のコード改正における更なる改善の必要性を検討するために、今後改正後のコードに基づく情報開示の品質について評価を行うことが予定されている。

⁶⁷ FRC, *supra* note 45, p.3.

④ 集团的エンゲージメント

集团的エンゲージメントについては、アセット・マネジャーに資産を委託するアセット・オーナーのみならず、エンゲージメントの対象となる上場会社にとっても、どのような戦略で行われるのかが大変大きな関心となる。また、このような透明性を高めることが、コードの趣旨である。

そのため、従来の開示が集团的エンゲージメントを行う投資家集団の組成に関する情報が多かったとの批判に基づいて、原則 5 の指針が改正され、コードの趣旨が明確された。今後は集团的エンゲージメントに臨む投資家の姿勢や戦略についての情報がステートメントにおいて十分に開示され、その内容がコードの趣旨に照らして十分であることがより強く求められる。

⑤ 議決権行使助言機関に関する情報開示

議決権行使助言機関に関する透明性の問題については、今回の改正では、議決権行使助言機関の利用方法に関する開示強化（原則 6 の指針）と、議決権行使助言機関を利用した場合であっても機関投資家のスチュワードシップ責任を委譲するわけではないことの明確化（序論「コードの適用」、原則 1 の指針）が行われた。

しかしながら、上場会社の代表者や諸団体からは、議決権行使助言機関の業務プロセスについてコードに追加的な規定を設けるよう要望が提出されている。FRC は今回の改正ではこのような変更は行わなかったが、市場や規制の発展の観点から、その必要性についてはレビューしていく予定であるとしている。

この、議決権行使助言機関の透明性に関連しては、英国のみならず、欧州レベルでも議論が高まっている。欧州では、英国のスチュワードシップ・コード改正に先立つ 2012 年 3 月に、欧州証券市場監督機構（European Securities and Markets Authority; ESMA）は議決権行使助言機関に関する諮問文書⁶⁸を公表した。この諮問文書に対する一般からの意見照会の結果に基づいた最終報告として、ESMA は、欧州連合（European Union; EU）に対して議決権行使助言機関に対する行為規範を策定することを勧告している⁶⁹。その根

⁶⁸ European Securities and Markets Authority (ESMA), “Discussion Paper - An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options” (2012.3).

⁶⁹ ESMA, “Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of

底にある議決権行使助言機関の透明性の問題、およびこのような欧州レベルでなされた議決権行使助言機関の活動に関する規制や開示の義務付けなどの検討は、FRCの今後の対応に影響を与えることが予想される。

後述するように、議決権行使助言機関の問題は、現在、機関投資家を取り巻く問題のうちもっとも重要な課題である。そのため、FRCは今後の環境変化や必要性に応じて追加的な対応を行うことを検討している。

⑥ スチュワードシップ・コードの適用範囲の拡大

2010年版のスチュワードシップ・コードの適用対象は、第一義的には英国上場株式を運用する英国において登録された機関投資家としていたが、2012年改正により、英国上場株式を運用する機関投資家へと変更された。しかしながら、これは、市場参加者に占める海外投資家の存在感が高まり、また、英国機関投資家のポートフォリオにおいては英国株式の比率は低下しているという実態を十分に反映したものとは言えない。

英国市場における海外投資家の存在感が高まっているという事実を鑑みると、英国市場における上場会社のコーポレート・ガバナンス向上に資するというスチュワードシップ・コードの目的からは、その対象となる機関投資家を海外投資家にまで拡大することでより実効性が高まる。海外投資家のなかでも、特に政府系ファンド（SWF）は資金規模が大きく、英国市場で積極的に投資活動を行っているところも多いため、当初からスチュワードシップ・コードの採用が期待されてきた⁷⁰。現実問題としては、政府系ファンド自身がスチュワードシップ・コードを採用することは困難であると予想されるが、例えば彼らが資産運用を委託する外部のアセット・マネジャーを選択する場合にスチュワードシップ・コードの採用の有無を条件に入れること等によって、実質的には政府系ファンドの資産についてスチュワードシップ・コードが適用されるという効果を得ることができる。このように、海外投資家にもスチュワードシップ・コードに対する認知と取り組みの向上を求めるため、FRCによるプロモーション活動が期待される。

また、機関投資家に株主としてのスチュワードシップ責任の遂行に対してより全社的な取り組みを求め、その実効性を持たせるためには、スチュワードシップ・コードの対象となる資産を英国株式のみならず海外株式に対してもその範囲を拡大することが望ましい。

the proxy advisory industry”.

⁷⁰ FRC, supra note 44, p27.

このように、投資家が国境や市場を超えて投資活動を行うなかで、特定の市場において投資家に対する規制を行うためには、当事者の実務上の負担を軽減するためにルール相互認識の必要が出てくる。そのため、将来的にスチュワードシップ・コードと同様の性質を持つコードが英国以外の国であるいは国際的なルールとして導入される場合には、多くの市場で活動する国際投資家には活動するすべての国や国際的なコードの適用が重複して義務付けられることがないように配慮する必要も出てくる。そのため、今後はこのような可能性を予想して、類似のコードを採用している国際投資家については、スチュワードシップ・コードの適用除外が可能となるように、国際ルールの相互認識についても議論を深めることが求められる⁷¹。

(4) FRC によるスチュワードシップ・コードの実効性強化の取り組み

今後の FRC にとってもっとも重要な任務は、スチュワードシップ・コードの署名機関を一層増加させるという量的な拡大と、署名機関によるステートメントの内容をコードの趣旨に照らして充実させるという質的な向上である。

アセット・マネジャーによる署名拡大のためには、アセット・オーナーのコマーシャル・パワーに期待が寄せられる。英国の年金基金のなかには、アセット・マネジャーの採用において、国連責任投資原則（United Nation Principles of Responsible Investment; UN PRI）とともに、スチュワードシップ・コードの採用を条件としているところも増加している。しかし、このような営業目的でスチュワードシップ・コードに署名しているアセット・マネジャーについては、特に小規模な運用会社の場合に、スチュワードシップの体制や開示が必ずしも十分でないところもある。そのため、今後は、スチュワードシップ・コードの採用拡大とともに、ステートメントについて一定の品質を確保するための取り組みが求められる。

この点について、コーポレート・ガバナンス・コードの場合には、それが上場規則として採用されていることから、すべての上場会社にコーポレート・ガバナンス・コードの適用が強制され、上場会社には「遵守か説明か」の選択肢しか残されていない。ところが、スチュワードシップ・コードについては、このようなエンフォースメントが行われていない。機関投資家は、スチュワードシップ・コードに署名するか否かの選択、署名したうえで遵守するかあるいは不遵守の場合に理由を説明するかを選択という二段階での選択が認

⁷¹ FRC, *supra* note 45, p.5.

められている。そのため、スチュワードシップ・コードについては、任意性の余地が大きく、コードの実効性を限定する要因ともなっている。このような背景から、FRCは、将来的にはコーポレート・ガバナンス・コードと同様に、機関投資家に対してはスチュワードシップ・コードを強制適用されるように当局と検討を行うこととしている。

スチュワードシップは当初より定期的なレビュー・プロセスが計画されており、2012年改正はこのプロセスに則って、2010年版コードの実効性を高め明確化を図るために実施された。ところが、専門家からは、議論が煮詰まらない段階での拙速な改正であり、スチュワードシップ・コード署名機関によるステートメントの品質向上や海外投資家への拡充等の実務上重要な課題が手を付けられないまま残されているとの批判もなされている。

これに対してFRCは、次回2014年以降に予定されている改正までは、緊急の事態が生じない限り追加的な改正手続きをとらないことを明らかにしている。しかしながら、批判を受けている問題については、改善に向けた取り組みを行っている。

特に、スチュワードシップ・コードの実効性確保の重要な要素となる海外投資家の参加については、署名は困難であったとしても、米国の公的年金であるCalPERS（カリフォルニア州職員退職年金基金）やCalSTRS（カリフォルニア州教職員退職年金基金）、スウェーデンのAP3と呼ばれる公的年金基金等の、資金規模および影響力が大きい海外の年金基金のなかには、FRCに対して支持書簡を提出しているところもある。また、海外投資家がアセット・マネジャーの選任に際してスチュワードシップ・コードの署名を条件にすることを要請するなど、現実に対応可能な取り組みについての議論も行われている。また、英国の機関投資家すべてに対して適用を義務付けるために関係当局との議論も進んでいる。このように、スチュワードシップ・コードが運用される環境を整備することにより、その実効性が一層高まることが期待される。

第3章 英国版スチュワードシップ・コードの現状と各国への影響

第1節 英国の現状⁷²

(1) 当局によるコードの監督とフォローアップ

① コードの見直しと改正

前述のように、英国版スチュワードシップ・コードは、2年毎の改正が予定されており、2010年の公表に引き続き、2012年に第一回目の改正が行われた。コードを所管する英国財務報告評議会（Financial Reporting Council; FRC）は、2013年にスチュワードシップ・コードの実態調査を行い⁷³、予定通りであれば2014年に意見照会手続きを経て改正を行うこととされていた。しかしながら、FRCは2年毎の見直しは行ったものの、2014年の改正は見送った。現在、FRCが認識する課題は、コードそのものの内容の検討ではなく、機関投資家によるコードに対する受入表明に基づいて、それぞれの機関投資家がコード原則を十分実施するという、実効性の確保である⁷⁴。

FRCは、2013年秋の段階では、2013年末にコードの実施状況についての調査報告書を公表し、その後2014年中にコーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの両方について意見照会手続きを実施する予定であるとされていた。FRCは、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードと上場会社に対するコーポレート・ガバナンス・コードの両方を所管しており、一つの部署がこれらの両方のコードについて監督を行っている。当時、FRCが認識していたもっとも大きな課題は、コーポレート・ガバナンス・コードにおける報酬問題であった。特に、報酬の詳細を株主総会の決議により決定するという“say on pay”の問題について、喫緊の課題として議論されていた。コーポレート・ガバナンス・コードの改正について、2014年の株主総会の時期（英国では春に株主総会を開催する会社多い）に意見照会を行う予定として、まずはコーポレート・ガバナンス・コードの改正を確定させることを想定していたようである。FRCの作業チームにおいては、コーポレート・ガバナンスに携わる実務家が多忙となる株主総会の時期と重なるため、コー

⁷² 筆者は、英国版スチュワードシップ・コードの現状と近隣の欧州諸国に対して与えた影響について、2013年10月と2014年12月の2回にわたり現地調査を実施する機会を得た。英国、欧州委員会、フランス、オランダ、ノルウェー、スウェーデン等の各国の金融・市場当局、機関投資家、企業、関連団体等に対して、スチュワードシップ・コードの影響と現状についてヒアリング調査を実施することができた。これらの調査の詳細については、巻末資料を参照のこと。

⁷³ FRC, "Developments in Corporate Governance and Stewardship 2013" (2013.12).

⁷⁴ FRC, "Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014" (2015.1).

ポレート・ガバナンス・コードの意見照会手続において企業関係者から十分な回答が得られるのかについての懸念が多かったようで（巻末資料参照）、コーポレート・ガバナンス・コードの成立が優先的に進められた経緯がある。そのため、スチュワードシップ・コードについてはコーポレート・ガバナンス・コードが確定した後に議論するという予定であったと推察できる。

FRCは、担当部署の主要メンバーがわずか数名という限られた人員のなかで、スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードという重要な2つのコードを所管している。ここでは、コードのレビューとして、コードの実施状況に関する調査報告書の作成と公表を毎年実施しており、このような業務を含めると、FRCによる業務負担は極めて大きいようである。しかしながら、FRCとしては、2年毎の改正手続きを継続することについては、大変真剣に捉えている。2つのコードを2年毎に改正するためには、年1回の実施状況の調査報告書の作成に基づいて、毎年のようにコードの見直し議論、意見照会、改正の手続きが繰り返されることになる。コードの改正手続きは、人員が限られていることもあり、時間的にも大変厳しいなかで進められている。しかしながら、このように実務上は厳しいリソースとスケジュールのなかでコードのフォローアップを進めているのは事実であるが、仮に現在2年毎としている改正予定を例えば3年に延長するという議論が出るとすれば、このような延長の検討に対しては政治的にも相当強い圧力がかかることが予想される。このような英国の実態を踏まえ、FRCの当局者によれば、日本版コードに対して、「最初は2年、その後は定期的に改正」という書き方をするか、最初から「3年」というように、少し長めの期間を確保した方が実務上は対応しやすいかもしれないとの助言があった（巻末資料参照）。但し、コードの中に改正プロセスを事前に組み込むことについては、政治主導でコード作成が開始されるという背景を踏まえた時間的制約の観点から、最初から完璧なコードを策定することは現実的に困難であることが予想されるうえ、英国の経験からコードを運用する投資環境も時間の経過とともに変わることが想定されるため、あらかじめコードの改正と改訂を前提にした仕組みを設けておくことが必要であるとする。

英国において、今回のスチュワードシップ・コード改正に際して現時点で検討予定とされる項目の一つは、開示対象となるサービス・プロバイダー（機関投資家に対する助言やサービスを提供する機関）の範囲拡大に関する議論である。現行の2012年改正コードでは、機関投資家に対して投資先企業の株主総会議案についての賛否を推奨するさびを提供する議決権行使助言機関（proxy advisor）について名称や利用方法等の情報開示が強化

された。ところが、最近では、議決権行使助言機関以外に、投資先企業とのエンゲージメント活動全体を受託する業務を手掛ける機関も増加している。例えば、Hermes Investment Management や GO Investment Partners（旧 Governance for Owners）、F&C Asset Management 等のアセット・マネジャーでは、通常の投資運用の受託に加えて、人員や費用などのリソースが十分ではない中小のアセット・マネジャーや年金基金から、議決権行使のみならず投資先企業との対話を含めたエンゲージメント活動全般を受託する業務（proxy pool fund、オーバーレイ・サービスと呼ばれることもある）を行っている。そのため、前述の Hermes や GO は本来アセット・マネジャーであるけれども、これに加えてエンゲージメント関連業務を提供するサービス・プロバイダーとしてもコードに署名をしている。今後はこのようなエンゲージメントの受託業務についても情報開示の必要性や透明性の確保をコード上で議論するべきであるとする。

② コードの採用拡大と質の確保

また、スチュワードシップ・コードについては、英国の金融市場を所管する当局である英国金融行為規制機構（Financial Conduct Authority; FCA）による業務規程（FCA Business Conduct）において、英国で登録される全アセット・マネジャーに対して、スチュワードシップ・コードを採用するかどうか、採用しない場合には代替的な方法を開示しなければならないという義務が課せられている。一例としては、Lois Dreyfus Investment Group というアセット・マネジャーは、スチュワードシップ・コードは採用していないが、その理由は同社が株式投資ではなくコモディティ（商品）に投資する機関投資家だからであると説明している。Lois Dreyfus Investment Group の開示文書によれば、スチュワードシップ・コードの不採用理由として “The Company pursues a strategy by investing and trading on a global basis in the commodity markets.”（「当社は、コモディティ（商品）市場においてグローバルに投資運用を行う戦略を採用しているものです。」）と説明されている。

FRC は、そのウェブサイトにおいて、スチュワードシップ・コードの受入表明（ステートメント）を公表したすべての機関投資家の名称、ステートメントを掲載しているホームページアドレスを、機関投資家の分類ごとに公表している⁷⁵。コードを採用しない機関

⁷⁵ 以下の FRC ウェブサイトから、コードに署名したすべての機関投資家のステートメントが入手できる。

投資家については、FRC は内部的に、コード不採用の機関投資家についても調査を実施し、不採用機関投資家をまとめた一覧表も作成している（巻末資料参照）。このような状況把握は、コードの実効性や有効性を確認するために行われていると考えられる。しかしながら、コードの採用拡大を目指す FRC としては、このような不採用リストの公表は適切ではないとの判断に基づいて、公表は行われていない。

2010 年のスチュワードシップ・コード公表以降、コードを採用する機関投資家の数が増加してきたことについては、FRC は大変望ましいこととして歓迎している。この採用機関数の増加は一面において、中小規模の機関投資家の追隨的採用の結果であるともいえる。そのため、機関投資家が公表しているコードの受入表明（ステートメント）における原則遵守の実施水準や説明水準の質は、投資家によって大きく異なるものとなっている。特に、リソースに限界のある中小規模の機関投資家において、ステートメントにおける表明内容と実際の取組みとの間にかい離がみられたり、そもそも、ステートメントの内容が不十分であったりという事例も散見されるようである。

コーポレート・ガバナンス・コードについては上場規則を通じて上場会社には採用が義務付けられている一方で、スチュワードシップ・コードについては機関投資家にコード採用を義務付ける制度がない⁷⁶。そのため、コードの実施状況を監督する FRC としては、上場会社においてコーポレート・ガバナンス・コードの採用が義務付けられていることと事情が異なることを強く認識せざるを得ない状況のようである。FRC によれば、機関投資家に対するスチュワードシップ・コードの義務付けについては、ヘッジファンド 2 社から明確な反対意見が寄せられたという（巻末資料参照）。

アセット・マネジャーがスチュワードシップ・コードを採用し、エンゲージメントに対する取組みを積極化する要因の第一は、ビジネス上のメリットである。すなわち、アセット・マネジャーの顧客であって資金の拠出者である年金基金等のアセット・オーナーが、スチュワードシップ・コードに対する取組みを評価する姿勢になれば、アセット・マネジャーもスチュワードシップ・コードに対して配慮をするインセンティブが生じる。また、

<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code/UK-Stewardship-Code-statements.aspx>

⁷⁶ アセット・マネジャーを所管する FCA による業務規程は、アセット・マネジャーがスチュワードシップ・コードを採用するか、採用しない場合には代替的な方法を開示しなければならないという義務を課しているだけである。また、年金基金、保険会社などは監督当局が異なり、それぞれ別途の規制が必要になる。そのため、機関投資家全体に対して、コードの義務付けを行うためには、各方面の調整が必要になり、簡単には困難である。

要因の第二は、投資先である上場会社がスチュワードシップ・コードを意識して、機関投資家との対話やエンゲージメントなどのスチュワードシップ活動を積極的に受け止めるようになり、スチュワードシップ・コードに基づく活動の成果を実感できるようになることである。このような、スチュワードシップ・コード採用に基づいた、ビジネス上の競争優位性の確保、およびアセット・マネジメントがどのように行動するのかを意識することにある。

スチュワードシップ・コードに基づく活動は実務に定着しつつあり、中小規模の機関投資家にもコードの採用が拡大しているため、今後はこれらの質の向上が課題であるとされる。また、アセット・オーナーとして保険会社の署名が少ないこと、外国人投資家を網羅できないことは、FRC 単独では処理できない問題であるため、FRC 自身も英国内の金融等の関連当局や諸外国の関連当局・機関との間で、積極的に情報交換や協力要請を行っているとのことである。

③ 英国の取組みの各国への広がり

FRC は、自らが所管するコーポレート・ガバナンスやスチュワードシップの分野においては、英国が世界でもっとも先駆的な取組みを行っているとの強い自負をもっている。そのため、欧州委員会をはじめとして南アフリカ、イタリア、マレーシア等の各国がスチュワードシップ・コードを策定する上での協力も行い、スチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コードが世界的に拡大することに対しては大変積極的である。例えば、2014年6月に公表されたマレーシアのスチュワードシップ・コード⁷⁷の策定過程においては、FRC のコードを所管する部門の責任者がアドバイザーとして参画し、助言を与えるなどの重要な役割を果たしたとされる（巻末資料参照）。

そのため、日本におけるスチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードの策定についても大きな関心を持っており、政策当局間での協力や助言提供にも前向きである。

また、英国版に続き、各国においてもスチュワードシップ・コードが公表されつつあるなか、国際投資を行う機関投資家については、スチュワードシップ・コードを策定した各

⁷⁷ マレーシア証券委員会（Malaysia Securities Commission）・Minority Shareholders Watchdog Group（MSWG）が共同で公表した“Malaysian Code for Institutional Investors”（2014.6）を参照。

国の市場ごとにコードに署名するか否かを検討することになる。もし機関投資家が世界中で投資をしている国すべてのコードに署名する必要があるとすれば、情報開示や体制整備に係るコストや負担は大変大きいものとなる。この点について、FRC の認識では、英国以外の国が策定したコードをどれくらい尊重するかという問題について、英国版スチュワードシップ・コードの署名機関の約 80%は英国以外のコードでも同じように採用を検討しているようである（巻末資料参照）。例えば、南アフリカのスチュワードシップ・コード⁷⁸については、2010 年当時に採用していた機関投資家は 1 社だけであったが、2013 年末時点では Hermes など 5 社が採用している。英国以外のスチュワードシップ・コードについても、そのコンセプトやプリンシプルを共有するでき、当該国や地域の市場に対して一定量の投資を行うなどのコミットメントを持っている場合には、機関投資家は前向きに採用を検討すると考えられる。

グローバル市場においては、市場参加者である機関投資家もグローバルに投資活動やスチュワードシップ活動を行っている。そのため、各国においてスチュワードシップ・コードが拡大するなかで、FRC としても、各国の当局と緊密に連携し、議論を高める必要があることを認識している。例えば、欧州には、FRC が中心となって各国のガバナンス当局者によって構成される、欧州コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（European Corporate Governance Network; ECGN）という団体が活動している。この ECGN では、各国のスチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードの担当機関が参加して、年 1 回以上会議を開き、当局としての課題や今後のコードの展開の方向性についての情報交換と議論を重ねている。

（2）機関投資家によるスチュワードシップ活動

① アセット・マネジャーに対するスチュワードシップ・コードの影響

英国のアセット・オーナーやアセット・マネジャーでは、スチュワードシップ・コードに積極的な投資家とそうではない投資家との差が明確になっているようである。積極的なアセット・マネジャーとしては、いずれも英国ロンドンに本社を置く Hermes Investment Management、F&C Asset Management、Legal and General Investment Management (LGIM) などが代表格である。これらのアセット・マネジャーにおいては、環境・社会・

⁷⁸ Committee on Responsible Investing by Institutional Investors in South Africa, “The Code for Responsible Investing in South Africa” (2011).

ガバナンス問題（ESG 問題と省略されることも多い。これらを広くサステナビリティ問題と呼ぶこともある）等に対する配慮を含むスチュワードシップ活動を資産運用に統合しており、これらの活動により顧客であるアセット・オーナーから高い評価を得ている。また、年金基金や他のアセット・マネジャーから、投資先企業に対する議決権行使やエンゲージメントなどのスチュワードシップ活動を受託するプロキシ・プール・ファンドやオーバーレイ・サービスと呼ばれる新しい形の資産運用ビジネスも発展しつつある。

ESG と投資との統合については、アセット・マネジャーの顧客であるアセット・オーナーへの報告や運用会社の年次報告書（Annual Report）において、アセット・マネジャーはエビデンスや実例を出して対外的に説明を行っている場合が多い。例えば、「この石油会社 X 社は環境リスクが高いため投資を減らした」等の説明がなされる。比較的長期の投資ホライズンを意識する場合には、ESG 要因を投資活動に統合することが有効であるとの意見が強い。

これに対して、ESG を意識したスチュワードシップ活動と投資活動が統合されていないアセット・マネジャーでは、スチュワードシップ活動を行う ESG 部門あるいはコーポレート・ガバナンス部門の活動について利益につながらないコスト部門であるとみなす傾向が強い。すなわち、アセット・マネジャーにおいては投資活動こそが資産運用における収益獲得の源泉であり、投資先企業に対する議決権行使やエンゲージメント等については、顧客対応やコード対応の一環として、コストを生じる恐れのある活動であるとの見方がなされる。このようにスチュワードシップ活動と投資とが隔離されているアセット・マネジャーにおいては、投資活動を行っているファンド・マネジャーやアナリストの所属する投資運用部門と、議決権行使やエンゲージメント等のスチュワードシップ活動を行うとコーポレート・ガバナンス・チームの間で、それぞれが投資先企業に対して異なる要望や発言を行う場合もあるとされる。具体的には、ファンド・マネジャーやアナリストなどの投資運用部門は、投資先企業の経営者に対して現状の経営体制や事業遂行を評価等による投資判断の結果として、株式投資を決定する場合が多い。ところが、議決権行使を行う ESG 部門やコーポレート・ガバナンス部門においては、例えば過去の業績が悪いことや社外取締役の独立性が不十分であるとの理由によって、株主総会の議決権行使において反対票を投じる場合も少なくない。そのため、経営者に対して信任を与えたいと考える投資運用部門と、反対票を投じる ESG 部門との間で、軋轢が生じることになる。

このような場合には、ひとつの運用会社（アセット・マネジャー）に所属する者たちが、

立場によって投資先企業に対する対応や要望が異なることから、投資先企業において混乱が生じることにつながる懸念もある。また、中小規模の運用会社では、スチュワードシップ活動は営業上ステートメントを公表しても、実際の対応は困難との意見もある。他方、このようにスチュワードシップ活動に積極的ではない投資家は、積極的な投資家の成果や効果にただ乗り（フリーライド）する問題が認識されている。

② アセット・オーナーに対するスチュワードシップ・コードの影響

アセット・マネジャーは、FCA（金融行為規制機構）に登録され、これが監督当局であるが、コードを所管する FRC とは歴史的に親密な関係にある。FRC と FCA とは、金融市場の機能向上のため資産運用、財務報告、コーポレート・ガバナンス、スチュワードシップ等について、FRC がソフトロー（コードや原則の策定と監督）、FCA がハードロー（強行法規としての性質を持つ規則や規程の策定と監督）を所管するという役割分担となっている。そのため、アセット・マネジャーに対してコードの採用を進める場合には、FCA の業務規程においてスチュワードシップ・コードに関する改正を行うなどの、コードの実効性を確保するためのソフトローとハードロー両面からの制度整備が進めやすい環境にあった。

これに対して、アセット・オーナーについては、年金基金、保険会社等の属性により、当局が異なることから、コードの公表に先立ち、各当局間においてコードの適用対象についての事前協議が十分行われる必要があったとされる⁷⁹。具体的には、コードを所管する FRC、アセット・マネジャーを所管する FCA のほか、保険会社を所管する PRA（健全性監督機構）、年金基金を所管する年金当局（The Pensions Regulator）との間で、コードの適用範囲と内容について議論が行われた。保険会社は、市場を監督する FCA（金融行為規制機構）ではなく、銀行に対する監督と同様にイングランド銀行（Bank of England; BOE）傘下の PRA（健全性監督機構）が監督当局である。

そのため、保険会社は、FCA 業務行為規程の適用対象ではなく、スチュワードシップ・コードの採用を促すための別途の制度を検討する必要があると出てくる。結果として、保険会社については、大手保険会社で運用にも積極的な Aviva などのごく少数だけが、スチュワードシップ・コードを採用している状況である。保険会社については、資産の約 80%はイン

⁷⁹ 英国当局者によれば、コードを公表する前に関係当局者間で事前協議を十分に行い、コードの実効性を確保できるよう努めたとされる。巻末資料参照。

ハウスで資産を運用するとされ、外部のアセット・マネジャーに運用委託する比率は相対的に低い。そのため、親会社の資産運用を行う子会社が、コードを署名している例も散見される。例えば、Legal and General や Scotich Widows、Standard Life のような親会社である保険会社自身は、アセット・オーナーとしてスチュワードシップ・コードに署名していない。しかしながら、子会社のアセット・マネジャーである Legal and General Investment Management や Scotich Widows Investment Management、Standard Life Investment Management がコードに署名している。このように保険会社によるスチュワードシップ・コードの署名が進まない背景には、スチュワードシップ概念は、あらかじめ約束された利回りではなく、受託者責任の考え方と同様に、資産をいかに適切に管理するかによって受益額に差が出るという発想にもとづいて、このような資産管理者（機関投資家）に対しては高い意識と責任が要求されるものである。保険会社の場合には、顧客である保険契約者に対しては、契約上利率を約束している。このような背景から、保険会社は契約上の債務を履行しているのであって、スチュワードシップ責任や受託者責任とは異なる立場にあるとの考え方が根強いため、保険会社一般としてはスチュワードシップ・コードに対してあまり積極的ではない状況がある。業界団体である英国保険業協会（ABI）は、投資先企業においてコーポレート・ガバナンスの必要性は強く求めてきたが、保険会社自身のスチュワードシップ責任の強化については、明確にはしていないようである。このような背景には、保険会社は保険契約による一定の支払い義務を負う立場であるため、受託者責任があるのかという点について法律上は不明確である。そのため、このような、誰が受託者責任を負うかなどの再定義を行うために、英国法律委員会（Law Commission）は機関投資家の受託者責任の明確化についての意見照会手続を行い、その結果、英国法律委員会による改正提案を政府が受入れ、現在では国会において法律改正の議論が進められている⁸⁰。

（３）英国の機関投資家によるエンゲージメントの実態

① エンゲージメントの目的

英国では、スチュワードシップ・コード以前も、機関投資家による投資先企業に対するエンゲージメントが行われていた。2010年にスチュワードシップ・コードが公表されたこ

⁸⁰ 英国法律委員会（Law Commission）,”Fiduciary Duties of Investment Intermediaries”（2014.1）.

とにより、よりエンゲージメントの重要性に光が当てられ、また企業の側も積極的に受け入れるようになった。

コーポレート・ガバナンスの議論が始まった初期の段階（1990年代から2000年代頃）は、機関投資家と企業とのエンゲージメントの目的となる論点は、取締役会の構成や実効性の確保であった。例えば、特定の人物に権限が集中することによる弊害を防止する観点からのCEOと取締役会議長の分離、取締役会の監督機能を強化するための独立性の高い非業務執行取締役の確保などが問題となっていた。しかしながら、金融危機を契機として、コーポレート・ガバナンスにおけるもっとも重要な論点として、経営者の報酬問題の議論が大変高まった。特に、金融危機の前後、経営が悪化した金融機関の株価は下落し、株主は大きな損失を被った。また、金融機関を救済するために多額の税金が注入されたことから、国民にも大きな負担を分かち合うこととなった。それにもかかわらず、経営者には高額報酬が用意されている実態がみられたことから、経営者の高額報酬問題は、社会的にも大きな注目を集める問題となり、政治的にも議論が高まった。そのため、現在では、報酬問題がエンゲージメントの目的となることが多い。

英国では、経営者報酬問題の重要性が高まった結果、コーポレート・ガバナンス・コードおよび会社法によって”say on pay”（報酬の方針策定、支給の決定について、株主総会において株主の承認を取る手続き。経営者高額報酬が大変な批判を浴びていた米国において、株主が「報酬支払（pay）」のために「発言する（say）」機会を得るという意味から生まれた言葉）が制度化されたため、株主総会における最重要課題の一つとなった。実際には投資先企業の報酬を検証する場合には、報酬方針（policy）と具体的な支給（implementation）の2段階で検討しなければならない。

具体的なエンゲージメントの事例としては、報酬問題のみを取り上げても、英国を代表する金融機関であるHSBC、ロイズ、パークレイズなどが1年に2回（年次総会の前と後）、会長あるいは報酬委員長が株主である機関投資家のもとを訪問し、各社の報酬についての説明および理解を求めて議論をする機会を持つ（巻末資料参照）。例えば、HSBCの場合には、ロンドン在住の機関投資家10社近くを訪問し面談しているとされる。また、保険会社の報酬問題については、業界団体である英国保険業協会（ABI）を通じてエンゲージメントを行っている。ABIについては、このように、アセット・オーナーたる機関投資家の団体であると同時に、保険会社の業界団体でもあり、投資する側とされる側の両方の性質を持っている。

② エンゲージメントとインサイダー問題

他方、スチュワードシップ・コードによって企業と機関投資家とのエンゲージメントが実務に定着することに伴い、エンゲージメントにおいて機関投資家が注意を払うべき問題も顕在化してきた。

なかでも、投資先企業との深い議論を行うエンゲージメントにおけるインサイダーの問題については、このような情報を取得した機関投資家には当該企業の株式売買が規制される恐れがあることから、特に注意を払う必要がある。インサイダー情報の受領については多くの機関投資家はこれを拒絶し、役員派遣などのインサイダーの立場に就任することも否定するが、なかにはインサイダーの立場としてより深いエンゲージメントを行うアプローチを採用する機関投資家も存在している。

i. インサイダーとなることを受入れる機関投資家

エンゲージメントを柱に据えて投資先企業と大変強固な関係を構築するエンゲージメント・ファンドを運用する機関投資家の場合には、自ら投資先企業の取締役就任し、インサイダーとなるアプローチを選択する場合もある。このような場合には、会社に関与し内部に入ることで、より実効的に会社の経営に関与することが可能になるが、一方でインサイダーである期間内は株式の売買を行うことができないという大きな制約を受ける。また、このようなエンゲージメント・ファンドでは、通常の投資活動とは異なり、一種の経営コンサルタント的な技能や専門性も求められ、また、投資先企業に対して多くの人的コスト、時間的コストをかける必要も出てくる。そのため、結果として、長期的な、集中型の投資スタイルにならざるをえない。

例えば、スウェーデン本籍の機関投資家である Cevian は、コーポレート・ガバナンスや企業価値向上を軸にしたエンゲージメント・ファンドを運用するアセット・マネジャーであるが、積極的に投資先企業のインサイダーになって、会社の経営に関与する（巻末資料参照）。そもそも、スウェーデンでは指名委員会制度に特徴があり、株主から選ばれた指名委員会が取締役の選任に関与する。スウェーデンにおいては、主要株主が存在しない会社は“ownerless company”（主のいない会社）と呼ばれ軽視される場合すらあり⁸¹、取締役

⁸¹ Per Lekvall, “Nomination Committee in Swedish Listed Companies”, ICGN 2008 Yearbook.

会に対する株主の関与が直接的である。例えば、スウェーデンの公的年金である Andra AP-Fonden (Second Swedish National Pension Fund/AP2。スウェーデンでは、国民年金を4基金に分割して、身軽な運用を可能にするとともに、互いに運用成績を競わせている)は、投資家による影響力を行使できる価値のある機会であるとして、投資先企業の指名委員会に積極的に参加する方針を取っている。同基金の年次報告書によれば、2012年総会シーズンまでに、AP2は、Opus Prodox社には指名委員長、Lundin Petroleum社には指名委員を派遣している。Cevianはこのような背景から、スウェーデン以外の投資先企業に対しても同様の考え方でアプローチを行っている。イギリス、ドイツ、スイス、オーストリア、北欧の会社に対して投資し、1社当たり5~20%という大きな比率の株式を保有する。現在の投資先企業は14社であるが、このうち7社には取締役としてCevianのスタッフ(ファンド・マネジャーではなく、コンサルタント経験のある者)を派遣しインサイダーとなっている。Cevianの場合には、積極的に株主として会社の経営に参画する方針をとっている。

このようなエンゲージメント・ファンドが真に実効性を確保して投資リターンを確保するためには、株主たる機関投資家と投資先企業との間で、信頼関係が構築されることが大前提である。そのため、エンゲージメント・ファンドが大株主として投資を開始する場合には、事前に会社との間で十分な議論を行い、会社側との相互利益ができたところで大量の株式の保有と役員派遣などのステップに入るといえる。また、実際には、個別の案件において、適正性を確認するためのデューデリジェンスの手続きが必要となり、簡単にインサイダーとなっているわけではない。

他方、Cevianのように、海外が本社であるがロンドンを拠点に投資活動を行っているアセット・マネジャーが、エンゲージメントに力を入れて会社に対して積極的なアプローチをとる場合には、いわゆる「アクティビスト」(株主全体の利益のためではなく、自身の利益のために活動し、会社の経営をかく乱する恐れのある投資家を指す)として拒絶されるリスクもある。そのため、このような場合には、自らが活動する地域や市場における信頼性の確保にも配慮をしている。例えば、Cevianの取締役会議長は、機関投資家の責任を指摘したマイナース報告書で知られるポール・マイナース卿(ブラウン政権下での元財務省担当大臣)である。マイナース報告書の著者を招へいすることにより、投資家としての信頼度を高めることに貢献した。大臣を退任した後に、Cevian側から直接コンタクトを取

って、スウェーデンの指名委員会制度について説明したところ、ポール・マイナース卿はこれに賛同して、取締役会議長に就任することとなったという（巻末資料参照）。

このようなエンゲージメント・ファンドによれば、エンゲージメントを強化するためには、投資運用部門とコーポレート・ガバナンス部門との連携が欠かせないという。国によって機関投資家の行動水準は異なるが、英国、米国、欧州の機関投資家の多くは、投資運用部門の地位が高く、コーポレート・ガバナンス部門の地位は相対的に低いことが多い。そのため、このような機関投資家では、コーポレート・ガバナンスには最低限の関心しかなく、コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップ活動は何も価値を生み出さない、コスト部門あるとみなされることが多い。これに対して、Cevianのようなエンゲージメント・ファンドにおいては、投資先企業に対するスチュワードシップ責任やエンゲージメントの重要性を認識していることから、エンゲージメントに注力することが価値の創造につながることを確信している。

ただし、このようなエンゲージメント・ファンドのリスクは、インサイダーとして関係を有している期間内は市場売却が行えないことである。そのため、一定期間は拘束されることとなる結果、長期的に価値の創造を促進しなければならない。例えば、Cevianの場合には、投資ホライズンが比較的長い長期投資家（約4年）であり（巻末資料参照）、これは3～5年程度が一般的な年金基金の投資ホライズンと同様である。そのため、インサイダーとなって株式の市場取引が規制されたとしても、ほとんど問題はないと推察される。

ii. インサイダーにはならない機関投資家

多くの機関投資家は、市場での株式売買に対して制約を受ける事態に陥ることを回避するために、インサイダーとして会社の経営に参画することはもとより、会社の重要な未公表情報のような内部者情報（いわゆるインサイダー情報）を取得すること対しても拒否する立場であり、エンゲージメントにおいては細心の注意を払っている。エンゲージメントでは、機関投資家と投資先企業との間で、目的のある建設的な深い対話が行われることが想定されるため、場合によってはインサイダー情報に抵触する恐れのある微妙な情報が発信されるリスクを内在している。エンゲージメントでは、会社の戦略方針、経営トップの退任や将来の後継者計画（サクセッション・プラン）、経営者報酬における業績連動型報酬部分の評価に関係して会社の将来業績が議論になる場合など、財務上の数値だけではなく

経営上の論点について、対話が行われ、内容によっては重要な意味を持つ情報となりうる。

そのため、インサイダーにはならないことを明確にしている機関投資家の場合には、投資先企業と面談した場合には、その内容や取得した情報について、社内で管理する必要がある。例えば、F&C Asset Management においては、上場会社と面談した場合には一両日以内に、どこの会社の誰と面会したか、テーマや内容は何かであったかについて、社内で報告を行わなければならないとされる（巻末資料参照）。

③ 集团的エンゲージメントの有効性

集团的エンゲージメントについては、特にスチュワードシップ・コードを契機として、英国では大変頻繁に実施されるようになった。ロンドンには、特定の問題について共有する多くの投資家グループがあり、その場を通じて集团的に投資先企業との対話の機会が設定されている。背景には、英国は金融・市場関係者の集まりであった「シティ」というコミュニティが、長い歴史を持ち、現代でも存在しているという事実にも裏打ちされているように、プロフェッショナル間のリレーションシップが強い社会であるという環境も寄与しているとされる。集团的エンゲージメントを行う多くの投資家グループは、法人化されていないインフォーマルな組織であり、それぞれの問題に関心を持つ機関投資家が参加している。例えば、日本市場に投資をしている機関投資家のグループである Japan Focus Group は、日本の市場やコーポレート・ガバナンスに関心があれば誰でも参加することができる。Japan Focus Group には特定のリーダーや議事進行役はおらず、メンバーのなかでもっとも問題意識の高い者が会議を招集して、議論を進めるという自由な形式である（巻末資料参照）。また、欧州の金融機関に関する問題意識を共有するグループや、EITI（採取産業透明性イニシアティブ（Extractive Industries Transparency Initiative））などもある。EITI は、政治や社会の関心も高まっているアフリカなどの紛争鉱物に関する問題を議論するグループで、このような事業に関係する上場会社がアフリカでどれくらい税金を支払っているか、その用途はどのようになっているのかなどを調査している。

集团的エンゲージメントにおいては、グループの中で一番関心の高い投資家がリーダーシップを取り、時間やコストをかけてグループの意見を集約し、投資先企業に対して行動をとっていく。例えば、オリンパス社における不正会計事件のように、短期間に問題に取り組む必要があるエンゲージメントの場合には、議論を取りまとめるリーダーとしての役割を果たすリード・スポンサーが存在することが多い。これに対して、1年を超える長期

的なエンゲージメント（例：BP のメキシコ湾での油田流出問題）では、毎年リーダーが変わり、参加する投資家が交替して対応にあたった。長期的エンゲージメントでは、集合して議論するなど、内部の努力も必要なので、よほどの大問題でない限り嫌がる傾向にある。

日本のオリンパス事件では、**Japan Focus Group** のメンバーである **F&C Asset Management** がグループ内の投資家約 20 社を集めて、全体で約 1%程度のオリンパス株式を保有するグループとしての立場を踏まえて、会社に対して様々な要請を行うリーダーシップをとったとされる（巻末資料参照）。海外市場については、現地の機関投資家をもっとも正確な情報に接する機会が高いため、イニシアティブをとることが有効である。しかしながら、オリンパス事件に対して日本の機関投資家は、機関投資家が所属する金融グループとオリンパス社との間で利害問題が生じたこと、あるいはメインバンクによるオリンパス救済策に賛同する日本の機関投資家も少なくなかったこと等を理由として、多くが消極的な態度をとっていた。また、日本の機関投資家の側には、集团的エンゲージメントの受け皿となる組織がなかったため、相互の意見交換はできず、各機関投資家が個別に判断している状況であった。そのため、日本から距離のある英国において外国籍の機関投資家だけで意見集約を行わざるを得なかったため、オリンパスとの間で満足の出来る水準の対話を実施できなかったことを悔やむ意見もみられた。そのため、英国の機関投資家からは、日本においても、**Japan Focus Group** のようなコーポレート・ガバナンスやエンゲージメントに関心の高い機関投資家の集団が生まれることが期待されている。

第2節 オランダ

(1) オランダ当局による対応

オランダにおける英国版スチュワードシップ・コードに対する対応は、コーポレート・ガバナンスや株主の責任問題に関して当局が積極的に関与しているとともに、「オランダ・コーポレート・ガバナンス・コード」⁸²という一つのコードのなかで上場企業のガバナンスおよび株主の責任の両方について網羅していることが特徴である。オランダの株式市場の構成をみると、市場全体の約75%が外国人投資家によって保有されている。そのため、上場企業も監督当局も、外国人投資家の動向を考慮することが必要になっている。外国人投資家としては英国を中心とするアングロサクソンの投資家の比率が高いため、オランダのコードは英国版コードを意識したベスト・プラクティスになっている。

オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードは、上場会社のみならず、機関投資家を含めた株主に対しても適用される。コードを所管する機関としては、財務省、経済省および法務省が共同で事務局を務めるオランダ・コーポレート・ガバナンス・コード監視委員会が設置され、定期的を選任される外務有識者らから構成される委員会がコードの運用や見直しについて議論する。同委員会は、上場会社と機関投資家の双方を対象として、コーポレート・ガバナンス・コードの実施状況を監督するため、実施状況に関する調査報告書を年1回公表し、次回の見直しに向けた問題点の洗い出しを行っている。

オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードの背景は、1990年代以降に取締役の権限が強すぎることにに対する懸念と反省、反動があったことにさかのぼる。また、当時は、英国においてキャドバリー報告書に始まる一連のコーポレート・ガバナンス改革が「統合規範 (Combined Code)」という形式でコード化されており、このような動きが欧州全体に拡散しつつあった。オランダにおいては、市場参加者の多くはコードの策定を求めていたが、政府は2000年代初頭まで様子見を続けていた状況だった。その後、約1年近い準備期間と議論を経て2003年にオランダのコードが公表され、2008年改正で機関投資家の責任(原則4-4以下)が明記された。

上場会社に対しては、開示規則に基づいたコード適用が義務付けられ、そのうえで各条項について「遵守か説明か」の原則が適用される。機関投資家に対しては、金融監督法 (Financial Supervisory Act) により、コードの適用が義務付けられる。そのうえで、投

⁸² Dutch Corporate Governance Code Monitoring Committee, “Dutch Corporate Governance Code” (2009).

資家は、ウェブサイトで議決権行使方針や行使結果を開示する。ただし、非開示でも法律上の制裁は設けられていない。このように、オランダでは、コードを適用するための規制アプローチ、および「遵守か説明か」の原則の採用など、英国のアプローチを取り入れている。

オランダ当局によれば、欧州では上場会社向けにコーポレート・ガバナンス・コードを策定する国が多いなか、オランダのアプローチは独特であって、コーポレート・ガバナンス・コードのなかに、上場会社向けの規定と株主向けの規定とが統合されている（巻末資料参照）。オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードにおける株主に関連する部分（スチュワードシップ・コードとしての性質を持つ部分）のなかでは、内容によって、個人株主も含めたすべての属性の株主を対象とする規定と機関投資家だけを対象とする規定とが整理されて定められている。英国は、従来は一つしかなかったコード（「統合規範」）を2010年に見直しをしたうえでコーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードに分離したが、オランダではこのような分離については全く検討されていない。オランダのコードを所管するオランダ・コーポレート・ガバナンス・コード監視委員会によれば、実務的にも定着しており、運用上の問題もないことから、今後も会社と株主に関する部分とを区分することは予定されていないとする。このように、オランダでは基本は上場会社向けであったコーポレート・ガバナンス・コードのなかにすべてを統合しているため、コーポレート・ガバナンス・コードよりもスチュワードシップ・コードを先に策定した日本の取組みについてはユニークなアプローチであると考えているようである（巻末資料参照）。

他方、オランダは、EU加盟国として欧州委員会における指令が改正された場合には、国内の制度を整備することが必要になる。オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードに関連する指令には株主権指令や透明性指令等があり、オランダ・コーポレート・ガバナンス・コード監視委員会は常に欧州委員会における動向を注視している状況である。

（２）機関投資家

オランダ株式市場は、機関投資家と外国人投資家の比率が高く、投資先企業に対しても活発にエンゲージメントなどの活動を行う投資家が多いとされる。また、主要な機関投資家をメンバーとする投資家団体である Eumedion が存在し、集団的エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動を支援している。Eumedion は、オランダ株式市場の 22.5% を保有する機関投資家 70 社が参加する非営利団体である。メンバーは、年金基金、保険会

社、ミューチュアル・ファンド、アセット・マネジャーである。オランダ国内だけではなく、英国大学教職員年金（USS）、英国鉄道年金（Railpen）、Blackrock、Capital などの海外の年金基金やアセット・マネジャーも参加している。オランダ政府当局をはじめ、欧州各国の関連機関とも密接な関係を有し、欧州全体でその活動が知られている。メンバーである機関投資家に対して、投資先企業とのエンゲージメントに資する情報提供を行い、メンバー間での投資先企業に対する集団的エンゲージメントを設定するなどの活動を行っている。また、機関投資家の視点を踏まえた制度設計を促進できるよう、欧州委員会や加盟各国の当局、関連機関等の政策立案者に対して、意見を伝達したり、情報交換を行ったりというエンゲージメントを実施することである。このように、投資先企業へのエンゲージメントと、政策立案者に対するエンゲージメントの二つを大きな活動の柱とする。

投資先企業に対するエンゲージメントの支援活動としては、Eumedion は、オランダにおける企業不祥事や業績悪化、ガバナンス欠如等の問題事案を選び出し、なかでも重要な事案については深く調査を行う（巻末資料参照）。オランダの上場会社約 100 社をすべて対象とし、このうち、毎年 25～30 社とエンゲージメントとして具体的な対話を行っている。また、上場会社の株主総会議案は全議案を精査し、適否を判断している。また、Eumedion は民主的組織を志向するので多くの委員会が設置され、参加メンバー全員がいずれかの委員会に参加しているが、投資家委員会という委員会が実際に投資先企業と面会し、エンゲージメントを行っている。

また、Eumedion が実施する集団的エンゲージメントについては、Eumedion 代表としての株主総会の出席がある。オランダでは、名簿上の株主ではない機関投資家についても、株主総会に出席して議決権等の株主権を行使することが認められている。Eumedion では、コーポレート・ガバナンスや経営上の問題や懸念を抱える投資先企業について、加盟する機関投資家が各自保有する株式を統合して、株主総会に臨むことを提案する。この提案に賛同する機関投資家は、個々の機関投資家として保有する議決権等の権利を提供し、これに参加する代表者が株主総会に出席するという集団的エンゲージメントを実施している。この場合には、代表として株主総会に出席する者（多くの場合には、Eumedion に参加する機関投資家のうち、都合のつく者。実務上、オランダを極点とするアセット・マネジャー、アセット・オーナーが多い）は、集団的エンゲージメントに参加する機関投資家全体のために行動することが要請される。

Eumedion の活動の目的は、オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードにおける機

関投資家に関する規定について、より具体的および実務に即して運用を行えるように支援することである。そのため、Eumedion は、コードをより具体化したガイダンス（指針）である、「エンゲージメントを行う株主のためのベストプラクティス」⁸³を公表している。

このような背景もあり、スチュワードシップやコーポレート・ガバナンスの分野では、オランダのアセット・マネジャーやアセット・オーナー（特に年金基金）の積極性はよく知られている。

PGGM（医療関係法人を母体とする企業年金基金）などのオランダの年金基金には、年金支給や手続きを担当する年金部門と、年金資産の運用を担当する投資運用部門とが分離された形で別法人化されていることが多く、投資運用部門は、厳密に法律上はアセット・マネジャーである。もともとは一つの年金基金であったため、両者は極めて近い関係にある。エンゲージメントについては、独立してアセット・マネジャー化された投資運用部門が実施している。実際には、この年金基金の投資運用部門が、外部のアセット・マネジャーに対して資産運用を委託し、アセット・オーナーである年金部門のために投資活動を行っている。ただし、対外的には、年金資産を運用管理しているのは投資運用部門であるため、これがアセット・オーナーとして存在する。年金運用部分は事実上のアセット・オーナーとしての性質が強いことから、インハウス運用（自家運用）あるいは外部委託のいずれの場合であっても、株主権は自身に帰属させ、自らの自由な判断でエンゲージメントや議決権行使を含めたスチュワードシップ活動を実施しようという傾向が強い（巻末資料参照）。例えば、PGGM は、外部運用委託する場合であっても、全世界の株式について、PGGM 自身の管理口座に帰属することにより株主としての権利を自ら留保している。そのため、日本では株主名簿上の株主として PGGM の口座名が登場している。

また、英国や米国など多くの国では、このような年金基金がエンゲージメントの強化の一環として、投資先企業の取締役などのインサイダーに就任することはほとんど例がない。なぜならば、インサイダーに就任した場合には、当該投資先企業の株式の売買が停止されてしまうため、株式投資家として大きな制約やリスクを負うことになるからである。また、インサイダーとして投資する場合には、プライベート・エクイティ（PE）投資とよばれる非公開株式に投資を行うカテゴリーが存在し、一般に上場会社株式の投資と比べるとリスクも高いがリターンも高いといわれる。ところが、オランダの年金基金は、自らが権利行

⁸³ Eumedion, “Best Practice for Engaged Share-Ownership Intended for Eumedion Participants” (2011).

使用することが可能な体制をとっていることもあるため、上場会社の役員に就任し、インサイダーとなることを受け入れる場合もある。株式の売買が成約される一方で、より深いエンゲージメントの実施により、一定期間経過後に株価として顕在化する企業価値の上昇に直接関与することも可能になる。プライベート・エクイティ投資の場合には非公開株だけを投資対象としているため、上場会社について同様の効果を得るためには、インサイダーとしてエンゲージメントを進化させるアプローチをとることになる。

実際にインサイダーとなった経験のある年金基金によれば、事前に厳格な内部手続きが必要であり、外部法律顧問の意見も聞きながらコンプライアンス手続きをとったうえで可否を判断することが可能になる（巻末資料参照）。このように、上場会社株式に投資する機関投資家がインサイダーとなるためには、売買停止によるフレキシビリティ喪失というリスクに加えて、事務手続きや情報管理の負担も生じることから、実際にインサイダーになることを検討する事例は極めて限定的であるという。ただし、現実には、インサイダーになる場合というのは投資先企業と友好的な関係を構築している事案に限定されるため、株主と投資先企業との間で深い信頼関係が作られ、多くの情報を得て、エンゲージメントの質を高めることができるとされる。

また、エンゲージメントのコストについては、外部のアセット・マネジャーに運用委託を行っている場合も含めて、アセット・オーナーが負担するものと理解が定着している。日本においては、多くのアセット・オーナーが、コスト削減の観点から、そもそも世界的に極めて低いとされる運用手数料の範囲内で、追加的なエンゲージメントも実施することを要請するという実情とは大いに異なる。このようなエンゲージメントやスチュワードシップ活動を行うことは、機関投資家の義務であり、アセット・オーナーにとっても最終受益者のために長期的な利益につながるという確信が共有されていることが大きいようである。

第3節 ノルウェー

ノルウェーについては、「政府年金基金グローバル」（旧・政府石油基金。2006年に改称）という政府系ファンドが存在する。これは、北海油田からの資金を財源として将来に備えた資金であり、政府系ファンドとしては世界最大級の資金規模である。政府年金基金グローバルは、将来的に北海油田が枯渇し、石油関連資源からの利益が獲得できなくなる場合を想定して、将来のノルウェー国民のために年金資金等に備えて積み立てられた資金である。2013年末の運用資産額は5兆380億ノルウェー・クローネ（約85兆円）に上る⁸⁴。この金額は、2013年のノルウェーの国家予算の総歳出額（決算見込額）の約4.8倍に相当し、同じく2013年のノルウェーのGDPの168%に相当する規模の資金である。また、ノルウェー国民1人あたり約99万ノルウェー・クローネ（約1,670万円）の積立規模となっている。

政府系ファンドという性質上、政府年金基金グローバルは、ノルウェー中央銀行（Norges Bank）の投資運用部門である（Norges Bank Investment Management; NBIM）において管理・運用され、その運用成績はノルウェー国会に対する報告が求められている。ノルウェー中央銀行が管理することから、この基金は、資産運用や金融の世界では“Norges Bank”という呼称で、その資金規模の大きさとコーポレート・ガバナンスを含む積極的運用で有名である。

しかしながら、この政府年金基金グローバルの総資産額は、前述のようにノルウェーの国家予算の4.8倍、GDPの168%という巨額な規模であるため、ノルウェー国内では適切な資産運用を行うことが困難である。そのため、巨大な金融市場を抱えるロンドンに資産運用の拠点を置き、全世界で投資活動を行っている⁸⁵。そのため、英国をはじめ欧州における存在感は大きく、中東の所謂オイル・ファンドやアジアの政府系ファンドなどと並んで、これら中東・アジア系よりは信頼度においては幾分勝るものの、英国当局であるFRCが特別な注意を払って動向を見守っている機関投資家の一つである。このような見方に対しては、政府年金基金グローバルはファンドが株式運用として保有する全世界の上場会社の名称と保有株式数や、すべての議決権行使の内容について開示するなどの情報開示の透明性を高めている。また、最近では、諮問委員会を設置し、英国当局のアドバイザーも務

⁸⁴ 在ノルウェー日本国大使館「政府年金基金－グローバルの概要（Government Pension Fund - Global）」（2014.3）

⁸⁵ 在ノルウェー日本国大使館・前掲注によれば、2013年末現在で、世界の上場会社8,213社の株主を保有し、世界の上場株式の約1.3%を所有している。

めた経験を有するコーポレート・ガバナンス分野での重鎮を招聘するなどの取組みも行っている。政府年金基金グローバルは、英国においてロンドン市場を席卷するという自らに対する懸念が存在することを認識しており、ロンドン市場を活用し続けることができるようにこれらの懸念を払しょくするための様々な取組みを実施している（巻末資料参照）。

しかしながら、政府年金基金グローバルは、ロンドン株式市場におけるもっとも大きな株主の一角を占めながら、英国版スチュワードシップ・コードには署名をしていない。同基金の諮問委員によれば、北欧らしい真面目で厳格な性質の組織であることから、スチュワードシップ・コード署名するとなれば真剣かつ周到に準備や検討を行うことになるため、気軽な気持ちでは署名はしないだろうという指摘があった。そのため、実務的に対応可能だと判断された場合には、コードに署名することもありえるとのことであった。これに対して、ロンドン市場を監督する立場である FRC によれば、政府系ファンドは外国政府関係者であり、自由で信頼性の高いロンドン市場を利用することはあっても、英国政府が求める規制に従うことは回避したいという理解が定着している（巻末資料参照）。そのため、客観的にみると、政府年金基金グローバルは、これを運用する NBIM はアセット・マネジャーとしての独立性が認められているものの、本質的には中央銀行の一部門を形成する組織であり、ノルウェー国会への報告が義務付けられていることから、他国のルールである英国版スチュワードシップ・コードに対して署名する可能性は極めて低いと考えられる。

第4節 フランス

(1) 全般的状況

フランスには、コーポレート・ガバナンス・コードは存在するが、機関投資家を規律するためのスチュワードシップ・コードは存在しない。コーポレート・ガバナンス・コードについては、企業連合（AFEPおよびMEDEFという2つの企業団体が連携してコードを策定）⁸⁶が上場会社に対し自らを規律する性質のコーポレート・ガバナンス・コードを公表しているが、これに対して、フランス投資運用協会（AFG）⁸⁷は機関投資家の立場から上場会社に要請するコーポレート・ガバナンス・コードを策定している。フランスでコーポレート・ガバナンスやスチュワードシップを所管するフランス経済財務産業省（MEDEF）やフランス金融市場庁（AMF）によれば、将来のスチュワードシップ・コードの導入について明確な否定はしない。しかしながら、行政や機関投資家主導で導入する予定はなく、欧州委員会における制度の見直しがあり、加盟国として対応が必要になった場合に具体的に検討するという立場にとどめている。ただし、日本と同様に、政治主導で議論が進む可能性は否定できない状況のようである。また、欧州委員会においてスチュワードシップ・コードに類似するような機関投資家に対する規制が導入された場合には、フランス国内法においても対応が必要であることから、英国や欧州委員会の動向は注視しているようである（巻末資料参照）。

フランスの特徴としては、経済の規模が大きく、また国内において金融部門とともに産業部門の存在感が高いことから、フランス独自のアプローチに対する自負が強いと推察される。他方、英国と物理的に近いことから、アングロサクソン型の議論の影響を強く受けざるを得ない状況になる。フランスでは、アングロサクソン型のコーポレート・ガバナンスの仕組みや機関投資家のエンゲージメントについては、フランスの企業や市場の慣習とは異なるという批判的見解が根強い⁸⁸。しかしながら、株式市場における外国人投資家（英

⁸⁶ ASEP+MEDEF, “Corporate Governance code of listed corporations” (2013.6).

⁸⁷ AFG, “Recommendations on corporate governance” (2012.1)

⁸⁸ フランスでは企業関係者のみならず、機関投資家や当局においても、機関投資家によれば、投資活動がグローバル化しているという状況は理解しながらも、実態と合わない議論には違和感を持っているようである。すなわち、フランスでもコーポレート・ガバナンス・コードにおいて”say on pay”を導入するなどの影響は受けているが、もともと報酬問題などのアングロサクソンが重視する投資先企業の問題は、英米ほどには重視されてはこなかったという意見もある。アングロサクソンは、コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップなど自らのアプローチでフランスに対して求めてくるが、フランスの伝統に合わないものも多いとの指摘も少なくない。

国や米国を中心とするアングロサクソン系が多い)の存在感が大きく、欧州連合の中核国家として市場の透明性やグローバルな議論を無視することは困難であるという理解が定着している。そのため、アングロサクソン系の機関投資家の主張に対しても企業や当局が対応せざるを得ないという、消極的姿勢にとどまっているのが実情である(巻末資料参照)。主要なフランス国内投資家は、銀行や保険会社の系列の投資家であるが、これらは金融機関グループとして上場会社と様々な取引関係があることから、コーポレート・ガバナンスやエンゲージメント活動についてはあまり積極的ではない。これに対して、フランスのアセット・マネジャーには、法律上議決権行使が義務付けられており、議決権行使を行わない場合には顧客等に対する説明を行わなければならないとされる⁸⁹。

(2) 機関投資家の取組み

このようにフランスにおいてスチュワードシップ活動が積極的ではない背景に、フランスの機関投資家の特徴として、大規模な年金基金が少なく、長期投資家としてコーポレート・ガバナンスを促進する年金基金が存在しないことが考えられる。フランスにおいては、機関投資家の主流は保険会社やアセット・マネジャーであるが、保険会社はフランス資産運用協会にも加盟せず、投資先企業へのスチュワードシップ活動やコーポレート・ガバナンス問題に対しても積極的ではない。フランスも日本と同様に、保険会社は投資先企業である会社との間で、多くの関係があるため、積極的にエンゲージメントを行う株主にはなれないという実情がある。

これに対して、フランスのアセット・マネジャーは現在ではかなり積極的に活動している。フランスでは、株主総会の運営は会社法で定められ、配当や取締役選任も株主総会決議事項であるなど、例えば米国などと比べると、法律上は株主に大きな権限が与えられていた。しかしながら、投資家の側もこれらの権利を積極的に活用してこなかった。

このような状況に対して、1997年以降、フランス資産運用協会は加盟するアセット・マネジャーに対して、議決権行使を行うことを求めるようになった。第一義的にはフランス企業に対する議決権行使を要請しているが、顧客であるアセット・オーナーのためにコスト面で実施可能であれば、できるだけ広範囲の投資先企業に対して議決権行使を行うことを期待している。このような活動を支援しているフランス資産協会は、①低コストで議決権行使を行うことができる環境の整備、②加盟メンバーの議決権行使の判断および方針を

⁸⁹ Code Monetaire et Financier, Article L533-22.

検討する際の支援、③加盟メンバーの議決権行使を監督することを主な活動の柱としている。これらの活動目的を果たすために、フランス資産運用協会は機関投資家としての視点に立った独自のコーポレート・ガバナンス・コードを公表した。フランス資産運用協会では、内部にコーポレート・ガバナンス委員会を設置して、毎年コードの見直しや改正を継続している。このフランス資産運用協会によるコーポレート・ガバナンス・ジードは、機関投資家が、投資先企業に対して求める「あるべきコーポレート・ガバナンスの姿」整理したものであり、これに基づいて議決権行使を行うことを推奨している。

議決権行使について、フランス資産運用協会は、SBF120 指数を構成する上場会社に関して（当初は大企業中心の指数である CAC40 からスタートし、その後社数を拡大した）、株主総会の議案をすべて精査して、フランス資産運用協会によるコーポレート・ガバナンス・コード（以下 AFG コード）に合致するか否かを調べている。機関投資家として望ましい行使内容を推奨するのではなく、あくまでも AFG コードに合致しているか否かを判断しているだけにすぎない。AFG コードからの逸脱を調べることで、メンバーに対して注意を喚起することを目的とする。スチュワードシップという概念はフランスにはないため、直接の導入は難しいものの、スチュワードシップ責任が顕在化される議決権行使方針の公表や行使結果の開示は期待されており、フランス資産運用協会もこれらの情報の開示を要請する。ただし、英国の先進的事例において実行されているような個別議案についての開示（全保有株式に関するすべての株主総会議案について、行使内容を個別に開示すること）は求めている。投資先企業との間で利益相反が存在することから議決権行使方針と異なる行使を行った場合（例：投資先企業との間で取引があるため棄権した）等に、個別の説明を行わなければならないとしている。

第4章 英国版スチュワードシップ・コードの日本への示唆

本章では、機関投資家による英国版コードの実施状況に関する調査⁹⁰に基づき、英国版コード7原則の内容と課題を検討し、日本版コード公表によって実務対応が急務であるわが国への示唆を考察する⁹¹。

第1節 英国版スチュワードシップ・コードの実施状況と日本への示唆

(1) スチュワードシップ責任とステートメントの公表（原則1）

英国版コード原則1は、機関投資家に対して、スチュワードシップ責任の対応方針等を表明する文書（ステートメント）の公表を求める。その内容は、インベストメント・チェーンにおける立場の違い（アセット・オーナー、アセット・マネジャー、サービス・プロバイダー等）を反映し、実務上スチュワードシップ活動の外部委託が多いことに鑑み、機関投資家自身のアプローチとの一貫性を確保するための方策についても説明が求められる。

①コードの受入れ表明と公表項目（ステートメント）

英国版コードは、2012年の改正により、採用機関に対して、毎年ステートメント（コードの受入れ表明や公表項目）を見直し、必要に応じてアップデートすることを奨励する（英国版コード前文“Application of the Code”第12パラグラフ）。

図表9によれば、2013年時点で、英国では90%の機関投資家がステートメントを見直したが、このうち67%は内容を変更し、22%は内容を変更していないと回答した。また見直しを実施していない機関投資家は9%にすぎない。

日本版コードにおいても、本コードを受入れた機関投資家に対して、毎年の見直し・更新が求められている（日本版コード『プリンシプル・ベース』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』第14パラグラフ）。特に日本では、近い将来に、会社法改正等の制度変更が予定され、社外取締役等の上場会社のコーポレート・ガバナンスに関する実務慣行が変化すると予想される。また、機関投資家の側も、コードの定着により、議決権行使や外部委託の利用等スチュワードシップ活動に改善や変更が加えられる可能性もある。公表

⁹⁰ Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014).

⁹¹ 英国版コードと比較した日本版コードの課題については、上田亮子「日本版スチュワードシップ・コードと今後の課題～英国からの示唆～」資本市場リサーチ 31号（2014年）参照。

情報の毎年の見直し・更新は、このような環境や実務の変更を反映して、最新かつ適正な情報が公表されることを担保するものである。

図表 9 コードの受入れ表明と公表項目（ステートメント）の見直し

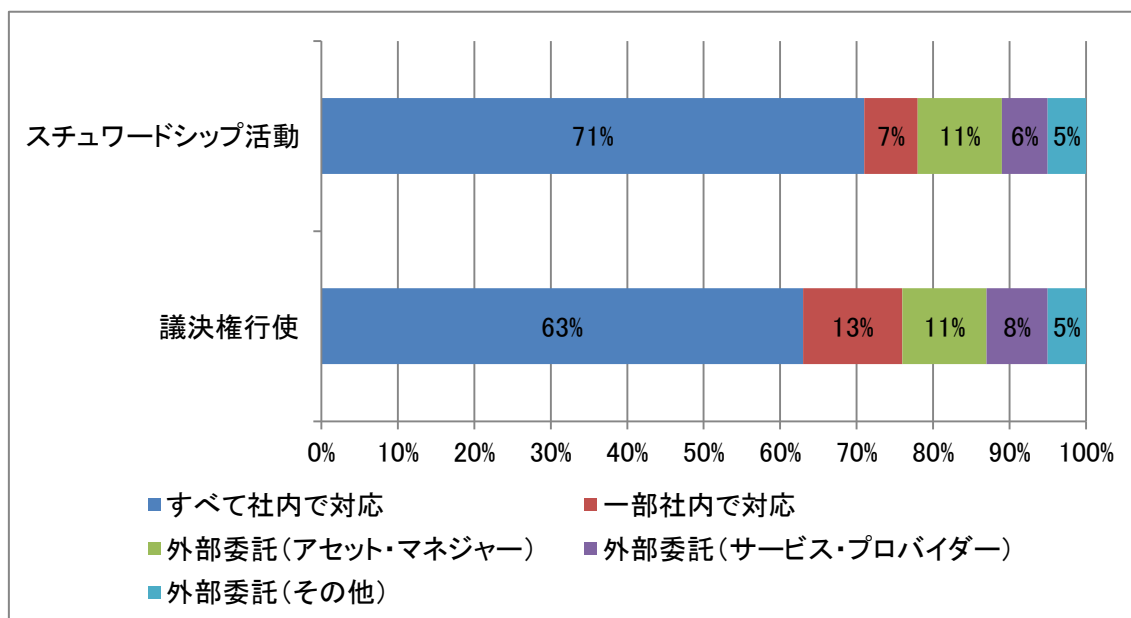
	見直し、 変更した	見直したが、 変更しなかった	見直しを していない	無回答
2012	29%	48%	23%	
2013	67%	22%	9%	1%

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table8 より作成

②スチュワードシップ活動の実施方法

英国版コードでは、スチュワードシップ活動の外部委託の増加に伴い、サービス・プロバイダーの利用方法についてもステートメントで開示することが求められている。

図表 10 スチュワードシップ活動の実施方法



出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table12 より作成

しかしながら、図表 10 によれば、英国の機関投資家は、29%がスチュワードシップ活動について、37%は議決権行使について、外部に委託している。議決権行使は、議決権行使助言会社の推奨を参照する場合、自社基準に基づき行使事務のみ外部委託する場合等がある。

また、エンゲージメントに注力する機関投資家がスチュワードシップ活動を含めて受託する”Proxy Pool Fund”やオーバーレイ・サービスと呼ばれる業態⁹²が増加している。小規模な機関投資家にはコスト削減、受託する側には手数料収入と権利行使可能な株式数増加のメリットがある。この新しい業態に対し、FRC は今後のコード改正の検討課題として注視している。

日本版コードの定着に伴い、日本でも議決権行使のみならずスチュワードシップ活動全般に力を入れる機関投資家が増加すると思われるが、リソースが十分ではない場合等にはスチュワードシップ活動を全面的に外部委託することが効率的だと考える機関投資家があるかもしれない。今後、スチュワードシップ活動の効率化が重要な課題となるなかで、サービス・プロバイダーへの外部委託を活用したスチュワードシップ活動のあり方については実務の発展を見守る必要があるだろう。

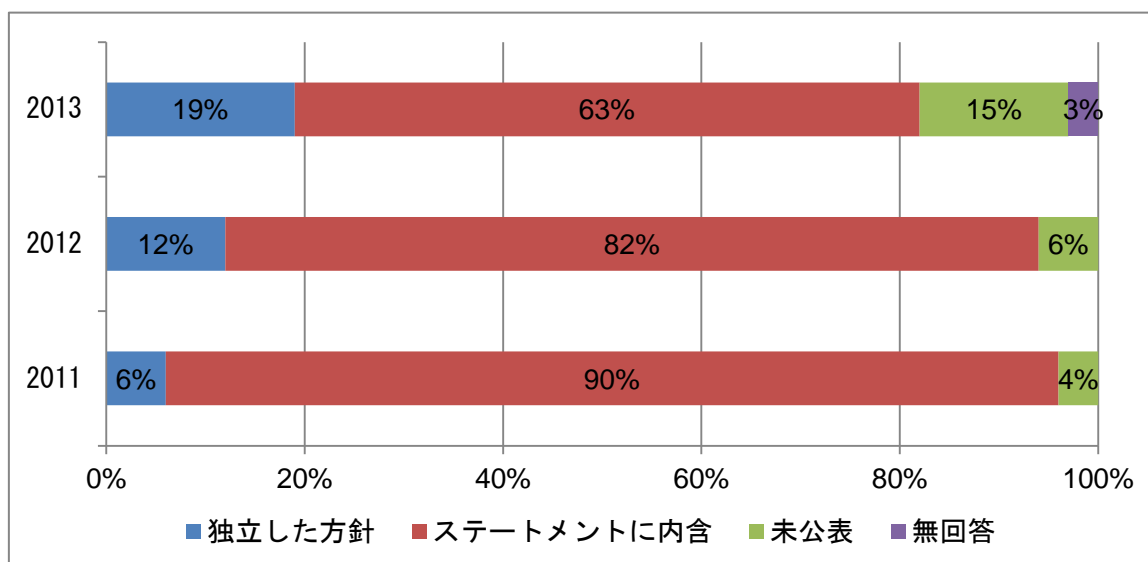
(2) 利益相反に関する管理方針の開示 (原則 2)

英国版コード原則 2 は、利益相反の存在を認識したうえで、スチュワードシップ活動に対するその影響を排除するため、利益相反の管理に関する堅固な方針の策定と公表を求める。

英国では、独立した利益相反管理方針を公表している機関投資家は、2011 年以降増加し、2013 年時点では 19%に上る。他方、未公表とする機関投資家も 2011 年の 4%から 2013 年は 15%まで増加している。英国では中小の機関投資家によるコード採用の増加に伴い、全体的な品質低下が問題視されており、これはその一例を示しているものといえる。

⁹² 積極的なスチュワードシップ活動で有名な Hermes や Governance for Owners は、アセット・マネジャーとサービス・プロバイダーの両方でコードを採用している (Hermes はアセット・マネジャーとして Hermes Fund Managers、サービス・プロバイダーとして Hermes Equity Ownership Services)。また、スチュワードシップ活動にも熱心な長期投資家として有名な F&C は、Responsible Engagement Overlay service (reo®)と呼ばれるスチュワードシップ活動の受託事業を展開している。

図表 11 利益相反管理方針



出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table 7 より作成

利益相反に関しては、日本版コード原則 2 では、機関投資家に「利益相反に関する明確な方針」の策定と公表を求める。英国では、利益相反方針を公表していない機関投資家も存在するが、日本ではコードの採用を予定する機関投資家の多くは、利益相反管理方針を策定する準備を進めている。日本のアセット・マネジャーの多くは金融機関グループに所属していることから、資本関係や取引関係を通じてグループ内企業やその顧客との利益相反が生じる可能性が高い。また、アセット・オーナーについても、企業年金の場合には、母体企業との間に人的・財務的關係等の利益相反が生じる場合が多い。したがって、機関投資家はスチュワードシップ活動の実効性を棄損しないよう、資本関係や取引関係、インベストメント・チェーンにおける位置づけ等を勘案し、それぞれの実態に応じて、適切に利益相反を管理することが求められる。

(3) 投資先企業のモニタリング (原則 3)

英国版コード原則 3 は、機関投資家に対して投資先企業の継続的なモニタリングを求める。具体例として、業績の最新状況、企業価値やリスクに影響を与える状況変化、リーダーシップ、コーポレート・ガバナンス・コードの遵守状況、情報開示の品質に対してモニ

タリングを行い、場合によっては株主総会への出席を促す。

図表 12 によれば、全投資先企業に対してモニタリングを実施する投資家の比率は、2010 年以降増加し、2012 年には 76%が実施している。海外では非財務（環境・社会・ガバナンス等）に関する情報提供機関が増加する等、実務環境が整備されてきたと考えられる。

図表 12 モニタリングの実施状況

	2012	2011	2010
全投資先企業	76%	70%	67%
持株比率が高い場合	8%	17%	17%
問題がある場合	8%	2%	-
アセット・マネジャー等に外部委託	5%	2%	6%
その他	1%	6%	4%
無回答	2%	3%	4%

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2013), Table 15 より作成

日本版コード原則 3 は、スチュワードシップ活動の一環として機関投資家に対して投資先企業の適切な状況把握を要請するが、その趣旨は英国版コードと重なる部分が多く、財務・非財務を含めた幅広い問題を想定する。日本でも、情報取得の実務や手段の発展により、各投資家に最適な方法が確立すると期待される。

(4) 投資先企業に対するエンゲージメントの実施（原則 4）

① エンゲージメント対象となる企業および事案

スチュワードシップ活動の第一段階は、投資先企業のモニタリングを通じた状況把握であるが、第二段階として、そこで得られた情報に基づき、特定の事案に関する投資先企業とのエンゲージメントが行われる。日本版コードによれば、エンゲージメントとは機関投資家と投資先企業との「目的を持った対話」とであると定義される（日本版コード前文冒頭枠内、原則 4）が、英国版コード原則 4 は、スチュワードシップ活動の一環としてエンゲージメントの段階的な強化に関し、その時期や方策を明確化することを要請する。他方、

機関投資家のリソースには限界があるため、エンゲージメントの対象とする企業や事案を絞り込むことが必要になる。

図表 13 は投資先企業の規模とスチュワードシップ活動の内容を調査した結果であるが、規模の大きな会社に対しては対話を実施する比率が高いことがうかがえる。

図表 13 投資先企業の規模とスチュワードシップ活動の内容

	エンゲージメントと議決権行使		議決権行使のみ	
	2012	2011	2012	2011
FTSE100	78%	88%	14%	8%
FTSE250	75%	83%	13%	11%
FTSE Small Cap/Fledgling	59%	72%	13%	6%
AIM	55%	64%	11%	6%

出所：Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2013), Table 16 より作成

また、エンゲージメントの目的となる問題は、図表 14 によれば、2011 年以降、1 位：取締役報酬、2 位：事業戦略・目的であった。取締役報酬問題は、英国においても、報酬の決定に株主総会決議を要求する”say on pay”と呼ばれる制度が導入される等、コーポレート・ガバナンス上も大きな問題となっており、機関投資家の関心が高いことがうかがえる。また、取締役会のリーダーシップや構成の問題がそれに続く傾向にある。

日本版コードについても、限られたリソースの中で最大限の効果を得るため、機関投資家はエンゲージメントの対象となる企業や事案を絞り込む可能性が高い。グローバルな大企業では効率的経営を実践している会社が多いことから、中小型銘柄において比較的エンゲージメントによる経営の変革が有効な場合も多いと考えられるが、現実には保有比率や運用収益への影響等を総合的に判断してエンゲージメント実施の判断を行うことになる。また、従来の議決権行使では、社外取締役等の形式が重要な論点であったが、企業価値や持続的成長を目指すスチュワードシップ活動とは趣旨が異なる面もあるため、エンゲージメントの目的となる事案については今後の検討が必要である。

図表 14 エンゲージメントの目的

	2013	2012	2011
取締役報酬	1	1	1
事業戦略・目的	2	2	2
取締役会のリーダーシップ（会長、CEO）	3	3	8
取締役会・委員会の構成	4	-	-
取締役会・委員会のダイバーシティ	-	4	3
取締役後継者計画	-	8	9
コーポレート・アクション、リストラクチャリング	5	5	10
M&A	6	7	6
環境・社会問題	7	6	4
リスク選好度	8	9	5
監査	9	-	-
新株引受権	10	10	7

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table 20 より作成

② 機関投資家の株主総会への出席

英国においては、英国コーポレート・ガバナンス・コード主要原則 E.2 により機関投資家の株主総会への参加が奨励されるが、実務上は、名簿上の株主（ノミニ）として資産管理機関（カストディアン）を利用するが多い。そのため、2006 年英国会社法第 9 編（社員の権利の行使）においては、実質株主⁹³による直接的な権利行使を可能とするため⁹⁴、上場会社の定款に基づいて株主に指名された代理人（実質株主である機関投資家等）が株主権を行使する制度⁹⁵が整備された^{96 97}。このような制度整備を背景として、2013 年時点では 62%の機関投資家が株主総会に出席し、うち 2%は「必ず」、29%は「主要株主であり、適切かつ可能な場合に」出席しているとする（図表 15）。また、7%の機関投資家

⁹³ 典型例がカストディアンを通じた間接保有に基づく機関投資家等である。

⁹⁴ イギリス会社法制研究会（川島いづみ、中村信男）「イギリス 2006 年会社法（1）」比較法学第 41 巻第 2 号（2008 年）389 頁参照。

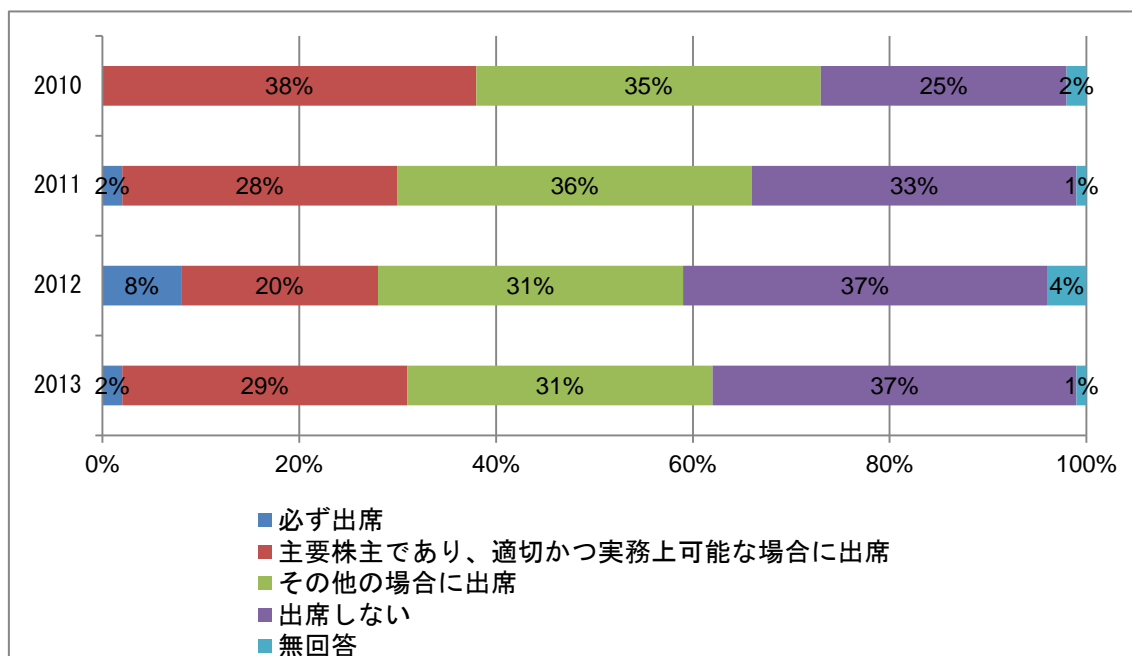
⁹⁵ 2006 年英国会社法 145 条等を参照。

⁹⁶ Derek French, Stephen Mayson & Christopher Ryan, “Company Law (2008-2009 edition)”, Oxford University Press (2008), pp.373-374.

⁹⁷ Paul Davies, “Gower and Davies’ Principles of Modern Company Act (eight edition)”, Sweet & Maxwell (2008), pp431-434.

は、年間 10 社以上の株主総会に出席しているとする⁹⁸。

図表 15 株主総会への出席



出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table 22 より作成

日本では、名簿上の株主ではない機関投資家が、会社に対し、直接に株主権を行使する制度は十分確立されていない⁹⁹。そのため、会社に対して権利を行使する場合には名簿上株主である資産管理機関が主体とならざるを得ない¹⁰⁰。今後、スチュワードシップ活動の重要な機会として、機関投資家が株主総会を積極的に活用できるよう環境の整備が求められる。

(5) 集团的エンゲージメント（原則 5）

英国版コード原則 5 は、適切な場合には、他の投資家との協調行動（集团的エンゲージ

⁹⁸ IMA, *supra* note 90, Table 23, p.26.

⁹⁹ 機関投資家の議決権行使は、名簿上の株主である資産管理機関に対する指図を通じて行われる。

¹⁰⁰ オリンパス株式会社「当社に対する訴訟の提起に関するお知らせ」2014年4月9日適時開示情報参照。

メント)を推奨し、その方針を開示することを求める。集团的エンゲージメントは、投資家によるモニタリングおよび単独でのエンゲージメントに続く、スチュワードシップ活動の第三段階と位置付けられる。英国版コードにより、投資先企業と投資家とのコミュニケーション手段として集团的エンゲージメントが実務上定着したといえる。特に、経営者報酬問題については、集团的エンゲージメントを通じて、報酬の額や仕組み、透明性が改善されたと指摘する投資家も少なくない。

ところが、集团的エンゲージメントに関する開示については、活動主体となる投資家集団の構成に焦点が当てられ、スチュワードシップの質を確保するうえで必要とされる集团的エンゲージメントに対する姿勢や考え方についての情報が不十分であるとの問題が指摘されていた¹⁰¹。そのため、2012年の英国版コード改正では、集团的エンゲージメントへの参加する検討する場合についての説明等、原則5の指針が変更された。2013年時点の調査によれば、集团的エンゲージメントに参加した場合に追加的な開示を行う機関投資家は88%に上る¹⁰²。

日本では、金融庁の検討会では日本の実情に馴染まないとの指摘もあり¹⁰³、日本版コードの原則としては採用されていない。しかしながら、必要に応じて他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることは有益であるとも述べられているため(日本版コード指針7-3)、今後の展開が期待される。

(6) 議決権行使結果の開示(原則6)

議決権行使は、スチュワードシップ活動の具体的な活動であり、エンゲージメントに入っている場合には、重要な成果である。そのため、議決権行使に関する透明性の強化は、英国版コード(原則6)のみならず日本版コード(原則5)においても、重要な論点である。

また、議決権の権利者が誰であるかは、会社にとって重要であるが、ヘッジファンド等が保有株式以上の議決権を集めて行使する”empty voting”(直訳すると「空の議決権」。法

¹⁰¹ FRC, “Developing in Corporate Governance 2011: The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Code” (2011), p.22.

¹⁰² IMA, *supra* note 90, Table 9, p.13.

¹⁰³ 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、第6回資料3「主なパブリックコメント(英文)の概要及びそれに対する回答案」4頁、議事録(油布企業開示課長の発言)参照。

律上の株式の所有者ではない者が、議決権を取得し、行使する事象を指す)の問題等、貸株により権利者が移転している場合もある。そのため、貸株の利用状況についても開示が要求される。2013年時点の調査によれば、貸株方針について開示すると回答した機関投資家は58%であり、開示しないとの回答が38%に上る¹⁰⁴。ファンド収益確保のために貸株を行う投資家が多いものの、コーポレート・ガバナンス上の問題の指摘も多いため、機関投資家は情報開示に必ずしも積極的ではない。

日本では、2009年に公表された金融庁スタディグループ報告¹⁰⁵に基づいて、アセット・マネジャーの多くと一部の公的年金等のアセット・オーナーは、すでに議決権行使結果を公表している。そのため、日本版コードを採用した機関投資家は、従来の開示方法（議案の主な種類ごとに整理・集計）を維持することが予想される。また、このような集計公表以外に、文章による説明等の方法による議決権行使結果の公表も認められる（日本版コード指針5-1）。

図表 16 議決権行使結果の開示

	2013	2012	2011	2010
開示あり	66%	65%	73%	65%
開示なし	27%	33%	27%	33%
理由の開示あり	16%	15%	14%	-
理由の開示なし	10%	15%	11%	-
今後公表予定	-	3%	2%	-
無回答	7%	2%	-	2%

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table 25 より作成

英国では、議決権行使結果を開示する機関投資家は、2011年の73%から、2013年は65%に低下している（図表16）。また、2013年時点で10%の機関投資家は、議決権行使結果の開示がなく、その理由の説明も行っていない。これはコンプライ・オア・エクスプレイ

¹⁰⁴ IMA, *supra* note 90, Table 9, p.13.

¹⁰⁵ 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～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)参照。

ンに反するものである。また、図表 17 によれば、各投資先企業の個別議案の行使結果を開示する機関投資家は、2010 年以降減少し、概要の開示にとどまる機関投資家が増加している。ここでも、コードを採用する機関投資家の増加に伴う、品質の低下の問題が背景にある。

図表 17 議決権行使結果の開示方法

	2013	2012	2011	2010
個別議案の開示	62%	68%	68%	68%
全議案の理由	5%	6%	9%	-
反対・棄権、例外的議案の理由	6%	10%	6%	-
反対・棄権議案の理由	11%	8%	4%	-
理由なし	40%	44%	49%	-
概要の開示	38%	32%	30%	32%
無回答	-	-	2	-

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table26 より作成

(7) 委託者に対する報告（原則 7）

英国版コード原則 7 は、スチュワードシップ活動および議決権行使について、顧客に対する定期的な報告を求める。

図表 18 によれば、英国では四半期に 1 回の頻度で報告するとの回答は過半数で、顧客の要望に従い実施する場合はそれに続く。また、図表 19 によれば、報告内容は、議決権行使とエンゲージメントの両方を含む取締役会の回答は半数であり、エンゲージメントのみに特化した報告は少ない。

日本版コードでは、原則 6 の指針 6-1 から 6-3 に基づいて、顧客・受益者に対するスチュワードシップ活動の報告が要請されるが、従来から主要な公的年金の多くは、アセット・マネジャーに対して年 1 回議決権行使に関する報告を求めてきた。今後、コード採用が企業年金等のアセット・オーナーに拡大する場合には、受け入れるアセット・オーナー側の態勢も含め、報告の頻度や内容等について、実務上の対応が要請される。

図表 18 顧客・受益者への報告頻度

	2013	2012	2011	2010
月 1 回以上	2%	3%	5%	2%
顧客の要望に応じて	27%	23%	20%	31%
四半期に 1 回	53%	50%	61%	54%
年 1 回	12%	20%	11%	11%
報告しない	1%	2%	3%	-
無回答	5%	2%	-	2%

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table28 より作成

図表 19 アセット・マネジャーからアセット・オーナーに対する報告の内容

	2013	2012	2011	2010
議決権行使・エンゲージメント	48%	56%	53%	69%
エンゲージメントのみ	8%	2%	2%	2%
議決権行使のみ	21%	21%	23%	17%
その他	16%	15%	19%	10%
報告しない・無回答	7%	9%	3%	2%

出所: Investment Management Association, “Adherence to the FRC’s Stewardship Code” (2014), Table29 より作成

第5章 日本版スチュワードシップ・コードの成立

第1節 日本版スチュワードシップ・コードの目的と機関投資家による受入れ

(1) 日本版コードが目指す価値向上の流れ

スチュワードシップは「他人の財産を管理する」という関係性を通じた会社、取締役、株主等間の基礎となる概念であるが、これを俯瞰すると、取締役が会社の利益を追求し、これに投資する投資家は収益を得られ、年金加入者の利益につながり、政府は税金を得られ、最終的には国全体へと利益が拡散するという一連の価値創造の連鎖が形成される¹⁰⁶。この価値連鎖における各当事者のスチュワードシップ責任は、取締役と会社、株主と取締役、アセット・マネジャーとアセット・オーナー、アセット・オーナーと受益者等に分解することができる。

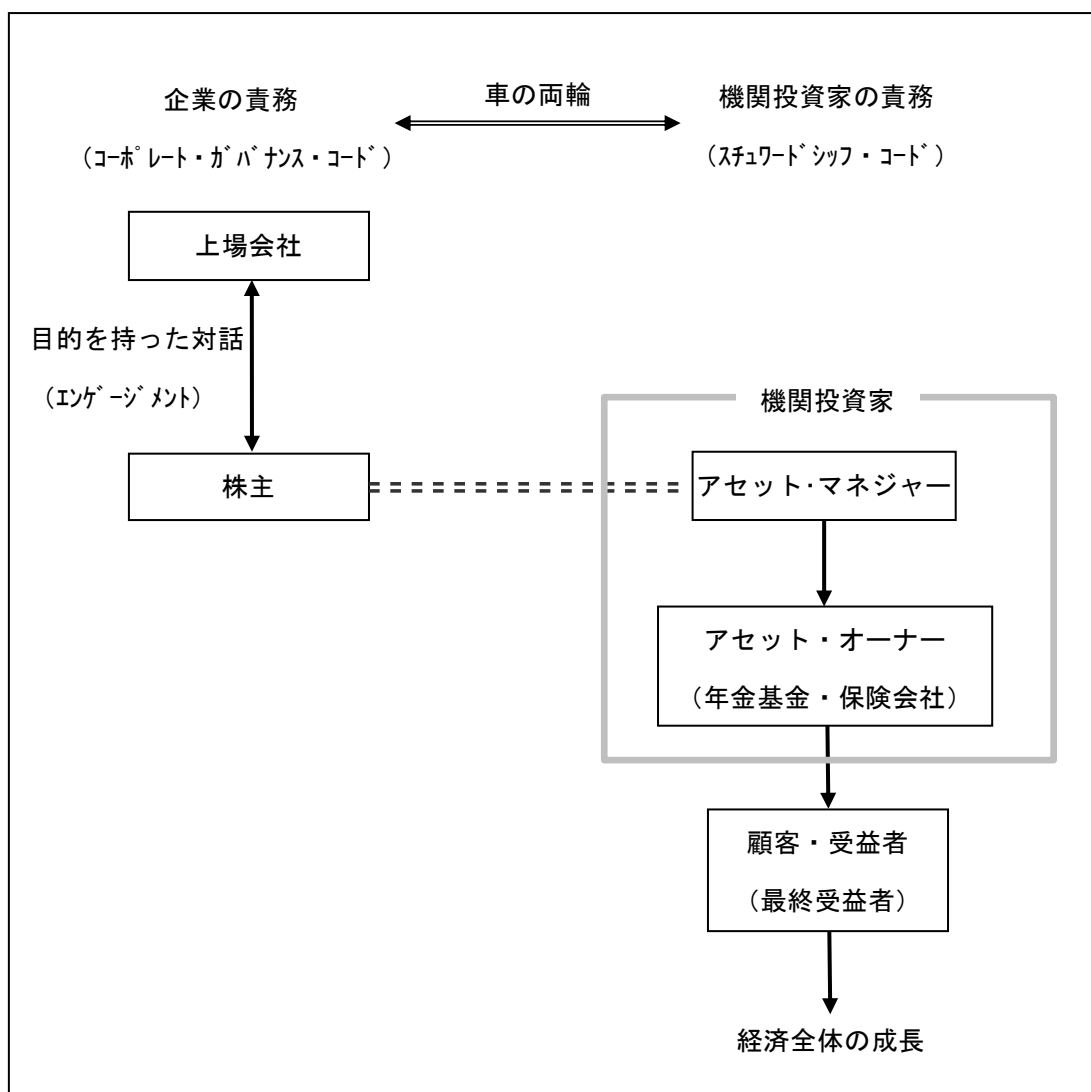
日本版コードは、日本経済全体の再生という観点から企業の持続的成長を促進するという目的達成のために、上場会社の株式に投資する機関投資家に対して、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中で、各投資家が自らの置かれた位置を踏まえて、どのような役割を果たすか¹⁰⁷を意識して、スチュワードシップ責任を遂行することを求めるものである（図表 20）。すなわち、スチュワードシップ・コードに基づいてエンゲージメント（目的を持った対話）が実行されることによって、投資先企業の価値が向上すると、株主の利益につながる。株主が機関投資家の場合には、投資を行っているアセット・マネジャーを通じて、資金を拠出しているアセット・オーナー（年金基金・保険会社等）の利益につながる。アセット・オーナーの資金は、究極的には年金基金の加入者や保険会社の顧客などの受益者の財産であり、これらの最終受益者の利益に結び付く。このような最終受益者は、総体として、

このように、日本版スチュワードシップ・コードは成長戦略の一環として策定された問う背景から、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で、インベストメント・チェーンに属する関係者の利益となり、最終的には経済全体の成長を目指す。

¹⁰⁶ Tomorrow's Company, supra note 14, p.5.

¹⁰⁷ 前掲注 1、指針 1-2、7 頁参照。

図表 20 日本版スチュワードシップ・コードが目指す価値向上の連鎖



出所：筆者作成

(2) 日本版スチュワードシップ・コード以前の機関投資家の活動

日本版スチュワードシップ・コードが公表される以前は、機関投資家が投資先企業に対して行うスチュワードシップ活動は、議決権行使が中心であった。スチュワードシップ・コードの述べるエンゲージメント（目的のある対話）はほとんど行われていなかった。

日本の機関投資家が議決権行使に取り組むようになった背景には、法規によるものとして「投資信託及び投資法人に関する法律」等の法律や業界団体の規則等による義務付け、契約関係等によるものとして資金の拠出者である公的年金等からの要請等がある。

金融庁は2009年6月「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」を公表し、投資家による議決権行使ガイドラインの作成と公表、行使結果の公表を要請した。

公的年金等の資金のアセット・オーナーによる要請としては、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は「管理運用方針」において、運用受託機関に対して、「コーポレートガバナンスの重要性を認識し、議決権行使の目的が長期的な株主利益の最大化を目指すものであることを踏まえて方針を定め、これに基づいて適切に行行使するものとする」との遵守を要請する。

地方公務員共済組合連合会は、2004年4月に「株主議決権行使ガイドライン」を策定し、「原則として具体的な議決権行使の判断は、このガイドラインの趣旨に従って各受託者が行うものとする」と定め、さらに受託者責任として判断を明確にすることが望ましいこと等の視点から「棄権」「白紙委任」「不行使」¹⁰⁸などの行動は原則的に取らないことを明記する。

企業年金連合会では2001年10月「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定し、「運用受託機関は、専ら投資家たる連合会の利益増大のために株主議決権を行使すること」と定めた。さらに、国内株式の自家運用にかかる議決権行使に関しては「企業年金連合会 株主議決権行使基準」を2002年4月に策定し、これに基づいて自ら議決権行使を行っている。企業年金連合会の議決権行使基準は、わが国の機関投資家としてはもっとも早い時期での取組みであり、その後投資顧問会社等の議決権行使にも大きな影響を与えた。さらに、わが国の上場会社に対して、機関投資家の議決権行使の影響や重要性を再認識させ、コーポレート・ガバナンスの取組みを進める契機となった。

投資顧問会社については、2002年4月に日本証券投資顧問業協会が「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」を策定し、投資一任会社による議決権行使の

¹⁰⁸ 賛成比率は、分母が議決権行使数、分子が賛成数の割算で計算される。実務上、機関投資家による議決権行使の方法として、通常の「行使」のほか、「棄権」「白紙委任」「不行使」がある。「棄権」は行使数には加算されるが賛成数には加算されず、反対票として処理される。「白紙委任」は行使数にも賛成数にも加算され、賛成票として処理される。「不行使」は行使数にも賛成数にも加算されず、そもそも議決権が行使されないとして処理される。

指図が適正に行われることを明確化した。

また、投資信託委託会社については、「投資信託及び投資法人に関する法律」第 10 条、およびこれに関する投資信託協会「正会員の業務運営等に関する規則」第 2 条の規定に基づいて議決権行使の指図を行っている。

(3) 日本版コードの受入れを表明した機関投資家

① 全般的状況

英国では、FRC のホームページにおいてコードを採用した機関投資家のリストを公表しているが、日本においても同様に、受入れ表明を行った機関投資家のリスト(公表リスト)を金融庁のホームページにおいて公表することとした。第一回は 2014 年 6 月に 5 月末までに受入れ表明を行った機関投資家の名称を種類別に公表したが、第一回についてのみ、コードが要請する方針等の文書については、8 月末までに作成すればよいとした。コード公表後、文書作成や体制整備等のための準備期間が株主総会集中時期に重なることなどを考慮したものと考えられる。第二回以降は、公表リストを 3 ヶ月毎に更新・公表することとしている。具体的な時期として、2 月、5 月、8 月、11 月の各月末までに金融庁に通知されたものについて、翌月上旬に更新・公表する予定としている。機関投資家における実務上の負担を軽減するため、四半期(3 月、6 月、9 月、12 月)を避けた手続きとなっている。

第 1 回の公表リストによれば、全 127 機関が受入れを表明した。このうち、アセット・オーナーは、生命保険会社 14 社、損害保険会社 5 社、年金基金等 12 機関である。また、アセット・マネジャーは、信託銀行等 6 社、投信・投資顧問会社等 86 社であった。議決権行使助言会社などのサービス・プロバイダーも、4 社が受入れを表明した。受入れ表明を行った機関投資家は、第 2 回、第 3 回と重なることで、増加している。

信託銀行は、主要行が 6 社がすべて第 1 回の時点で日本版コードを受け入れている。また、投信・投資顧問会社等については主要な会社は第 1 回の時点で受け入れていたが、第 2 回以降、比較的規模の小さな会社においても受入れが増加した。年金基金等は、公務委員会共済組合を含む公的年金基金が中心であり、企業年金は第 3 回の時点でも 3 基金にとどまっている。また、日本に拠点のない海外機関投資家(アセット・マネジャーや年金基金等)も受入れを表明している。

したがって、生命保険会社、損害保険会社、信託銀行、投信・投資顧問会社については、

主要な会社のほとんどがコードを受入れている状況にある。そのため、スチュワードシップ・コードについては、一定の実効性が得られたものと考えられる。これに対して、年金基金については、主要な公的年金のほとんどが受入れを表明しているが、私的年金は1基金にとどまる。企業年金等の私的年金の多くは、人員や費用などのリソース面が十分とは言えず、コード受入れに伴うスチュワードシップ活動の業務負担に対する懸念が背景にあると推察される。

このような状況は英国においても同様であった。英国版コードの採用機関は、当初は大手の運用会社や年金基金が中心であったが、その後、中小の運用会社や私的年金へとコード採用のすそ野が広がった。その過程では、議決権行使やスチュワードシップ活動に関するサービスを提供する機関の出現など、実務環境の整備も見られた。今後は、日本でも、リソースに限界のある中小の運用会社や年金基金等に対するサポート業務などを拡充することで、コードを採用する機関投資家が増加することが予想される。

図表 21 日本版コードの受入れを表明した機関投資家

	第1回 (2014/6/10)	第2回 (2014/9/2)	第3回 (2014/12/9)
信託銀行等	6	6	6
投信・投資顧問会社等	86	109	122
生命保険会社	14	17	17
損害保険会社	5	4	4
年金基金等	12	17	19
議決権行使助言会社等	4	7	7
(合計)	127	160	175

出所：金融庁ウェブサイト公表資料

注：損害保険会社において、第1回5社から第2回以降4社へと減少している理由は、合併に伴うためである

② 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）による日本版コードの受入れ

年金積立金管理運用独立行政法人（英語名 Government Pension Investment Fund. 以

下、GPIF)は、2013年度末時点で120兆円以上を運用する世界最大の機関投資家である。年金積立金管理運用独立行政法人法第3条によれば、GPIFは、厚生労働大臣から委託された年金積立金の管理および運用を行うとともに、その収益を国庫に納付することにより、厚生年金保険事業および国民年金事業の運営の安定に資することを目的としている。

そのため、日本版スチュワードシップ・コードが求める企業価値の向上や持続的成長を促すことで中長期的な投資リターンの拡大を図るという目的は、GPIFの存在意義にも合致するものである。GPIFは、このような日本版スチュワードシップ・コードの目的は、年金積立金の性格からも適切であり、国内株式を長期保有している管理運用法人として重要であると述べ¹⁰⁹、スチュワードシップ・コードの受入れを表明している。

もっとも、年金積立金管理運用独立行政法人法第20条によれば、年金積立金の管理および運用については、市場その他の民間企業に与える影響に留意することが求められているが、このような制約のなかで、GPIFは、自ら行うべき活動、運用受託機関(アセット・マネジャー)が行うべき活動について、コードの実施状況の概要を毎年度公表することを通じて、コードに基づくスチュワードシップ責任を果たすこととしている。このような背景から、GPIFは、以下の点に留意することとしている¹¹⁰。

- ① 専ら被保険者の利益のために行うこと
- ② 長期的な観点から安全かつ効率的に行うこと
- ③ 市場その他の民間活動に与える影響に留意すること
- ④ 民間企業の経営に対して影響を及ぼさないよう配慮するとともに、企業経営等に与える影響を考慮しつつ、長期的な株主等の利益の最大化を目指す観点から、株主議決権などの適切な対応を行うこと
- ⑤ 企業経営等に与える影響を考慮し、株式運用において個別銘柄の選択は行わないこと

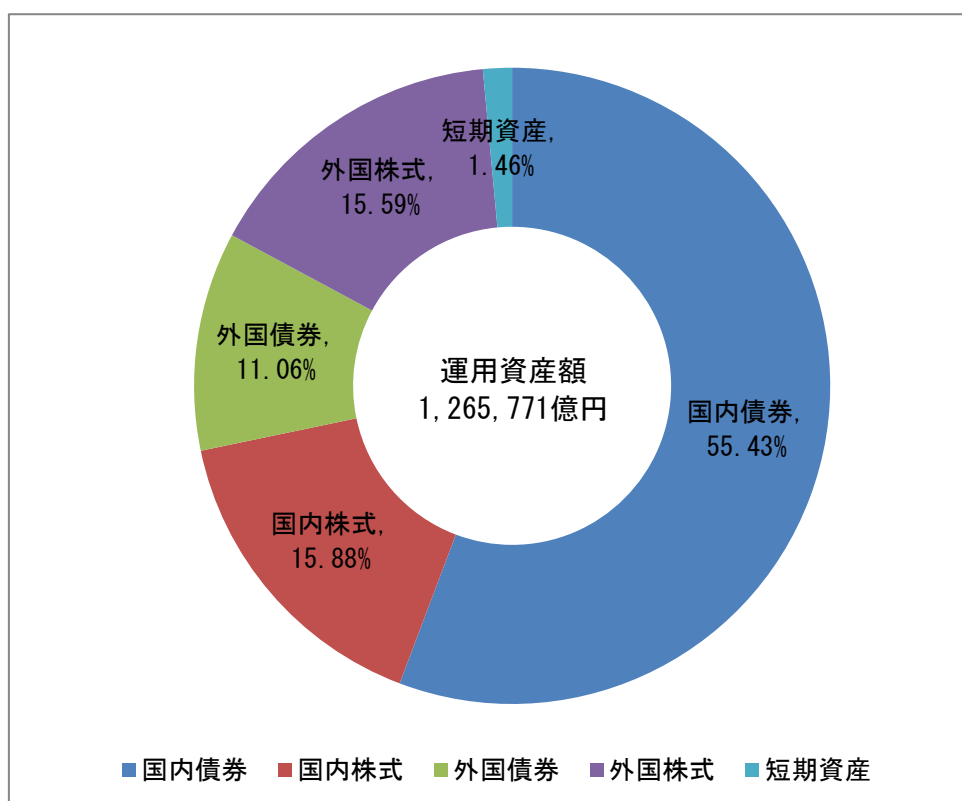
GPIFは2013年度末時点で20兆円以上の国内株式を保有しており(図表22参照)、日本最大の上場会社株式を保有する株主でもある。そのため、GPIFによるスチュワードシップ・コード受入れにより、日本の上場会社に与える影響は極めて大きいと考えられる。ま

¹⁰⁹ 年金積立金管理運用独立行政法人「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」(平成26年5月30日)。

¹¹⁰ 年金積立金管理運用独立行政法人・前出、2頁参照。

た、GPIFは株式については自家運用を行っておらず、国内株式は2013年度末時点で外部アセット・マネジャーの24ファンド（パッシブ運用10ファンド、アクティブ運用14ファンド）に運用委託している¹¹¹。そのため、これらのファンドを運用するアセット・マネジャーにおいては、顧客であるGPIFのために、自らもスチュワードシップ・コードの受入れを検討し、受入れ後も顧客であるGPIFが満足できる水準での十分な実施を行う必要が出てくる。結果的に、多くのアセット・マネジャーにおいて、スチュワードシップ・コードの受入れと一定水準の実施が行われることとなり、コード自体の実効性の確保にもつながることが期待される。

図表 22 2013 年度末時点の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用資産額・構成割合



出所：年金積立金管理運用独立行政法人「平成 25 年度業務概況書」より作成

¹¹¹ 年金積立金管理運用独立行政法人「平成 25 年度業務概況書」43 頁参照。

第2節 日本版コードの重要な概念

(1) スチュワードシップ責任

スチュワードシップ責任とは、機関投資家が、投資先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)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任である¹¹²。このスチュワードシップ責任を果たすために機関投資家が行う活動が、スチュワードシップ活動である。

特に、日本版コードにおいては、機関投資家は「投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長に向けて」スチュワードシップ責任を果たすべきであると、繰り返して述べている¹¹³。機関投資家は、企業価値や資本効率の向上に対して、高い意識を持ち、対話に臨むことが期待されている。

(2) コンプライ・オア・エクスプレイン

日本では伝統的に、法律や規則で細則を定める「ルールベース・アプローチ」(細則主義)が採用されてきた。これに対して本コードは、「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用し、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて自らのスチュワードシップ責任を実質的に適切に果たすことを求める¹¹⁴。そのため、本コードに法的拘束力はなく、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、その趣旨を表明(公表)することを期待する(コード前文パラグラフ 11)。

そのうえで、本コードでは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチ(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手法)を採用する(コード前文パラグラフ 12)。このアプローチでは、各投資家は実情に応じた個別的、具体的な対応ができる特長がある。コードの趣旨を尊重しつつ実態に見合った可能な範囲で受け入れるため、実務の変更にも対応しやすく、コードの採用や実効性が高まると考えられる。

(3) エンゲージメント

エンゲージメントは、スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家のもっとも重要

¹¹² 前掲注 1、コード冒頭枠内、1 頁参照。

¹¹³ 前掲注 1、指針 3-1 (9 頁)、指針 4-1 (10 頁) 等参照。

¹¹⁴ 前掲注 1、『プリンシプルベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』パラグラフ 10、3 頁参照。

な活動である。日本版スチュワードシップ・コードによれば、エンゲージメントとは、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」とであると定義され（原則 4）、企業に直接働きかけるといふスチュワードシップ活動の中心に位置づけられる。すなわち、機関投資家は、スチュワードシップ活動の核心的行動である投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、企業との共通認識を高め、問題を改善する努力を行い、企業の持続的成長を促すことを目指すべきであるとされる。

このスチュワードシップ活動は、エンゲージメント中心として、大きく 3 段階の活動から構成される。それらは、会社に対する働きかけを強めるに従い、状況把握（モニタリング）、エンゲージメント、集団的エンゲージメントと発展するものである。

① 投資先企業の状況把握（モニタリング）

日本版コード原則 3 は「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」と定め、エンゲージメントの第一歩として、機関投資家による投資先企業の状況把握の重要性が指摘されている。この点について、英国版コード第 3 原則では、「モニタリング」という表現を使っていたが、企業経営に対する監視活動という強い意味で捉えられる可能性があり、企業と投資家との対立関係を生じさせるおそれがあるため、日本版コードでは「(投資先企業の) 状況を的確に把握」と表現している。しかしながら、日本版コードの英語訳では、「モニターする」と記述されている。そのため、あくまで企業側からの反発や企業と投資家との無為な対立を回避するために、「状況把握」という文言を使っているものと考えられる。したがって、「状況把握」の意味は「モニタリング」と同義であると理解できる。

このような状況把握（モニタリング）は、機関投資家のスチュワードシップ活動においては、具体的な対話（エンゲージメント）に入る前の重要な情報収集の過程である。この段階で、投資先企業に何らかの問題や懸念が見つかる場合等には、会社の状況について一層の精査を行ったり、会社との間での対話に入るというより高次のスチュワードシップ活動に進展させるか否かを検討することが求められる。

また、昨今では、財務問題のみならず、会社の長期的経営に影響を与える可能性もある非財務問題の重要性が高まっている。会社が把握すべき状況には、財務に関する状況（企業戦略、業績、資本構造等）だけでなく、非財務に関する状況（社会・環境問題に関連するリスク等）も含まれる。

② エンゲージメント

上記のように、機関投資家のスチュワードシップ活動の第一歩は、投資先企業に対する状況把握（モニタリング）である。この過程において問題や懸念が発見された場合には、次の段階である会社とのエンゲージメントに入ることが検討される。

日本版コードでは、エンゲージメントとは、投資家と会社との建設的な目的を持った対話であると定義される（原則 4）。

投資先企業に対する状況把握（モニタリング）の実施によって問題や懸念を発見した場合には、機関投資家は、その問題や懸念について投資先企業に対して質問をし、疑義や懸念を伝え、議論を行うことが想定される。このような活動は、投資先企業の価値の毀損を防止し、当該問題や懸念を解決することによって、企業価値を向上させる方向へと経営を転換させることを目指すものである。そのため、投資先企業に対する批判だけでは十分ではなく、問題や懸念の解消させるために、投資家と企業との間で建設的な議論が行われることが求められる。

企業経営者は、会社が行っている事業に精通し、戦略的判断を行っている。他方で、経営者のなかには、特に国内中心の事業を行っている会社や中小規模の会社の場合などには、他社との比較分析や国際的経営環境などには疎い場合もあり、投資判断における業種内他社比較などの視座や経験を有する機関投資家が貢献できる余地は大きい。そのため、機関投資家の側もこのような経営者にとって有益な情報を提供し、投資家としての経験に基づく新鮮な示唆や提案を行うことにより、企業価値向上につながる役割を果たすことができると期待される。

ところが、最近では、国内系の投資顧問会社や投資信託委託会社、信託銀行などにおいては、銘柄選定や投資判断の技能や経験が必要とされるアクティブ投資よりも、インデックスに基づく投資を行うパッシブ運用の比率が高まっている。また、過去 20 年程度で、外国株式の運用については提携先の海外運用会社への外部委託が中心となり、グローバルな視点での株式運用の経験を有する投資家が減少しているという課題がある。そのため、国内の上場会社に対して、グローバルな競争環境からの示唆を提供することができない投資家も存在し、この場合には企業が期待するような有益な対話を提供できない¹¹⁵。とりわ

¹¹⁵ 経済産業省「『統一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（伊藤レポート）最終報告書」（2014年8月）89頁参照。

け、企業経営者のなかには、グローバル経営を志向して、海外の競合他社との比較や、グローバルな市場動向に関心を持つ経営者も少なくない。このような経営者にとっては、国内市場の視点しか提供できない投資家からは得られることが少ないという失望につながるおそれもある。海外投資家にとっては、日本株式への投資それ自体が国際的な投資活動であるため、当然ながらグローバルな比較に基づく投資判断を行っている。そのため、ある上場会社の経営者のなかには、海外投資家との議論ではグローバルな視点での戦略に関する情報や指摘を得られるとして、海外投資家訪問（海外向けインベスター・リレーションズ（IR））には力を入れているにもかかわらず、国内投資家との議論は、四半期予測の達成の有無などの短視眼的な業績数値の話題に終始することも少なくないとして、国内投資家訪問（国内向け IR）にはあまり熱心ではない会社もある。

このような背景から、日本版コード7原則では、機関投資家のスチュワードシップ活動の根幹であるエンゲージメントが、企業にとっても有益な機会となるために、機関投資家が十分な実力を備えるよう努力することを求めている。

③ 集団的エンゲージメント

前述のように、スチュワードシップ活動は投資先企業の状況把握（モニタリング）、エンゲージメントの順により深化する。しかしながら、問題や懸念を抱える投資先企業において、機関投資家一社が保有する株式の比率は相対的に少ないことが多く、直接の対話（エンゲージメント）を行った場合であっても、十分な実効性を確保できないことも少なくない。このような場合には、同様の問題意識や懸念を抱える機関投資家が集まって、会社側と集団的に対話を行うことによって、より実効性のある議論ができる場合がある。このような集団的な対話のことは集団的エンゲージメントと呼ばれる。

会社にとっても、複数の投資家と個別に対話を行う場合には時間コストなどの物理的負担が大きいことから、集団的に投資家と対話を行うことによって、このようなコストを削減することが可能になる。また個別の投資家との対話においては、当然ながら各投資家はそれぞれの視点や立場からの議論を展開するため、会社にとってはそれらの議論のなかから、投資家による個別性の高い論点と、機関投資家に共有される論点とを整理し、問題解決における取組みの優先順位や対応すべき範囲を判断する必要がある。

これに対して、集団的エンゲージメントの場合には、参加する複数の機関投資家の間で、共有できる課題と水準について投資先企業との対話を行うことができるように、意見の調

整を行う場合が多い。また、機関投資家同士は、特にアセット・マネジャーの場合には競合他社の関係でもある。そのため、個々の投資判断に影響を与えるような深い情報を投資家同士で共有することはまれであり、一般的な情報や課題に基づいて、株主として共通の利益や課題について、議論することが多い。そのため、多くの場合には、結果的に、集团的エンゲージメントにおける論点は、個別の機関投資家が投資先企業に対して有する問題や課題の「最大公約数」的な論点に集約されることになる。

したがって、会社にとっては、数多くの投資家と個別の対話を重ねるよりも、集团的エンゲージメントという機会を利用することを通じて、一回の対話によって、機関投資家に共通する課題について議論する機会を得ることができる。そこでは、個別の投資家との対話に基づくよりも、より対処しやすい場合も少なくないと考えられる。各投資家に特徴的な個別性の高い議論よりも、株主や投資家に共通の問題意識に基づく対話となる傾向になるため、会社にとっても集团的エンゲージメントの有効性は高い。

集团的エンゲージメントについては、英国やオランダなどの機関投資家の活動が積極的な市場において、実務が発展している。その背景となったのは、英国版コード第5原則である。この原則の策定により、従来からの活動がより正式なものとして認知され、一般化したと考えられる。しかしながら、日本では、従来は各機関投資家が個別の投資先企業の実態について、集团的に議論したり、企業と対話することは極めてまれであった。そのため、日本版コードでは、集团的エンゲージメントについては、原則としては採用していない。他方で、今後の実務の展開によっては、集团的エンゲージメントの必要性が高まる可能性もあることから、日本版コード第7原則において、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であるとして、今後の集团的エンゲージメントの可能性を示唆する規定となっている。

第3節 日本版スチュワードシップ・コードの内容

(1) 日本版コードの7原則

① 原則1：スチュワードシップ責任

機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための活動の中心は、投資先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)である。機関投資家は、対話を通じて企業の価値向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである(指針1-1)。

その透明性を高めるため、機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための方針(スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか)、および、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれた位置を踏まえてどのような役割を果たすのかについての明確な方針の策定と公表が求められる(指針1-2)。

② 原則2：利益相反の管理

日本では、金融機関グループに属する機関投資家が少なくない。グループ企業が上場企業の場合や投資先企業と取引がある場合等、様々な利益相反が生じる可能性がある。また、アセット・オーナーが企業年金の場合には、母体企業との間で、密接な関係が存在する。このような利益相反関係は実務上避けがたく、完全な利益相反排除は現実的に不可能であろう。そのため、利益相反の存在を前提としつつ、それが機関投資家のスチュワードシップ活動に影響を及ぼさないように、十分な管理と透明性の確保を求めることが必要である。

このような観点から、本コードでは、このような利益相反の発生が不可避であることを認識し、機関投資家が、こうした利益相反を適切に管理し(指針2-1)、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定・公表すべきであるとする(指針2-2)。

③ 原則3：投資先企業の状況把握

機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、そ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

把握することが重要であるとする¹¹⁶。そして、機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていないかについて適切に確認すべきであるとする¹¹⁷。

日本版スチュワードシップ・コード原則 3 では、「的確な状況把握」という表現がなされている。これに対して、同コードの英語版では”monitor”という表現で記述される。また、日本版コード策定の際に参考とされた英国版コードでは、「モニタリング」という表現であった。このような事情を鑑みると、「的確な状況把握」とは、投資先企業を適切にモニタリングすることという意味になる。「モニタリング」という表現には、「監視」という意味合いも含まれ、投資先企業に対する強圧的な立場からの関与を惹起させるおそれもある。そのため、あえて「モニタリング」という表現ではなく、機関投資家と投資先企業とが対立関係に陥ることなく、適切な情報収集活動に基づいて十分な情報（データのみならず、実態や事実も含めて）を取得し、投資先企業とのより効果的なエンゲージメントに備えることができるように、日本版コード原則 3 では「的確な状況把握」という表現を利用したものと考えられる。

原則 3 に基づいて機関投資家が的確に把握すべき「状況」とは、具体的には、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、様々な事項が想定される¹¹⁸。機関投資家には、投資先企業とのスチュワードシップ活動の前提として、企業価値や資本効率の観点から、財務・非財務問題を含めた一層の調査や分析が求められる。しかしながら、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきであるとする。また、その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである（コード指針 3-3）。

機関投資家は、投資先企業の財務面に関する調査やモニタリングについては、十分な経験と専門性を有する。ところが、今後は、非財務的な事項についても、それが当該企業の持続的成長に栄養を与える可能性がある場合には、幅広く注視することが期待される。

¹¹⁶ 前掲注 1、指針 3-1、9 頁参照。

¹¹⁷ 前掲注 1、指針 3-2、9 頁参照。

¹¹⁸ 前掲注 1、指針 3-3、9 頁参照。

④ 原則 4：投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）

機関投資家は、スチュワードシップ活動の核心的行動である投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて、企業との共通認識を高め、問題を改善する努力を行い、企業の持続的成長を促すことを目指す。

他方、対話が深まると、共有される情報も深化する可能性ため、情報管理への配慮が不可欠である。そのため、コードでは、未公表の重要事実の授受を伴わない対話も可能であると、機関投資家は対話を通じた未公表の重要事実の受領を慎重に考えるべきであるとする（指針 4-3）。

⑤ 原則 5：議決権行使の方針・結果の開示

議決権行使は、典型的なスチュワードシップ活動であり、スチュワードシップ責任に関連して最も重要な具体的行動の一つである。また、機関投資家と投資先企業との建設的な対話（エンゲージメント）の成果でもある。

機関投資家は、全保有株式についての議決権行使と、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえた上で、実質的かつ総合的な判断が求められる。また、議決権行使方針の策定、開示も要請される¹¹⁹。

行使結果に関しては、日本で定着している実務¹²⁰を尊重し、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきであるとする¹²¹。また、政策投資の場合等このような集計方法が馴染まない場合があることを尊重し、集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体について、よりの確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法によって議決権行使結果の公表を行うことも許容する¹²²。

¹¹⁹ 前掲注 1、指針 5-1、指針 5-2、いずれも 9 頁参照。

¹²⁰ 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～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) 参照。本報告書公表後、主要な公的年金、投資信託、投資顧問、信託銀行において議決権行使方針・結果の開示が定着した。

¹²¹ 前掲注 1、指針 5-3 前段、11 頁参照。

¹²² 前掲注 1、指針 5-3 後段、11 頁参照。

⑥ 原則 6：スチュワードシップ活動の報告

議決権行使を含めたスチュワードシップ活動は、運用資産に関連する重要な取組みとして、アセット・オーナーや受益者等のインベストメント・チェーンのより上位の資金拠出者に対して定期的な説明が期待される。

そのため、アセット・マネジャーは顧客に対して定期的に（指針 6-1）、アセット・オーナーは受益者に対して原則として少なくとも年に 1 度は（指針 6-2）、報告を行うべきであるとする。ただし、不特定多数の受益者を有するアセット・オーナーでは、報告手段や費用などの課題も残される。また、従来アセット・マネジャーから議決権行使等に関する報告を受けてこなかったアセット・オーナーでは、その受け入れ態勢を構築する必要があり、アセット・マネジャー側も各顧客に対して個別の報告を行うことで相当のコスト増加につながる可能性がある。報告の手続き強化によってコスト増加につながれば、最終受益者の利益が減少する結果にもなりうるため、費用対効果を考えて実施されなければならない。そのため、このような報告は、顧客・受益者の意向も尊重して、効果的かつ効率的に行うための工夫を行うべきであるとする（指針 6-3）。

⑦ 原則 7：機関投資家による努力

機関投資家は、投資先企業との対話（エンゲージメント）の実効性を高めるため、十分な実力を備え¹²³、必要な体制の整備を行うこと¹²⁴が求められる。機関投資家と投資先企業との信頼関係が構築されるよう機関投資家側の努力を求め、企業にとっても有益な対話となることを期待する。

また、英国スチュワードシップ・コード原則 5 とは異なり、日本版スチュワードシップ・コードでは集团的エンゲージメントに関する明確な原則が定められていない。日本では、機関投資家同士が協働してスチュワードシップ活動を行う環境が整備されているわけではないため、現時点でコードとして採用すると、実務上混乱が生じる可能性があるからだと推察できる¹²⁵。しかしながら、指針 7-3 によれば、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられるとする

¹²³ 前掲注 1、指針 7-1、13 頁参照。

¹²⁴ 前掲注 1、指針 7-2、13 頁参照。

¹²⁵ 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、第 6 回資料 3「主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答案」4 頁、議事録（油布企業開示課長の発言）参照。

126。そのため、日本版コードは必ずしも集団的エンゲージメントを否定するものではないと解することができる。投資先企業の価値向上や価値毀損の防止のためには、機関投資家が他の機関投資家と意見交換や議論を行うことが有益な場合も考えられる。したがって、適切な場合には、必要に応じて、機関投資家がこのような協調活動を実施できることを明らかにしている。

(2) 英国版スチュワードシップ・コードとの相違点

日本版スチュワードシップ・コードは、英国版コードを参考にしつつも、日本の実態や環境に合わせて独自の内容となっている。日本版コード策定の経緯や日本における背景を踏まえ、多くの機関投資家による採用が促進され、コードの実効性が高まるように、日本市場に適合したコード作りが目指された。

全般的なところでは、日本の法制度や実務慣習上は従来あまり馴染みがない用語や関係性について、詳細な説明が行われている。例えば、「スチュワードシップ責任」、「エンゲージメント」、「遵守か説明か」、「インベストメント・チェーン」等については、わかりやすい定義と説明が付されている。

また、個別の原則や指針に関しては、以下のように、日本の実務や慣習に適切なコードとなるよう、いくつかの相違点が存在する¹²⁷。

① 「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨を強調したこと

日本版コードは、「日本再興戦略」により所謂アベノミクスの第三の矢としての成長戦略の一環として策定が勧告されたという背景がある。そのため、コード全体を通じて、スチュワードシップ・コードやスチュワードシップ活動の目的が企業の持続的成長を目指すものであることが期待される。その結果、最終的には経済全体の成長につながるとの期待がある（コード冒頭）。

② 機関投資家と企業との間の「建設的な対話」を重視したこと

スチュワードシップ責任を果たすための活動のうち、最も重要な行為として、投資先企

¹²⁶ 前掲注 1、指針 7-3、13 頁参照。

¹²⁷ 油布志行「ディスクロージャー・企業会計等をめぐる動向」商事法務 2021 号（2014 年）56 頁参照。

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)に着目する。これを通じて、機関投資家には「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」(原則4)と求める。このように、投資先企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことによって、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることにつながり、その成果は経済全体に敷衍するとされる(コード冒頭、指針1-1)。

③ 集団的エンゲージメントを支持する原則は採用していないこと

集団的エンゲージメントは、英国版コードの大きな特徴の一つであるが、日本では環境が異なるために、7原則の中では採用されていない。しかしながら、集団的エンゲージメントを否定するものではなく、原則7の指針7-3は「必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益である」と記述し、状況に応じて投資家同士が協調行動を行うことの有用性を指摘する。

④ 企業にとって有益な対話となるように、機関投資家側が果たすべき努力について記載したこと

機関投資家の努力については、原則7で述べられている。日本の機関投資家との会合では短期の業績の見込みや評価に対する議論が多く、グローバルな競争環境や市場情勢を踏まえた戦略的な議論が少ないという、企業からの不満を反映したようである。日本の機関投資家の水準をより高め、企業経営者とその対話を有益であるとの実感を得、持続的成長につながる議論が行われるような信頼関係の醸成を期待するものである。

第6章 スチュワードシップ・コードの法制度上の論点

第1節 英国および欧州大陸諸国における実態調査に基づくスチュワードシップ・コード導入の法制度上の論点の考察

投資活動が国際化するなかで、英国版スチュワードシップ・コードはグローバルに投資を行う国際的な投資家の活動に影響を与えるものであった。スチュワードシップ・コードに基づくスチュワードシップ活動に熱心な機関投資家の多くは、英国版コードの直接の対象である英国の上場会社のみならず、海外株式の投資運用においても同様の手法を適用するようになった。

特に、欧州大陸諸国においては、欧州連合（EU）域内における資本の移動の自由化の進展と、金融制度も統合化される方向性のもとで、英国版スチュワードシップ・コードは英国のみならず、欧州大陸諸国全体に対して影響を与えた。具体的には、スチュワードシップ・コードに伴う中心的活動であるエンゲージメントに関連して、機関投資家の投資運用実務の変更や市場法制の見直しが検討されている。

このようななか、筆者は、2013年10月と2014年11月の2回にわたり、欧州の当局、機関投資家、企業および関連機関等を訪問し、スチュワードシップ・コードに対する受止めや取組みについて、調査を行う機会を得た¹²⁸。本調査において訪問した当局者や機関投資家からは、エンゲージメントにおける内部者情報の取扱いおよび集团的エンゲージメントにおける共同行為（acting in concert）について、制度の見直しや実務の取組みについての指摘を多く得た。これらは、今後日本においてもスチュワードシップ・コードの運用が本格化するなかで、考慮が必要な問題である。

（1）エンゲージメントにおける内部者情報の取扱い

① エンゲージメントとインサイダー取引規制

金融商品取引法（以下、金商法）166条によれば、上場会社等の会社関係者であって上場会社等の業務等に関する重要事実を知った者は、重要事実が公表された後でなければ、当該上場会社の有価証券等（金商法163条に規定される株券、新株予約権証券等）に係る売買その他の有償の譲渡もしくは譲受けまたはデリバティブ取引などを行ってはならない

¹²⁸ 前掲注72参照。これらの調査の詳細については、巻末資料を参照のこと。

2013年10月に実施した調査の結果は、日本投資環境研究所「金融庁委託調査 EU大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実務に関する調査」（2013年11月）として、公表されている。

と規定される¹²⁹。

エンゲージメントは、具体的には、投資家と会社とが特定の課題について継続的に深く対話を行うことである。そのため、場合によっては、会社の側から未公表の重要事実（内部者情報、インサイダー情報）が提供されるリスクを内在している。投資先企業とのエンゲージメントを通じて、該会社の内部者情報を取得した投資家は、当該情報が公表されるまでの間は当該会社株式を売買することができなくなってしまうという、投資活動が拘束されるという結果に陥る。そのため、日本版コード指針 4-3 では、エンゲージメントにおいては未公表の重要事実が授受されなくても対応可能である旨を明記する。また、機関投資家は、エンゲージメントにおいて未公表の重要事実を受領することについては、慎重に考えるべきであるとする。このように、エンゲージメントの実施においては、インサイダー取引（内部者取引）の規制に留意しなければならない。

この点について、日本の上場会社の多くは、投資家に対して情報を提供する場合にはインベスター・リレーションズ部門（例：IR 部、財務部等）を通じて対応していることが多い。これらの部門は、日常的に投資家と接触しているため、内部者情報を含めた情報の管理には十分通じている会社がほとんどである。従来このような部門が取り扱ってきた情報のほとんどは、財務情報や経営戦略に関する情報（事業展開や M&A 等）であった。

しかしながら、スチュワードシップ・コードに基づくエンゲージメントにおいては、このような財務や戦略に関連する問題のほかにも、非財務情報に関連する問題（環境、社会、ガバナンス等の ESG 問題）などが幅広く含まれてくる可能性がある。非財務問題の具体的な事例として、経営者の後継問題、報酬問題などが含まれる。例えば、経営者の後継問題は、まさに重要な経営上の情報であり、このような情報を公表前にエンゲージメントの過程で投資家に提供することは認められない。報酬問題は、特に業績連動型報酬に関する変動報酬部分に関して、これが中期経営計画などの経営方針と連動して計測される設計となっている場合に、経営計画の策定や進捗状況に関する情報がエンゲージメントのなかで議論される可能性がある。しかしながら、これらの情報は、株価に直接影響を与えるプライス・センシティブな情報の提供に該当するため、内部者情報に関する規制の対象となる。

これらの非財務の問題については、従来投資家対応を担当していたインベスター・リレーションズ部門だけではなく、経営企画部門や総務部門などがエンゲージメントに参加する場合も想定される。前述のように、インベスター・リレーションズ部門は投資家に提供

¹²⁹ 栗原脩「金融商品取引法入門」金融財政事情研究会（2013 年）等。

する情報の管理について精通しているが、それ以外の部門では十分な訓練や経験を受けてはいない。また、財務情報以外の非財務情報については、従来はあまり投資家との対話において議論にならなかったこともあり、どのような範囲までが提供できるのかの境界線が明確ではない場合もありうる。したがって、エンゲージメントにおいては、会社は、投資家に対して、提供できる範囲で十分な情報を共有しつつ、会社と投資家との間で建設的な対話を行う必要がある。

② エンゲージメントにおける未公表の重要情報の取扱い

実地調査で訪問した機関投資家の多くは、売買等の市場取引が制約されることを理由に、未公表の重要情報（内部者情報）を受領すること、および、機関投資家関係者が投資先企業の役員等の内部者に就任することのいずれをも求めないと回答した。投資先企業との面談においては、あらかじめ口頭あるいは文書で未公表の重要情報（内部者情報）を受領しない旨を伝える投資家も少なくない。また、面談後は、一両日中に社内的に報告を行い、面談先や面談目的、受領した情報について社内で確認する手続きを取っている投資家もある（巻末資料参照）。

また、職域年金基金の場合には、投資先企業の経営者が年金基金の理事に就任している場合があり、理事退任の理由として経営者退任の予定を告げられる場合もある。経営者退任は任期満了など公に知られている場合を除いては未公表の重要情報（内部者情報）に該当するため、このような場合には、年金基金の理事会で得た情報を運用サイドとは遮断して管理している（巻末資料参照）。

英国の機関投資家に対する調査によれば、意図的な場合を除いて、未公表の重要情報（内部者情報）を誤って漏えいするケースは極めてまれであるようである（巻末資料参照）が、万が一、このような未公表の重要情報（内部者情報）を受領した場合には、会社に対して直ちに当該情報の公表を求めるとしている。また、会社が公表しない場合には、投資家の側が公表するとする。

他方、チャイニーズ・ルールが機能していれば、コーポレート・ガバナンス・チームがインサイダー情報を得た場合であっても、運用チームは取引ができる。しかしながら、現実的には、小規模投資家では部門間での情報の遮断は難しい。F&C Asset Management、Legal and General Investment Management、Hermes Investment Management のように環境・社会・ガバナンスに関連する問題（ESG 問題）の分析を投資活動に組み込んでい

る場合には、運用チームとコーポレート・ガバナンス・チームが一つの組織となるので、情報の遮断はそもそも困難である。そのため、このような場合には、個別に各社のポリシーや説明を検討する必要があるとする。

エンゲージメントの実効性向上の観点からは、ESG 問題に関連する活動と資産運用とを統合することが望ましい。統合されていない場合の弊害として、投資先企業に対してコーポレート・ガバナンス・チームと運用チームとの間で異なる内容の発言を行い（例えば、経営者報酬の妥当性や取締役の評価等）、投資先企業が混乱する場合もあるとの指摘もあった。しかしながら、エンゲージメントを高めた場合には、会社の経営戦略に関する深い情報を得る場合もあることから、情報管理の面での体制整備が必要となる。

③ 機関投資家が投資先企業の役員等の内部者に就任する場合の対応

欧州における実地調査における訪問先のなかで、PGGM（オランダ）と Cevian（スウェーデン）はエンゲージメントの一環として役員等の内部者に就任する場合があると回答した（巻末資料参照）。これに対して多くの機関投資家は、内部者に就任しなくても実効的なエンゲージメント活動を行うことができるとして、内部者への就任や未公表の重要事実に関する情報の受領を否定することはエンゲージメントの制約要因ではないとの意見がほとんどであった。

PGGM は、原則としては内部者に就任せずにエンゲージメント活動を行っているが、極めて限定的ながら、過去に投資先の上場会社のインサイダーになった経験もある。その場合には、外部法律顧問の意見や助言も受けながら、厳格な内部のコンプライアンス手続きを必要とする。内部者に就任すると、当該会社の株式について市場を通じた売買が行えなくなるためフレキシビリティを失う一方で、会社と深い関係を構築でき、受領できる情報の範囲も広がり、エンゲージメントの質を高めることもできるというメリットがあるとする。

Cevian は、約 2 兆円の資産をエンゲージメントを核とする集中投資を行うファンドで運用し、投資先企業 14 社のうち 7 社に役員を派遣しているという。その背景には、スウェーデンにおいては「所有者なき会社」(ownerless company) よりも積極的な株主 (active shareholder) が存在する会社が評価され、制度的にもスウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードにより株主総会で選任される指名委員会制度が存在し、株主の経営関与

の必要性が認められていることがある¹³⁰。また、長期投資家（保有期間 3～5 年）の場合には、一定期間は市場取引を行わないため、内部者に就任しても売買への影響が少ないとされる。Cevian は、平均保有期間 4 年の長期投資家であり、従業員として資産運用の専門家以外にエンゲージメント実行部隊としてコンサルタント経験者も採用している。このように、投資先企業の役員等に就任してエンゲージメント活動から投資リターンを獲得するためには、機関投資家の側にも、長期的投資であるとの前提とコンサルタント等のリソースの整備が必要である。

また、極めて例外的な事例として、英国の会社で、経営者が変更される過程において、新たな経営者が確定するまでの間一時的に、主要株主であった機関投資家が内部者となって経営に参加した例があるとされる。大変稀有な状況下における事例であるが、その背景として、機関投資家と企業の両方において、機関投資家が内部者に就任する可能性があることを理解し、必要な場合にこのような手段を検討したものであると考えられる。

（２）集团的エンゲージメントと共同行動（acting in concert）

① 共同行動（acting in concert）の意義

集团的エンゲージメントの実施においては、これが共同行動（acting in concert）に該当する場合には、参加する機関投資家に大きな規制が課せられる。そのため、通常の集团的エンゲージメントにおいては、機関投資家のほとんどは共同行動とみなされないよう行動する。共同行動（acting in concert）については、欧州では、TOB 指令¹³¹および透明性指令¹³²において定義が定められており、加盟国はこれらの指令に基づいて国内法において定義を行っている。

具体的には、オランダでは、金融監督法（Wet Financieel Toezicht）5：45 条¹³³において共同行動の定義が定められる。また、英国では、Takeover Panel において、実務ステー

¹³⁰ Per Lekvall, “Nomination Committee in Swedish Companies”, ICGN 2008 Yearbook.

¹³¹ EC Takeover Bids Directive Article 2 (1) (d), “natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid” (Directive 2004/25).

¹³² EC Transparency Directive Article 10(a), “a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, lasting common policy towards the management of the issuer in question”(Directive 2004/109).

¹³³ オランダ金融監督法（Wet Financieel Toezicht）5：45 条

トメント¹³⁴が公表されている。The Takeover Panel とは、英国における M&A に関する規則である City Code on Takeovers and Mergers (TOB と企業買収に関するシティコード) を所管する独立の機関である¹³⁵。英国においては、TOB ルールの一環として規制が行われている。

集团的エンゲージメントの増加に伴い、相当規模の株式保有をしている機関投資家が共同して投資先企業に対して一定の行動を行うことで、大量保有報告制度とも関連して規制の対象となる可能性も出てくることから、共同行動の定義の明確化を図る必要性が高まっている。また、集团的エンゲージメントが進展した場合には、名実ともに TOB 規制に該当する可能性もあろう。

しかしながら、筆者が機関投資家に対して行った調査¹³⁶によれば、現在の EU 指令による共同行為の定義には不明確な部分もあるため、集团的エンゲージメントにおいて機関投資家同士が共同して行動する際には、規制に抵触するかどうか曖昧な場合(グレーゾーン)が存在するとの批判的な意見も見られた。英国の機関投資家によれば、英国の市場関係者の間では、共同行動と判断されるか否かの境界線についてコンセンサスがあると考えられるため、集团的エンゲージメントにおいても共同行動に関する規制についてはほとんど意識しないままに参加しているという意見もみられた(巻末資料参照)。しかしながら、実際に集团的エンゲージメントに参加している機関投資家からは、現在のように市場の参加者や資本の移動のいずれもが国際化するなかで、明確な基準の策定が必要だという意見が少なくなかった。

このような実情に対して、機関投資家からは、制度上共同行為の定義を明確化する場合には、企業と投資家との対話(エンゲージメント)を阻害しないように、厳格なルール・ベースに基づく規制ではなく、プリンシプル・ベースで判断してほしいとの意見もみられた。また、オランダやフランスなどの欧州大陸の金融当局者のなかには、機関投資家のエンゲージメントが増加していることから、国内法の制定や解釈において判断に苦慮する場面があるようであった。そのため、このような実態を鑑みて、欧州委員会に対して、共同行動に関する明確な定義を制定することを要望する意見が強い。この点については、欧州委員会でも、コーポレート・ガバナンスに関する投資家による集团的エンゲージメントと

¹³⁴ The Takeover Panel, Practice Statement No.26, "Shareholder Activism".

¹³⁵ 神山哲也「英国における M&A に係る法規制と執行体制」野村資本市場クォーターリー 2008 年秋号(野村資本市場研究所) 205 頁参照。

¹³⁶ 調査結果については、日本投資環境研究所・前掲注 128 参照。

共同行動の定義について、検討の必要性が認識されている¹³⁷。

実務的観点からは、共同行動の判断基準については、投資家の集団行動（集团的エンゲージメント）の頻度と深度の二つの側面から判定されることになる（巻末資料参照）。第一に、頻度については、特定の機関投資家による集团的エンゲージメントが1回だけ実施されただけであれば共同行動には該当しないと考えられるが、同じメンバーの機関投資家が複数回にわたって共同して行動する場合には、共同行為に該当する可能性があるとする。但し、欧州調査の結果として、複数回の程度（何回以上強調して行為した場合に共同行動に該当するか）についての明確な回答は得られなかった。第二に、深度については、投資先企業と複数の機関投資家との間で共同の会合を開く程度では集団行動とはならないが、株主総会で共同して株主提案を行う等の合意に基づく法律上の行為が協調して行われ、その関与の程度が強い場合には、集団行動と認定される可能性がたかという意見があった。この点については、英国では一人の取締役の解任や選任ならば共同行動の基準に該当しないが、取締役会の支配に通じる場合には規制を受けるとの実務ガイドラインが策定されている¹³⁸。実際には、集团的エンゲージメントの論題は多岐にわたり、具体的な行動についても状況に応じて様々であることから、共同行動に該当するか否かは個別事案ごとに判断される場合が多くなると想定される。

日本における議論と同様に、集团的エンゲージメントに関して投資家同士が協定や契約を締結している場合には、明らかに共同行動に該当する。しかしながら、実際の集团的エンゲージメントにおいては、明確な協定や合意等を締結している場合はまれであり、企業との面談や議論は共同して実施しつつも、議決権行使等の意思決定は個別投資家が個別に判断するとの形式がほとんどであると考えられる。

② 欧州における集团的エンゲージメントの実態

集团的エンゲージメントの実務については、大きく分けて投資家団体が主導する場合と任意の投資家グループで行動する場合がある。

投資家団体が主導する場合について、オランダの Eumedion は、メンバーである機関投資家と上場会社とのエンゲージメントの促進が重要な目的であるとし、上場会社との対話

¹³⁷ EC, “Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal framework for more engaged shareholders and sustainable companies” (2012.12.12), para3.4, pp10-11.

¹³⁸ The Takeover Panel, supra note134.

の場を設置し、議決権行使時期には重要な議案について意見を集約して、メンバーで共有する。オランダ株式市場の22.5%を保有する投資家団体として積極的に活動していることから、オランダ財務省のコーポレート・ガバナンス監視委員会からは、Eumedionの活動自体が共同行動に該当しかねないとの指摘もなされた（巻末資料参照）。フランスは、企業や伝統的機関投資家である金融機関はコーポレート・ガバナンスの取り組みやスチュワードシップ活動には消極的であるが、アセット・マネジャーは少しずつ積極的になっていることから、フランス投資運用協会（AFG）は、少ないコストで議決権行使を行える環境の整備を目指している。AFGは独自のコーポレート・ガバナンス・コードを策定し、上場会社200社を対象として全株主総会議案についてコードに合致するか否かをチェックし、メンバーに情報提供を行っている。

任意の投資家グループによる集団的エンゲージメントは、ロンドンにおいて活発に行われている。ロンドンは投資プロフェッショナルの関係が強い社会であることから、多くの非公式のグループが存在するとされる。例えば、Japan Focus Groupと呼ばれる日本の市場のようにコーポレート・ガバナンスに関心があれば誰でも参加できるグループや、欧州銀行に関するグループもある。また、発展途上国の資源産業に対する問題に焦点を当てたEITI（採取産業透明性イニシアティブ：Extractive Industries Transparency Initiative）も長期的なエンゲージメントとして知られている。（巻末資料参照）。

英国における集団的エンゲージメントに対する企業側の対応としては、報酬制度の大きな変更等のコーポレート・ガバナンスに関する重要問題については、報酬委員長等の独立取締役が主要な株主と面会することもある。これに対して、あまり重要ではない問題の場合には、カンパニー・セクレタリーが対処することが多い。特に報酬については大変微妙な問題なので、会社が株主の意見を取り入れようとして、主要な機関株主を集めて会議を開催する等のイニシアティブをとることがある。

集団的エンゲージメントの効果は、小規模な運用会社において大きいとの意見があった。規模の小さい運用会社では、投資先企業と十分にコミュニケーションを構築できず、情報も得られない場合が多いため、集団的エンゲージメントに参加することにより、会社と議論を行い、情報を獲得する機会が得られるとする。その反面、一部の投資家によるエンゲージメント活動にただ乗り（フリーライド）する問題も指摘される。

第2節 日本版スチュワードシップ・コードの法的論点

金融商品取引法上の問題については、機関投資家の投資活動を直接制約する要因となり、結果的にスチュワードシップ・コードに基づく活動の実効性確保に対して大きな影響を与えるおそれがある。このような背景から、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントを円滑に行うことができるよう、金融庁は、2013年2月26日に「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」を公表し、日本版スチュワードシップ・コードの公表に合わせて、以下の法的論点について、解釈の明確化を図った¹³⁹。

- ・ 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話との関係
- ・ 大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行為」との関係
- ・ インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係

(1) 大量保有報告制度における「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係

① 大量報告制度の意義

金融商品取引法上の大量保有報告制度においては、日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者に対して、「特例報告制度」が設けられている。これは、このような活動を行う金融商品取引業者の開示負担を軽減するために、「大量保有報告書」とその後に提出される「変更報告書」の提出頻度や期限等を緩和するものである。

大量保有報告制度とは、上場会社の株券等を5%超保有する者に対して、「大量保有報告書」の提出義務を課す制度である（金商法23条）。株券等の大量保有に関する情報は、「経営に対する影響力」や「市場における需給」の観点から重要情報であるとして、このような情報を投資家に迅速に提供することによって、市場の透明性・公正性を高め、投資者保護を図ることを目的として、株券等の大量保有者に対して、以下を義務付ける¹⁴⁰。

1. 株券等の大量保有者（保有割合5%超）の場合

5%超の大量保有者となった日から5営業日以内に、「大量保有報告書」を提出する。

¹³⁹ 金融庁「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」（2013年2月26日）。

¹⁴⁰ 金融庁・同上、3頁参照。

2. その後、保有割合が1%以上増減するなど重要な変更がある場合
変更日から5営業日以内に「変更報告書」を提出する。

② 特例報告制度の意義

大量保有報告制度については、日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者については、取引の都度開示を求めると、事務負担が課題になる。そのため、一定の要件を満たす場合には、「大量報告書」および「変更報告書」の提出頻度や期限等を緩和するための制度（「特例報告制度」）が設けられている（金商法27条の26）。すなわち、「特定報告制度」が適用される場合には、事前に届出た「月2回の基準日」において、「大量報告書」および「変更報告書」の提出義務を判断し、当該基準日から5営業日以内に報告書を提出することを認める制度である。この「特例報告制度」を利用するための要件は、以下の2点である。

1. 保有割合が10%を超えないこと
2. 「重要提案行為」を行わないこと

投資先企業の株主総会において、またはその役員に対し、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行為として金融商品取引法施行令14条の8の2に列挙する一定の事項を提案する行為のこと。

- ① 重要な財産の処分または譲受け
- ② 多額の借財
- ③ 代表取締役の選解任
- ④ 役員の構成の重要な変更
- ⑤ 支配人その他の重要な使用人の選解任
- ⑥ 支店その他の重要な組織の設置、変更または廃止
- ⑦ 配当に関する方針の重要な変更
- ⑧ 事業の全部または一部の譲渡、譲受け、休止または廃止
- ⑨ 配当等に関する方針の重要な変更
- ⑩ 上場または上場廃止
- ⑪ 資本政策に関する重要な変更
- ⑫ 解散
- ⑬ 破産手続き開始、再生手続き開始または更生手続き開始の申し立て

上記の 13 項目は、いずれもエンゲージメントにおける論点となる可能性が高い。そのため、特例報告制度の適用を受けている機関投資家にとっては、このような論点に関して会社と対話を行うことは、他方において大量報告制度の事務負担につながる可能性もあるとの懸念が持たれる¹⁴¹。

③ エンゲージメントが重要提案行為に該当するための要

前述のように、重要提案行為に該当する場合には特例報告制度を利用することができないが、金融庁は、重要提案行為に該当するためには、以下の 3 要件を満たす必要があることを明記した。

- i. 提案事項の客観的内容が、金融商品取引法施行令 14 条の 8 の 2 に列挙される事項に該当すること
- ii. 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
- iii. 「提案」に該当すること

そのうえで、以下の(ア)～(キ)に示される具体的な 7 事例についての考え方を示した¹⁴²。

- (ア) 投資先企業の経営方針等（ガバナンス・資本政策などに関する方針を含む）の説明を求める行為
- (イ) 自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為
- (ウ) 前記(イ)の説明に対する投資先企業のスタンスの説明を求める行為
- (エ) 株主総会において、質問を行う行為
- (オ) 株主総会において、具体的な事項の決議を求める行為
- (カ) 前記(ウ)(エ)の投資先企業の説明が、自らの方針と一致しない場合に、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為
- (キ) 前記(カ)のほか、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為

上記 3 要件に基づけば、(ア)～(エ)の行為は、投資先企業との間で認識の共有を図る行為

¹⁴¹ 金融庁の有識者検討会においても、エンゲージメント投資を行っているメンバーからこの点についての指摘があった。

¹⁴² 金融庁・前掲注 139、6 頁参照。

であり、要件iii.の「提案」には該当しないと考えられる。そのため、このような行為は、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¹⁴³。

これに対して、(オ)~(キ)の行為については、5%超の大量保有者による大株主が、投資先企業の経営方針等の変更や、株主総会での決議を求めるものである。そのため、内容が金融商品取引法施行令14条の8の2に該当する場合（要件i.に該当）には、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提案行為（要件ii.と要件iii.）に該当すると考えられる。そのため、これらの行為は、重要提案行為に該当する可能性が高い¹⁴⁴。

（2）大量保有報告制度における「共同保有者」・公開買付制度における「特別関係者」と「他の投資家との協調行為」との関係

日本版スチュワードシップ・コードでは、英国版コードにおける集团的エンゲージメントについては、直接の原則としては採用していない。しかしながら、日本版コード原則7においては、他の投資家との意見交換の有益性を指摘している。しかしながら、機関投資家が投資先企業に対して「他の投資家」と協調して行動を行う場合には、金融商品取引法で規制される「共同して株主としての議決権行使その他の権利を行使することを合意」しているか否かを見極める必要がある。このような合意が認められる場合には、当該「他の投資家」が大量保有報告制度上の「共同保有者」（金商法27条の23）に該当することから、両者の保有分を合算して大量保有報告を行う必要があるかを判断しなければならない。また、公開買付制度においても、「他の投資家」が「特別関係者」（金商法27条の2）に該当し、その所有株式分を合算する必要があるかを考慮しなければならない¹⁴⁵。

したがって、日本においても、特定の投資先企業について複数の機関投資家が協調して議論や行動を行うことを検討する場合には、このような行為が、大量報告制度における「共同保有者」や公開買付制度における「共同保有者」に該当するか否かを判断するため、金融庁はこの点に関して解釈を明確化した。

具体的には、複数の機関投資家が、特定の投資先企業に対する議決権行使の方針について意見交換を行う場合や、投資先企業に対して対話の機会を設けるよう共同で申し入れを

¹⁴³ 金融庁・前掲注139、6頁参照。

¹⁴⁴ 金融庁・前掲注139、7頁参照。

¹⁴⁵ 金融庁・前掲注139、8頁参照。

行うことや投資先企業の経営方針等の変更を共同で求めることを合意した場合などは、一般的な行動についての合意にすぎず、法令上の権利行使（議決権、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権等）には該当しないとする。また、特定の投資先企業の株主総会における議決権行使の予定を伝え合い、その内容が一致した場合については、たまたまそれが一致したにすぎない場合には、「合意」とはみなされないとする。すなわち、「合意」と判断するためには、単なる意見交換とは異なり、相互または一方の行動を約する（文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か黙示的かを問わない）性質のものを指すと考えられるとする¹⁴⁶。

（3）インサイダー取引規制等における「未公表の重要事実の取扱い」と「投資先企業との対話」との関係

前述のとおり、機関投資家と投資先企業との建設的な対話（エンゲージメント）においては、「未公表の重要事実」（内部者情報）の取扱いに留意する必要がある。しかしながら、実務面においては、このようなインサイダー取引規制により、機関投資家と投資先企業との間での踏み込んだ対話を不必要に委縮させるおそれがあるという問題点も指摘されている¹⁴⁷。

この点について、金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A」（平成 25 年度版）において、投資先企業が IR 活動の一環として自社への投資を促すような「一般的な推奨については、通常の場合、他人に対し、特に重要事実の公表前の売買等を行わせ、それに起因した利益を得させるためのものではなく、『重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる』等の目的を欠くと考えるため、基本的に規制対象とはならない」との考え方が示されている。これに基づくと、企業が機関投資家との間で行う踏み込んだ対話についても、通常の場合にも、「重要事実の公表前に売買等をさせることにより他人に利益を得させる」等の目的を欠くと考えられるため、基本的にはインサイダー取引規制の対象にはならないと考えられる。但し、機関投資家が投資先企業との間で踏み込んだ対話を行うために、「未公表の重要事実」を受領することを検討する場合には、受領した際

¹⁴⁶ 金融庁・前掲注 139、11 頁参照。

¹⁴⁷ 金融庁・前掲注 139、12～13 頁参照。

には当該会社の株式の売買を停止するなどの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うえで、対話に臨む必要があるとする¹⁴⁸。

¹⁴⁸ 金融庁・前掲注 139、14 頁参照。

第3節 スチュワードシップ・コードの実効性確保の観点からのアセット・オーナーとアセット・マネジャーとの関係の見直しの必要性

(1) アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの関係を再定義する必要性

2010年の英国版スチュワードシップ・コードの公表後、上場会社に対するガバナンス向上について、機関投資家によるスチュワードシップ責任の重要性が高まった。ところが、当初の段階では、理念が先行してその具体的取組みが十分論議されてこなかったことから、実際の運用の場において機関投資家により取組み水準が異なったり、その方法について混乱が生じたりすることもあった。また、実務においてはアセット・マネジャーの体制整備やアセット・オーナーによる監視機能強化のために追加的な費用が生じる場合もあり、このような利害の調整も必要になる。

機関投資家に対するガバナンスを実効的に整備する具体的方策としては、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの運用委託契約の条項の見直しが必要であるが、新しい論点を含むため、これまでは所謂「契約ひな形」が存在しなかった。そのため、世界の機関投資家等を中心とするネットワークである国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（以下、ICGN）において、運用委託契約の条項に関するモデル策定の議論が開始され、2012年6月に「モデル・マנדート・イニシアティブ：アセット・オーナーとアセット・マネジャーとのモデル契約条項」（以下、モデル・マנדート・イニシアティブ）¹⁴⁹が公表された。

(2) アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間の一般的論点

① 全般的問題

年金基金等のアセット・オーナーの多くは、自身の背景にある最終受益者や構成員等に対して受託者責任を負っており、これらの利益を最優先に行動することが求められている。そのため、コストを削減することで運用資産からの最終的な利益が増加することを意図して、外部の契約相手に支払う費用の削減等を検討する場合も少なくない。ところが、運用委託契約についてこのような対応を行うと、アセット・オーナーの資産運用を委託されているアセット・マネジャーにおいて、アセット・オーナーの利益のために運用パフォーマンスを上げようと行動するインセンティブが喪失される恐れがある。また、最悪の場合に

¹⁴⁹ International Corporate Governance Network(ICGN), "ICGN Model Mandate Initiative –Model contract between asset owners and their fund manager" (2012).

は、アセット・マネジャーがアセット・オーナーから資産を集めて運用するというビジネス自体が成立しないという極端な可能性すら指摘される¹⁵⁰。

そのため、海外のアセット・オーナーの多くは、自らの背後の受益者等の利益とアセット・マネジャーの利益の方向性を一致させる必要性を認識している。このような観点から、アセット・オーナーにとって重要な論点は以下の通りであり¹⁵¹、ICGNのモデル・マנדート・イニシアティブはこれらの問題に対して個別に検討を加え、相応しいモデル契約条項を提案する。

- ・ アセット・マネジャーにおけるリスクや投資機会の時間軸とアセット・オーナーの時間軸とが合致すること
- ・ アセット・オーナーにとって重要なリスクを実効的に管理するために、適切な内部リスク管理の枠組みを策定すること
- ・ 現行の投資の意思決定やプロセスのなかに環境、社会、ガバナンス（ESG）の要素を実効的に組み入れること
- ・ 手数料、報酬体系等を通してアセット・オーナーとアセット・マネジャーとの利害関係を実効的に調節すること
- ・ エンゲージメントがアセット・マネジャーに委任された場合に、高水準のステewardshipを遵守させること
- ・ ポートフォリオの回転率が運用委託契約に則って適切であり、予想に従って実効的に運用されること
- ・ アセット・オーナーに対するアカウントビリティと透明性が確保されること

実務上は、これらの論点はアセット・オーナーの投資方針等において明記されている場合が多く、アセット・オーナーはアセット・マネジャーに対してこれらの遵守や尊重を要請している。モデル・マנדート・イニシアティブでは、その実効性をより強めるために契約条項の中にも明記しようとする取組みが検討されている。

¹⁵⁰ ICGN, *ibid*, p.11.

¹⁵¹ ICGN, *supra* note 149, p.4.

② リスク管理に関する問題¹⁵²

アセット・オーナーは、株式や債券等の保有資産の内容に関わらずリスクに晒されている長期的な投資家であるため、ポートフォリオ全体の価値に影響を与えるシステミック・リスクを認識しなければならない立場にある。アセット・オーナーから資産運用を委託されているアセット・マネジャーは、ポートフォリオに直ちに影響を与えるリスクのみならず、長期的な価値に影響を与えるおそれのあるリスクについても認識する必要がある。アセット・オーナーにとり、個別資産に関するリスク、ポートフォリオ全体のリスク、金融制度全体のリスクの3つのリスクがある。

特に、長期的なアセット・オーナーにとっては、3つの重要なリスクがある。第一は株式や債券等の個別のアセット・クラスに固有の長期的リスク、第二はアセット・オーナーのポートフォリオ全体に複合的影響を及ぼすおそれのあるリスク、第三は金融制度全体にわたって長期的に生じる経済的影響である。もっとも、リスクとリターンは表裏一体であり、これらの長期的要素が資産運用に対してプラス効果を与えるような事象が生じた場合には、長期的な投資ホライズンでポートフォリオを運用することによって、短期主義の投資家には得られない収益機会を得ることもできる。しかしながら、安全にリターンを得るためには、資産運用のプロセスにおいてこれらの長期的なリスクが適切に管理される必要がある。

ICGN のモデル・マニフェスト・イニシアティブにおいては、このようなアセット・オーナーの問題意識の高まりに対応して、投資リターンのボラティリティを高めて長期的な損失につながる恐れがあるにもかかわらず投資の意思決定プロセスに十分組み込まれていない長期的なリスク要因に焦点を当てて、モデル条項を提案している。近年では、このような長期的なリスク要因は、「環境、社会、ガバナンス (ESG)」要素と呼ばれ、運用プロセスにおいても重視されるようになってきた。ESG 要素は、長期的な投資ホライズンのアセット・オーナーが直面する重要な投資リスクであり投資機会でもある。これらはアセット・オーナーの投資ライフサイクルに対して、定量化は困難であるが、重大な財務的影響を及ぼす。そのため、アセット・オーナーの多くは、アセット・マネジャーにおけるリスク管理や投資の意思決定プロセスにこの ESG 要素を組み込むことを一層求めるようになっていく。

また、ESG 要素の効果は、ポートフォリオにおける安全性確保だけに限定されるもので

¹⁵² ICGN, supra note 149, p.7.

はない。それがベスト・プラクティスとして投資先企業や市場に普及することによって、金融システム全体においても長期的にリスクが調整されてリターンを創出することにつながる。

しかしながら、ESG 要素が長期的なリターンにつながるためには、アセット・オーナーによるアセット・マネジャーに対する評価方法、報酬体系等と結びついた形で、長期的観点から運用プロセスへの組み入れやリスク管理に対する監督が行われることが必要である。このような背景から、ICGN のモデル・マנדート・イニシアティブにおいて、特に議論される問題は、以下の通りである。

(3) アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間の個別論点

① アセット・マネジャーによるコミットメント¹⁵³

アセット・オーナーが利益を追求するためには、アセット・マネジャーによる高水準のコミットメントを確保することが必要である。そのために、アセット・マネジャーから書面が提出されたり、アセット・オーナーによる基準や原則の策定がなされたり、あるいは外部機関によって策定された原則等をアセット・マネジャーが署名や採択することを求める場合もある。

投資方針等においてアセット・オーナー独自の基準や方針等が策定され、これが運用委託契約に組み込まれている場合には、アセット・マネジャーによるコミットメントは完全に遂行されることができる。具体的には、契約文言の遵守の義務付け、およびアセット・マネジャーが投資を行う場合にその基準等を認識することの義務付けによって実行される。

他方、外部機関による原則等については、CFA 協会アセット・マネジャー職業行為規範¹⁵⁴や国連による責任投資原則 (UNPRI)¹⁵⁵等の投資全般にわたって一般適用されるものと、ILPA プライベート・エクイティ原則¹⁵⁶やヘッジ・ファンド基準審議会によるヘッジ・ファンド原則¹⁵⁷等の特定のアセット・クラスに対してのみ適用されるものがある。ICGN のモデル・マנדート・イニシアティブは、このような外部機関による原則等を補完する

¹⁵³ ICGN, supra note 149, 1.1.

¹⁵⁴ CFA Institute, “Asset Manager Code of Professional Conduct”.

¹⁵⁵ United Nations-backed Principles for Responsible Investment Initiative (PRI), “Principles for Responsible Investment”.

¹⁵⁶ Institutional Limited Partners Association (ILPA), “ILPA Private Equity Principles”.

¹⁵⁷ Hedge Fund Standards Board(HFSB), “The Hedge Fund Standards”.

ことを想定しており、そこで提案されるモデル契約条項の中には特定のアセット・クラスを対象とした文言も含まれている。

また、アセット・マネジャーのコミットメント確保の観点からは、アセット・オーナーはアセット・マネジャーに対して、適切なリスク管理アプローチやアセット・マネジャー全般の有効な組織構造を構築する等の高いガバナンスの確立を期待する。さらに、アセット・オーナーがアセット・マネジャーの監視機能の独立性や取締役のあり方等のガバナンス構造について、継続的に確認を行うこともある。

アセット・マネジャーのコミットメントに関し、モデル条項では以下の3点が論じられる。

- ・ 高水準のコミットメント：アセット・マネジャーは、アセット・オーナーによって長期的な哲学およびアプローチに関して定められた原則や方針を遵守し、これに対する高水準のコミットメントとその責任を負うこと。
- ・ 基準の遵守：アセット・マネジャーは、外部機関等によって定められる原則や基準等を遵守すること。
- ・ 投資プロセスへの組み込み：アセット・マネジャーは、コミットメントの内容を投資プロセスおよびリスク管理プロセスの中に組み込み、透明性を持って、合意した原則等を遵守する責任を負うこと。

② アセット・マネジャーにおけるリスク管理¹⁵⁸

金融危機等を契機に、アセット・オーナーは、リスク調整後のリターンを創出する能力を有するアセット・マネジャーだけに興味を持つようになってきている。金融危機以前はリスク管理の問題はアセット・マネジャーの評価の主要論点ではなかったが、金融危機等を通じて、投資アプローチにおけるリスク管理が十分ではないアセット・マネジャーは長期的にアセット・オーナーのためにリターンを獲得することが困難になったことが認識された。そのため、アセット・オーナーは、アセット・マネジャーの能力評価に際して、リスク管理のウェイトを増加させている。また、リスク管理は、アセット・マネジャーを選定する過程のデューデリジェンスにおいても、重要な問題として考慮されている。このような背景から、ICGNのモデル・マニフェスト・イニシアティブにおいては、アセット・マネジャーの営業活動やデューデリジェンスの過程で表明されたリスク管理の能力や実務に関する

¹⁵⁸ ICGN, *supra* note 149, 1.2.

説明や文書等は、運用委託契約に添付や記載がなされるべきであると指摘する。また、多くのアセット・オーナーは、デューデリジェンスの過程で確認されたリスク管理の品質が維持・向上していることを確保するために、運用委託契約に関連する条項を採用することを検討している。具体的には、アセット・オーナーによるアセット・マネジャーのリスク統制に対する継続的な評価の権限、アセット・マネジャーによるリスク管理報告の義務付け、その透明性確保についての条項等である。

アセット・オーナーは、金融危機後はシステミック・リスクにつながる投資アプローチやシステミックなリターンを確保できる機会に潜在するリスクに対する関心が高くなっている。アセット・オーナーの資産は金融市場のリスクにさらされているため、システミック・リスク発生によって市場機能の効率性が失われると、長期的なリターンの確保が困難になる。このような観点から、アセット・オーナーはアセット・マネジャーに対しては、市場の活性化に貢献するような行動をとるべきであり、逆に市場を弱体化させるような投資アプローチは避けることを期待している。

アセット・マネジャーのリスク管理に関し、モデル条項では以下の3点が論じられる。

- ・ リスク管理：アセット・オーナーは、リスク管理の実効性確保のため、リスクの範囲やアセット・マネジャーのリスク管理の枠組みに対する理解を高めること。
- ・ 長期的なリスク管理：アセット・オーナーのポートフォリオの目標達成のために、アセット・マネジャーとアセット・オーナーの投資ホライズンを調整して主要なリスクを理解すること。
- ・ システミックな責任：アセット・マネジャーは、市場や特定アセット・クラスおよび投資インフラの統合に協力すること、およびその場合の開示を義務付けること。

③ 長期的要素としての ESG の組み入れ¹⁵⁹

アセット・オーナーのタイム・ホライズンは、アセット・マネジャーと比べて相当に長期である場合が多い。したがって、長期的投資の観点からアセット・オーナーにとって重要な要素やリスクは、アセット・マネジャーの投資プロセスにおける典型的問題とは異なる場合も生じる。しかしながら、このような長期的要素やリスクはアセット・オーナーの

¹⁵⁹ ICGN, *supra* note 149, 1.3.

資産運用における長期的なリターンに影響を与えるため、多くのアセット・オーナーは、これらの長期的要素を運用プロセスの中に実効的に組み入れることに対する関心が高い。前述のように、このような要素やリスクは、現在では ESG 要素として議論されている。

長期的要素としての ESG 要素の投資プロセスへの組み込みに関し、モデル条項では以下の 3 点が論じられる。

- ・ ESG 要素の監視：アセット・マネジャーが ESG 要素を投資プロセスに組み入れる場合に、アセット・マネジャーに対して ESG 要素の評価、管理、およびアセット・オーナーに対する報告を義務付けること。
- ・ デューデリジェンス：アセット・マネジャーによる ESG 要素の投資プロセスへの組み入れが実務上適切に遂行されることを確保するために、アセット・オーナーは、その初期段階および将来も継続的に、ESG 要素の組み入れやリスク管理に対してデューデリジェンスが実施できるようにすること。
- ・ 実効的な ESG の組み入れ：ESG 要素を実効的に投資の意思決定に組み入れる方法に関連して、アセット・マネジャーはガイドラインを策定し、これを遵守すること。また、アセット・マネジャーがアセット・オーナーに対して ESG 要素組み入れの実効性を報告するための基準を設定すること。

④ エンゲージメント活動とスチュワードシップ責任¹⁶⁰

スチュワードシップという概念は、英国におけるスチュワードシップ・コードの公表によって、一般的にも広まった。機関投資家が、インベストメント・チェーンにおいて、その職務を果たす上で、顧客あるいは最終受益者の最善の利益のために行動すべきであるという現象を捉える概念である。

近年では、アセット・オーナーは、どのような投資対象（株式や債券、不動産、インフラ投資等）であっても、長期的リターンを確保するために積極的（アクティブ）に行動することから得られる価値向上について考慮するようになっている。このようなアセット・オーナーの期待するアセット・マネジャーのエンゲージメント活動におけるスチュワードシップ責任として、長期的なリスクを考慮して、アセット・オーナーの長期的な投資ホライズンを通じてリターンを確保するような投資や行動がなされることが求められる。そのため、多くのアセット・オーナーは、このエンゲージメント活動やスチュワードシップの

¹⁶⁰ ICGN, *supra* note 149, 1.4.

概念を投資運用プロセスの中に組み込むことを検討している。

このような背景から、ICGN のモデル・マンドート・イニシアティブにおいては、アセット・マネジャーにエンゲージメント活動とスチュワードシップ責任を実効的に遂行することを義務付けるモデル条項を提案している。エンゲージメント活動については、アセット・マネジャーは、アセット・オーナーがアセット・マネジャー自身に所有者としての権利および権限を行使することを選択した場合の権限の委託、および顧客の指揮あるいは承認による場合にのみこのような権限を行使できること等を定め、エンゲージメント活動の主体を明確化するよう求めている。

エンゲージメント活動の典型である議決権行使に関しても、アセット・オーナーはアセット・マネジャーに対して実効的な監督を行わなければならない。アセット・オーナーが議決権を留保して直接行使する場合はこの限りではないが、そうではない場合には、アセット・オーナーが定めるガイドライン等に従った内容でアセット・マネジャーに議決権行使を行うことを求めている場合が多い。さらに、アセット・オーナーによっては、議決権行使の判断も含めてアセット・マネジャーに全面的に委託する場合もあり、このような場合にはアセット・マネジャーにおける高い透明性が求められる。

海外において、スチュワードシップに関連してさらなる議論が行われる問題に、貸株の問題がある。保有株式が貸株に供されると、買戻特約付きの売却と同様の効果が得られる。貸株はアセット・オーナーの指示によって行われることが多いが、この手続きがアセット・マネジャーの権限として委託されている場合もある。いずれの場合であっても、アセット・オーナーとアセット・マネジャーの両者ともが現在のポジションや得られるリターンに関する情報にアクセスできることが必要である。スチュワードシップ責任の観点からは、株式が一定期間貸株に供される場合にはアセット・オーナーとアセット・マネジャーが返還請求権について合意しており、アセット・オーナーの利益とは異なる方向で貸株に関する権限が行使されないように確保しなければならない。この問題は海外の機関投資家において大変重要な検討課題であるとして、ICGN は 2007 年に「貸株に関する最善慣行規範」¹⁶¹を公表している。

アセット・マネジャーのスチュワードシップ責任に関し、モデル条項では以下の 3 点が論じられる。

- ・ スチュワードシップ責任：アセット・マネジャーに対して、スチュワードシッ

¹⁶¹ ICGN, “ICGN Securities Lending Code of Best Practice”.

プおよびその活動に関するベスト・プラクティスを遵守することを義務付けること。所有者としての権利と権限については、アセット・マネジャーに委託されているか、あるいはアセット・オーナーが留保しているかを明確にすること。

- ・ 議決権行使の監督：アセット・オーナーが株式投資に付随する議決権を直接行使できることを義務付けること。あるいは、アセット・マネジャーによって、アセット・オーナーの利益につながるように定められたガイドラインに従って議決権行使が行われることを義務付けること。
- ・ 貸株：貸株の水準やポジションの決定権限と責任を有する者、およびスチュワードシップの観点から貸株の返還請求権を有する者を明確にすること。

⑤ アセット・オーナーの長期主義とアセット・マネジャーの利益調整¹⁶²

アセット・オーナーは、アセット・マネジャーの利益とアセット・オーナー自身の利益とを合致させるような報酬体系を設定することによって、アセット・マネジャーに対してアセット・オーナーの利益のためだけに行動することを求める。また、アセット・マネジャーの報酬体系においては、アセット・オーナーの投資ホライズン全体でのリターンを確保することを可能にするような長期的な視点での調和がなされることを期待する。これは、ICGN のモデル・マンドレート・イニシアティブにおける提案のなかでも、特に重要な問題である。

成功報酬や業績評価に関する具体的な基準や指標は、アセット・マネジャーと顧客との個別交渉の問題であり、モデル条項の提案等で一般化できる問題ではない。最近では、長期的なアセット・マネジャーのパフォーマンス評価がより普及しており、利害関係を適切に調整するためには高い水準体系やクローバック制度（上限を超える報酬の払戻し制度）の利用が必要であるとの理解も進んでいるが、このような点についてはモデル・マンドレート・イニシアティブにおいても指摘がなされている。

他方、基本報酬に関しては、現行の契約条項を改善するようなモデルを提案する余地が残されている。アセット・オーナーにおいては、基本報酬については資産運用の費用を賄うものであって、それ自体がリターンの源泉ではないとの認識が一般的である。基本報酬よりも費用が高くなれば、アセット・マネジャーにはパフォーマンスを追求するどころか、より短絡的には資産を集めるインセンティブすら喪失してしまう。小規模なアセット・マ

¹⁶² ICGN, *supra* note 149, 1.5.

ネジャーにおけるシードマネーによる投資については、当初は比較的高水準の基本報酬を設定する場合もある。ところが、その後アセット・マネジャーの資産が拡大した場合には、資産が増加しても直ちに費用は増加しないことから、個別のアセット・オーナーが負担する報酬水準を引き下げて、複数の顧客間で公平に費用を分担するべきであるとする。この議論を大規模なアセット・マネジャーに当てはめると、基本報酬は固定報酬制が適切であるとの結論になる。固定報酬制度は、積極的なインセンティブとはならない可能性があることから、基本報酬の設計には十分な検討が必要である。このように、報酬体系を通じて利益調節を行うことの必要性が指摘される。

また、このようなアセット・オーナーとアセット・マネジャーそれぞれのコストとベネフィットをめぐる問題については、株式運用の回転率が、アセット・マネジャーがアセット・オーナーの戦略や利益を完全に遵守しているかどうかを測る重要な指標となる。予想回転率からの大きなかい離は、投資決定およびモメンタム投資行動の欠如を示す指標となりうる。これらはアセット・オーナーの長期的利益に反するものであり、特に回転売買の増加は費用を増加させ、システミック・リスクに対しても悪影響を与える恐れがある。反対に、予想よりも低い回転率は、リスク管理の欠如やパッシブ投資への傾倒を示すシグナルとなる場合もある。

アセット・オーナーによって回転率の問題に対するアプローチも異なることを反映して、ICGN のモデル・マנדート・イニシアティブでは、柔軟なモデル条項を提案している。具体的には、顧客はアセット・マネジャーに適切な範囲の回転率を許容し、ポートフォリオの実際の回転率を定期的の開示し、予想を超える回転売買についてはアセット・マネジャーに説明を義務付けるとする。また、回転率の許容範囲は、市場環境の変化を反映するために、一定期間で修正されなければならないとされる。

さらに、アセット・マネジャーの経営体制等に変更があった場合には、アセット・オーナーの長期的利益にも影響を及ぼす可能性がある。そのため、アセット・オーナーによる採用後にアセット・マネジャーにおいて契約関係維持に影響を与えうる重大な変化(人材、資本関係、投資プロセス、責任投資へのアプローチ等)が発生した場合には、アセット・オーナーに対して適時の情報開示や説明が行われなければならない。そして、その変更が重大な場合には、資産運用の委託契約そのものの見直しも検討される可能性がある。さらに、アセット・オーナーはアセット・マネジャーの財務能力に対しても、安心感を持つ必要がある。これらの手当てにより、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間の

利害が適切に調整される環境が整備されるであろう。

ところが、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間に利益相反が存在する場合には、アセット・マネジャーがアセット・オーナーの利益のために行動する能力や意欲を弱らせ、さらに顧客としてのアセット・オーナー間の利益相反の調整に問題が生じる恐れがある。そのため、アセット・オーナーとしては、アセット・マネジャーがこのような利益相反を認識し、実効的に管理するプロセスを持っていることについて信頼感を持つ必要がある。具体的には、アセット・オーナーとアセット・マネジャーやその従業員との間の利益相反、顧客間の利益相反、またアセット・マネジャーと同じグループ内の別組織との利益相反等についての対応がなされなければならない。

このような観点から、ICGNのモデル・マニフェスト・イニシアティブにおいては、アセット・マネジャーが利益相反を検討・管理するための枠組み、および利益相反の実効的管理に関する報告の透明性確保について議論されている。

アセット・オーナーの長期主義とアセット・マネジャーの利益調整との問題に関し、モデル条項では以下の4点が論じられる。

- ・ 手数料、報酬および体制：手数料や報酬体系において、アセット・マネジャーやその従業員の利益と顧客の利益とが適切に調整され、アセット・マネジャー内部において適切な体制が整備されることを義務付けること。
- ・ ポートフォリオの回転率：適切な予想回転率を採用し、定期的に見直しを行い、これに抵触する場合には報告と協議を義務付けること。
- ・ アセット・マネジャーの経営状況に関する報告：以下の場合には適時かつ完全な開示を義務付ける。すなわち、運用委託契約期間内におけるアセット・マネジャーの組織、ガバナンス、ファンドマネジャー個人の報酬体系、投資アプローチ（責任投資アプローチ等）およびリスク選好度の変更がある場合。主要関係者によりファンドやアセット・マネジャーの持分が売却される場合。アセット・マネジャーに対して規制当局による捜査や法的手続きが行われている場合。顧客がアセット・マネジャーの健全性や存続性に対して信頼感を有するためには、アセット・マネジャーの管理口座や財務諸表について定期的に情報を共有しておかなければならない。
- ・ 利益相反：アセット・マネジャーは、実効的な利益相反方針を策定しなければならない。また、本方針が確実に実行されるために、適切なメカニズム、研修、

手続きを行わなければならない。また、重要な変更や削除がなされた場合にはアセット・オーナーに対して適時の報告を行わなければならない。

⑥ コミッションと支払い先のリスク管理¹⁶³

アセット・オーナーが直面するフリクショナル・コストの一つはコミッションの問題であり、その価値は不透明である場合が少なくない。アセット・オーナーの費用負担によってアセット・マネジャーにおいてソフト・コミッション等のベネフィットが実務として普及するならば、そこには透明性が求められるべきであり、負担するコストと得られるベネフィットについての明確化が求められる。そのため、多くのアセット・オーナーは、費用を負担するリサーチ等のうち、投資期間を通して適切に収益を創出しているものの選別を強めている。また、長期的アセット・オーナーの場合には、多くのリサーチ等がアセット・オーナーの受益者の利益につながらず、単純な回転売買を増加させたり長期的なリスクを増大させたりして短期的要素に焦点を当てることを懸念している。他方、ブローカーのリサーチ等がアセット・マネジャーの ESG の組み入れ対応やスチュワードシップ責任のために不可欠である場合には、アセット・オーナーは費用やコミッション支払いについて前向きに検討をしている。そのため、運用委託契約においては、コミッションの配分に関して、長期投資家の利益、スチュワードシップ責任およびシステミック・リスク等の調和に配慮することが求められる。

また、アセット・オーナーによって、コミッション支払い先に関するリスクが実効的に監視・管理されない場合には、ポートフォリオに損害を生じる恐れがある。そのため、支払い先に関するリスク管理も必要である。この問題に対するアセット・オーナーの対応は様々で、リスクの実効的管理について個別に検討する場合もあれば、ポートフォリオ全体のリスクを集約して評価するために支払い先を公表する場合もある。

コミッションと支払い先のリスク管理の問題に関し、モデル条項では以下の 2 点が論じられる。

- ・ コミッション：アセット・オーナーのコミッション負担とその構造について以下の点を義務付ける。すなわち、アセット・オーナーの利益のためだけに行われること。アセット・オーナーの短期と長期の利益衡量が適切に行われること。コミッション支払いによる成果（アセット・マネジャーにおける ESG 組み入

¹⁶³ ICGN, supra note 149, 1.6.

れや所有者としてのコミットメント遂行の状況等)を評価するために、アセット・オーナーに対して透明性のある開示がなされること。

- ・ 支払い先に関するリスク：コミッション支払い先に関するリスクが実効的に管理され、アセット・オーナーに対する透明性が維持されること。

(4) アカウンタビリティと透明性の重要性¹⁶⁴

① 透明性確保の重要性

アセット・オーナーの長期的利益の確保という目的達成のためには、運用委託契約の条項を文言上整備するだけでなく、アセット・マネジャーがその内容を尊重することの実効性を確保することがより重要である。そのためには、アセット・マネジャーがアカウンタビリティを十分果たすことが必要である。アカウンタビリティの基本は透明性のある報告に基づくことから、ICGNのモデル・マנדート・イニシアティブにおいては、アセット・マネジャーからアセット・オーナーに対する報告についてもモデル条項を提案している。

アセット・オーナーは、投資アプローチ等の資産運用に直接関連する情報だけではなく、アセット・マネジャーのガバナンス構造についても定期的に報告されることを期待している。また、このような透明性が向上することによって、投資方針や契約に違反する事態の早期発見が可能になり、アセット・マネジャーとアセット・オーナー、その背後にいる受益者との間の利益調整についてもさらなる考慮が求められるようになった。

② アセット・オーナーに対する具体的な報告が求められる問題

アセット・オーナーは、長期投資の全体的な状況を理解するために、アセット・マネジャーがアカウンタビリティを十分に果たすことを期待している。この観点からは、特に以下の問題に関して定期的な報告が求められる。

- ・ ベンチマークに対するリスク調整後のパフォーマンス
- ・ ポートフォリオの構成および前回の報告以降に生じた重大な変更の説明
- ・ リスク・エクスポージャーおよびその管理
- ・ 責任投資に対するアプローチおよびポートフォリオにおいて実効的に遂行される方法

¹⁶⁴ ICGN, *supra* note 149, 2.0.

- ・ 持続可能で公平な方法によるアセット・オーナーおよび受益者全体の目的達成
- ・ 運用委託契約に従った議決権行使等エンゲージメント活動におけるスチュワードシップ責任の遂行
- ・ 回転率の水準および予想を超える場合の説明
- ・ コミッションおよび支払い先との関係
- ・ 貸株の状況

これらの多くは、英国版スチュワードシップ・コードにおいてアセット・オーナーとアセット・マネジャー双方において対応が期待されるものである。モデル・マנדート・イニシアティブはその実効性確保の手段として、具体的な契約条項等の整備を促進することを目指している。

(5) ICGN のモデル・マנדート・イニシアティブからの示唆

ICGN のモデル・マנדート・イニシアティブは、海外のアセット・オーナーとアセット・マネジャーの関係を再定義することにより、両者にとっての利益の方向性が一致し、最終的にはリスクの軽減と運用資産の拡大を目指すものである。このような観点から、本イニシアティブは、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間のエージェンシー問題の解決を図ろうとするものであるともいえる。

長い間コーポレート・ガバナンスの議論においては、機関投資家や株主は上場会社のガバナンス向上のためにどのような役割を果たせるかという問題が中心であった。そのため、初期に策定されたコーポレート・ガバナンスに関連する規範や原則は、上場会社に対するガバナンスのあり方を論ずるものがほとんどで、機関投資家や株主については株主総会や対話を通じたコミュニケーションの重要性が述べられるにすぎなかった。ガバナンスの議論の主たる対象は会社であり、機関投資家や株主はその一要素としてその責任や義務が議論されることは少なかった。

ところが、英国版スチュワードシップ・コード（2010年6月）を契機として、機関投資家の側の責任が明確化された。最終受益者たる資金提供者である年金加入者等に対して受託者責任を負うアセット・オーナーの立場からは、スチュワードシップ・コードの実効性を確保するためには、アセット・マネジャーとの間で相互理解と合意がなされる必要がある。このための実務的指針として策定されたのが、アセット・オーナーとアセット・マ

ネジャーとのモデル契約条項を提案する ICGN のモデル・マンドート・イニシアティブである。モデル・マンドート・イニシアティブは、実務的な契約ひな形を提案することにより、機関投資家全体の果たすべき機能や責任遂行の実効性を高めることを目的としている。アセット・マネジャーとアセット・オーナーにとっては自らの負担を増加させるものであり、機関投資家自身が規律を強める取組みを行っているとして評価に値する。

ただし、アセット・マネジャーに対するアセット・オーナーからの要請が強まることになる結果、アセット・マネジャーの内部体制の整備等のための直接的、間接的な費用は、アセット・オーナーにおける費用増加に比べて大幅に増加する可能性がある。しかしながら、アセット・マネジャーに対してのみ一方的に過度な負担を課すことになるとすれば、アセット・マネジャーにおいてはアセット・オーナーのために投資活動を行うインセンティブが減少する。そのため、極端な場合には、アセット・マネジャーによるアセット・オーナーの選別がなされる可能性もある。したがって、このような取組みの実効性を確保するためには、アセット・マネジャーの利益とアセット・オーナーの長期的利益とを合致されるような方向で、両者の関係が規整されなければならない。アセット・オーナーがアセット・マネジャーの利益を尊重することについては、本イニシアティブにおいても強調されている。

また、スチュワードシップ・コードの契機となった金融危機に対する反省からは、利益を拡大する方向だけではなく、リスク管理も重要な論点となった。このような議論において検討されるリスクとは、マーケット・リスクが中心であるが、モデル・マンドート・イニシアティブにおいてはシステミック・リスクにまで拡大して議論されている。背景には、アセット・オーナーおよびアセット・マネジャーによる資産運用におけるレバレッジの拡大に伴い、金融制度全体に対しても大きな経済的影響を与えるものであることが認識され、この流れに沿った形での規制が強化されていることがある。ICGN においても、このような当局による規制の方向性を意識して、アセット・マネジャーとアセット・オーナーの活動においてシステミック・リスクを意識すべきとの議論を展開しているものと考えられる。

このように、日本よりも早くスチュワードシップ・コードが策定された英国においては、アセット・オーナーとアセット・マネジャーとの利害を調整しつつ、機関投資家がより実効的にその責任を果たすことにより、スチュワードシップ・コードの実効性がより一層強化される取組みが進んでいる。今後、日本においても同様の問題が生じる可能性があることから、このような取組みは日本版スチュワードシップ・コードの実効性を確保する

観点からも、参考になるものであると考える。

最終章 スチュワードシップ・コードの実効性向上のために

スチュワードシップ・コードは、上場会社の持続的成長のために機関投資家の果たすべき責務と役割に期待するという目的自体が、日本においては新鮮な取り組みであるといえる、そのため、コードの実効性を高めるためには、インベストメント・チェーンやスチュワードシップ活動全体を俯瞰して、より挑戦的な取り組みを実行する必要がある。

本章では、スチュワードシップ・コードの実効性向上の観点から、解決すべき課題について考察する。

第1節 集团的エンゲージメントの活用

(1) 投資家フォーラムの創設

機関投資家と投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントは、スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家のスチュワードシップ活動の根幹をなすものである。スチュワードシップ活動は、投資先企業に実施する説明会等への参加、投資先企業との個別面談、電話による取材等、消極的なものからよりプロアクティブなものまで幅広く行われる。そのなかで、単なる取材や情報収集の枠を超えて、機関投資家という多くの会社の実情や市場動向に精通している専門家としての立場から、投資先企業に対して経営改善のための示唆を与え、意見を伝えるという段階において、より具体的なエンゲージメントが実施されることになる。さらに、このエンゲージメントは、第一段階としては機関投資家が単独で実施するものであるが、より実効性を確保しようとしても、保有株比率の低さなどを理由として、会社に対して十分な影響力を与えられないという課題に直面する。また、会社の側にとっても、多くの機関投資家が個別にエンゲージメントを実施し、様々な意見を伝えてくるなかで、どのような対応をとることが株主共通の利益につながるのかの判断に悩む局面が出てくる。そのため、実務上の必要に基づいたエンゲージメントのより発展的な段階として、投資先企業に対して共通の課題を認識する複数の投資家が、共同してエンゲージメントに臨むという集团的エンゲージメントが行われる場合が出てくる。

英国では、スチュワードシップ・コード導入に伴い発展した実務の一つが、集团的エンゲージメントであるといわれる。例えば銀行の高額報酬問題等に関して機関投資家が議論する場ができたとされ¹⁶⁵、登録されたフォーマルな団体のみならず、問題を共有する機関

¹⁶⁵ 「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」第2回における、江口委員、筆者（参考人）の発言など。

投資家がグループを形成するインフォーマルな形での機関投資家の団体が存在する。このような集团的エンゲージメントでは、議決権行使や株主提案権の行使等の法律行為を共同するは規制上の観点からまれであり、議論を共同で行い、議決権行使等の法律行為は個別判断で実施されている。例外的に、英国の鉄道年金と大学年金との間で、一時期英国上場株式について議決権を共同行使する旨の合意が取り交わされていたことがあったが、現在では解消されている。

日本には、日本投資顧問業協会や投資信託協会等の業態による団体は存在するが、他方で「責任ある投資家」という業態横断的な活動を通じて、機関投資家の存在感や影響力を高めることも有意義だと考えられる。このような機関投資家の団体は「投資家フォーラム」と呼ぶことができるが、業態に関係なく同じ目的を持つ団体として、日本版コード7原則の述べる機関投資家の実力具備の機会ともなりうる。投資家フォーラムの主な役割は、エンゲージメントのとりまとめであるが、投資家フォーラムの機能としては企業とのエンゲージメントのみならず、政策立案者や機関投資家とのエンゲージメントも期待されている¹⁶⁶。企業とのエンゲージメントとは、投資家によるエンゲージメントの柱であるが、投資家フォーラムを通じて企業と投資家が双方向でアクセスできる場を提供し、投資家の意見を交換し集約することを目指すものである。政策立案者とのエンゲージメントとは、「責任ある投資家」に関連する制度の設計に関して、投資家の意見の交換や集約を行い、政策立案者との議論や提案を行うものである。海外では一般的なロビー活動の一環とみることができる。海外投資家とのエンゲージメントとは、国内投資家が日本市場に投資する海外投資家との交流を深めることを通じて、スチュワードシップ活動の効果を高め、国際水準の実力や経験の習得にも寄与することを目指すものである。

これらの活動は、単独の機関投資家だけでは達成が困難であることから、問題意識を共有する投資家同士がフォーラムという場を通じて、共同して対処することの意味が大きいと考えられる。

¹⁶⁶ 山を動かす研究会「ROE 最貧国日本を変える」（2014年）103-104頁参照。同研究会は筆者もメンバーとして参加しており、インベストメント・チェーン全体を俯瞰して、企業の価値向上のための課題解決を議論した。また、同じくメンバーである小林慶一郎「山を動かす～資本市場改革のフレームワーク」東京財団『論考』（2014年4月3日ウェブサイト掲載）にいても、同様の提案がなされている。

（２）リード取締役とリード株主

英国では、非業務執行取締役（日本の社外取締役に相当）のうち筆頭者を選任し、これを **lead director**（リード取締役あるいは筆頭取締役）と呼ぶことがある。このリード取締役は、機関投資家を中心とする株主と議論の場を設置し、株主が求めるコーポレート・ガバナンス等の改善を経営陣に伝える役割を果たす場合がある。このリード取締役の役割は、株主共通の利益（特定の株主の利益ではない）を洗い出し、経営陣の意思決定に反映させることであるから、複数の株主と面会する必要がある。その場合に、各株主と個別に議論を行うと、各株主が要望する個別性の高い議論になり、また、時間的・物理的な負担も少なくない。そのため機関投資家を中心とする株主を集めて、集団的に議論することに合理性が見いだせる。このような背景から、集団的エンゲージメントが発生している。

一方で、株主の側も、集団的エンゲージメントの場で、複数の株主がそれぞれまとまりのない要望を行ったのでは、会社に対して本当に必要とする改善を受入れてもらうことが困難になる。そのため、個別の事案や持株等に応じて、当該企業とのエンゲージメントの取りまとめ役となる株主を選ぶことにより、実効性が高まると考えられる。このような株主は、「リード株主」と呼ぶこともできよう。このリード株主は、議決権等の株主権を集約して行使する者ではなく、もっと緩やかな会社との対話を率いる株主集団のリーダーを意味する。前者の場合には、議決権拘束契約の締結などにより、法律が規制する「共同行動（**acting in concert**）」に該当し、日本では金融商品取引法上の共同保有者に相当する可能性が高い。互いに独立し競合関係にある機関投資家の間では、「必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うこと」（日本版スチュワードシップ・コード第 7 原則指針 7-1）については将来的にありうるとしても、統合的に権利を行使するような強い連携は難しいと考えられる。

海外でも、機関投資家フォーラムの機能としては、株主権を統合して代表して行使するような法律行為にまで踏み込んだ強い連携は少なく、ほとんどの場合には、特定事案について議論を取りまとめる役割が期待される。例外的にオランダの **Eumerion** では、メンバーの議決権を集約し、代表者を株主総会に派遣しているが、このような法律上の行為まで共同で行う事例はえ世界でもまれな事例である。英国における日本株式への投資を行う主要な投資家から構成される投資家フォーラムでは、個別の事案ごとに、メンバーのなかから、特に問題意識の強い投資家などが議論の場所を提供したり、企業とアクセスする役目を担うことがある。

日本でも、2013年3月8日にJASDAQに上場する介護関連事業を行うメッセージという会社が、MSCB（転換社債型新株予約権付社債）による資金調達を検討したところ、機関投資家を中心とする株主から大きな反発を受ける事態に陥り、株価も大きく下落した。その際に、主要な株主である機関投資家1社が他の株主や投資家の意見を取りまとめ、会社と議論を深めた結果、同26日になり株主が懸念する方法での資金調達を見送ったという事例がある。上場会社の経営者は、株主や投資家と直接的に議論をしたり助言を得たりする機会が少なく、場合によっては株主や投資家の考えと異なる方向の経営判断を行う可能性も否定できない。この場合には、複数の株主や投資家の意見を集約し、経営陣と深いエンゲージメントが行える株主代表としてのリード株主が存在したことで、株主や投資家と経営陣との相互理解を高めることができたといえよう。

このようなエクイティ（株主資本）の領域における「リード株主」は、資金調達の別の手段であるデット（負債）の領域におけるメインバンクの役割と似ている。メインバンクは、準メインバンク以下の意見を取りまとめ、融資先企業に対して銀行団としての意見を伝える役割を果たしていた。銀行間での利害の違いを乗り越えて、融資を行う銀行団として企業と議論することで、銀行と企業の双方にとり合理性と実効性があったものと考えられる。これと同様に、各機関投資家の保有比率は少なくても、皆で集団的に行動し、特に利害の大きい機関投資家がリード株主として活動することで、企業と投資家の双方により合理的かつ実効的なエンゲージメントが行われることと考えられる。

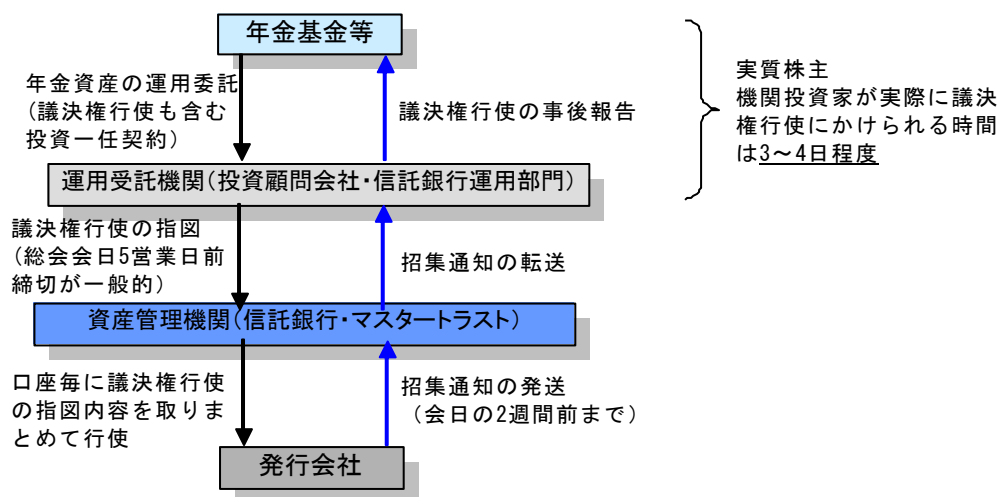
第2節 機関投資家の株主総会への参加

機関投資家と投資先企業とのエンゲージメントは、一年を通じて必要に応じて行われるものであり、少数集中投資型ファンドの場合には、投資決定前から売却後まで長期間にわたって実施されることもある。そのなかで、株主総会というのは、エンゲージメントの成果に影響を与える、一つの区切りとして位置づけられる。株主総会は、会社法上の機関であると同時に、法定機関であるからこそエンゲージメントにおける会社側の態度を理解するための重要な機会でもある。エンゲージメントを通じて機関投資家からの意見表明などに対して、取締役や取締役会がどのように受け止めているのか、具体的にどのように対応するのか、さらには個人株主も含めた株主に対して、会社がどのような態度や立場で臨んでいるのかなど、株主総会を通じて株主は投資先企業のことをより深く理解することができる。

このような観点から、株主総会に関連しては、スチュワードシップ・コードを採用する機関投資家は、コードに基づいて議決権行使の方針等を公表するが多い。しかしながら、実際に株主総会に出席することは極めてまれであり、事前に株主総会招集通知を呼んで議決権行使の指図を行うことがほとんどである。その背景には、株主総会という法定機関は、法律上の株主である株主名簿に登録された株主を対象として開催されており、間接保有の実質的な存在である機関投資家については、法律上あるいは解釈上も明確な位置づけがなされていないことがある。

機関投資家の議決権行使の流れについては、図表 23 の通りである。多くの機関投資家は、資産管理機関を株主名簿上の株主として利用しているため、基本的には議決権行使の指図という行為を通じて株主総会に参加している。しかしながら、今後エンゲージメントがより活発化するなかで、物理的に株主総会に出席することを希望する機関投資家も出現する可能性も高い。そのため、同様の制度を抱える英国の取組みを参考に、機関投資家がエンゲージメントの一環としてより積極的に株主総会を活用できるような環境整備が必要であると考える。

図表 23 日本における機関投資家の議決権行使の流れ



出所：筆者作成

英国コーポレート・ガバナンス・コード主要原則 E.2 は、機関投資家が株主総会に参加するよう奨励する。他方、機関投資家が株主名簿上登場することは少なく、多くの場合には、資産管理（カストディアン）業務を資産管理機関（カストディアン）に委託し、これ

が名簿上の株主（ノミニー）として登録される。このような背景から、2006年英国会社法第9編（社員の権利の行使）では、名簿上の株主ではない実質株主¹⁶⁷による、直接的な権利行使を可能とする規定が導入された¹⁶⁸。上場会社については、定款に定めることで、株主に指名された代理人（実質株主）が株主権を行使する環境が整った（同145条）¹⁶⁹ ¹⁷⁰。この点に関して、英国資産運用協会の調査（図表15）によれば、機関投資家の2%が「必ず」、29%は「主要株主である等の適切な場合に」株主総会に出席しているという結果が報告されている。

しかしながら、日本では、名簿上の株主ではない機関投資家には、名簿上の株主である資産管理機関に対する議決権行使の指図権限は実務あるいは契約上認められているが、会社に対して直接に株主権を行使する制度は十分確立されていない。そのため、会社に対して権利を行使するためには、名簿上株主である資産管理機関が主体とならざるを得ない¹⁷¹。実際のところは、機関投資家を含む実質株主（名簿上の株主ではない者）が株主総会に出席しようとする場合は極めてまれなようである¹⁷²。しかしながら、今後はスチュワードシップ活動の重要な機会として、機関投資家が株主総会を積極的に活用しようとする場合も想定される。この場合に、現行会社法を厳格に解釈して、株主名簿上の株主でないことを理由として、会社が真の実質株主である機関投資家の株主総会出席を拒絶した場合、株主の参加が認められなかったとして株主総会決議取消訴訟を提起される可能性もある。他方、真の実質株主ではない機関投資家を、株主であると誤認して株主総会に出席を認めて議決権行使をさせた場合、これもまた株主総会決議取消訴訟の可能性はある。したがって、株主名簿上の株主ではない機関投資家が株主総会に直接の参加を検討する場合に備えて、制度上あるいは実務上の整備を行うことが求められる¹⁷³。

¹⁶⁷ 典型例がカスタディアンを通じた間接保有に基づく機関投資家等である。

¹⁶⁸ イギリス会社法制研究会（川島いづみ、中村信男）「イギリス2006年会社法（1）」比較法学第41巻第2号（2008年）389頁参照。

¹⁶⁹ Derek French, Stephen Mayson & Christopher Ryan, “Company Law (2008-2009 edition)”, Oxford University Press (2008), pp.373-374.

¹⁷⁰ Paul Davies, “Gower and Davies’ Principles of Modern Company Act (eight edition)”, Sweet & Maxwell (2008), pp431-434.

¹⁷¹ オリンパス株式会社「当社に対する訴訟の提起に関するお知らせ」2014年4月9日適時開示情報参照。

¹⁷² 全国株懇連合会「株主総会等に関する実態調査集計表」（2014年10月）14頁によれば、実際に実質株主から株主総会への出席について事前の、申し出があった場合は、調査対象会社1753社のうち37社（2.1%）にすぎない。

¹⁷³ 経済産業省「株主総会のあり方検討分科会」第3回議事概要6頁参照。

このような背景から、2014年12月に金融庁から公表された「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）《コーポレートガバナンス・コード原案》～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」¹⁷⁴においては、原則1-2 補充原則1-2 ⑤「信託銀行等の名義で株式を保有する機関投資家等が、株主総会において信託銀行等に代わって自ら議決権の行使等を行うことをあらかじめ希望する場合に対応するため、上場会社は、信託銀行等と協議しつつ検討を行うべきである」と定める。「信託銀行」という機関名が二か所言及されているが、前者は機関投資家のために業務を行うカストディアン（資産管理機関）としての信託銀行のことを、後者は上場会社のために株主名簿管理人としての業務を行う信託銀行のことを指しており、両者の機能は全く異なる。これは、カストディアン（資産管理機関）としての信託銀行（資産管理信託銀行）名義で株式を保有する機関投資家が、株主総会で直接に議決権行使等の株主権の行使を行おうと希望する場合を想定した条項である。このような場合には、上場会社は、株主名簿管理人である信託銀行と協議をして、対応について検討を行うべきであるとする。このような株式名簿管理人は、実務上は信託銀行の証券代行部門である場合がほとんどであり、これらが株式事務代行機関として株主総会や株主関連の事務を代行している。したがって、機関投資家が会社に対して株主総会に出席したいとの希望を報せた場合には、会社は株主名簿管理人等に相談をしつつ、機関投資家の株主総会出席の実現に向けて対応を行うことが求められる。機関投資家の立場からみると、従来は議決権行使の指図権のみが認められていると考えられていたところ、投資先企業の株主総会に出席したうえで直接議決権を行使することができるように、手続きの整備が進んでいる。

第3節 コーポレート・ガバナンス・コードの策定

日本版コードにより、機関投資家は、一層の熟慮に基づく議決権行使が求められるようになる¹⁷⁵。他方、投資家ごとにコーポレート・ガバナンスに対する考え方が異なるため、企業側は、投資家による考え方の差異を考慮しつつ、各投資家に共通する部分を探り、自

¹⁷⁴ 金融庁「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）《コーポレートガバナンス・コード原案》～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」（2014年12月17日）。2015年1月23日を期限としてパブリックコメントにかけられた日本版コーポレート・ガバナンス・コードの原案である。

¹⁷⁵ 必ずしも反対票の増加につながるものではない。

社にとって最善のコーポレート・ガバナンスの形を模索している。例えば、社外取締役の必要性、人数や比率、独立性等は、各投資家の意見を参考に各会社が判断している。

このような企業の取組みは実効性が高いが、その過程での困難や負担も大きい。そのため、日本の上場会社に望まれるコーポレート・ガバナンスのベスト・プラクティスを示す規範性のある原則（このような規範原則は、一般にコーポレート・ガバナンス・コードと呼ばれる。なお日本版は「コーポレート・ガバナンス・コード」と表示する）の有用性は高い¹⁷⁶。これが実務指針として定着すれば、より実質的な課題を対話の目的とすることができ、スチュワードシップ活動の実効性が高まると考えられる。

日本版コードでは、企業のコーポレート・ガバナンス向上と機関投資家のスチュワードシップ活動とが車の両輪であると指摘するが、コーポレート・ガバナンスの取組みについては、従来は企業の自主的取組みに委ねられていた。

ところが、2014年6月24日に公表された「日本再興戦略2014」¹⁷⁷において、コーポレート・ガバナンス・コードの策定が明記された。これに基づいて、2014年8月から、2015年の株主総会シーズンに間に合うように、金融庁と東京証券取引所を共同事務局として有識者会議が招聘され、検討が進められた。その成果として、2014年12月に「コーポレートガバナンス・コードの基本的な考え方（案）〈コーポレートガバナンス・コード原案〉～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」（以下、日本版コーポレートガバナンス・コード）（以下、コード原案）が取りまとめられた。さらに2015年6月には、コード原案は東京証券取引所において、「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」として正式に公表され、有価証券上場規定（所謂「上場規則」として位置づけられる）の改正により、上場会社への適用が開始された¹⁷⁸。

コーポレートガバナンス・コードを制定している多くの国では、社会問題化した企業不祥事件を契機としてコードを制定するなど¹⁷⁹、経営上のリスクを回避するための方策としてコーポレート・ガバナンスの向上を検討する機会が多い¹⁸⁰。これに対して、日本版コー

¹⁷⁶ 上田亮子「日本版スチュワードシップ・コードと今後の課題～英国からの示唆～」資本市場リサーチ第31号（2014年）72頁参照。

¹⁷⁷ 首相官邸「『日本再興戦略』改訂2014－未来への挑戦－」（2014年6月24日）。

¹⁷⁸ 東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」（2015年6月1日）参照。

¹⁷⁹ 英国におけるマクスウェル事件やBCCI事件等。

¹⁸⁰ 山を動かす研究会「ROE最貧国日本を変える」日本経済新聞出版社（2014年12月）

ポレートガバナンス・コードの目的は、会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な企業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置くものである（日本版コーポレート・ガバナンス・コード前文第7パラグラフ）。そして、この目的を達成するためには、機関投資家なかでも中長期の投資行動をとる機関投資家を中心とする株主の役割が重要である。このような背景から、日本版コーポレートガバナンス・コードの制定により、中長期の投資を促す効果をもたらすことが期待される。同コードは、市場における短期主義的な投資行動の強まりに対する懸念があることを意識しながらも、市場においてコーポレート・ガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在であると指摘する（日本版コーポレートガバナンス・コード前文第8パラグラフ）。

おわりに

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～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」が参考にされた。

私は、2010年に英国私は、2010年にスチュワードシップ・コードを日本でもっとも早い時期に翻訳し、解説をしたが、当時の日本ではほとんど関心を得られなかった¹⁸¹。一方、英国およびしばらく経過した後の欧州では、従来の上場会社に対するコード等を通じたコーポレート・ガバナンスの強化とは異なる、機関投資家を通じた新しい価値向上のためのアプローチということで、大きな注目を集めるようになった。その後、日本においても、スチュワードシップ・コードが策定され、金融庁における有識者会議に参考人として招聘され、英国の取組みについて報告する機会を得ることができた¹⁸²。

本研究は、英国のコーポレート・ガバナンス問題における機関投資家の役割に関する1990年代の初期の議論から、2010年の英国版コードを経て、2014年の日本版コードの策定に至るまでの一連の研究の成果である。具体的には、前提となる本質的な議論として、スチュワードシップという概念について考察し、コードの本質であるソフトローによる規制のあり方と政治主導による影響について検討した。そのうえで、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について検討した。さらに、日本版コードの実効性を確保するために、周辺の制度や環境の整備などについて、英国における経験から、今後必ず議論となることが想定される課題について考察した。

日本版コードが参考にした英国においては、1990年代のコーポレート・ガバナンス改革当初から、機関投資家が積極的に関与しており、機関投資家による団体も存在していた。このような土壌があったことから、英国において機関投資家による投資先企業に対するモニタリングやエンゲージメントについては、2010年の英国版スチュワードシップ・コード

¹⁸¹ 日経ヴェリタス 2015年6月28日記事「企業統治研究『石の上にも20年』」コラム『顔』欄参照。

¹⁸² 上田亮子「英国スチュワードシップ・コードについて」金融庁『「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」参考人資料（2013年）参照。

によって初めて導入されたのではなく、従来から取組まれていた活動をコードにより明確化することで、一層実効性が高まったものと考えられる。

英国版コードは、機関投資家の議決権行使を含むスチュワードシップ活動について、モニタリング、エンゲージメント、集団的エンゲージメントという段階で整理し、最善慣行（ベスト・プラクティス）としての規範を提供する。ところが、コードを採用する機関投資家による原則や指針の不遵守は少なくなく、さらには、不遵守の場合の理由の説明を怠っている場合等、コンプライ・オア・エクスプレインというコードの重要なアプローチの不徹底も見受けられる。背景には、コード採用機関数の増加¹⁸³に伴う品質の低下が考えられるが、FRCは、採用機関のスチュワードシップ活動やステートメントの品質を確保に努めるとしている¹⁸⁴。

日本版コードは、上場会社の企業価値や資本効率の向上を通じて持続的成長を促し、その成果として日本経済全体の成長を目指すという目標達成のために、上場会社の株主として機関投資家の役割に期待する。そのためには、機関投資家はその責任を十分に果たせるような環境の整備や、対話を受ける企業側の態勢づくりも必要であろう。このようなコードの効果は短期間で獲られるものではないため、中長期での継続的な取り組みが重要である。また、英国版とはことなり日本版コードにおいては、集団的エンゲージメントが採用されていないため、モニタリング(日本版コードの表現によれば「投資先企業の状況把握」)およびエンゲージメントという二段階でのアプローチで、スチュワードシップ活動を進めることになる。

日本版コードに基づく機関投資家のスチュワードシップ活動は、これから本格的に開始されるが、当初は実務対応に苦慮する場面も想定されよう。この分野で先行する英国においても、試行錯誤と課題の解決を積み重ねて、次なる発展へとつないでいる。日本においても、中長期的な取組みを重ねることで、コードの実効性が高まり、企業の持続的成長を通じた経済再興という目的が達成されることが期待される。

日本版スチュワードシップ・コードは実際の運用が開始されたばかりであり、機関投資家による現実の運用を通じて、課題を精査し、コードの実効性をより高めることが重要になる。そのような観点から、今後もスチュワードシップ・コードの展開について、引き続

¹⁸³ 採用機関数は、2010年10月74機関（アセット・マネジャー48機関、アセット・オーナー12機関等）から2014年5月305機関（同206機関、75機関）に増加した。

¹⁸⁴ 日本投資環境研究所・前掲注128、15頁参照。

き研究を深めてまいりたい。

資料 欧州諸国における実態調査

(2013年10月、2014年11月実施)

<資料解題>

以下の資料は、第3章および第6章に関連して実施された、欧州諸国におけるスチュワードシップ・コードの実態調査の結果である。

資料1は、2013年11月に実施した、欧州におけるスチュワードシップ・コードに関する実態調査の結果である。本調査では、欧州委員会、英国、フランス、ドイツ、オランダ、スウェーデン、ノルウェーの各国において、金融・市場当局、機関投資家、関連団体等に対して、英国スチュワードシップ・コードに対する受止めと影響についてヒアリング調査を実施した。特に、英国スチュワードシップ・コードにより、機関投資家の活動や各国の市場制度に与えた影響について、実務上の取組と課題および制度設計のあり方の観点から、重点的に調査を行った。本調査の成果は、日本投資環境研究所「EU大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実務に関する調査」として公表されている。

資料2は、2014年11月に実施した、欧州におけるスチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コードに関する実態調査の結果である。本調査では、英国、フランス、オランダ、ノルウェーの各国において、金融・市場当局、機関投資家、上場会社、関連団体等に対して、英国スチュワードシップ・コードとコーポレート・ガバナンス・コードが与えた影響と、各国のコードにおける実践や課題についてヒアリング調査を実施した。特に、英国スチュワードシップ・コードにより機関投資家の活動に与えた影響、その結果として各国のコードや企業の活動に変化がもたらされたかについて、機関投資家の側と企業の側それぞれの取組みと課題の観点から、幅広く調査を行った。

<資料 1>

欧州におけるステュワードシップ・コードに関する実態調査（2013年11月）
調査対象：欧州委員会、英国、フランス、ドイツ、オランダ、スウェーデン、ノルウェーの金融・市場当局、機関投資家、関連団体等

（1）オランダ

① 当局

- ・ 欧州では上場会社向けにコーポレート・ガバナンス・コードを策定する国が多いが、オランダはそれとは違っている。コーポレート・ガバナンス・コードの中に、上場会社向けの規定と株主向けの規定とが統合されている。今後も、英国がコーポレート・ガバナンス・コードとステュワードシップ・コードを分離したが、オランダではこのような分離の予定はない。日本がコーポレート・ガバナンス・コードがないのにステュワードシップ・コードを策定するというのもユニークだ。
- ・ 取締役の責任や取締役会の構成、株主の権利などの枠組みについては法律で規定される。コードは一種の自主規制なので、これに基づいて、独立性や実効性などについての一層の取り組みを求めるものだ。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードの背景は、1990年代以降に取締役の権限が強すぎることに對する懸念と反省、反動があったことだ。市場参加者はコード策定を求めていたが、政府は様子見の状況だった。その後、2003年にコードが公表され、2008年改正で機関投資家の責任（原則4-4以下）が明記された。
- ・ 上場会社に対しては、開示規制により、コード適用が義務付けられ、そのうえで各条項について「遵守か説明か」の原則が適用される。機関投資家に対しては、金融監視法 **Financial Supervisory Act** により、コードの適用が義務付けられる。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードを監督するため、3大臣（経済、財務、法務）の下で監視委員会（**Corporate Governance Monitoring Committee**）が設置される。外部の独立性のある専門家から構成される。今年11月に委員の入れ替えを予定しており、現在はちょうど変更のタイミング。
- ・ オランダの伝統的な取締役会制度は、日本と同様に、株主総会から取締役会と監査役会（**Supervisory board**）が選任されるという二層制システムである。同様の制度は、オランダの植民地であったインドネシアにおいても残っている。欧州に位置すること

で、規制上も、投資上も諸外国からの影響を強く受けるオランダにおいて、独自の二層制システムを維持していることは興味深い。ただし、影響はやはりあるようで、2013年1月に一層制システムを採用し、現在 Uniriver ユニリーバなど数社が導入している。日本ではソニーなど上場会社の3%程度に限定されると説明したところ、オランダでも同様で、国際的な大企業だけに限られるとのこと。

- ・ コーポレート・ガバナンス・コードでは、取締役会よりも監査役に重点が置かれている。独立性の基準も、監査役会のほうが厳格かつ詳細に定められている。コーポレート・ガバナンスにおいては、業務執行よりも監督機能のほうが重要な要素だと考えているからだ。取締役会の独立性は原則 2-3-1 以下で、監査役会の独立性は原則 3-2 以下であるが、後者のほうが細かい基準となっている。
- ・ コードが対象とする株主には、個人も機関投資家も両方が含まれる。機関投資家については、原則 4-4 以下で特別な責任が求められる。原則 4-4-4 において、株主の議決権行使のポリシーと行使結果の開示を求める。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードはコンセプトや最重要論点だけを規定し、実務の詳細は各当事者に任せるようにしているが（だからあまり細かい規定を置くつもりはない）、Eumedion はコーポレート・ガバナンス・コードよりももっと詳しく、実務的なベスト・プラクティスを定めている。
- ・ コーポレート・ガバナンス・モニタリング委員会は、上場会社のみならず機関投資家も監視の対象である。
- ・ 投資家に対する調査として、Nyenrode University Danielle Megz の調査が有用だ。
- ・ Acting in concert は、オランダの法律で規定される。グレーゾーンが多いという批判もあるが、EU 規制が明確ではないため、オランダも明確が規定を定めていない。ぜひ EU のスタンスを知りたい。
- ・ エンゲージメントを一回だけ一緒に行動したという場合には、1 グループとはみなされない。いつも一緒に行動するときは、acting in concert の規制対象となる。ただし、どれだけ一緒に行動すればみなされるかという基準は不明確。
- ・ そもそも、Eumedion も acting in concert とみなされないのかという疑問がある。メンバー投資家が個別に判断していると彼らは主張しているが、実はグレーなところがある。
- ・ 投資家に対しても、コーポレート・ガバナンス・コードの適用が法律で義務付けられ

ている。Financial Supervision Act において、定められる。そのうえで、投資家は、ウェブサイトで議決権行使方針や行使結果を開示する。ただし、非開示でも法律上の制裁は設けられていない。

- ・ オランダでは、英国とは異なり、コーポレート・ガバナンス・コードを会社部門と投資家部門とに分けるつもりはない。ただし、銀行や保険会社などはそれぞれのガイドラインを持っている。
- ・ オランダも日本と同様の監査役会のような組織がある二層制の取締役会システムである。2013年1月に委員会設置会社のような一層性の取締役会システムを採用したが、ユニリーバなどのグローバル化した極めて数少ない会社だけが選択している。

② 機関投資家団体

- ・ Eumedion は機関投資家 70 社がメンバーで、オランダ市場の 4 分の 1 を保有する。メンバーは、年金基金、保険会社、ミューチュアル・ファンド、アセット・マネジャーである。オランダ国内だけではなく、英国大学教職員年金（USS）、Railpen、Blackrock、Capital などの海外の年金基金やアセット・マネジャーも参加している。
- ・ 営利団体ではなく、メンバーのために活動する非営利団体だ。その目的は、以下の 2 点。

① 投資先とのエンゲージメント

② EU や各国当局など政策立案者（policy maker）とのエンゲージメント

- ・ Eumedion が目指すオランダにおけるサステナビリティのための活動とは、オランダの上場会社に対して、メンバーの投資家との協調を高めることである。具体的には、株主権を責任ある方法で行使し、エンゲージメントを促進することにある。
- ・ 議決権行使の時期には、論議のある事案について、メンバーの意見を集めて、Eumedion としての意見をまとめる。各メンバーがこれに基づいて ISS などに具体的な指図を行っている。情報は極めて重要なので、個々のメンバーにとっては、他の投資家や Eumedion の意見はとても参考になる。
- ・ Eumedion は、オランダ市場における事件を選択して、重要な事案を調べ上げる。対象は 100 社。このうち、25~30 社と対話を行う。また、全議案をチェックする。Eumedion 内に設置された投資家委員会（Eumedion は民主的な組織でたくさんの委員会があり、全メンバーがいずれかに参加している）が、投資先企業と会合を持つ。

- ・ スチュワードシップは、さまざまな投資家を幅広く含めるので、とても関心が深い。一方で、いろいろな利害関係者がかかわってくるので調整も必要だろう。
- ・ 2007年以降、6~7社のメンバーと株主権について議論を始めた。2010年に英国のスチュワードシップ・コードが出されて、議論を高めて、2011年のベスト・プラクティス公表につながった。
- ・ 金融危機で短期主義のヘッジファンドが活発になったので、投資家の多くは、長期投資や長期的な株主の存在が必要だと感じるようになった。これらの投資家が、責任ある方法 (responsible way) で投資することが必要だとの認識が強まった。2010年から Eumedion 内部にワーキンググループを作り、2011年6月にベスト・プラクティスを公表した。Eumedion は、メンバーの遵守状況をチェックして、報告する。
- ・ オランダ市場は75%が外国人投資家により保有されているので、外国人投資家の動向を考慮することが必要だ。英国などのアングロサクソンの投資家の比率が高いため (Eumedion メンバーにもアングロサクソン系が多い)、英国コードを意識したベスト・プラクティスになっている。
- ・ Eumedion のメンバーは、各自のウェブサイト、アニュアルレポートにおいて、Eumedion のベスト・プラクティスに対する遵守状況を公表している。
- ・ オランダでは、大量保有規制は3%が基準となっている。共同行動を取るとき (acting in concert) は、1グループとして報告対象となる。ただ、この act in concert の基準は、グレーゾーンが多くて判断が難しいところがある。例えば、報酬などの定例議案について同じような議決権行使をするだけでは1グループであるとはみなされない。一緒に議論したとしても、最終的に各投資家が個別に判断した場合には、たまたま結果的に同じ行使内容であったとしても、act in concert とはみなされない。
- ・ 他方で、投資家が共同して株主提案を行った場合には、共同保有であるとみなされる。保有比率が3%を超える場合には、大量保有規制の対象となる。
- ・ ただし、取締役解任や事業戦略の変更について共同して会社に要請する場合はグレーゾーンとなる。
- ・ 原則として、Eumedion のメンバーの多くは、インサイダーになることを望まない。ただし、議論の中で、インサイダーになることを選択する場合もありうる。
- ・ エンゲージメントに入る前に、投資家側はインサイダー情報を得たくないことを明らかにしている。文書でアジェンダを作って、その中で明記することもある。実際には、

対話の最初に、口頭でインサイダー情報が受け取らないことを伝えるということも多い。

- ・ インサイダー情報を受領した時には、会社に対してその旨の公表を求める。会社が公表しない場合には、投資家自身が公表する。

③ 機関投資家（アセット・オーナー）

- ・ 日本版スチュワードシップ・コード策定においても、ぜひコンサルテーション手続きを取ってほしい。なくても、意見を送りたい。
- ・ 日本版スチュワードシップ・コードに対して、署名やステートメントは出せないが、尊重はできる。外国人投資家にとっては、ソフトであればあるほど助かる。
- ・ ルールは各国で異なることは理解しているが、日本の金融庁には、スチュワードシップ・コード策定において、会社と投資家とが対話する機会を残すようなルール整備をしてほしい。
- ・ **Acting in concert** におけるグレーゾーンは対話として認めてほしいと求める。ヘッジファンドならば黒と判断されることもあるが、年金基金は長期投資家である。ルールベースではなく、プリンシプル・ベースで対応してほしい。グレーゾーンについては、投資家の種類やタイミングなどにより、ケースバイケースで判断してもらいたい。どのような場合に許されるのかなどの条件を定めるガイダンスがあればとても分かりやすい。できれば、法的拘束力のないガイダンスで、共同保有として認定される（対話として認められない）状況を明記してほしい。ちなみに、**acting in concert** について、ドイツはとても厳格に認定するが、英国やオランダは比較的緩い。
- ・ **PGGM** は、年金支払い部門とは切り離され、厳密に法律上はアセット・マネジャー。アセット・オーナーと極めて近い関係だが、アセット・オーナーには投資の専門性がないため、スチュワードシップの観点から、アセット・マネジャーである **PGGM** がエンゲージメントを行う。このような観点から、アセット・オーナーのために、**PGGM** は、外部運用委託する場合であっても、全世界の株式について、基準日時点での株主権を自ら保有する（日本では名簿上株主として登場する）。
- ・ 議決権行使助言機関としては、プラットフォームは **ISS** を利用する。リサーチは、**ISS** と **Glass Lewis** を利用している。
- ・ インサイダーについては、**PGGM** は上場会社のインサイダーになったことがある。頻

度、時期、回数等については回答できない。インサイダーになる場合には、厳格な内部手続きが必要となる。外部法律顧問の意見も聞いて、コンプライアンス手続きがとられて初めて可能となる。

- ・ インサイダーになることは、投資家にとっては難しい判断だ。インサイダーになると、市場取引ができなくなるため、フレキシビリティを失ってしまう。一方で、インサイダーになった場合には、会社とも深い関係ができ、多くの情報を得て、エンゲージメントの質を高めることもできる。
- ・ エンゲージメントの制約要件は、インサイダーの問題だ。
- ・ オランダには Eumedion が存在して、投資家と投資先企業との対話のプラットフォームを提供している。同様の組織は、英国にもあると聞く。日本ではどのようにして対話が行われるのか見当がつかない。ACGA？
- ・ アクティブな株主とアクティビストを混同しないでほしい。ルール上もその違いを認識してほしい。
- ・ 株主提案について、なぜ日本では数が多いのか。例えば、ドイツでは、この 10 年間に 20 件くらいしかなされない。会社法の株主提案権を可能にする基準が緩いと思う。
- ・ エンゲージメントのコストは、PGGM が負担する。これは投資家の義務だし、長期的な利益につながると確信しているからだ。一方で、外部のアセット・マネジャーの多くは、エンゲージメントのコストはアセット・オーナーが負担するべきだと考えていることも理解している。PGGM はアセット・オーナーに近いので、事情が異なるのかもしれない。

(2) ベルギー（当局）

- ・ スチュワードシップ・コードはトップ・トピックスだ。
- ・ 2007 年からの金融危機において、投資家は短期的利益に走り、コントロールを失った。その反省として、短期主義はサステナビリティに反することが分かった。
- ・ 株主権指令（Shareholder Right Directive）においては、機関投資家の義務について議論している。ここで議論している義務は、英国のスチュワードシップ・コードに近いものだ。
- ・ 保険会社などのアセット・オーナーとアセット・マネジャーとの間で、インセンティブの違いがある。アセット・マネジャーは短期的な価値にインセンティブがあること

が多いが、アセット・オーナーは長期の利益が必要だ。エンゲージメントについては、投資方法により異なるため透明性が求められるが、長期的な視点から行われるようチェックできなければならない。

- ・ ESMA の議決権行使助言機関について、現在 EC 本部で法制化を進めている。
- ・ 現在の EC におけるスチュワードシップ・コード関係の取組みは以下の通り。これまで、2010 年に金融機関のコーポレート・ガバナンス、その後上場会社のコーポレート・ガバナンスについて改正を行い、2012 年にアクション・プランを公表した。
 - ① アセット・オーナーとアセット・マネジャーの議決権行使方針及び行使結果について、開示を義務付けるためのルールのドラフティングを行っている。すでにコンサルテーション手続きが終わっているので、今後追加で意見照会を行う予定はない。来年には改正予定だ。
 - ② Say on pay も来年には改正予定である。
 - ③ 議決権行使助言機関（Proxy Advisor）については、利益相反の管理方法、メソドロジーについて開示を義務付ける。利用する側も、レコメンデーションの使われ方について開示を求める。
 - ④ Acting in concert は、Takeover Directive の枠内で議論される。EU では 30% 超えると takeover rule の対象となる。
- ・ ESMA は EC の下部機関である。昨年の議決権行使助言機関に対する義務付けの勧告については、当初は対応しないとの意見もあったが、現在は上記のように改正作業に入っている。ESMA は市場参加者に対する監督機関であり、監視機能としては強力で、実務的な知識や経験も深い。しかし、Takeover Directive などの法律を改正する権限はない。そのため、EC への勧告という形になっているが、実際には緊密に議論をしており、EC 本部としてもその意見は尊重している。
- ・ アセット・オーナーとアセット・マネジャーに対しては、透明性指令（Transparency Directive）において、以下の開示を義務付ける。
 - ① 議決権行使ポリシー
 - ② 議決権行使結果
 - ③ エンゲージメントポリシー
- ・ インサイダー情報は、スチュワードシップ活動の大きな障壁ではない。インサイダー情報がなくても、エンゲージメントはできる。

- ・ **Acting in concert** は、1 回に限り **specific case** のときのみ一緒に行動したという場合には、規制対象とならない。しかし、会社の支配権について **agreement** があれば、規制対象となる。
- ・ 大量保有規制の関連では、5%超の **acting in concert** については開示対象となる (**Transparency Directive**) (**Directive 2004/109**)。この場合には、**acting in concert** に関する定義が必要だ。この **acting in concert** の定義については、**Takeover-bid Directive** (**Directive 2004/25**) で規定される。同じ行動をとっても、ヘッジファンドならばシロ、年金基金ならばシロという規制はできない。定義やシロクロの境界は明確でなければならない。エンゲージメントのレベルは、軽いものから重いものまで変わる。その中で、株式保有比率や **acting in concert** に変更があれば、適用される法律 (EU では指令) も変わってくる。
- ・ ISS などの議決行使助言機関 (**Proxy Advisor**) に対する規制は、現在ドラフティング段階。もうこれ以上の意見照会を行わない。来年には法改正を予定している。EU の法改正手続きでは、提案→意見照会→**Council**→**Parliament** であり、今後 **Council** や **Parliament** で加盟国代表からの意見が出ることは予想される。議決権行使助言機関に対する規制の内容は、彼らの影響力が事実上高まっていることを反映して、その透明性の強化にある。ウェブサイトにおいて、利益相反、レコメンデーションを作成するうえでの重要なメソッドロジーや手段を開示することを義務付ける。一方で、議決権行使助言機関については免許や登録制度がないので、レコメンデーションを出している機関に対して開示を義務付けることとする。
- ・ いまだに金融危機からの影響が続いているので、EU では、「遵守か説明か」原則に基づくソフトローではなく、強行法的な規制が必要だと考えている。

(3) フランス

① 機関投資家団体

- ・ フランスの機関投資家の特徴として、大きな年金基金はなく、長期投資家としてコーポレート・ガバナンスを促進する年金基金が存在しない。
- ・ 機関投資家の主流は、保険会社やアセット・マネジャーである。
- ・ 保険会社は **AFG** のメンバーではなく、コーポレート・ガバナンスにも積極的ではない。保険会社は会社との間で多くの関係があるので、アクティブ株主ではない。

- ・ アセット・マネジャーは現在ではかなりアクティブだ。1997年まで、フランスではコーポレート・ガバナンスはなく、会社法はとても保守的で、株主に対しても守りの姿勢（protective）だった。一方で投資家の側もあまりアクティブではなかった。しかしながら、法律上は株主総会の運営は会社法で定められ、資本分配や取締役選任も決議事項であり、法律上は大きな権限が株主に与えられていた。
- ・ 1997年に、AFGはアセット・マネジャーが議決権行使を行うことを求めるようになった。まずはフランス企業に対する議決権行使であるが、顧客のためにコスト面で可能であればできるだけ広い投資先企業に対して議決権行使を行うことを求める。そのうえで、AFGのミッションは、以下の通り。
 - ① 低いコストで議決権行使を行うことができる環境の整備
 - ② AFGメンバーの議決権行使およびそのための考えをまとめることをサポートすること
 - ③ AFGメンバーの議決権行使をモニターすること
- ・ 上記ミッションを果たすために、AFGは独自のコーポレート・ガバナンス・コードを出した。コーポレート・ガバナンス委員会を設置して、1998年以降毎年見直しや改正を行っている。次のコードは2014年1月に公表予定だ。このAFGのコーポレート・ガバナンス・コードは投資家が会社に対して求めるあるべきコーポレート・ガバナンスの姿をまとめたコードだ。他方で、MEFEF・AFEPは企業自身によるコーポレート・ガバナンス・コードである（ヴィエノ Vienot 報告書を基にしている）。
- ・ 上記ミッション③については、AFGはSBF120社に関して（当初はCAS40からスタートしその後社数を拡大した）、株主総会の議案をすべてチェックして、コーポレート・ガバナンス・コードに合致するか否かを調べている。レコメンデーションではなく、あくまでもAFGコードに合致しているのか否かを見ているだけだ。コードからの逸脱を調べることで、メンバーに対して注意を喚起することが目的である。例えば、ある会社においてCEOと会長が分離されていない場合（コードでは分離を推奨）、筆頭独立取締役（lead independent director）の設置を求める。
- ・ スチュワードシップについては、フランスにも概念はない。ただ、議決権行使ポリシーや行使結果の開示は求めている。ただし、個別議案についての開示は求めず、ポリシーに反する場合のみに結果を開示する。具体的には、利益相反があってポリシーと異なる行使を行った場合（投資先と取引があるので棄権した等）に個別の説明を行う。

- ・ AFG は、MEDEF や AFEP のような企業連合同じく、投資家連合として共同して活動している。
- ・ 英国スチュワードシップ・コードについては、一つのコードがすべての投資家に該当するとは思えない。英語のスチュワードシップ・コードの文章はとても美しいが、実務的に本当に対応できるのかなど疑問がある。
- ・ エンゲージメントという概念もフランスにはない。一方で、株主総会への関与は行っている。フランスでは、3月～5月に株主総会が集中している（決算後6か月以内に開催するとの制度）が、3日前までに株式保有のエビデンスを示せばアセット・マネージャーでも出席できる。株主総会は、会長 CEO が株主と直接対話する場であり、機関投資家も個人株主も同じ場所に参加するものであるとの理解がある。もちろん、機関投資家は会社訪問や説明会などの会社と接触する機会があるが、個人もいる場を共有することは意味がある。会社との対話については、10年前はほとんどなかったが、今では、投資家の意見を聞く。投資家の反対が多くて可決されないと判断する場合には、議案を撤回することもある。
- ・ Say on pay については、フランス会社法にも EU 法にも現状では規定が存在しないが、MEDEF・AFEP のコードに基づいて行われるようになった（来年から？）。その中には、CEO、会長、社長（DGD : Director General Delegee）の報酬が議案にかけられ、開示される。もっとも、これは任意コードで、「遵守か説明か」原則なので、違反してもペナルティはない。
- ・ フランスでは報酬はアングロサクソンほど重要な問題ではない。もちろん、アングロサクソンからの影響は受けるが、必ずしもフランスの実情に合っていない。アングロサクソンは、スチュワードシップ・コードも含めて自らのやり方をフランスに求めるが、フランスの伝統に合わないものも多い。
- ・ フランスの投資家がインサイダーになることはほとんどない。
- ・ アクティビストに対しても、例えばアメリカなどのアクティビストがフランス市場に入ってきたとしても、AFG のメンバーの多くは賛同しないことが確かだ。
- ・ 株主提案についても、フランスでは、0.5%の保有で株主提案できるが、ほとんどなされない。ただし、石油会社 Total の労働組合は特別で、会社に対して株主提案をしている。
- ・ AFG メンバーに1社だけとてもアクティブな投資家がいる、過去に一度だけ株主提案

が可決されたことがある。だが、とてもまれな事例である。

- ・ 議決権助言機関については、フランスでも議論が多い。ISS は以前はとてもアングロサクソンの判断を行っていたが、最近ではチームが変わり、ある意味リスクを取らないようになった。結果的に、フランスの実態に見合ったロジカルな判断となり、フランス企業にとっても受け入れやすい内容になっている。

② 当局

- ・ 将来、導入の可能性はあるかもしれないが、現状では検討等を行っていない。スチュワードシップ・コードについて、明確に否定はしないが、消極的な様子。EU 指令で導入された場合には、フランスとしても対応せざるを得ないとのこと。ただ、最近議会でも議論が始まっているため、行政としても動向を注視しているようである。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードは存在する。1990 年代の Vienot 報告書をベースにして、2013 年 6 月に MEDEF（全企業連合）と AFFP（大企業連合）から公表された。そのコードの中には、政府への対応要請もある。Say on pay も導入された。しかし、機関投資家に対するコードは存在しない。
- ・ 一方、2013 年に下院においてスチュワードシップ・コードに関するレポートが提出され、議論が始まった。フランスのコーポレート・ガバナンスを向上させるために、政府主導で議論が始まっている。
- ・ EU はスチュワードシップ・コードという方法ではなく、株主権指令や透明性指令の中でルール作りを検討しているのか（EU 当局の直近の状況はまだ報告されていない様子）。ESMA による議決権行使助言機関（Proxy Advisor）に対する規制の勧告は EU 本部では無視したと思っていたが、現在ルールドラフティング段階とは知らなかった。ずいぶん積極的になったとの印象。EU ルールが変更されれば、フランスも採用せざるをえないだろう。フランスとしては EU の対応を待っている状況だ。加盟国に対する適用方法には、EU 法の適用を直接義務付けるものと、EU 指令に基づいて加盟国の状況に応じて採用を求めるものがある。
- ・ スチュワードシップ・コードに関して、もし EU が強行法的な義務付けを導入した場合には、フランスも同様にハードローの方法にならざるをえない。
- ・ EU レベルの議論により法制度ができれば、フランスも国内法を策定しなければならない。EU の枠組みや大きなプリンスプルは守らなければならないが、詳細や個別の

内容については加盟各国に実情に合わせた対応が任されている。

- ・ 内容的には EU の議論もフランス下院の議論も同じだが、フランスは政府（議会）が主導している点が異なる。
- ・ 欧州で機関投資家の議論が高まっている背景としては、市場における機関投資家のインパクトが大きいことがある。このような観点からは、機関投資家の透明性の議論だけではなく、行動規範も必要だ。
- ・ スチュワードシップ・コードの一つの問題として、企業の社会的責任（CSR）があるが、フランスでは企業側の CSR の透明性については、制度が進んでいると自負している。上場会社に対しては、CSR 報告書の作成、情報開示を義務付けている。ただ、機関投資家による関与を求めるものではない。
- ・ フランスではスチュワードシップ・コードの議論は始まったばかりであるから、議決権行使についての開示の義務付けなどはない。議決権行使への積極的な取り組みと透明性の確保はスチュワードシップ・コードの重要なポイントであると認識している。
- ・ **Acting in concert** については、フランスでは TOB ルールで議論している。1 回だけの共同行動は対象とならないが、何度も繰り返す場合にはグレーゾーンになる。
- ・ 議決権行使に関しては、フランスの投資家のほとんどは議決権行使助言機関を採用しているため、その影響力も大きい。とくに外国人投資家の多くは、ほとんど助言機関に依存している。そのため、どのように議決権行使助言機関を利用しているのかは開示してもらいたい。また、助言機関の側も、メソドロジーや利益相反の管理について開示をしてほしい。
- ・ フランスでは、保険会社や銀行はグループとして、上場会社の株主であることが多い。しかし、とても保守的で、会社との取引や様々な関係（出身校などエリート層の存在）があり、投資先企業に対してアクティブではない。スチュワードシップ・コードに関連する活動に対しては消極的だ。AXA が面会を受けなつけなつたとのことだが、十分理解できる。関心がないので回答しようがなく、いろいろ質問されるのが嫌なのだろう。
- ・ 大量保有は 5%基準になっている。集团的エンゲージメントの場合には、**acting in concert** の問題が生じる。TOB ルールで定められる定義と同じ基準で判断されるべきだ。
- ・ フランスは英国とは異なり、機関投資家のエンゲージメントにはあまり積極的ではな

い。EU はもっと投資家が企業に圧力をかけることができるよう、投資家にエンゲージメントを求める。

- ・ フランスではとくに大企業においては、株式の 50~60%は外国人投資家が保有する。外国人投資家にはアクティブな投資家も入ってきているが、国内投資家はそれほどでもない。しかし、外国人投資家の影響で、フランスにも say on pay が導入された。もっとも、外国人投資家は議決権行使助言機関に依存しているので、この影響がとて高くなっている。それにもかかわらず、議決権行使助言機関のリソースはとて限定的なのでどこまでちゃんと分析しているのかという疑問がある。フランスでは、伝統的に投資家よりも企業のほうが社会的な立場が強いことから、コーポレート・ガバナンスに対しても消極的であった。

(4) スウェーデン（機関投資家）

- ・ Cevian はスウェーデン本籍の投資家で、コーポレート・ガバナンスや企業価値向上を軸にしたエンゲージメント・ファンドを運用する。スウェーデンは指名委員会制度に特徴があり、取締役会への株主の関与が直接的であり、投資先に対しても同様の考え方でアプローチする。イギリス、ドイツ、スイス、オーストリア、北欧の会社に対して投資し、1社当たり 5~20%を保有する。現在の投資先企業は 14社で、うち 7社には取締役を送っている。
- ・ Cevian の会長は、機関投資家の責任を指摘したマイナース報告書で知られるポール・マイナース卿（元財務省担当大臣）である。ブラウン政権下での大臣を退任した後に、直接コンタクトを取って、スウェーデンの指名委員会制度について説明したところ、賛同してくれて会長に就任してもらった。
- ・ 国によって、機関投資家の行動水準は異なる。英国、米国、欧州の投資家の多くは、運用チームよりもコーポレート・ガバナンス・チームの地位が低い。コーポレート・ガバナンスには最低限の関心しかなく、コーポレート・ガバナンス・チームは何も価値を生み出さない、コスト・センターであるとみなされることが多い。これに対して、Cevian は投資先へのスチュワードシップや責任を確信しており、エンゲージメントに注力することで価値の創造を確信している。背景には、スウェーデンにおいて指名委員会制度が存在し、株主の経営関与の必要が認められていることがある。
- ・ 英国のコーポレート・ガバナンスの問題は、オーナーがいないことだ。オーナーとは

積極的な株主（active shareholder）のことだが、これが少なく単なる投資家しか存在しない。また、3～5年という長期的に会社を見守る投資家がないことも問題だ。

- ・ **Kay Review** に関するコンサルテーションで、スウェーデンの指名委員会制度についてコメントを出した。スウェーデンの指名委員会制度は株主が取締役会に対して強い関与ができる点で有用な制度であるが、国によって株主構成や市場の文化（スウェーデンでは主要株主やガバナンスに関与しないが存在しない会社は **ownerless company** と呼ばれる）が異なるので、他国に適用させることは困難だ。しかし、この制度は最近では、スウェーデンの指名委員会制度のメカニズムの有効性に関心を持つ諸外国も増え、他の国でも同様の制度を促進しようという動きもある。
- ・ スウェーデンの指名委員会は、会社法によるものではなく、コーポレート・ガバナンス・コードにより上場会社に求められる。当初はオーナー株主が経営に関与するための仕組みであったが、機関投資家もこれを活用している。ボルボのフランス企業買収事案等を通じて、最近では家族経営に対する批判も多く、機関投資家の存在感が増している。機関投資家もこれを活用している。
- ・ イタリアにもよく似た少数株主代表の取締役制度があるが、取締役会の端に追いやられている。これに対して、スウェーデンでは、取締役会の中心メンバーになる。
- ・ 英国では、会社が経営に失敗してもほとんど影響がない。毎年約 3000 人が選任されるが、否決は 2 人程度だ。英国の指名手続きの実態は、CEO が事実上の指名をし、指名委員会は承認をするだけだ。そのため、以下のように問題が 2 点生じる。
 - ① 人間として当然ではあるが、自分にとって難しい相手を同僚の取締役として招聘することはない。
 - ② 指名された者は、自分を指名してくれた経営陣に対して挑戦したり、反対したりすることはできない。
- ・ 英国では、株式が分散化しているので、コーポレート・ガバナンスに関与する株主が減少している。20～30 年前は年金基金の英国株式保有比率は現在よりも高かったが、最近では外国人、短期主義のヘッジ・ファンド、インデックス・ファンドが台頭している。これらの投資家にとっては、エンゲージメントは特殊であろう。
- ・ 投資を始める前にも会社との間で議論をする。エンゲージメントを深めた後に、**Cevian** が会社のインサイダーになることもある。その場合には、デューデリジェンスの手続きが必要だ。**Cevian** は投資期間が年金基金（3～5年）と同様に長期なので（約

4年)、インサイダーになって取引ができなくても、あまり問題はない。

- ・ 現在、投資先企業 14 社中 7 社に対して、コンサルタント出身の Cevian スタッフを取締役として送っている。
- ・ 日本のアセット・オーナーにも数社顧客があるが、あまり多くはない。日本でエンゲージメント・ファンドが活性化しない理由は、日本市場で特殊な性質のファンドに投資をすることでリターンを得ようとするアセット・オーナーが存在しないことが背景にあるだろう。我々は、2002～2003年に創業し、2006年から運用を開始したが、すでに7年のトラックレコードもあり、パフォーマンスもよいので200億ドルの資金を運用している。
- ・ 他の投資家と共同行動をすることもある。株主名簿を見て、協調できそうな株主を探し、連絡を取って、企業価値向上の観点から、CEOや会長と対話を行う。賛同する株主が増えれば、その分保有比率も増えるので、会社も意見をちゃんと聞いてくれる。
- ・ 共同保有の基準については、取締役を過半数一緒に送る必要があると考える。取締役会の過半数のメンバーを共同で支配している場合には、もちろん会社に対する支配となって当然だ。一方で、一人だけ取締役を送っている場合には、会社を支配できるとは思わない。
- ・ ドイツでは、1回の株主総会で共同行動をとっても共同保有者とはならないが、何回か繰り返すと共同保有者となる。ドイツは投資家のエンゲージメントや共同行動に対する規制が厳しい。
- ・ 英国や米国の機関投資家の多くは、議論は一緒に行くが、実際の判断や行動は個別に行うというスタンスである、
- ・ 英国スチュワードシップ・コードは、全般的によくできた内容だが、多くの利害関係者からのロビー活動が激しかったため、やや曖昧なところもある。
- ・ 英国スチュワードシップ・コードに署名している機関投資家200社程度のうち本当にスチュワードシップを履践しているのは20社程度だと思う。それでも十分だというのがFRCの立場ではないだろうか。数が多ければ、それだけFRCにとっては賛同者が多いというアピールにもなる。
- ・ スチュワードシップ活動のコストを正当化できる投資家は少数で、年金にとってもスチュワードシップ活動をコストと見る向きがある。そのため、アセット・マネジャーにスチュワードシップ活動を要請すると、追加コストの負担を求められる恐れがある

ので、あまり積極的にアセット・マネジャーに対しても求めていない。

- ・ インデックス投資家の増加がコーポレート・ガバナンスにリソースをかけない一因となっている。例えば、ブラックロックは、コーポレート・ガバナンス部門のグローバル・ヘッドも欧州ヘッドもコーポレート・ガバナンスに関心が高く素晴らしい女性たちだが、世界で4万社を保有しているので、アクティブ投資家としてどこまで行動できるかは実際に問題がある。
- ・ Cevian はスウェーデンが本籍だが、英国でも業務上 FCA に登録されているので、おそらく外国人投資家としては認識されていないと思う。エンゲージメント・ファンドを運営する立場上、当然にスチュワードシップ・コードに署名している。

(5) ドイツ (投資銀行)

- ・ Corporate Broker 部門は、主に英国の上場会社に対して、市場との関係や対処についてアドバイスすることが主な業務だ。具体的には、資金調達や TOB の場合にどの投資家と接触したらよいか、経営者の変更や報酬に関して株主とどのように対話をしたらよいかをアドバイスする。また、同部門の Chairman は Takeover Panel のメンバーとして、制度設計の側にも関与している。
- ・ ドイツ銀行は、ロンドンでは支店であり、英国の免許や登録はない。そのため、英国の規制や制度の対象とはならない (スチュワードシップ・コードについても同様)。しかしながら、実際には、ドイツ銀行の投資銀行業務の中心はロンドンにあり、ドイツでは主に商業銀行業務が中心である。Deutsche Asset Management (UK) Limited は、英国 FCA 登録の運用会社なので、Business Conduct に基づいて、Stewardship Code にも従っている。(確認したところ、Deutsche Asset & Wealth Management は Commitment to sustainable investing : We believe environmental, social and governance (ESG) factors can have an important influence on asset values. Therefore, we consider it part of our fiduciary duty to incorporate analysis of ESG factors into our research process. と記述するだけで、スチュワードシップ・コード採用の明確な記述はない。 https://www.dbadvisors.com/home/firm_overview.jsp)
- ・ ドイツ銀行は、本国ドイツでは保有していた上場株式をすべて売却した。そのため、以前ほどは企業に対して影響力はない。
- ・ ポール・マイナース卿 (現 Cevian 会長) は、英国では株式が分散して「所有者なき

会社 (ownerless company)」なので、コーポレート・ガバナンスや利益、事業活動に対して責任ある立場の投資家が存在しないと言っていた。スチュワードシップ・コードは、この状況を変化させるドライブとなりうるが、残念ながらこれに反対する圧力もある。

- ・ なかにはコーポレート・ガバナンスに積極的な投資家もいるが、問題はただ乗り (free ride) する投資家が存在すること。投資家にとっては、プリンシプルを公表することは簡単だが、実際にエンゲージメントに費やす時間やリソースなど努力をすることは簡単ではない。
- ・ アセット・マネジャーは年金基金等のアセット・オーナーの代理人なので、アセット・オーナーが積極株主義を要望するのであれば、アセット・マネジャーもその意向に沿わざるを得ない。もし、究極的な受益者ある年金加入者が求めるのならば、アセット・オーナーもアセット・マネジャーも行動しやすくなる。
- ・ スチュワードシップ・コードによる企業への影響はあまりない。企業に対しては、統合規範などで開示や組織について要請があったので、今回は投資家の透明性が高まる番だという印象なのではないか。
- ・ 多くのはコーポレート・ガバナンスには関心がない。これに対して、投資家内部でコーポレート・ガバナンスを担当する部門は、報酬やコーポレート・ガバナンス問題に関心がある。とコーポレート・ガバナンス・チームとの意見が異なる場合があるので、上場会社はどちらの話を尊重すべきかわからず混乱する。報酬であれば、は財務や業績から検討するが、コーポレート・ガバナンス・アナリストは内容や説明を重視する。役員選任も、は社外取締役の独立性といった問題よりも、経営者の質に関心が高い。
- ・ 会社サイドでは、カンパニー・セクレタリーはコーポレート・ガバナンス・アナリストに近い議論をするが、CFO はに近い。
- ・ 英国では、報酬制度の大きな変更などコーポレート・ガバナンス上の大きな問題が生じた場合に、独立取締役が主要な株主と面会することがある。但し、小さな変更の場合には、カンパニー・セクレタリーが対処する。
- ・ 英国の集团的エンゲージメントの実務では、会社サイドがイニシアティブをとる。とくに報酬問題はとてもセンシティブなので、会社が株主の意見を取り入れようとして、主要な機関株主を集めて会議を開催する。とはいえ、そもそもがとてもまれなことではあるが。

- ・ インサイダーになると売買ができなくなるので、少数の例外はあるが、ほとんどの場合には投資家はインサイダーになることを望まない。もし投資家がインサイダーになると、流動性が下がり、価格のボラティリティが高まるため、多くの会社は投資家がインサイダーになることを望まない。ただ、会社の経営者変更の過程で、新しい経営者が来るまでの一定の短期間に限って主要な機関株主がインサイダーになった事例はある。
- ・ 投資家は集団的エンゲージメントについて、**acting in concert** に該当するのではないかと心配している。この点、**Takeover Panel** は投資家と企業との対話を促すよう取り組んでいる。パネル委員として、**acting in concert** の定義づけをしている。誰が行動するかの主体ではなく、行動のタイプによって **acting in concert** とみなすか否かを判断する。
- ・ スチュワードシップ・コードでは、立場の異なる投資家について、それぞれに適切な関与の仕方を求めている。そのため、ソフトローによるアプローチは適切だ。厳格なハードローにすると、**box-ticking** に陥ってしまう。できる範囲で、投資家も会社もエンゲージメントを推し進めるよう努力することが大切だ。エンゲージメントの核心は、時間をかけて対話を行う努力にある。
- ・ 市場環境や実務は変化するので、日本のスチュワードシップ・コードも 3~5 年程度で見直しされるべきだ。

(6) ノルウェー（機関投資家）

- ・ 英国保険業協会（ABI）、FRC を経た、ICGN もの会長をノルウェー中央銀行資産運用部門（NBIM : Norges Bank Investment Management）のアドバイザーで採用。
- ・ 同アドバイザー・コミッティーのメンバーは、責任投資についてアドバイスすることが仕事だ。NB は英国の上場会社においてトップ 10 に入る株主で、存在感が大きい。しかし、NB は CalPERS や TIAA-CREF 等と比べると、10 年程度の歴史の浅い投資家なので、投資やコーポレート・ガバナンスについての経験がない。そのため、経験者の意見やアドバイスを必要としている。NBIM は独立しているが、議会に対するアカウンタビリティがある。英国スチュワードシップ・コードについては、実務的に可能ならばサインするだろうが、彼らはとても真面目に真剣に考えているので、サインしていない。

- ・ 受託者責任は深刻な事案に対処する上で重要であるのに、保険会社にそれがないとは不思議だ。受託者責任とは2種類あり、①他の株主に対する受託者責任、②資金の出し手に対する受託者責任とがある。①は集団的責任であり、法律による要求ではなく、モラルの問題だ。英国では、shareholder focus culture があり、それは素晴らしいことだが、一方でそれが行き過ぎた結果、短期主義に陥ってしまった。
- ・ スチュワードシップ・コードに対するアプローチは国により異なり、EU 内でも様々だ。ただ、EU 内では他国のコードは尊重している。
- ・ コードの実効性確保のためには、社会のコンセンサスが必要だ。
- ・ もし、スチュワードシップ・コードを強行法的に規定した場合、対応が機械的になり、実質的な取組みを行わなくなるだろう。ソフトローによることで、取組みに差が生まれ、差別化ができるので、力を入れる投資家がでてくる。
- ・ スチュワードシップ・コードは、一度で確定できるものではなく、評価、レビューを行い、持続的に状況の変更を見つつ、少しずつ厳しくしていけばよいのではないか。英国ではスチュワードシップ・コードもコーポレート・ガバナンス・コードもこのような方法を取ってきた。
- ・ 例えば、コーポレート・ガバナンス・コードにおいて、取締役会評価の話が出てきたのは、最近の話。かつては必要性についての議論はあったが、実務上は関心がなかった。その後、実務上も話題となり、多くのコンサルティング会社が出てきて、質もいろいろで問題となった。そのため、このようなコンサルティング会社に対する開示が求められるようになった。
- ・ FRC は、毎年のように広く公衆からの意見照会（public consultation）を行う。その中で、問題点を洗い出す。意見照会は、以下の2段階がある。
 - ① 問題点を洗い出すための意見照会。
 - ② 改正案を提案し、改正点を説明したうえで、具体的な文言に対する意見を集める。
- ・ FRC によるコード改正手続きは以下の通り。
 - ① CBI（大企業連合）、主要投資家、専門家の個人などとのプライベートな会合
 - ② ワークショップを開催する。メンバーを選んで、非公開の会合を開き、議論を行う。
 - ③ 改正案の提案を行い、意見照会手続きを経て公衆からの意見を集める。
- ・ スチュワードシップは英国の概念なので、このたび日本が導入するうえでは、背景や

環境などが異なるので困難もあるだろう。

- ・ 日本版コードの策定、改正は、日本の文化に合う形で行うことが大切だと思う。実務での経験、意見照会を経て、コンセンサスを高めるべきだ。
- ・ 英国の 2010 年スチュワードシップ・コードは、金融危機からの対応で急ぎすぎたため、あまり出来がよくない。そのため、改正が必要で、それにより発展しつつある。
- ・ 日本版コードも策定までの期間が十分ではないそうなので、将来の改正を視野に入れたほうが良いのではないか。例えば、「2年以内にコードを改正し、その後は定期的に見直す」という文言を入れてみたらどうか。最初は 2年以内に見直して（2年は長すぎず短すぎず、コードも馴染んで、適切な期間だろう）、その後は必要に応じて見直すとなれば負担もあまりないし、内容的にもちょうど良い。

(7) 英国

① 機関投資家（アセット・マネジャー）

- ・ この1年で日本のコーポレート・ガバナンスはとても変わった。
- ・ 個別論点としては、報酬問題は、日本と欧米とはまったく事情が異なる。日本は資本効率性が良くないので、これが上がるのであれば、もっとリスクを取ってほしいし報酬が上がっても構わない。日本の経営者はもっと報酬を取るべきだと思う。例えば、米国で報酬が問題となるのは、桁が100億円単位なので、配当にまで影響を与える恐れがあるからだ。
- ・ 英国でも、コーポレート・ガバナンスが悪いのに業績が良い会社もある。業績が良いとはいえ、何十億円もの報酬をもらうのはコーポレート・ガバナンスや資本政策上は問題だ。例えば、バークレイズ銀行、WPP（広告会社）など。英国では、ボーナスプールが利益の50%程度あり、配当が少ないので、直接配当に関する問題である。
- ・ ESGが投資に統合されてきた。ESGがどのように統合されているかについては、ファンドマネジャーがエビデンスを出して説明をする。例えば、この石油会社は環境リスクが高いため投資を減らした等。
- ・ エンゲージメントについては、例えば報酬問題だけでも、HSBC、UBS、バークレイズなどが1年に2回（年次総会の前と後）に会長あるいは報酬委員長がF&Cに訪問してくる。HSBCはロンドンの投資家8社を回っているという。また、保険会社に対しては、英国保険業協会（ABI）を通じたエンゲージメントを行っている。
- ・ 英国でもsay on payが制度化された。投資先企業の報酬を検証する場合には、policyとimplementationの2段階がある。報酬の構成や最大額の枠組みを示すpolicyは、会社法により2~3年おきに株主総会にかけられる。また、implementationは、ガイダンスにより、反対票が50%を超えると3年に1度株主総会に上程されなければならない。
- ・ エンゲージメントを通じて、インサイダーには原則としてならない。会社との会合では、インサイダー情報を得ないようにする。そのため、会社との面談した場合には1日以内に、どこの会社か、誰と会ったか、テーマや内容は何かについて、社内で報告しなければならない。
- ・ 不注意で口が滑って、価格に影響を与えうる重要情報（price sensitive significant information）が漏れることもあるかもしれない。この点は、価格に影響を与えるもの

でなければ、重要情報とはみなされない。

- ・ インサイダー情報については、エンゲージメントのみならず、ファンドマネジャーによる財務的な議論についても同様のレベル感で規制されなければならない。FCA のルールにより、エンゲージメントと財務面談（**financial meeting**）の情報の内部管理について定められている。英国ではコーポレート・ガバナンス・アナリストは投資チームに所属するので、当然に両者は同じルールで行動している。
- ・ 日本でも、特別にコーポレート・ガバナンス・アナリストを設置する必要はない。従来の投資や分析の中で、経営者や取締役会の質の分析を行うことが重要だ。議決権行使は、その最終結果でしかない。
- ・ 集团的エンゲージメントはとともによくする。ロンドンには、多くの投資家グループがある。インフォーマルな組織。ロンドンは、プロフェッショナルのリレーションが強い社会である。日本の市場やコーポレート・ガバナンスに関心があれば誰でも参加できる **Japan Focus Group** や、欧州銀行に関するグループもある。**Japan Focus Group** はリーダーやチェアは毎回違う、次回は 11 月で自分が招集して当社で開催する。
- ・ 集团的エンゲージメントにおいては、グループの中で一番関心の高い投資家がリーダーシップを取り、時間やコストをかけて行動する。例えば、日本のオリンパス事件では、F&C が投資家 20 社を集めて、全体で 1%となり、会社に対して要請した。
- ・ オリンパスのような短期のエンゲージメントでは、リード・スポンサーが存在することが多い。これに対して、1年を超える長期的なエンゲージメント（例：BP のメキシコ湾での油田流出問題）では、毎年リーダーが変わって対応した。長期的エンゲージメントでは、集合して議論するなど、内部の努力も必要なので、よほどのことがない限り嫌がる傾向にある。例えば、EITI（採取産業透明性イニシアティブ（**Extractive Industries Transparency Initiative**））に関しては、関係する事業者がアフリカでどれくらい税金を支払っているか、その用途はどのようになっているのかなどを見ている。
- ・ **Acting in concert** の判定基準は、あまり認識していない。集团的エンゲージメントと一緒に行動し、仲間の投資家同士の持ち分を把握することもあるが、共同保有とはなっていない。

② 機関投資家（アセット・オーナー）

- ・ インサイダーになるかどうかについて、特段の議論はしない。しかし、取引ができなくなるので原則として、インサイダーになることはない。会社も同様に投資家がインサイダーになることは望んでいないと思う。
- ・ エンゲージメント活動は 15～20 年行っているが、インサイダー情報を得ることはほとんどない。報酬問題についてインサイダー情報となることはない。経営者の変更は状況により異なる。退任をみんなが知っている場合には問題ないが、急な退任の場合にはインサイダー情報となる。
- ・ 15 年以上この業務に従事しているが、これまで企業がうっかり口を滑らしてインサイダー情報を漏らしたという経験はない。人間だから否定はしないけど。
- ・ チャイニーズ・ウォール構築も大切だ。例えば、Railpen では、理事会にメンバー企業（鉄道会社）の経営者が出席しているが、鉄道会社の経営者を退任するので理事を退任するという申し出がなされることがある。この会社が投資先企業である場合には、経営者の変更を知ってしまったことになる。しかし、資産運用やエンゲージメントとは情報を遮断して、これらの部門に対しては知らせないようにしている。
- ・ Acting in concert はグレーゾーンが多いが、プリンシプル・ベースで判断する方が柔軟でよい。但し、プリンシプル・ベースが適用されるためには場合には、前提として、コンセンサスが必要だ。
- ・ 日本でも、プリンシプル・ベースでの規制を効果的に行うために、Takeover Panel のような独立した市場の専門家から構成されるパネル機関を設けたらどうか。
- ・ Railpen は毎年スチュワードシップ・コードのステートメントをレビューしている。最新版は、2012 年 12 月である。
- ・ FCA の Business Conduct に準拠する投資家は、スチュワードシップ・コードの適用について開示が義務付けられる。スチュワードシップ・コードを採用しない場合には、その旨何らかの説明が（一行だけでも）必要だ。FCA は強行法的な枠組みを提供し、FRC はステートメントの質についてカバーしている。
- ・ スチュワードシップ・コードの対象範囲の問題は、プライベート・エクイティ（PE）を除外していることだ。Railpen と取引のある多くの PE は、スチュワードシップ・コードの考え方に賛同しているが、対象ではないのでステートメントを出していない。債権や外国株式についてもスチュワードシップ・コードを適用してもよいとされるのに

(実際に Railpen は全アセットクラスについてコードを適用)、PE だけ除外する意味が解らない。

- ・ FRC のウェブサイトでステートメントが公表されるのは、あくまでも任意。多くの投資家を掲載しているのは、FRC がコードの採用状況をアピールするためだ。採用投資家の数が多くても、質が問題だ。
- ・ 集团的エンゲージメントについて、中規模な投資家にとっては、集团的エンゲージメントに参加することで会社へのアクセスが容易になるメリットがあると指摘する者もいる。しかし、他方で、中小の投資家の中には、競争相手との情報の共有を嫌う投資家も多い。大手の投資家にとっては、このような情報の共有はあまり問題とならない。とくに、ESG については、共有しやすい。そのため、買収などの **specific issue** については、投資家の立場によって集团的エンゲージメントに参加したり、しなかったりする。
- ・ 利益相反の管理について。例えば、Railpen の理事に大手鉄道会社 **First Group** 出身者がいるが、Railpen は **First Group** の株主総会ではこの者に対して反対票を投じた。彼を含めてみんな受託者責任を理解しているので、怒ったりはしない。彼は、年金受給者の一人にすぎず、年金基金の代表である。経営者としての立場と、年金基金の代表としての立場を別々に使い分けている。
- ・ スチュワードシップ・コードに対しては、どこの国でも経営者団体は反対する。英国の **CBI** も、フランスの **Medef** も、株主がもっとアクティブになることには反対する。
- ・ これまでは、一方的に企業ばかりがアカウンタビリティの強化を求められてきたので、投資家がアカウンタビリティを果たすようになることは、企業にとってもよいことのはずだ。
- ・ スチュワードシップやコーポレート・ガバナンスについては、社会でのコンセンサスが必要だが、英国でもキャドバリー報告書以降 20 年かかり、ここまで来た。当初は、コーポレート・ガバナンスについての支持は少なく、独立取締役についてもあまり理解されていなかったが、現在ではコンセンサスができて常識となっている。

③ 当局

- ・ 英国コードは 2 年サイクルで見直しを行っている。2013 年末に調査報告書を公表予定で、その後 2014 年にコーポレート・ガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの両方についてコンサルテーションを行う。現在もっとも大きな課題は、コーポレート・ガバナンス・コードにおける say on pay の問題だ。より広い議論の質が求められるようになるので、会社も投資家も両方が心配している。
- ・ 来年のちょうど株主総会シーズンに意見照会を行う予定なので、公衆から十分な回答が得られるのかが気掛かりだ。回答機関の側も時間的に間にあるのかを心配しているようだ。
- ・ 2 年毎の改正手続きの継続は、とても真剣に捉えている。実際のところ、とてもタイトな予定であるが、3 年に延長するとなると政治的な圧力がかかると予想される。日本コードでは「最初は 2 年、その後は定期的に改正」という書き方をするとよいかもしれない。
- ・ 機関株主委員会 (ISC) は、その原則がスチュワードシップ・コードとして採用された。その後、機関投資家委員会 (IIC) に名称変更されたが、その後は、ライツイシューについて一度発表を行っただけで (2007 年?)、公式には存在しているが、実質的にはほとんど活動していない。投資運用協会 (IMA) がかつての ISC のように、機関投資家の団体として活発に活動をし、調査報告を公表している。
- ・ スチュワードシップ・コードは英国で登録される全アセット・マネジャーが対象となる。スチュワードシップ・コード序論「遵守か説明か」4.において、全アセット・マネジャーは FCA Business Conduct において、コードに従うかどうかについて開示しなければならない。FRC 内部では、コード不採用のアセット・マネジャーのリストも持っているが、公表はしていない。一例としては、Lois Dreyfus Investment Group は、“The Company pursues a strategy by investing and trading on a global basis in the commodity markets.”と説明する。
- ・ コードを採用する投資家が増加したことは望ましいが、ステートメントや説明のレベルや質が投資家によって大きく異なっている。88.8%がコーポレート・ガバナンス・コードに従っているが、スチュワードシップ・コードについては事情が異なる。投資家に対するスチュワードシップ・コード義務付けについては、ヘッジファンド 2 社が明確に反論した。重要なのは、顧客であるアセット・オーナーと投資先である会社と

が、アセット・マネジメントがどのように行動するのかを意識することにある。

- ・ アセット・オーナーについては、FRC、FCA、年金当局との間で、対象者について議論となった。保険会社では大手で運用も力を入れている AVIVA はコードを採用しているが、その他は数社しかない。保険会社の資産の約 80%はインハウスで資産を運用し、顧客にも契約上利率を約束しているため、スチュワードシップ・コードに対しては積極的ではない。保険会社は FCA（金融行為規制機構）ではなく PRA（健全性監督機構）が当局なので、FCA の Business Conduct の対象とならない。ABI（英国保険業協会）は、active shareholder としてコーポレート・ガバナンスやエンゲージメントを推進しているが、一方では業界ロビー団体という限界もある。英国でも保険会社に受託者責任があるのかは法律上は不明確。このような、誰が受託者責任を負うかななどを明確にするために、Law Commission はコンサルテーションを公表した。
- ・ 保守勢力により「効果はあるのか」という反論が多いと思うが、コーポレート・ガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの効果についての実証分析がある。2012 年 12 月 FRC 報告書を見てほしい。
- ・ エンゲージメントについては、Takeover Panel と FSA からレターを受け取った。英国の投資家はエンゲージメントと acting in concert について、とても神経質になっている。Takeover Panel が基準を明確化している。英国のアセット・マネジャーは、どこまでが許容されるかの境界線について、自然と理解している。現在、IMA でワーキンググループをしているので、2013 年 12 月にレポートが出るだろう。Acting in Concert はグレーゾーンが広くてケースバイケースでの判断となるが、弁護士は基準を明確化してほしいだろう。
- ・ インサイダー情報については、コーポレート・ガバナンス・チームがインサイダーになっても、チャイニーズ・ウォールがあれば運用チームは取引ができる。一方で、小規模投資家では情報の遮断は難しい。F&C、LGIM、Hermes のように ESG と投資を統合しているときは、一つの組織となるので、情報の遮断は難しいだろう。この場合には、ケースバイケースで各社のポリシーや説明が尊重される。
- ・ コーポレート・ガバナンス・チームがインサイダーになる場合もあるだろう。この場合には、エンゲージメントの質が確保される。投資先企業に対してコーポレート・ガバナンスについて質問をしても、なかなか適切な反応が返ってこないことも多い。会社経営者と議論をする手段としては、意味があるのだろう。

- ・ 集团的エンゲージメントにおける共同保有について、USS や Railpen のように一つのポリシーを共有して行動している場合には、彼らの共同保有についてのポリシーがあればそれに従う。
- ・ 集团的エンゲージメントにおいて、エスカレーションのどの段階から 1 つのグループとして認定されるのかは明確ではない。ケースバイケースでの判断となるだろう。この点、カンパニー・セクレタリー協会 (ICSA) の”Enhancing Stewardship Dialogue”が参考になるかも。
- ・ 今後の課題として、利益相反問題が重要だ。この点の開示は残念ながら弱い。FRC はコード採用投資家全体の質に対して気にしているが、とくに小規模投資家のステートメントの質が低いことが懸念だ。小さい投資家であっても無視はできない。一方、大手投資家は市場でのシェアも大きく、影響も大きいので、優れたケースが多い。
- ・ 各国のコードの尊重については、署名機関の約 80%は英国以外のコードでも同じように従うと言っている。例えば、南アフリカのコードについて、2010 年当時は 1 社だけだったが、現在では Hermes など 5 社が採用している。コンセプトやプリンシプルを共有できれば、採用するようだ。European Corporate Governance Network という Chris Hodge が中心で活動している組織があり、スチュワードシップ・コードやコーポレート・ガバナンス・コードの担当機関が年 1 回以上集まって議論している。
- ・ アジアでは、マレーシアのスチュワードシップ・コードに Chris が関与している。
- ・ スチュワードシップ・コードは機関投資家による外部監視を対象としているが、ICGN 原則は内部ガバナンスについても網羅しており、実務的なガイドラインだと思う。
- ・ スチュワードシップ活動に伴うコストについて、アセット・オーナーは負担を嫌がる。一方で、LGIM 等の ESG 統合投資を実施しているアセット・マネジャーは、自らコストを負担する。アセット・オーナーの多くは ESG についても評価の対象として考慮するため、ESG に注力すれば競争優位に立てる。とはいえ、大規模な運用会社はコストを払ったり ESG 評価を投資に入れたりしても、小規模な運用会社はコストはもとより、そもそも ESG への関心すらない。小規模な運用会社は、アセット・オーナーや大規模なアセット・マネジャーの取組みにただ乗りしている。
- ・ 今後のコード改正の一つの論点として、proxy pool fund についてのコンサルテーションを行いたい。Hermes や F&C のように、中小のアセット・オーナーやアセット・マネジャーから議決権行使の業務を受託するビジネスのこと。現在は、議決権行使助

言機関についての規定しかない。サービス・プロバイダーに関する規定（コード P.3 の 10）についてだ。

- ・ その他の今後の改正の論点は、原則 7。監査手続きについては、大規模な投資家は対応している。議決権行使のみならず、すべてのエンゲージメント活動について AAF によってチェックされる。アセット・オーナーは、2010 年改正により、アセット・マネジャーから報告書をもらえるようになり、実務が進んだ。

2013 年 10 月

調査、記録、分析

上田 亮子

<資料2>

欧州におけるスチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コードに関する実態調査（2014年11月）

調査対象：英国、フランス、オランダ、ノルウェーの金融・市場当局、機関投資家、上場会社、関連団体等

（1）オランダ

① 機関投資家（アセット・マネジャー）

*株主総会への参加

- ・ 世界全体で 3500 銘柄に投資し、日本株は約 200 株を保有する。
- ・ 全保有株式について議決権を行使する。電子行使の方法で、グラスルイスのシステムを利用している。
- ・ 自分が所属する Governance and Ownership チームでは、部下の 2 名が議決権行使に従事している。彼らが議案を分析し、行使判断を行う。
- ・ 議決権行使では、招集通知を積極的に（actively）読んで、分析する。
- ・ 実際に株主総会に出たのは、年 4-5 社程度。
 - このうち 1 社（化学メーカー）では、Eumedion のアレンジで会員の代表として（当社のためだけではない）、株主総会に出席して、コーポレート・ガバナンス、財務、報酬についての質問を行った。
 - そのほか、4 社では、当社のために株主総会に出席して、質問した。
- ・ 議決権行使は出席時にはすでに済ませており、発言権だけが付与される仕組みとなっている。
- ・ 物理的に株主総会に出席する手続きは以下の通り。
 - カストディアン（シティを利用）に出席の手続きをアレンジするよう依頼する
 - 会社に対して、2-3 週間前までに、株主名（当社名）および株数（各ファンドに含まれる株数をまとめる）、出席・発言権を有することを示し、参加者名を通知する書面を送る。
 - 事前の手続きが必要であり、簡単に出席できるものではない。
 - 各ファンドを通じて、当社が株主であることを会社に知らせる手続きが必要。
 - このような手続きで出席した場合には、出席者は、当社のために発言することが

許される。

- ▶ その後、カストディアンであるシティが、入場券を発行してくれる。
- ▶ 投資先企業に特別な問題があるときに株主総会に出席する。
- ▶ 出席手続きは、カストディアンが処理する。当社のファンド全体での保有数を集計し、入場券をくれる。

*エンゲージメントのコンタクト先

- ・ 会社に独立取締役が存在することは、大変重要だ。しかし、通常あるいは日常的に、株主が独立取締役にコンタクトして面会することはない。
- ・ 日常的には、IR 部門を通じて会社にコンタクトを取る。その後、事案の内容に応じて、会社が、執行部門、カンパニー・セクレタリーなどにつないでくれる。
- ・ 当社は、中長期の投資家で、クオンツ、アクティブのアプローチによる。会社によっては、ずっと保有し続ける会社もある。例えばトヨタのように規模が大きくあらゆるインデックスに含まれると、結果的に保有し続ける。アクティブとしての中長期は 4 年程度のイメージである。
- ・ 日本には営業担当の小さなオフィスがあるが、オリックスのグループに入ったので、今後はビジネスを拡大したい（現在は、日本の顧客は 2-3 社程度）。投資運用部門は、ロッテルダム、香港、米国、スイスにあり、日本市場はアジア担当の香港で見ている。
- ・ オリックスの子会社になって、取締役会レベル、執行レベル、運用担当などに 4 人の日本人が駐在している。

*ESG 投資

- ・ ESG 投資の投資先選定は、が行っている。
- ・ 日本企業の訪問があれば、（保有先だけでいっぱいだけど、要望があれば）会いたい。
- ・ 純粋な ESG のみに特化して銘柄を選定するファンドはあまりなく、全ファンドに対して ESG 要素を統合・結合（integrated/incorporated）している。
- ・ ネガティブ・スクリーニングは、問題のあるところを落とす方法だと思うが、これをするとう投資先が限定されてしまう。Robeco はこのようなアプローチはとっていない。
- ・ 企業価値創造につながる ESG の観点から、投資先を選定する。例えば、トヨタは、ハイブリッドカーの販売が ESG 面でも収益面でも評価できる。

- ・ ESG は、ESG チームととがともに議論する。
- ・ ESG 情報は、チューリッヒにある SAM のチームが集めて、ここから取得している。
 - 情報ベンダーとして利用しているのは、Eiris (ロンドン) と Sustainalytics (アムステルダム)。連絡先を知らせるのでは、会ってきてはどうか。
- ・ アセット・オーナーは運用会社選択のときも、ESG を重視する。
- ・ Integrated ESG である。
- ・ マンデート契約の中に議決権行使の義務づけを求めるアセット・オーナーもいる。フランスの年金?などは特にアクティブ。
- ・ ESG 活動のコストはフィーに含まれる。

*集团的エンゲージメント

- ・ 参加する集团的エンゲージメント団体
 - UNPRI
 - CDP Carbon Disclosure Project
 - ACGA 日本企業にもたくさん会った;オリンパス、シャープ、武田製薬、トヨタ、JT、テプコン?ケプコン?大阪の会社。One on one では東芝。
- ・ エンゲージメントではトピックスを明確にする。来年は日本のガバナンス。また来日予定だ。

*報酬

日本のように金額が低いと、あまり重要ではない。

但し、賞与部分が少ないと、業績連動型ではないので、インセンティブが低い。

透明性と良好な構造(structure)が必要だ。例えば、賞与は業績が良い時だけ支給するものとし、透明性のある支給・決定の仕組みが必要だ。

*コーポレート・ガバナンス・コード

会社が株主のことを意識するきっかけとなった。

遵守か説明かのアプローチでも、peer class の他社ができていることを自社ができないというのは、具合が悪いようで、結果として自社でも対応するようになり、全体の底上げが

進んだ。

② 機関投資家（アセット・オーナー）

*全般的意見

- ・ ACGA で、9月に経団連、経産省、金融庁などを訪問した。
- ・ CG コードの策定を急ぎすぎだ。市場の理解を得るために、もっと時間をかけるべきだ。コンサルテーションには回答したいので、教えて欲しい。
- ・ 自身の名義を保有しているので、自ら株主権を行使する。

*ESG

- ・ アクティブなマンドート(株式の選択)
- ・ パッシブなマンドート(インデックス)
 - エクイティ、ボンド、その他とも ESG を統合
 - パッシブにはインデックスを含んでいるが、ESG を反映させている。70 基準で ESG スコアをつけて、銘柄選定にも反映させている。そのため、パッシブでも、ESG をインデックス投資に組み込む **integrated fund** である。
- ・ ESG に関するクロスボーダーな情報を得ようと努力している。多くの会社のデータを収集するために、会社に対して、年次報告書やサステナビリティ報告書において、ESG 情報の強化を求めている。
 - コーポレート・ガバナンス構造、ESG の KPI、会社の特別な問題（CO2 など）に関して、アニュアルベースでの開示を求める。
 - アンケートを送るのではなく、開示を求める。アンケートは、会社に負担をかけるうえ、投資家の多くは同様の質問がほしいはずだ。
- ・ ESG データの提供は、多くのサービス・プロバイダーが行っている。CI、Sustainalytic など。ただ、内部のアナリストやに対して、このような情報を調べるように求めることも多い。また、ISS や GL などの議決権行使助言会社も、同様の情報を提供している。議決権助言会社の情報は専門機関ほど詳細ではないが、概要的な情報を提供している。
- ・ ESG については、リスクフレームワークとしての認識が必要だ。すなわち、レピュテーション、ビジネス上のリスクを認識するべきだ。具体的には、労働問題、公害問題、

人権問題、水問題、安全問題など。日本ではフクシマの後 ESG 問題が顕在化した。

- ・ 独立取締役と会うこともある。もちろん日本ではないが、その他の国ではある。会社に対して、独立取締役との相談を求める。独立取締役議長と会う。トピックによる。例えば、報酬問題については、報酬委員長と面会するが、そのほとんどは独立取締役である。
- ・ 二層制システムでは、ガバナンス関係では監査役会長と会う。会社の戦略に関しては、取締役会のメンバーと会う。

*報酬

- ・ 実は、米国の投資家とは意見が一致しないことが多い。米国の報酬の仕組みは良くない。高すぎるし、構造も良くない。ストックオプションも問題が多い。コントロールできないので、良くない。
- ・ 日本では、報酬のほとんどは固定で、インセンティブがない。金額は世界的には抑え気味だが、経営者をモチベートできない。必要な能力を確保するためには、適度な報酬は必要だ。但し、報酬構造が大切。
- ・ 金融機関の報酬については、EU 法で規制され、賞与の上限は固定報酬の 2 倍までと制限されている。但し、株主が承認した場合には、2 倍を超えて支払うことが認められる。この規定が問題で、実際には会社が提案した場合にはほぼ確実に株主総会で承認される。そのため、多くの銀行では、株主の承認を得て、100%を超える賞与が支給されている。
- ・ 原則として、追加的なリスクやネガティブな要素があるときには、変動報酬部分は支給されるべきではない。しかしながら、最近では、固定報酬が増加する傾向にある。
- ・ 報酬総額に上限を設ける必要があるが、合理的な金額水準を見つけるのは難しい。例えば、従業員の平均報酬との比較、会社の事業（国内事業か国際事業か）などにより、会社により判断が異なる。
- ・ スtockオプションや賞与を含む変動報酬は基本的には望ましい。というのも、現金が多いと、株主の利益と一致しないからだ。
- ・ 報酬については、固定と変動という構造が、株主利益と一致している必要がある。
- ・ 日本の報酬については、固定が多いため、構造上問題がある。
- ・ 優秀な取締役にはもっと支払ってもよい。

- Peer 比較に基づく評価
- 会社にとって異なる評価基準（事業形態等によりことなる）
- スキル、訓練、会社の近くに住めるなど、従業員に十分な給料を支払って優秀な人材を確保するのと同様に、取締役についても優秀な人材を引き付ける報酬を考える必要がある。

*訓練

- ・ 新任者の訓練は、取締役会の評価の重要なポイントだ。
- ・ 銀行など金融機関の取締役会では、財務のスキルのある取締役がほとんどいないため、十分な能力に欠けている。適切なスキル、能力を取締役会にもたらすために、訓練は大変重要だ。
- ・ 欧米と異なり、アジア諸国の独立取締役は、スキルのある人ではない。ビジネスを知らない。しかし、独立取締役は、経営陣に対して示唆を与える役割がある。
- ・ 私は、独立取締役の概念についてはとてもオープンで、いろいろな人が来るべきだと考えている。

*資産運用

- ・ 合同ではなく単独口座（segregated account）を活用しており、当社名義を使っている。
- ・ アセット・マネジャーを使っている場合も、名義は当社名とする。
- ・ 外部のアセット・マネジャーには、当社の資産運用について保有株式についての議決権行使は認めず、我々自身が行使している。
- ・ 議決権行使ガイドラインは毎年年末に変更し、議決権行使に関するサービス・プロバイダーに提供している。これは、ホームページ上で開示しているので、誰でも見ることができる。
- ・ オランダ国内ガイドラインのほか、全市場に適用する国際ガイドラインを有する。外国株式については、原則として国際ガイドラインを適用し、そのうえで特定の問題について特化した国別ガイドラインを設定している。例えば、日本については、取締役会の過半数が社外であることが必要だとする。
- ・ 議決権は総会の 2 週間前までに行使するが、対話により変更もありうる。行使結果は、

総会前には開示しないが、総会後は、全会社の全議案について開示する。

- ・ 反対行使の詳細理由は出さない。反対理由を開示すると、労働組合が興味を持って経営陣に詰め寄るので、会社にとってメリットはない。但し、会社が望めば教えている。とはいえ、会社は反対理由を推測できるようだ。

*日本の投資家との協力

- ・ 日本の年金との議論は歓迎する。
- ・ 日本市場では日本の投資家の役割がとても重要だ。
- ・ 事実を踏まえて、適切な判断を行うことができる。

*議決権行使体制

- ・ ESG チームは 12 名の態勢。このうち、6 名がエンゲージメント、6 名が特別な問題（人権問題等）に従事する。議決権は世界中の全保有株式について行使するが、ESG チームのうち 2-3 名が担当している。このほか、議決権行使の事務をするスタッフがいる（人数は不明）。
- ・ 実際に株主総会に出席することもある。アジアでは、台湾と香港の株主総会に出た。日本も出張のタイミングが合えば出たいが、通訳が必要なのでなかなか出られない（誰か通訳をしてあげられないか？）。
- ・ 議決権行使はインハウスで実施し、ISS のプラットフォームを利用している。以前は、エンゲージメントの外部委託先として F&C を使っていたが、今は契約をしていない。

③ 当局

*背景

- ・ 自分はオランダのコーポレート・ガバナンス・モニタリング委員会の事務局を担当している。前任者が退職し（大ホテルに転職）、2014 年 4 月に着任したばかりなので、それほど知っているわけではない。詳細については、Eumedion が教えてくれると思う。

*オランダのコーポレート・ガバナンス・コードの遵守状況

- ・ オランダのコードの遵守状況は高い。

- ・ 毎年、遵守状況を調査するためのレポートを公表している。調査報告書の執筆は、いろいろな大学から提案してもらい、その中で一番良い内容を採用して、調査を委託している。そのため、毎年調査の方法が異なっている。
- ・ 調査方法は、会社によくの質問を送り、サーベイをまとめる。
- ・ 委託先が異なるため毎年調査方法は異なっているが、総じてオランダ企業のコードの遵守状況は高い。
- ・ 遵守率が低い条項は、報酬に関するものだ。近々公表予定の最新版モニタリング報告書に記述している。多くの欧州各国で、最近、報酬に関するコードが精緻化している。オランダコードも、報酬については、細かいコード規定を置いている。

*コード導入当初の困難だった点

- ・ 良い質問だと思うけれど、自分は新任者で昔のことまでは分からない。Eumedion が詳しいと思うので、質問してみたらどうか。

*カンパニー・セクレタリー

- ・ オランダの多くの会社がカンパニー・セクレタリーを置いているが、法定の資格ではない。
- ・ カンパニー・セクレタリーはコードに最も精通した者であり、会社の実情を一番理解して、コードを実践している。コードについて、取締役に対して説明する。
- ・ 年次報告書の中で、コーポレート・ガバナンスについての説明を記述するのもカンパニー・セクレタリーの仕事だ。

*統合報告書

- ・ 統合報告書について、オランダ企業の多くは悩んでいる。そのため、それほど多くの会社は採用していない。

*訓練

- ・ 訓練を受ける取締役はほとんどいない。
- ・ ビジネススクールが訓練のための特別のプログラムを提供している。

*報酬

- ・ ドイツのコーポレート・ガバナンス・コードにおける報酬の付則（Schedule）は細かいすぎる。

*オランダのコーポレート・ガバナンス・コード

- ・ 二層制を前提にしたコードとなっている。
- ・ コードの内容は、1. 総論、2. 取締役会、3. 二層制、4. 株主（機関投資家に焦点を当てる）、5. 会計、となっている。
- ・ 英語版のモニタリング報告書は、2015年2月に公表予定だ。

*株主の判明

- ・ EU株主権指令で議論をしている。2014年4月に膨大な指令案が公表され、その中に株主判明についての提案もある。

④ 機関投資家団体

*コード導入時の課題

- ・ コード実施における困難さある。
- ・ 当時、ユニリーバ出身のタバスポロ？を議長とする委員会が設置された。財務大臣、その他ステークホルダーの代表（企業、投資家、監査人、学者）が参加した。9か月の委員会の議論を経て、3か月の意見照会のもの、2003年末に公表された。
- ・ コードの策定にあたり、コードの全勧告が適用可能かをテストした。その結果、99.8%が受け入れ可能なコードにした。日本はトップダウンだと思うが、オランダはボトムアップ方式で策定したため、受け入れやすいレベルでのコードを作った。
- ・ コード以前に締結された経営者との契約については、コードの適用外となる。そのため、契約が終了するまでは、コードを適用できない。新たな契約を締結する場合には、コードの内容が適用される。
- ・ 2014年になっても、2003年以前から就任しているごくわずかの人の対しては、コードの内容が適用されていない。
- ・ かつては労働法により経営者との契約は4年という長期間が前提で保護されていたが、2013年1月の労働法改正によって、経営者との契約が短期化された。

- ・ また、かつて、大会社には二層制のみを認めていた。しかし、2013年の会社法改正により、大会社も選択的に一層制システムを選択することができるようになった。現在、上場会社のうち10%程度が一層制を採用している。
- ・ 投資家により、一層制と二層制のどちらを愛好するかが、異なる。英国や米国の投資家は一層性を好むが、PGGMなどは監督と執行が明確に分離している二層制を好む。欧州委員会は、会社に対して、一層制と二層制を選んだ理由を説明を求める。

* 訓練

- ・ コーポレート・ガバナンス・コードで初めて訓練についての規定が入った。
- ・ 取締役は財務報告に署名するため、基本能力として、財務（会計）の知識が必要で、特にコードにより監査委員会のうち1名は財務の専門家でなければならないとする。他社のCEO経験者、会計学者、監査法人関係者などだ。
- ・ そのための、教育が必要である。
- ・ 訓練の内容は、executive board programmeとして、ビジネススクールや大学が提供する。会社そのものの、事業、リスク、ビジネスモデル、商品などについての説明も含める。
- ・ 業務執行を担当するマネジメント・ボードの取締役は、担当部門からの昇格も多く、財務や全社的知識は特段求められない。むしろ、スーパーバイザリー・ボードの監査役に対して、このような訓練や教育が必要だ。取締役は、日々の業務を担当するため、その職務や責任の範囲での知識が求められる。これに対して、監査役は、会社全体を見渡すリスク、会計、コーポレート・ガバナンスなどに関する訓練が必要だ。
- ・ 監査役は、会社の支払いで、大学が提供する訓練プログラムに参加する。監査役に対する訓練は義務付けられている。監査役の多くはリタイヤした人なので、勉強する時間がある。（取締役は、勉強するよりも、日常業務で働いてもらいたい）
- ・ 事務局として、カンパニー・セクレタリーがいる。監査役事務局と取締役会事務局は利益相反があることが多いので、別々のセクレタリー（事務局）を置くのがオランダのトレンドだ。
- ・ 1年に1回、監査役会は、子会社の経営陣とディナーを取ったりして、意見交換をする。監査役が従業員と会うことも一般的だ。監査役は、1年に1回は労働委員会（works council）と報酬などについて議論をする。

- ・ 労働委員会は義務付けられた制度で、監査役の1 / 3を指名することができる。但し、候補者は従業員であってはならず、労組の前委員長であることが多い。
- ・ 上場会社の20%では、労働委員会が義務付けられる会社体制 (structured company?) である。
- ・ 労働委員会の候補者は、従業員代表ではあるが、独立の立場を有しており、労働者のためだけに行動してはならず、全ステークホルダーのために活動することが求められる。

*サクセッション・プラン (後継者育成)

- ・ 監査役は、指名時期の1～2年前から、候補者選定のための評価期間に入る。再任の際も、業績が優秀であるかを見るようにしている。
- ・ マネジメント・ボードの会長職については、会社全体で十分な戦略を実行することができることが大切だ。このなかには、取締役会 (CEO や CFO) の在り方も含まれる。
- ・ 監査役は、短期～長期の戦略を立てて、この戦略を達成するために適した人物を見つける。再任でも信任でも、候補者選定では同様に考える。オランダは、米国と同様に、主要株主は後継者育成に関与できる。
- ・ CEO は、他の取締役候補者について提案できるが、CEO 候補者についてはスーパーバイザリー・ボードの権限となっている。
- ・ GE のような後継者育成仕組みは、オランダでは一般的ではない。

*取締役会の構成と独立性

- ・ 取締役会には、ダイバーシティが必要だ。経験、スキル、経験、国籍、ジェンダーなど。
- ・ ジェンダーについては、2013年までに監査役会と取締役会で30%を確保した。
- ・ 国籍については、マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボードの45%は外国人だ。

*機関投資家による株主総会への参加

- ・ 議決権行使比率は、以前は30%程度だったが、現在は70%にまで上昇している。
- ・ 機関投資家による議決権行使の指図は、10日前までにカストディアンに対して指図書

を送る。

- ・ 株主総会に出席するときは、カストディアンから入場券をもらう。出席者は、発言権だけではなく、議決権行使もできる。この場合には、事前にカストディアンに対して行使している部分について、カストディアンのほうで差し引くなどの処理を行う。
- ・ オランダ市場の 80%は、海外の機関投資家だ。
- ・ Eumedion は、オランダ上場企業 100 社のうち 30 社の株主総会に対して、メンバーを送っている。ブルーチップ企業、大規模な会社、何か話題のある会社を選んでいる。

(2) フランス

① 当局（金融市場担当）

*EU の株主権指令

- ・ 2007 年改正に引き続き大改正。
- ・ 大きな内容は、以下の通り。
 - 株主判明
 - 議決権行使の確認
 - 機関投資家のエンゲージメント方針
- ・ 欧州では、EU 指令により、上場会社に対してコードの遵守か説明かが適用される。

*報酬

- ・ Say on pay については、報酬方針の開始など、ソフトローやコードによる。Non-binding の方法だ。フランスでは、2013 年コード改正で入った。国会が 2 年前に法案を提出したが、結果的に法制化を見送った。

*コードのモニタリング

- ・ フランスのコードは独特で、ビジネス界が作成し、運用している。
- ・ MEDEF は独自の取組みとして、AFEP/MEDEF コードについて、ハイレベル委員会を設けた。
- ・ AMF は、上場会社を監督する市場当局として、コードの実施状況について、分析し、コードを管理している。「遵守か説明か」の品質を確保する。ソフトローなので、もっと適切な方法で適用が考えられるべきで、具体的かつ詳細な説明が求められる。

- ・ AMF は、AFEP/MEDEF コードについては毎年、Middlenext コードについては 2 年に 1 回、モニタリング報告書を作成している。そのほか、サステナビリティ／CSR 報告書についてもモニタリングしている。
- ・ AMF の AFEP/MEDEF コードに関するモニタリング報告書では、上位 60 社を対象に、実施状況を調査している。CAC40 のうち海外に本社がある 4 社を除外した 36 社、そのほか 24 社を対象に、コードの実施状況を調査する。海外に本社がある会社が外国籍の会社となり、フランスコードが適用されないので除外する。2014 年版報告書は 9 月に公表され、近々英語版も出る予定だ。
- ・ モニタリング報告書の作成に当たっては、AMF 自身が会社の年次報告書を読んで、コードの遵守状況について分析する。
- ・ AMF の報告書では、良い例と悪い例の両方で会社名を明記している。しかし、MEDEF のハイレベル委員会の報告書（2014 年 10 月に第一回を公表）は、具体名はない。

*MEDEF によるハイレベル委員会

- ・ MEDEF が設けたコードの遵守状況を調べて、向上を目指す。
- ・ 会社名は出さず、内部的に会社と議論をして、改善を促す。
- ・ 2014 年初めに設置され、2014 年 10 月に初の報告書が公表された。しかし、具体的な会社名は指摘していない。個別の会社とは、秘密裏に議論をしている。

*コード導入時に困難だった点

- ・ フランス企業は取締役会の仕組みが複数になったので、これらを理解するのが難しいようだった。
 - 一層性：会長と CEO の分離
 - 一層性：会長と CEO が兼務
 - 二層制：マネジメント・ボードとスーパーバイザリー・ボード
- ・ AMF としては、公式には、上記の 3 つの取締役会システムのうち、どれか一つを好むということはない。但し、会社に対して、バランスが取れた形であることを求める。例えば、会長と CEO が兼務されているときは、筆頭取締役（lead director）を選び、CEO が存在しない場で取締役の会議を開催することなどだ。
- ・ この 10 年でフランスのコーポレート・ガバナンスはかなり向上した。なかでも、2013

年改正おコードで相当良くなった。

- ・ とはいえ、今なお、独立取締役の資格が問題だ。
 - 例えば、12年の任期に対する不遵守は約1/3の会社で見られるが、説明は、artificialで、長期の知識があることを述べることが多い。
 - 報酬も問題が多い。業績基準は開示される。しかし、ピアグループ比較などの詳細基準の開示は、会社の事業に関する秘密情報を開示することになるのではないかと考えて、嫌がる傾向にある。
- ・ 10-15年前は、フランスではあまり報酬については開示されなかった。現在は、開示のフォーマットやテーブルがあり、これにのっとって開示される。例えば、年金、関係会社からの収入（関係当事者取引として規制される）についても開示対象だ。年金については、火曜日に経済ビジネス大臣であるママン？大臣が、法定の年金に上乗せして支給される追加的な企業年金について、70%の課税を行うという補完的・罰則的なルールを公表した。例えば、CDF スエズでは、政治家である取締役に対して、年間84000ユーロもの高い年金を支給することとしている。

*コードの採用

- ・ AFEP/MEDEF コードは、113社が採用している。
- ・ Middlednext コードは、220 - 300社が採用している。
- ・ フランスには、EU 規制市場である EuronextA (10億ユーロ～)、EuronextB (150～1億ユーロ)、EuronextC (～150億ユーロ) の市場がある。また、EU 非規制市場として、Alternext があるが、ここは新興市場で、英国の AIM のような市場であり、コードの適用は求めている。
- ・ EuronextA は117社で、この市場に上場する会社の多くは AFEP/MEDEF コードを採用している。EuronextB は中小型市場なので、Middlednext コードを採用する会社が多い。

② 当局（ガバナンス担当）

- ・ フランスでは、商法典が細かく定めているので、コーポレート・ガバナンス・コードの必要性はあまりなかった。しかし、現在では、上場会社はコードを参照している。これは、法律により義務付けに基づくのではない。会社は、実務的なプレッシャーが

かかっているようで、自主的に、コードを適用している。

- ・ 大規模な会社は AFEP/MEDEF コード、中小の会社は Middledenext コードを採用している。
- ・ MEDEF のハイレベル委員会は、7 名からなる。会社経営者、投資家、法律学者が委員に就任している。コーポレート・ガバナンス・コードの実施状況について、セルフ・アセスメントを行うことが目的で、2014 年 10 月に最初の年次報告書を出した。特に、不遵守の項目や、内容や趣旨が正しく理解されない項目について、対応する。
- ・ 全体的にみると、コードの遵守率は 95%を超えていて、かなり高い水準だ。
- ・ MEDEF のハイレベル委員会は、企業側が独自に適否を判断する取組みで、コーポレート・ガバナンス・コードの考え方や意見が正しく適用される方法を検討する。ハイレベル委員会は、内密に会社と対話を行う。委員会と会社との間で、書類の作成方法、問題がある点について対話を行い、改善を促す。会社名は秘密で、対話も非公開だ。
- ・ これに対して、AMF は、市場当局として、会社をチェックする。アカウンタビリティを重視する。AMF のモニタリング報告書では、事実に基づき、会社名を公表して、プレッシャーをかける。会社との対話はもっと正式な形（セミナーのようなものも含め）で行われる。不遵守の多い項目などコーポレート・ガバナンス・コードの課題について、会社に質問状を送り、説明と回答を求める。このように、AMF のモニタリング方法は、正式なプロセスに基づくものであり、プライベートな形で行われるわけではない。
- ・ AFEP は、フランスを代表するグローバルな大企業を対象とする組織で、メンバーは 15~16 社。これに対して、MEDEF は、上場会社・非上場会社を含めたすべての会社が対象の組織。
- ・ フランスには、3 種類のコーポレート・ガバナンス・システムがある。一層制で会長と CEO が分離、一層制で会長と CEO が一致、二層制の 3 つだ。どの形態も等価であり、会社に対しては会社形態のフレキシビリティを認め、その形態を選択した理由についての説明を求める。
- ・ 報酬については、2013 年 6 月にコードが改正され、say on pay が導入された。2014 年春の株主総会シーズン（フランスの株主総会は春が多い）で、多くの会社が say on pay を導入した。
- ・ 「遵守か説明か」について

- ① 一つの課題は、説明が一般的にすぎず、具体性や詳細さがなくことだ。
- ② 新コードは、不遵守の時の説明について、以下の 2 点を求める。
 - ① 詳細な説明を求める
 - ② 会社の実態はさまざまに異なるので、一般目標を目指すための、会社がとるべき別の方策について説明させる。
- ・ 独立取締役を探す方法
 - ① 独立取締役には、優れた知識が必要。
 - ② 経営者の知人：外国人、ほかの会社経営者、専門家のなかから、独立性や資質のある人を探す。
 - ③ 国際的視点も求められる。
 - ④ 10～15 年前は、友人や元同僚を呼んでできていたが、現在は大きく変わった。適切な指名プロセスにのっとり、コンサルタントの紹介や候補者リストの中から、候補者を探す。
 - ⑤ 他方で、取締役会のバランスも必要とされる。資格や資質が複雑になったので、適任者を見つけるのが困難になった。例えば、女性や外国人など。colle
- ・ 2014 年 4 月に提案された EU 株主権指令は、時間がかかるだろうが、採択されると思う。もしかしたら、2 年以上かかるかもしれない。
- ・ フランスの機関投資家の大きいところは、保険会社であり、コーポレート・ガバナンスにはあまり関与せず、力もあまりない。フランスでも、保険会社は会社の味方となる株主だ。場合によっては、反対票を投じるのかもしれないが、とてもまれである。これに対して、海外の保険会社は、とても積極的に反対するらしい（英国の Legal & General、Aviva のことか？）。
- ・ もし、コーポレート・ガバナンス・コードの中にあまりにハイレベルなものを入れると、国の伝統的な文化とかけ離れてしまう。このようなコードは機能しないと思う。
- ・ フランスでは、ステップアップや改善をしながら、コードを強化してきた。3～4 年毎に実務の向上を見つつ、コードを改正してきた。コードを導入し、分析し、会社と当局とが collective learning し、発展させてきた。
- ・ コードの遵守率を 95% となるよう、会社が心地よく (comfortable に) コードを適用できる環境を整えたほうがよい。あまり厳しくしすぎないほうがよい。コーポレート・ガバナンス・コードで、いきなり新しい義務をたくさん入れると、不遵守が増えて、

混乱が生まれる。

③ 企業団体

*MEDEF

- ・ メンバーは 800 社で、上場会社も日上場会社も両方ある。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードに関して、活発に活動している。
- ・ 1995 年のヴィエノ報告書以降、来年で 20 年を迎える。2003 年のブトン報告書がコード化され、2008 年には報酬について改正され、2010 年にはクォータ制（女性の活用）、2013 年には say on pay が導入された。
- ・ 2013 年コードの say on pay は、non-binding で、報酬報告書での開示を求めるというアプローチだ。1 か所を読めば、すべての情報がわかるようになっている。

*コードのモニタリング；ハイレベル委員会慰安会

- ・ コードの策定機関として、コードの実施状況をモニターするために、ハイレベル委員会を設置した。2014 年 10 月に、初めての活動報告書を公表したばかりだ。
- ・ ハイレベル委員会の目的は、コードのフォローアップとして、会社の実施状況について調査し、会社にコードを遵守してもらうことだ。
- ・ ハイレベル委員会の委員は 7 名。委員長は、エバースグループ?の元会長。委員の 3 名は、ミシュラン、バレオ、ホテルグループの CEO 会長経験者。2 名は、シニアの弁護士と法律学者という法律の専門家。1 名は、運用会社の CEO で機関投資家の代表。
- ・ 2014 年 1 月に設立され、月 1 回会合を開いている。
- ・ 主なミッションは、①企業と非公開の会議を開き、コードのポイント、ソフトローの対応方法を教えること、②年次報告書を公表すること、だ。

*フランスのコードの特徴

- ・ フランスのコードは、ドイツや英国のコードと比べても、とても細かく条項を定めている。海外では、ロッキード、マクスウェル、エンロンなどの不祥事からの反省でコードを作った国も多い。これに対して、フランスでは、高額報酬への批判や議論の中から、コードが形作られてきた。
- ・ アングロ・アメリカン型のシステムと異なる一層性が伝統的な形だ。但し、取締役会

の1/3だけが内部昇格者で、それ以外は外部から招へいしている。

- ・ 上場会社のうち、会社制度についての分類は、報告書の33頁を参照のこと。
- ・ AFEP/MEDEF コードは大企業を中心に115社が採用しているが、これは任意コードだ。但し、EU 指令に基づいてフランス法の中で、コードの遵守と遵守しない場合の理由についての表明が義務付けられる。
- ・ Middlednext コードは中小企業を中心に採用が進み、750社(?)が採用している。AFEP/MEDEF コードに比べるともっとシンプルで、フレキシブルな内容だ。コードというよりも、プリンシプルという程度のもの。
- ・ 中小企業の多くは家族保有で、株式は分散しておらず、規模も小さい。大企業と中小企業では会社の仕組みが全く異なるため、それぞれに向けた2本のコードを持つ意味は十分にある。
- ・ 1995年の当初は、AFEP/MEDEF コードの一つしかなかったもので、中小企業の多くは不安を感じていた。そのため、2009年にMiddlednext コードが策定された。最近の話だ。

*取締役会の評価 (コード10)

- ・ コード10.3第2点:選任に際してヘッドハンティング・ファームなどの外部コンサルタントを使って、指名の提案を受ける。同じように、外部評価も行う。
- ・ 評価手続きは、取締役会事務局(セクレタリー)の仕事である。
- ・ 近年では、評価を実施する会社が増加しつつある。
- ・ ハイレベル委員会報告書の59頁の図表によれば、95%が実施している。
- ・ カンパニー・セクレタリーは会長に報告する立場にあるため、批判的なことを指摘するのは困難だ。そのため、外部コンサルタントの役割が大きい。

*カンパニー・セクレタリー

- ・ フランスは、法律やコードでカンパニー・セクレタリーについての記述はない。
- ・ 取締役会や株主総会の議事録を記録する人が、カンパニー・セクレタリーとしての仕事をしていることになるだろう。
- ・ 取締役会の時間が長く、頻繁に開催され、議論する内容も増えた。取締役会付きの委員会もある。そのため、以前と比べると膨大な量の書類が必要となってきた。

- ・ カンパニー・セクレタリーの多くは弁護士資格を持っている。日常的に取締役会に対して助言を行う。但し、カンパニー・セクレタリーとしてフルタイムで常駐しているのは、トータルやロリアルなどの一部の大会社にとどまる。それ以外は、チーフ・ロー・オフィサーなどが担当することが多い。カンパニー・セクレタリーの部署は、トータルやロリアルで3~4名、アルカテルで4~5名の弁護士チームだった。
- ・ ハイレベル委員会の事務局長はアルカテル出身。アルカテルグループでは、インハウスで200名の弁護士が常駐していた。親会社のカンパニー・セクレタリーが子会社の状況も見ているので、子会社が多ければそれだけカンパニー・セクレタリーの仕事が増える。
- ・ カンパニー・セクレタリーに必要な知識、資格
 - ① 交渉上手であること（優秀な「外交官」）。カンパニー・セクレタリーは社内外のさまざまな人々と議論をする必要がある。
 - ② 法律、財務の知識
 - ③ カンパニー・セクレタリーの55%は弁護士で、会社勤務の経験も長い。
 - ④ 会社についての知識を有していることも必要。取締役会の2/3は社外者なので、会社について説明をする必要がある。
 - ⑤ フランス取締役会協会（Institute of Director）による、カンパニー・セクレタリーについての報告書がある。

*独立取締役の探し方

- ・ 実務的には、コード9はあまり機能していない。
- ・ 会長が適切な人材を見つけてくる。
 - ① （独立性などで）批判が少ない人
 - ② 取締役会に入っても問題の少ない人
 - ③ 独立取締役を探すためにヘッドハンティング・ファームはあまり使わない。
- ・ 財務担当取締役の場合には、技術やスキルがある人を探せばよいので、人材を見つけるのは簡単だ。これに対して、独立取締役はもっと難しい。
- ・ 取締役協会において取締役候補者に関するデータベースの構築を進めており、取締役を入れ替えるときに使うことができる。
- ・ 2011年以降2016年末までに女性取締役を40%確保する必要が出てきた。広告会社の

ピューブリシス Publicis などは、すでに対応ができています。ハイレベル委員会報告書 52～53 頁で、女性取締役に関する調査結果がある。

- ・ 会社法により、取締役会の任期は定款で定めることとされるが、6 年を超えてはならないとする。これに対して、コードは、4 年とする。英国のように、任期 1 年で毎年改選とする予定はない、
- ・ 監査人は 6 年任期。フランス企業では、2 社の監査法人が全く同格の立場で一緒に業務を行い、両方が署名をする。そのため、議論が活発で、監査機能は強い。しかし、コストが高額化する。

*サクセッション・プラン

- ・ 会社により異なる。トータルは、不幸な事故があったが（最近、ロシアで航空機事故により CEO が死去）、その後の手続きはしっかり進められた。
- ・ CEO のサクセッション・プランは、会社のキーポジションなので、とても重要かつデリケートな問題だ。もし、CEO が生きていたら、後継者との間でコンフリクトが生じるため、とても難しい。
- ・ CEO にとって「あなたの後任の人」について議論するのは、本人には心地よいものではないだろう。

*株主総会

- ・ フランスの機関投資家は、事前に会社と議論をする機会があるため、株主総会に出席することはまれである。ほとんどは、事前に議決権を行使する。
- ・ 株主総会の主な議案は、①計算書類の承認、②配当の決定、③取締役の選任である。③の取締役の選任については、期差選任とならないよう求められている。
- ・ 増資については、機関投資家は希薄化に懸念するため、議論が多い。このような論点では、総会前に機関投資家と対話をし、機関投資家は事前に行使を済ませるため、機関投資家は株主総会に出席する必要がない。
- ・ CAC40 の 80%の企業では、80%がインターネットで行使をする。議決権行使書は少ない。
- ・ 株主総会では、株主にギフトを渡し、シャンパンも出したりするので、リタイヤした人くらいしか来ない。

- ・ 株主総会は、アルカテルルーセントグループで約 3000 人で大きい場所を手配しなければならなかったが、現在は総じて出席者は減少しつつある。エアリキッドでは、相続で受け継いだ人などを中心に株主が比較的多く出席している。
- ・ CAC40 の 75%は外国人株主で、ブラックロックやスコティッシュ・ウィドウなどである。これらの外国人株主は、議決権行使では、ほとんど ISS をフォローしている。
- ・ フランスの機関投資家は、保険会社、銀行の子会社などだ。銀行の子会社には、クレディアグリコールの子会社のアムンディなどがあるが、とてもアクティブだ。これらは、one on one meeting など会社と積極的に対話する。

*実質株主の判明

- ・ アセット・マネジャーはさまざまファンドを運営しているが、資金の出し手は生命保険会社や銀行で、特に生命保険会社の資産が大きい。
- ・ 1970 年以降無記名株式で、口座は銀行名義になっている。そのため、実質株主については調べないと分からない。
- ・ 会社が実質株主を知りたいときには、銀行に質問し、銀行が決済（クリアリング）機関に質問する。
- ・ 但し、外国人株主については、カストディアンやノミニーを使っているので、実質株主を知るには限界がある。
- ・ そのため、EU 株主権指令で、実質株主の判明をしやすくするような議論がなされている。とても重要な論点が、実務上は貸株などもあるので困難が多い。

(3) 英国

① 当局

*実務上の課題

- ・ コードは、「遵守あるいは説明」なので、良い説明が提供されることが望まれる。
- ・ そのため、以下が重要だ。
 - ① コードを遵守すること
 - ② 遵守しないときは十分な説明をすること。この説明は、会社の性質により異なる。
- ・ 小規模な会社は特に注意して見ている。特に、会社の初期の段階では、リソースにも限界があり、特別な体制を認める。

- ・ FTSE350 以下の会社には特例（コード 6.2 や 7.2）を認めており、小規模な会社には実務的に対応できるようなコードを考えている。
- ・ 良い説明とは、なぜコードを遵守しないのかという理由についてのしっかりとした説明のことだ。最近よく使われる”boiler plate”とは、工場でスタンプを押すように製造しているところからきている言葉だろう。テンプレートや判で押したような説明をすることだ。

*コードのモニタリング

- ・ FRC は、年次報告書に目を通しているが、個別企業の評価や「遵守あるいは説明」の判定は行わない。
- ・ 会社の遵守状況や説明についての判断は、株主が行うものである。
- ・ モニタリングレポートでは、グラントトムソンや中小会社についてはマニフェスト（議決権助言会社）の報告書を参考にしている。また、デロイトトーマスなども。
- ・ FRC は、FTSE100 を対象にラウンドテーブルを開いている。また、モニタリングサンプルとして、50 社を抽出し、細かくチェックしている。
- ・ グラントトムソンは数週間以内に 2014 年度版の報告書を公表し、FRC も 2014 年 12 月には今年のモニタリング報告書を出す予定。

*コードの実施状況の報告

- ・ どこでコードについて説明するかは報告構造は、英国ではコーポレート・ガバナンス報告書など様々で、カオス状態。

*カンパニー・セクレタリー

- ・ 年次報告書の準備は、カンパニー・セクレタリーと CFO がそれぞれ作成する。
- ・ 戦略報告書は、カンパニー・セクレタリーと CFO との編成チームを構成して対応している会社が多いようだ。
- ・ ESG、グリーン、ダイバーシティ、報酬など、短期間に多くの報告が求められるようになった。
- ・ 英国の上場会社には、会社法でカンパニー・セクレタリーが義務付けられている。
- ・ カンパニー・セクレタリーの仕事は、取締役会に対する情報提供などを含むサービス

の提供、法律問題の助言、株主総会の運営などだ。

- ・ カンパニー・セクレタリーは、パーマネントな立場なので、会議運営だけではなく人事を含めて重要な役割を担う。

*評価

- ・ カンパニー・セクレタリーは、評価、サクセッション・プラン、指名などの人事問題にも関与する。
- ・ カンパニー・セクレタリーが、会長の下で、内部評価のプロセスを作る。会長とカンパニー・セクレタリーが、評価に関する質問項目を作成し、内部評価でも外部評価でもこれらに基づいて実行する。
- ・ 評価に関する、正式な手続きのガイドラインのようなものはない。
- ・ コードに基づいて、外部評価機関が増えすぎた結果、質の懸念が出てきた。評価の手続きも様々だし、人員も育っていない。

*研修、訓練

- ・ 初任者研修は、カンパニー・セクレタリーが主に担う。具体的には、CEO や取締役会に関する書類を見せ、説明を行う。
- ・ プログラムというと正式な印象を受けるが、プロセスのようなものだ。
- ・ 外部の研修プログラムはほとんど利用しない。

*非業務執行取締役

- ・ 非業務執行取締役が、工場や店舗などの会社の業務の現場に出かけることは、とても良い実務だ。そのため、拠点訪問や従業員との面談などを、FRC としては奨励している。
- ・ 非業務執行取締役の仕事は、モニタリングの役割（指名、監査、報酬）と会社を運営するための戦略作りだ。
- ・ 取締役会のバランスは、会社次第だ。
- ・ 十分な数の独立性を有する非業務執行取締役のほか、CEO、CFO、ストラテジーやマーケティング担当の取締役などが出る。
- ・ 一般的には、取締役が約 15 名、業務執行取締役が 3~4 人くらいか。

- ・ 会社により、非業務執行取締役求められる資質は異なる。例えば、業界に詳しい人が必要な会社もあれば、規制に詳しい人が必要な場合もある。
- ・ スキルのダイバーシティが必要。但し、監査委員会については、財務の知識が求められる。
- ・ 非業務執行取締役は、業界で働いた経験は必要ない。
- ・ ヘッドハンターやエグゼクティブ・サーチを活用することが多いが、高くかかる。人材プールを利用したり、知人の知人を呼んだりする。
- ・ エグゼクティブ・サーチのメリットとして、すでに候補者の検証が終わっていることがある。
- ・ 会社経営者、会計士、弁護士、公的機関の経験者（FRC のガバナンス担当などは適任？）が多い。

*サクセッション・プラン

- ・ どのように報告させるかなど、いま議論しているところ。
- ・ 投資家はサクセッション・プランについて知りたがっている。
- ・ 取締役会を入れ替える計画、長期繁栄のためのスキルのバランスなどにより、取締役会を「新鮮な」状態にしておく必要がある。

*報酬

- ・ コードではなく、法律で規制される。
- ・ 2006 年会社法の 2012 年の改正により、say on pay の観点から報酬規制が強化された。具体的には、株主総会で 2 種類の決議が必要とされる。第一点は、報酬方針の決定で、3 年毎に決議を要する。第二点は、毎年の勧告的決議（advisory vote）によるもので、報酬報告書で開示される具体的な報酬支給について決議するものだ。
- ・ 長期業績と報酬を結びつける必要があり、そのためには、長期戦略と一致させることが求められる。しかしながら、長期的成功（long-term success）の評価が重要であるが、具体的な計測は難しい。例えば、株価や総株主リターンがあるだろう。
- ・ 報酬は、固定報酬、賞与（会社利益との連動）、複雑なストックオプションなどから構成されるミックスやバランスが大切だ。
- ・ 取締役も投資家も、いつも報酬問題にばかり従事するわけにはいかない。けれども、

報酬は、毎年ますます難しくなっていく。

- ・ 報酬問題の根幹は、エージェンシー問題だ。英国での議論は、1992年のキャドバリー報告書にまでさかのぼる。1980年代の英国では多くの会社が国有化され、非上場となった。また、会社の不祥事も続出した。けれども、会社が経営に失敗しても、取締役に対する報酬はしっかり支払われていた。そこからの反省があり、現在の報酬規制にまでつながっている。

*機関投資家の関与

- ・ 機関投資家の中でも、報酬を含めたコーポレート・ガバナンス問題に十分に対処できるところは少ない。とくに、保有すぎると、それに伴うリスクも高まる。例外的に、プライベート・エクイティの場合には、会社と密接な関係を構築して、プライベートに議論することができる。

② 機関投資家（アセット・オーナー）

*日本のコーポレート・ガバナンス

- ・ 英国のコーポレート・ガバナンス問題は、報酬問題ばかりが取り上げられる。日本で報酬問題を議論することはまれだ。
- ・ 日本のコーポレート・ガバナンスは変化してきた。日本のコーポレート・ガバナンス上問題なのは、資本の効率化、配当、持合い、買収防衛策などだ。

*報酬

- ・ 金融危機前は、業績がよかったので、報酬については、金額面でもあまり心配してこなかった。
- ・ しかし、現在では、報酬の規模を問題視している。
- ・ 英国でも say on pay が入った。法的拘束力のある決議（binding vote）として3年毎に報酬方針を株主総会に諮り、法的拘束力のない決議（non-binding vote）として毎年報酬の詳細を決議する。報酬方針については、法定の3年よりも頻りに株主総会で決議する会社もある。
- ・ 招集通知の中でも、報酬に関する部分について一番よく目を通してしている。

*株主総会

- ・ 通常は、事前に議決権を行使する。実際に株主総会に出席するのは、時折で、頻繁ではない。英国企業で年に3~4社程度。大きな問題があるときだけだ。
- ・ これに対して、個人株主は、大機関投資家が株主総会に出席しないと批判している。

*エンゲージメント

- ・ 英国では、会長が機関投資家と定期的に議論する。
- ・ また、NAPFが銀行との集团的エンゲージメントを開催している。NAPFのアレンジでロイズ銀行と、また、USSと一緒に、スタンダード・チャータード銀行と対話をした。
- ・ その他、英国資産運用協会（IMA）傘下のIVIS（Institutional Voting Information Services）が、企業とのミーティングをアレンジすることもある。

注：IVISは、英国保険業協会（ABI）傘下で1993年設立のコーポレート・ガバナンス・リサーチの提供機関。2014年6月にABIの投資部門がIMAに合併されたことに伴い、現在はIMA参加である。なお、IMAは2015年に英国投資協会に名称を変更する予定である。

- ・ 報酬問題は、集团的エンゲージメントで、参加する投資家同士で共通点を見つけやすい。これに対して、戦略問題などは、其々の投資家で考え方が異なる。
- ・ アセット・マネジャーは、互いに競争相手なので、なかなか集团的エンゲージメントに参加しない。これに対して、アセット・オーナー同士は競合しないので、集团的エンゲージメントに参加しやすい。
- ・ Railpenは、USSと議決権行合意を結び、一緒に活動している。

*エンゲージメントの進め方

- ・ 議決権行使を含むエンゲージメントは、3名体制で対応している。
- ・ 小規模な会社にまで面会するリソースはないが、ESGについて会社と面会することは歓迎する。保有比率についても、大規模な会社では1%を超えることは少ないが、中小の会社では2~3%を超えることもある。
- ・ 大企業では株式が分散しているので、投資家が集团的にエンゲージメントをすることはとても大切だ。

- ・ BT の報酬委員長とも、one on one でミーティングをする。
- ・ ロンドンを訪問して面会する日本企業は約 30 社あるが、このほか日本でも会合を持つ。
- ・ 集团的エンゲージメントとして、オランダの PGGM と APG とともに、会社との間で電話会議をした。
- ・ 同僚のデボラは、PGGM のアメリカ担当者と議論とする。
- ・ 国により、エンゲージメントのアプローチが異なる。

*議決権行使

- ・ 議決権行使について、一般原則のほか、重要な市場については特別のガイドラインを策定している場合がある。特別のガイドラインを設けている国は、英国、米国、日本（ガバナンスフォーオーナーズに委託）、オーストラリア（オーストラリア退職年金保証制度と協働）、香港（ACGA がサポート。中国へのアクセスとして重要）、シンガポール、ブラジルなど。
- ・ 一般原則は、ICGN Global Governance 原則に基づく国際基準である。
- ・ マレーシアもスチュワードシップ・コードを導入し、英国の内容にも近く評価しているが、エクスポージャーが小さいので署名はしていない。
- ・ 日本は特別の市場。10 年間投資しており、日本版スチュワードシップ・コードにも署名している。
- ・ 日本の当局は、英国のコーポレート・ガバナンスについてなど外国人のサポートを必要として受け入れてくれるので、頻繁にアクセスしている。
- ・ 各国の市場、当局のコード、原則をリファーしている。そのうえで、自分の考え方を定める。
- ・ 来年、日本を含めたガイドライン改正を予定している。

*マנדート

- ・ 議決権は自らに留保する。
- ・ 合同アカウント（collective fund/pool fund）では無理だが、単独アカウントでは、Railpen 自身がコントロールできる。
- ・ 委託先では、LGIM が 2 年前からグローバルな ESG を展開し、そのほかブラックロックも実績がある。

- ・ 日本市場については、ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパンの小口氏が議決権行使の勧告をしてくれ、それに従っている。
- ・ 英国では、USS と議決権共同行使のアライアンス (voting alliance) を締結している。TOB 規制上の共同行為への該当は、英国とオランダでは問題ないが、他の国では抵触するリスクがある。

*議決権行使体制

- ・ 3人で対応している。
- ・ 但し、議決権行使は自動化している。
 - 日本市場以外は、グラスルイスを利用している。
 - 香港、シンガポールは自らが設定した方針に従う。
 - タイ、フィリピンは、グラスルイスに従う。
 - 米国は、自らのテンプレートに従う。
- ・ BT 年金は、設立の経緯もあり、エンゲージメントについては Hermes と契約している。自らに議決権を残す年金は少ない。
- ・ 議決権行使の外部委託は一般的だ。さまざまなサービス・プロバイダーがいる。
 - 英国株では、情報は PIRC、テクノロジーは Manifest
 - 米国等はグラスルイス
 - 欧州は、GES など。GES はスウェーデンの会社だが、G4O と提携している。地近々、GES のアレンジで、Swiss Ri と会合することになっている。

*日本の年金との会合

- ・ 日本の年金との会合は大歓迎だ。
- ・ 必要があれば、ほかの年金も紹介する。

③ コンサルティング会社

*株主総会と実質株主

- ・ 会社には、実質株主を十分判明させることはできない。
- ・ 株式登録機関 (share register) (例 : computershare 等) を通じて、実質株主に関する情報を入手する。

- ・ 株主総会の開催日や招集通知の発送日などのスケジュールは、会社の財務カレンダーに掲載されるので、株主はそれをチェックして認識する。招集通知もウェブサイトに掲載されるので、実質株主宛てに送らなくても問題ない。
- ・ 株主総会は数名しか出席しない会社も珍しくない。例外的に、マークスアンドスパンサーなどでは数百人の株主が出席することもある。

*取締役会の評価

- ・ 以前は、内部評価だけだったか、コード改正により FTSE350 のみ 3 年ごとの外部機関によるコンサルティングを受けることとなった。外部評価機関の名称を公表するのは、信頼性のある機関による評価が実施されることで、評価の品質を確保するところにある。
- ・ コーポレート・ガバナンス報告書において、取締役の機能について株主に説明を行う。
- ・ 英国 PwC は、評価コンサルティングについて戦略的決定を行い、結果的に手数料が十分取れないと考えて、ビジネスとして見送った。小規模のコンサルティング会社が評価ビジネスを手掛けている。

*報酬

- ・ 報酬コンサルティングは、評価コンサルティングよりも、ビジネスになる。
- ・ 業績、KPI、ピア比較などにより、報酬と業績との関連性を計測する。
- ・ 報酬制度は複雑になりすぎたので、現在はシンプルにしようという動きがある。
 - 特に、変動報酬部分については、とても複雑だ。
 - 新しい報酬開示によって、簡素化されている。
- ・ 当初は、報酬制度を設計するために、多くの会社が外部のアドバイザーを利用した。その後、報酬については多くの批判があり、現在は簡素化しつつある。
- ・ 報酬に対する批判は、やはり、取締役が驚くべき金額を受領していたことだ。一方で、明確な方針があればという指摘もある。

*実務上の課題、障壁

- ・ 必要なのは、企業文化の変革だ。
- ・ コードはプリンシプル・ベースなので、テンプレートでの説明を排除することが求め

られる。これが、ソフトローの根幹だ。

- ・ 「ボイラー・プレート」は印刷業界から出てきた言葉ではないかと思う。その意味は、年次報告書等の記述で、会社名を隠して読むと、どこの会社の説明か分からなくなるということを排除することだ。
- ・ コーポレート・ガバナンスについて十分に対応している会社は、説明も十分行いたいと考える。これに対して、あまり取り組んでいない会社は、説明も不十分だ。

*英国企業でコーポレート・ガバナンスの優れた会社の事例

- ・ マークスアンドスパンサーはとても素晴らしい。
- ・ バークレイズ銀行は、数年前と大きく変わった。いまはとても優れている。
- ・ 上記のマークスアンドスパンサーとバークレイズ銀行の2社は、プロセスと手続きも優れている。
- ・ BTは悪くはないが、まあまあといったところ。
- ・ そのほか、中小規模では、FTSE250のTellcity。OCADOなどが優れている。

*最近、戦略報告書という開示が新設されたが？

- ・ 戦略報告書は、統合報告書の一つ。

*英国のコーポレート・ガバナンス改革

- ・ 英国企業がこの20年間で変わったかということ、マクスウェル社の不祥事などの後、フレームワークを作ったことが大きい。コードが企業文化まで変えたかはわからないが、取締役会の構成などのフレームワークを作ったことは確かだ。これによって、会社の行動や態度が変わった。
- ・ 英国は、キャドバリー報告書以降コーポレート・ガバナンス・コードに至るまで、企業不祥事や金融危機により、コードが策定された。これらの不祥事や金融危機は、コードによって回避されるものではないが、コードがあることで適度なリスクテイク、法令遵守の意識付けとなる。
- ・ 英国では、「完全なるシステム設計の試行錯誤」というのが実態だ。
- ・ チェックと修正を繰り返すことで、環境の変化に応じたコードの変更を行っている。
- ・ 細かな条項を守るだけでなく、原則に従うことが大切だ。

- ・ ちょうど今朝、NED フォーラムが開催された。非業務執行取締役は、何が価値をもたらすものであるかを真剣に考えている。
- ・ 確かに、コードというものはソフトローなので、グレーゾーンも少なくない。しかしながら、それがコードの本質だ。

④ 上場会社

*実務の課題

- ・ コードの文言が明確ではなく、あいまいなところがある。表現が一般的で、具体的ではない。特定の条項や norm について、どのように取り組んだらよいのかについて、いろいろと解釈できるため悩ましい。
- ・ 弁護士に、コードの解釈について確認している。
- ・ 新コードが入ると、FRC はガイダンスを公表し、セミナーを開催したりして、会社に対して情報を提供している。
- ・ 投資家とエンゲージメントは、大企業は対応できるが、中小企業が難しい。英国保険業協会などから、さまざまコードやガイダンス、ガイドラインが公表されている。
- ・ コーポレート・ガバナンス・コードの初期段階の課題
 - コードにより、会社に多くの対応を求める条項がたくさん入った
 - 英国でも、2002 年コード（当時の統合規範）により基礎が形成され、その後ステップアップして、改革が進んだ。改正ごとに、対応がなされてきた。
 - FRC は、会社による報告や開示をチェックし、良好な事例を指摘し、優秀な会社を奨励する仕組みを作った。
 - 100 を超える general council やロビーイングを通じて、会社は意見を伝えている。
 - 会社同士が集まって意見交換をするような場は、英国ではあまりない。

*カンパニー・セクレタリー

- ・ 当社には、4 名のシニア・カンパニー・セクレタリーがいる。このほか、13 人のカンパニー・セクレタリーが全世界の子会社を担当している。
- ・ 当社のカンパニー・セクレタリーは、従業員の株式報酬も担当しているため、人数が多い。
- ・ また、当社は民営化された旧国有企業なので、個人株主が極めて多い。そのため、株

主登録機関 (shareholder register) の対応も必要で、多くのカンパニー・セクレタリーが必要だ。

- ・ カンパニー・セクレタリーの資格
 - 私は弁護士資格を持っている。
 - 会社の事業を理解して、社内ネットワークを知り、交渉するなどの、外交官的な能力が必要だ。
 - 従業員にも寄り添う存在でなければならない。
 - 取締役会に対しては、独立の助言を提供する役割を果たす。

*株主総会

- ・ 当社は民営化企業ということもあり、株主総会には多くの個人株主が参加する。
- ・ ロンドンで約 900 名。大きな会議場を手配している。
- ・ そのほか、ロンドン以外にも会場を設営する。

*初任者研修 induction

- ・ 膨大な初任者研修パッケージがある。これは、comprehensive な内容で、日常的にアップデートでしている。
- ・ この初任者研修パッケージには、当社に関するすべての重要事項が含まれている。
 - 事情の特性上、当社は規制業種であるが、多くの規制についての情報もある。
 - そのほか、膨大な書類が含まれる。
- ・ 初任者研修として、one on one の会合を開く。当社の戦略担当、カンパニー・セクレタリーなどの重要な役職者とも会合する。
- ・ 他社での非業務執行取締役の経験がない人（初めて非業務執行取締役に就任した人）に対しては、そもそも非業務執行取締役の責任とは何か、利益相反とは何かということの説明とその理解から開始する。

*研修 training

- ・ 毎年 1 回、3 時間の重要なコーポレート・ガバナンス問題に関するセミナーを開催する。
- ・ 業務執行取締役は、自分の担当分野には詳しいが、より広く全社的な問題には疎い場

合もありうる。もともと、当社は業務執行取締役は CEO と財務担当取締役 (financial director) の 2 名だけで、とくに財務担当取締役は当社に長く在任していて、事業にも精通している。

- ・ 従業員に対する訓練は、幹部候補に対して実施している。非業務執行取締役が朝食会に呼んで、インフォーマルなビジネス・ミーティングを持っている。その後、取締役会に呼んで、パイプ作りなどをする。
- ・ 他社の経験者についても、資質を見ながら指名候補者とする。

*サクセッション・プラン

- ・ スキル・メトリックスを構築する必要がある。
 - 財務のスキル
 - 当社のビジネス関連の知識：通信のほか、テレビ、スポーツ、顧客対応、規制対応など
 - ダイバーシティ、ミックスが必要
- ・ 9 年経過したら、次の人物を探す
- ・ 指名委員会で、常にサクセッション・プランについて議論している。
- ・ 候補者選定では、さまざまなコンタクトやエグゼクティブ・サーチを活用する。
 - 独立性や多様性が求められるので、個人の知り合いは連れてこない。
 - 目的にかなう人、適切なスキルのある人が求められる。
- ・ 非業務執行取締役の候補者とインタビューし、指名委員会で候補者を決定する。
 - CEO、非業務執行取締役、財務担当取締役など多くの人と面接する。
 - 取締役会や指名委員会の日程は限定されるため、あまり時間をかけずに候補者を決定する。
- ・ 女性取締役などのダイバーシティ・ミックスも求められるため、候補者プールはあまり多くないという人もいる。
- ・ 非業務執行役に期待される機能は、以下の通り
 - 経営陣に挑戦できること。けんかをすることではなく、CEO に対しても様々に異なる良い質問を投げかけることを通じてだ。
 - 取締役会に対して、さまざまなアングルや意見をもたらすこと。

*報酬

- ・ 報酬は文化的な背景が大きい。
- ・ CEOの報酬については、変動部分の比率が高い。変動報酬部分についても、短期（1年）、長期（3年）といろいろな内容がある。
 - 短期ボーナスは、財務パフォーマンスに基づく。
 - 長期ボーナスは、財務パフォーマンスと非財務パフォーマンスの両方に基づく。
- ・ 当社は配当も高いため、報酬の評価には、キャッシュの面と収益成長という利益の面との両方で配慮が必要。
- ・ 年次報告書のうち 20 頁程度は報酬に関する部分。開示がどんどん増えている。しかも、変額報酬部分は理解が困難だ。報酬はとてもトリッキーな分野である。
- ・ とはいえ、銀行は報酬に関する説明も内容も格段に多い。

*実質株主の把握

- ・ 当社では、実質株主判明のシステムを構築している。以下を経由して、把握に努める。
 - Nominee account
 - Tax efficient services : ISA（個人貯蓄口座）との間でレターをやり取りし、ISA 経由の保有株数を把握する。ISA は、株式登録機関経由で、会社情報を提供する。
- ・ 会社法では 21 日前までに招集通知を発送することになっている。但し、決済期間を含めて、24 日前の株主に対して発送する。
- ・ 他方、コーポレート・ガバナンス・コードでは、20 営業日前までに招集通知を発送することになっている。上場会社の場合には、実務上、このコードの規定がデファクトスタンダードになっている。（決済期間として 3 日間必要）
- ・ 行使される議決権の 99.9%は、事前に行使されている。行使は CREST 経由でなされる。
- ・ 実際に株主総会に出席するのは、0.01%程度なので、ほとんど影響はない。
- ・ 実質株主の判明には、カストディアンに対してレターを送り、実質株主についての質問を行う。但し、カストディアンは十分な回答をすることがないので、外部のコンサルティング会社を利用している。
- ・ カストディアンは、合同口座の場合には判明の手間が面倒なようで、あまり丁寧に調べようとしない。

- ・ 実質株主は外国人の場合には、まず回答が来ない。
- ・ カストディアン、株式登録機関から、実質株主名と株主名を会社に宛てに知らせる。

* 招集通知發送先と権利者が異なる場合

- ・ 48 時間前という基準日は、配当請求権を確定させるものだ。
- ・ 20 営業日前に招集通知を發送した株主が議決権を事前行使したのちに、株式を売却し、新株主が登場した場合の処理。
 - 新株主が行使しなければ、事前行使をした旧株主が行使内容を撤回しない限り（通常は撤回しない）、旧株主の行使が最終行使結果となる。
 - 事前行使後に、株主総会に出席して行使（総会で議決権行使書面にサインして投票箱に投じる）して事前行使と異なる議決権行使を行った場合には、時間的に後の行使結果が最終行使として処理される。この場合には、事前行使分と新株主分とが重複して行使した場合のほか、同一株主が複数行使した場合も含む。
- ・ 招集通知發送後に名義変更があった場合、新株主は、自らウェブサイトなどを通じて招集通知を取得する。（年次法報告書に招集通知の掲載場所（ウェブサイトのアドレスなど）が記載されている）
- ・ 無記名株式であっても、株主総会の当日は、最新（決済のため 3 日前が実務の締め切り）の株主名簿がシステムにより完備されている。そのため、ID を提示すれば、総会に出席できる株主かどうか分かる。

* 招集通知發送後の内容の修正・変更

- ・ そのようなことは、英国ではありえない。招集通知の修正や訂正、変更は考えられない。（日本ではあるのか？という驚愕の印象）

⑤ 企業団体

* 担当者の経歴

- ・ 弁護士で、カンパニー・セクレタリー資格も有している。

* 実務上の課題、障壁

- ・ 国によって文化が異なるため、コーポレート・ガバナンスのアプローチも国ごとに異

なるべきである。

- ▶ ルールベース：欧州はこの仕組みが多い。（EU はさまざまな国の集まりなので、ルールベースの方が明確に適用できるとの見解もある）
- ▶ プリンシプル・ベース；英国はソフトローでガイダンスを提供する。各企業の状況に応じた対応を可能にする。多くの会社に適用可能なベスト・プラクティスを認定するが、これに合わない場合には別途説明を求めるというアプローチだ。とはいえ、90%以上のほとんどの会社ではコードを遵守している。
- ・ コードの場合には、会社は自ら事業を健全かつ強化しようと考えようとする。法律だと、すでになすべきことが定められているので、考える余地がない。

*評価

- ・ コーポレート・ガバナンス・コードにより、外部機関による評価が求められる。
- ・ カンパニー・セクレタリーの役割は、このような外部機関を含めた評価のプロセスをオーガナイズすることだ。
- ・ 社内のアンケートベースによる評価の場合には、会社によって柔軟に対応することができる。具体的には、金融危機後は、監査委員会やリスク委員会などが、カンパニー・セクレタリーとともに関与するようになった。
- ・ 個人ベースの評価だけではなく、取締役全体についての評価も行う。
- ・ カンパニー・セクレタリー事務局が評価の中心的役割を担う。
- ・ 評価プロセスの責任者は、会長が担う。
- ・ カンパニー・セクレタリーは、外部評価機関の選定、質問項目、アイデアなどを提案し、会長に対して報告を行う。
- ・ 外部評価機関のプロセスに従うのではなく、会社ごとにカスタマイズされた仕組みを作ることが多い。外部評価機関は評価業務の専門家ではあるが、個々の会社の実態は分からない。各会社の実情にふさわしい評価プロセスが必要だ。
- ・ 費用は、外部評価機関に質問項目策定などを依頼した場合には 2000～3000 ポンド。会社内に 2～3 名駐在してさまざまな人たちとインタビューしてもらうという評価プロセスを依頼した場合には、40000～50000 ポンドととても高額になる。
- ・ 英国では、以前は外部評価機関は数社だけで、どこも質が高かった。ところが、最近では小さい会社も参入したので、価格は安くなったものの、品質が低下した。ICSA

も評価事業を手掛けているが、うちも含めて上位4社の機関はどこも質が高い。評価事業はニッチマーケットで、取締役会とともに業務できる人材が必要だが、小規模な機関では人材が定着しない。

*報酬

①報酬決定の手続き

- ・ 報酬報告書は、多くのページにわたっている。以前は、実際の支給金額だけが掲載されていた。
- ・ 現在は、報酬方針と現実の支給の両方について、株主総会決議が必要とされる。報酬方針は3年ごと、現実の支給は毎年の勧告的決議だ。
- ・ 報酬方針は、報酬委員会が外部コンサルタントを活用しながら策定する。他方、会社の側（経営者側）も報酬制度に関して外部コンサルタントを活用する場合がある。両社の間には、利益相反があるので注意が必要だ。
- ・ 報酬委員会は、リスク委員会とも連携しつつ報酬制度を設計する。リスク委員が報酬委員を兼務している場合も多い。両委員会はクロス・インフォメーションの状況だ。

②報酬の構成

- ・ 報酬はとても **tricky** な分野だ。
- ・ 長期報酬と個人のパフォーマンスとの連結は、ピアグループとの比較や株価の変動など、評価が難しい。
- ・ 投資家がエンゲージすることで、報酬問題がかなり改善された。
 - 銀行は、固定報酬が少なく、賞与が高かった。これに対して、現在は、EU 規制により賞与は固定報酬の1倍まで（2倍の誤りか）しか出すことができない。

③出席状況に基づく報酬（“attendance fee”）

- ・ フランスなどにみられる“attendance fee”は、英国でも取締役会への出席率などを報告しているため、仕組みとしてはあり得る。
- ・ 英国では、全ての取締役会（例外を除き）の会合に出席することを前提に報酬を決定している。
- ・ 長期という期間の観念が異なる。個人的には、5年では長すぎで、3年程度が適切だ

と考える。

- ・ 現在は、クローバック（一般支払われた賞与等を戻させる仕組み）が議論されているが、とても tricky だ。

④機関投資家による報酬制度の理解

- ・ 大手の機関投資家は、投資先企業の報酬問題にも意見をして議論するので、報酬制度の詳細を理解している。これに治して、小規模な株主は、合理的な理解はしているが、詳細については理解していない。
- ・ 英国企業は、コーポレート・ガバナンス・コードに則って議論してきたが、ISS などの議決権助言機関は独自のあるいは顧客ベースのガイドラインで対応している。そのため両者の間にミスマッチが生じている。そのため、会社はエンゲージメントを行って、コミュニケーションを高めることにより、相互理解に努めている。

*カンパニー・セクレタリー

- ・ カンパニー・セクレタリーの業務については、当会が公表しているガイダンス・ノートを参照してほしい。
- ・ カンパニー・セクレタリーの役割は多い。
- ・ 小規模会社では、カンパニー・セクレタリー1名とアシスタント1名という体制の会社もある。
- ・ 大規模な国際的事業を行う会社、金融機関などの規制事業を行う会社では、30～40人の態勢をとっている会社が多い。
- ・ カンパニー・セクレタリーの機能や役割は、個別の法律業務に注力することではなく、取締役運営への集中にある。
- ・ 従業員に対する株式報酬プラン、年金制度もカンパニー・セクレタリーの担当とされることが多い。
- ・ 会社の業態にもよるが、会社の保険、車などの管理もカンパニー・セクレタリーの担当であることが多い。そのため、鉱業などの危険性の高い事業を行っている会社では、カンパニー・セクレタリーの業務はとても多い。
- ・ 会社内の会議、書類の準備、議案作りもカンパニー・セクレタリーの重要な仕事だ。
- ・ 取締役会の会議中におけるカンパニー・セクレタリーの仕事については、会長の性格

や進め方次第だが、場合によってはコーポレート・ガバナンス問題などはカンパニー・セクレタリーが回答する場合もある。ただ、現実には、カンパニー・セクレタリーは議事録を記録しないといけないので、会議に参加するのはなかなか難しい。

- ・ 各委員会は、常に取締役会に報告を行っている。
- ・ カンパニー・セクレタリーの上司は、多くの場合の報告先としては会長であることが多い。しかしながら、場合によっては、カンパニー・セクレタリー自らが判断することもある。また、会長以外の人物（委員会の委員長や CEO 等）に報告することもある。特に、会長と CEO との間が緊張関係にあるときには、とても困難な状況に陥ることになる。
- ・ カンパニー・セクレタリーは、従業員ではなく、CEO や財務担当取締役からも独立した立場である。とてもユニークな役割だ。
- ・ カンパニー・セクレタリーは、人事や戦略など、機密情報に接することも多い。

*初任者研修、訓練

- ・ 訓練は、カンパニー・セクレタリーにより準備されるが、これも **tricky** だ。
- ・ 取締役会全体対に対する訓練が必要な場合には、例えば、取締役会後に続けて催される昼食会の場に専門家を呼ぶなどして実施する。
- ・ 取締役会に合わせて年 1 回 2 日間をかけてストラテジー・ミーティングと呼ばれる会議を設ける会社がある。この会議では、取締役会の知識を最新化するためのプログラムが組まれている。
- ・ 初任者研修では、コンプライアンス担当役員、財務担当役員、カンパニー・セクレタリーが最初に面談し、会社についての説明を行う。その後、外部の専門家（弁護士、報酬コンサルタント、監査人等）と面談する。
- ・ 初任者研修は、12 か月後に成果をレビューし、結果に応じて個別に追加的な訓練を行う場合もある。
- ・ 非業務執行取締役については、面談ベースの訓練を行う。
- ・ 非業務執行取締役は、他の従業員と会ったり、工場等の拠点訪問もオープンに受け入れている。

*株主総会

- ・ 基準日とは、配当決定基準日だ。
- ・ 招集通知は、コーポレート・ガバナンス・コードに基づいて多くの会社が 20 営業日前までに、その時点で登録された株主に対して、発送している。
- ・ 招集通知発送後に株式の売買が行われた場合、新株主は、ウェブサイトで株主総会の日程を確認し、招集通知を取得する。株主総会には（招集通知等を持たずに）直接訪問する。株主総会の受付では、最新の株主名簿データが用意されている。新株主は ID を提示してデータと照合して、真の権利株主であることが確認されれば、株主総会に出席できる。
- ・ 株主登録リストに掲載されるためには、決済手続きに 2 日間かかる。そのため、48 時間前という基準日の締め切りについても、事実上は 4 日前ということになる。
- ・ 旧株主がすでに議決権を行使してしまった場合には、旧株主が撤回しない限り、旧株主の行使内容が残ることになる。新株主が行使した場合には、上書きされる仕組みだ。
- ・ 実質株主について、会社法 791 条以下に規定があるが、名義登録機関が回答しない場合には、配当支払いを止めることができる。

⑥ 機関投資家（アセット・マネジャー）

- ・ コーポレート・ガバナンスでは、報酬問題が大変重要。特に、固定報酬と変動報酬のあり方。自分が適切だと考える比率は以下の 3 等分ずつ。
 - 1/3：年次の固定報酬。サラリー（固定報酬）のこと。
 - 1/3：年次の変動報酬。年次賞与のこと。株式が前提だが、一部は現金でもよいとする。
 - 1/3：長期報酬。長期は 3 年という意見も多いが、自分は 5 年が適切だと考える。株式中心で将来を含めた長期の業績を反映する。
- ・ 長期報酬では、クリフ・ベスティング（最後にまとめて付与）、スタガード・ベスティング（毎年少しずつ付与）とがある。長期報酬は内容が複雑で、理解が困難。
- ・ 同一期間の業績や目標達成について、年次ベースと長期ベースとの 2 回にわたって報酬をもらえるという、ダブル・ディッピングには反対している。一期間の報酬設定は一回だけとすべきだ。これに対して、スコアカード・アプローチと呼ばれる計算方法を奨励している。スコアカード・アプローチでは、スコアカードに基づいて業績に点数をつけ、それに応じて期間終了時の最終成績に基づいて変動報酬部分を決定する

という方法だ。HSBCやJPモルガンなどはダブル・ディッピングで問題が多い。HSBCは、今年の7月に報酬について投資家を集めて議論をした。

- ・ 但し、スコアカード・アプローチの場合でも、評点が甘い場合や、後で上書きして点数を高くする場合もあるので注意が必要だ。本来スコアカード・アプローチの場合には、30点であれば変動報酬は30%支給されるべきである。ところが、30点という評価が甘く付けられる場合もあれば、30点なのに追加の報酬が支給される場合もある。
- ・ 報酬の個別情報は、トップ2名（CEO、CFO）および業種により最大5名分あれば十分だ。例えば、銀行部門ならリスク担当役員（CRO）、トヨタのような自動車会社であれば北米担当役員など。
- ・ 英国の会社の株主総会は、当日に結果を公表する。例えば、バークレイズ銀行の場合には、新聞などのメディアも取材に入るし、個人株主も多い。
- ・ 中期計画と報酬とのリンクが重要だ。
- ・ 英国や米国は、報酬ストラクチャーや、どのように支払われるかというプロセスが重要である。これに対して、欧州では、最終的には支給金額、総額が重要だ。

* オーバーレイサービスについて

- ・ アセット・オーナーがアセット・マネジャーに対して、オーバーレイサービスの議決権行使推奨に基づき、ISS等のプラットフォームを通じて議決権を行使するように指示をする。
- ・ アセット・オーナーは、自らが利用しているカストディアンを経由して、議決権行使等の権利はオーバーレイサービスに委任している。そのため、オーバーレイサービスとしては、投資判断は行わず、議決権行使など株主権に関する部分だけの委任を受けることになる。

* 議決権行使ガイドライン

- ・ 当社は、一般ポリシーを設けて、そのうえで米国、英国、日本、欧州、オーストラリア、中国など個別市場の状況に合わせたポリシーを設定している。
- ・ 例えば、一般ポリシーとしてCEOや会長には反対していない。しかし、日本では、CEOや会長に反対する。但し、日本ポリシーは、他の国と比べると甘い基準になっている。

⑦ 機関投資家団体

* スチュワードシップ・フレームワーク

- ・ 年金基金がスチュワードシップ・コードの署名機関について理解するために作成した。
- ・ NAPF が作成し、市場関係者に対してコンサルテーションを行い、フレームワークを公表した。
- ・ アセット・マネジャーによる自己評価である。200 社のアセット・マネジャーが署名しているが、そのうち 63 社がフレームワークに回答した。それほどプレッシャーをかけずに回答してくれた。
- ・ 11 月 24 日にスチュワードシップ・アカウンタビリティ・フォーラムを開催した。アセット・マネジャー 3 社 (UBS、LGIM 等) を招へいして、各アセット・マネジャーが 1 時間ずつスチュワードシップ・コードのステートメントについて説明を行い、質問を受け付けた。年金基金の側は、33 基金が参加した。今後、3 か月に 1 回のペースで実施し、次回は 3 月末に開催予定だ (アセット・マネジャーはキャピタル、ステートストリートを予定)。
- ・ 各ファンド・マネジャーにより、スチュワードシップ・コードに対するアプローチが異なるため、年金基金がいろいろと考えるうえで必要な情報を与える機会となる。
- ・ フレームワークに回答を寄せてくれたアセット・マネジャーは、スチュワードシップ・コードについて真剣に考えてサインしている。これに対して、残りの 100 社程度は、単にビジネスのためだけにサインしている。FRC は機関投資家に対して、サインを奨励していることもあるので。
- ・ アセット・オーナーについては、スチュワードシップ活動にコミットしようと考えたアセット・オーナーだけがサインしている。
- ・ リソースの少ない小規模なアセット・オーナーのほとんどではスチュワードシップ活動を外注しているが、ともに集まって勉強しようという機運がある。
- ・ 機関投資家の中でも、コーポレート・ガバナンスに従事する人は少ない。アセット・マネジャーでも大規模なところで 6~8 名とこれにファンド・マネジャーが参加し、アセット・オーナーでは 2 名程度。
- ・ フレームワークに回答してくれた運用会社の名称と自己評価結果も公表している。スチュワードシップ・コードの対応状況に対するペナルティのようなものは予定してい

ないが、フレームワークのようなツールを通じてフラグを立てることはできるだろう。

*英国の年金基金

- ・ 英国には、6000 基金ものペンションスキームがある。加入者が 30~50 名程度の小規模な事業所だけの単独基金も少なくない。
- ・ このうち、1300 基金が NAPF のメンバーになっている。
- ・ 確定拠出型 DC では総合型を作ろうという動きがあるが、確定給付型 DB では総合型基金は少ない (20~50 基金位?)。
- ・ 小規模な基金の場合には、フルタイムのスタッフもおらずパートタイムのスタッフだけで、業務を外部コンサルタントに依存しているところもある。そのため、自らがスチュワードシップ活動を行うことは難しい。しかしながら、このような小規模基金の場合であっても、自らアセット・マネジャーを選択する必要があるため、どのアセット・マネジャーがスチュワードシップ・コードをしっかりと対応しているかを見極めることが求められる。
- ・ 英国の企業年金は、スチュワードシップ・コードに署名しているところが多い。その背景には、母体企業が ESG に熱心である場合と、不祥事からの改革という場合とがある。
 - ユニリーバは、母体企業がサステイナブル・アジェンダを設けるなど、ESG に熱心なので、企業年金も同様に力を入れる。
 - BAEE システムという会社は、贈収賄事件の不祥事があったが、その問題を契機としてコーポレート・ガバナンスやレスポンシビリティの面での意識変革があった。
 - 日本企業も、母体企業が意識変革すれば、企業年金も変わるのでは? (日本の企業年金の実情を説明すると、困難かもね、という反応)
- ・ NAPF は、企業年金と母体企業との両方を一堂に集めて、スチュワードシップ・コードやスチュワードシップ活動についての勉強会を開いている。

*英国の公的年金

- ・ 公的年金は、地方公共団体の基金 (地方公務員の退職者年金) が中心だ。英国全体で約 70 基金があるが、規模は大きくなく小さい。80 億ポンドが最大だ。

- ・ 地方公共団体の基金では、地方政府の関係者が理事会に入っていて、あれこれと口出しする。
- ・ **Environment Agency Scheme** が一番アクティブ基金だ。
- ・ 日本の **GIPF** のような、国レベルでの年金基金はない。
- ・ 日本の年金基金との面会は喜んでお受けしたい。

*集団的エンゲージメント

- ・ **Hermes** のように、アセット・マネジャーがスチュワードシップ・コードに関して、協力しながら活動する。
- ・ 当団体で議決権行使サービスを担当する **Kerry** によれば、単独で適切なエンゲージメント活動をするのは難しいが、5~6基金が規模のメリットを利用してスチュワードシップ活動をするのは有効だと考えている。

*スチュワードシップ・コードへの対応

- ・ コストはかかるが、長期的にベネフィットを得られるものと確信している。但し、短期的な利益ではない。
- ・ より高い価値を生み出すことによって、利益につながる。

*スチュワードシップ活動のコスト

- ・ アセット・マネジャーがインハウスでエンゲージメントやスチュワードシップ活動を行う場合には、フィーに含まれる。
- ・ 但し、**Hermes** などの外部のオーバーレイサービスを利用する場合には、別途アセット・オーナーに対して費用を請求している。

(4) ノルウェー機関投資家（アセット・オーナー）

*議決権行使ガイドライン

- ・ 2011 年末まではガイドラインを公表していた。日本基準については、テーラーメイドのガイドラインを設定していた。例えば、社外取締役が 2 名いない場合には、最上位の取締役（**most senior director**）に反対する等の内容だ。欧米基準をコピー・アンド・ペーストするつもりはなく、日本のやり方に合った方法を考えている。

- ・ 国際ガイドラインだけで、国別のガイドラインは設けていない。但し、特定の項目についてのみ、国別に特別な規定を持っている。

*取締役会の構成

- ・ 取締役会のコンピテンスを意識した、取締役会構成のベストミックス、業界知識、スキルが求められる。
- ・ 日本のエグゼクティブ市場はまだ発展途上だ。銀行出身者もいるので、独立性はまだ不足している。
- ・ 日本の会社の場合には、取締役会の構成ほか、監査役会もあるので難しい。

*日本企業とのミーティング

- ・ 当社のリソースも限られているため、ミーティングは相手の会社がどこかによる。
- ・ 面談相手は、会長、上級独立取締役、CEO、COO など。
- ・ 定期的にミーティングを持つ会社と、特別な事案の場合にミーティングを持つ会社とがある。

*ESG

- ・ 財務大臣のもとで5~10年の戦略を立てる。例えば、ナイジェリアの原油など。
- ・ ESG情報は、MSCI、プロキシサービス会社、ESGアナリストなどから収集する。
- ・ ESG問題もが判断するが、オーナーシップ・チームが支援する。
- ・ アセット・オーナーとして、市場全体に関与するため、当局ともエンゲージメントを行う。また、ファンドを通じて、ESGに取り組んでいる。
- ・ 6つのフォーカスエリアがある。ESG、気象変動、水資源などだ。これらについて、CSR報告書などの開示情報に基づいた分析を行っている。フォーカスエリアについては、毎年外部評価を受けている。これはとても単純な手法による。
- ・ ESGは、ネガティブ・スクリーニングではなく、会社にエンゲージメントする手段だ。具体的には、開示書類を調査し、保有株式が多い場合には議論をしている。また、6つのフォーカスエリアに関する優れた事例については、公表を行っている。
- ・ 90%はインハウスで対応している。但し、新興市場、特別な投資、セクターベースの投資などは40~50社が外部を利用しているが、いずれもアクティブ投資だ。

- ・ 株式保有比率の高い会社については、財務計画からの介入を行う場合もある。
- ・ また、技術の評価も、環境に優しい技術を評価して、このような技術を持つ会社に対して投資を行っている。

*エンゲージメントの体制

- ・ エンゲージメント・チームが約 10 名。これに対して、が 50~100 名。
- ・ 鉱山などセクターに特化したメンバーもいる。
- ・ エンゲージメント・チームは、エンゲージメントに関するポリシーを作るが、これはカスタムメイドされたものである。
- ・ 株式保有比率の高い場合や、特別の問題が生じている場合などに、会社と議論を行う。
- ・ 外部のオーバーレイサービスは活用しない。
- ・ 当社の資産の 60%は米国に投資している。米国のほか、英国や日本などの重要な市場については、ガイドラインなども注意している。
- ・ 当社は、別途、OECD 多国籍企業ガイダンスに基づいて、倫理ガイドラインを設定している。倫理ガイドラインの変更に際しては、財務大臣に諮問している。倫理ガイドラインには、サステイナブル・リスクについても言及している。

2014 年 11 月

調査、記録、分析

上田 亮子

<参考文献>

1. Stephen M. Bainbridge, "The New Corporate Governance in Theory and Practice", Oxford University Press(2008)
2. Fabrizio Barca and Marco Becht (eds.), "The Control of Corporate Europe", Oxford University Press (2001)
3. Theodor Baums, Richard M. Buxbaum, Klaus J. Hopt (eds.), "Institutional Investors and Corporate Governance", de Gruyter (1994)
4. A.A.Berle and G.C. Means, "The Modern Corporation and Private Property" (1932). Transaction Publishers; Reprint edition (1991)
5. Margaret M. Blair, "Ownership and Control -Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century" (1995)
6. Carolyn Kay Brancato, "Institutional Investors and Corporate Governance -Best Practices for Increasing Corporate Value", IRWIN (1997)
7. Cristopher M. Bruner, "Corporate Governance in the Common-Law World -The Political Foundation of Shareholder Power", Cambridge University Press (2013)
8. Cadbury Committee, "Report of the Committee on the Financial Aspect of Corporate Governance" (1992)
9. CFA Institute, "Asset Management Code of Professional Conduct, Second Edition" (2010)
10. Jonathan Charkham, "Keeping Good Company -A study of corporate governance in five counties", Oxford University Press (1994)
11. Jonathan Charkham and Anne Simpson, "Fair Shares -The Future of Shareholder Power and Responsibility", Oxford University Press (1999)
12. Jonathan Charkham, "Keeping Better Company -Corporate Governance Ten Years On", Oxford University Press (2005)
13. Iris H-Y Chiu, "The Foundations and Anatomy of Shareholder Activism", Hart Publishing (2010)
14. Peter K. Cornelius and Bruce Kogut (eds.), "Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy", Oxford University Press (2003)
15. Paul Davies, "Gower and Davies' Principles of Modern Company Act (eight

- edition)" Sweet & Maxwell (2008)
16. Financial Reporting Council (FRC), "The UK Approach to Corporate Governance" (2006)
 17. Financial Reporting Council (FRC), "Developing in Corporate Governance 2011: The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes" (2011)
 18. Financial Reporting Council (FRC), "Developing in Corporate Governance 2012: The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes" (2012)
 19. Financial Reporting Council (FRC), "Feedback Statement: Revisions to the UK Stewardship Code" (2012)
 20. Financial Reporting Council (FRC), "The UK Corporate Governance Code" (2012)
 21. Financial Reporting Council (FRC), "The UK Stewardship Code" (2012)
 22. Derek French, Stephen Mayson & Christopher Ryan, "Company Law (2008-2009 edition)", Oxford University Press (2008)
 23. Hedge Fund Standards Board (HFSB), "The Hedge Fund Standards" (2012)
 24. Institutional Limited Partners Association (ILPA), "ILPA Private Equity Principles, Version 2.0" (2010)
 25. Institutional Shareholder Committee (ISC), "A Statement on the Responsibilities of Institutional Shareholders in the UK" (1991)
 26. International Corporate Governance Network (ICGN), "ICGN Securities Lending Code of Best Practice" (2007)
 27. International Corporate Governance Network (ICGN), "Statement of Principle for Institutional Investor Responsibilities" (2013)
 28. International Corporate Governance Network (ICGN), "ICGN Model Mandate Initiative -Model contract between asset owners and their fund manager" (2012)
 29. Investment Management Association (IMA), "Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013" (2013)
 30. Investment Management Association (IMA), "Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2012" (2014)

31. Andrew Keay, "The Enlightened Shareholder Value Principles and Corporate Governance", Routledge (2013)
32. F. Scott Kieff and Troy A. Paredes (eds.), "Perspectives on Corporate Governance", Cambridge University Press (2010)
33. Kraakman, Davies, Hopt etc., "The Anatomy of Corporate Law -A Comparative and Functional Approach (Second Edition)", Oxford University Press (2009)
34. Joseph A. McCahery, Piet Moerland, Theo Raaijmakers and Luc Renneboog (eds.), "Corporate Governance Regimes -Convergence and Diversity", Oxford University Press (2002)
35. Curtis J. Milhaupt and Katharina Pistor, "Law and Capitalism -What Corporate Crises Reveal about legal Systems and Economic Development around the World", The University Chicago Press (2008)
36. Morse, Davies etc., "Palmer's Company Law: Annotated Guide to the Companies Act 2006", Sweet & Maxwell (2008)
37. Lance A. Nail (eds.), "Issues in International Corporate Control and Governance" JAI Elsevier Science(2001)
38. National Pension Fund Association (MAPF), "NAPF Engagement Survey: pension funds' engagement with investee companies" (2014)
39. Justin O'Brien (eds.), "Governing the Corporation -Regulation and Corporate Governance in an Age of Scandal and Global Markets", John Wiley & Sons (2005)
40. D. D. Prentice and P. R. J. Holland (eds.), "Contemporary Issues in Corporate Governance", Oxford University Press (1993)
41. Arad Reisberg, "The notion of a stewardship from a company law perspective: re-defined and re-assessed in light of the recent financial crisis? ", Journal of Financial Crime (2010)
42. Benjamin J. Richardson, "Fiduciary Law and Responsible Investing", Routledge (2013)
43. J. C. Shepherd, "The Law of Fiduciaries", The Carswell Company (1981)
44. Piet Jan Slot and Mielle Bulterman, "Globalisation and Jurisdiction", Kluwer Law Press (2004)

45. Laura F. Apira & Judy Slinn, "The Cadbury Committee -A History", Oxford University Press (2013)
46. G. P. Stapledon, "Institutional Shareholders and Corporate Governance", Oxford University Press (1996)
47. John G. Taft, "Stewardship -Lessons Learned from the Lost Culture of Wall Street", John Wiley & Sons (2012)
48. Tomorrow's Company, "Tomorrow's owners -Stewardship of tomorrow's company" (2011)
49. Tomorrow's Company, "Tomorrow's Stewardship -Why stewardship matters?" (2011)
50. Tomorrow's Company, "Enhancing Stewardship Dialogue Guidance" (2012)
51. United Nations-backed Principles for Responsible Investment Initiatives (UN PRI), "Principles for Responsible Investment" (2006)
52. 英国財務省 (HM Treasury), "Institutional Investment in the UK: A Review (the Myners Report) " (2001)
53. 英国財務省 (HM Treasury), "A review of corporate governance in the UK banks and other financial industry entities -final recommendation" (2009)
54. イギリス会社法制研究会 (川島いづみ、中村信男)「イギリス 2006 年会社法 (1)」『比較法学』第 41 巻第 2 号(2008)
55. 上田亮子「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 (2001)
56. 上田亮子「英国の『スチュワードシップ・コード』と機関投資家の責任」『資本市場リサーチ』15 号 (2010)
57. 上田亮子「上場会社のコーポレート・ガバナンス向上における機関投資家の役割と責任～英国における制度改革からの考察～」資本市場リサーチ 17 号 (2010)
58. 上田亮子「海外における運用委託契約の内容見直し～ICGN『モデル・マנדート・イニシアティブ』～」資本市場リサーチ 25 号 (2012)
59. 上田亮子「英国におけるスチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ 27 号 (2013)
60. 上田亮子「英国スチュワードシップ・コード について」金融庁『「日本版スチュワー

ドシッ・コードに関する有識者検討会」参考人資料（2013年）参照。

61. 上田亮子「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（2014）
62. 上田亮子「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
63. 上田亮子「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
64. 上田亮子「英国コーポレート・ガバナンス・コードの実施状況に関する調査」資本市場リサーチ 30号（2014）
65. 上田亮子「日本版スチュワードシップ・コードと今後の課題～英国からの示唆～」資本市場リサーチ 31号（2014）
66. 上田亮子・中神康議「日本版スチュワードシップ・コードを真に実効的にするために～概説・あるべき姿・展開～」月刊資本市場 2014年7月号
67. 大崎貞和「英国における機関投資家と上場会社のエンゲージメント（対話）」神作裕之責任編集「企業法制の将来展望 -資本市場制度の改革への提言- 2014年度版」財経詳報社（2013）
68. 大崎貞和「日本版コード成功の条件」企業会計 2014年8月号
69. 太田珠美「日本版スチュワードシップ・コードが企業に与える影響」証券アナリストジャーナル 2014年8月号
70. 大場昭義・徳田展子「国内機関投資家の見方」企業会計 2014年8月号
71. 小口俊朗「日本版コードの視点で振り返るこれまでのスチュワードシップ活動」企業会計 2014年8月号
72. オリンパス株式会社「当社に対する訴訟の提起に関するお知らせ」2014年4月9日適時開示情報
73. 川田順一「企業サイドの対応 -JX ホールディングスの場合」企業会計 2014年8月号
74. 河本一郎「現代会社法（新訂第7版）」商事法務研究会（1995）
75. 神作裕之責任編集「企業法制の将来展望 -資本市場制度の改革への提言- 2014年度版」財経詳報社（2013）
76. 神作裕之「コーポレート・ガバナンス向上に向けた内外の動向 -スチュワードシッ

- プ・コードを中心として」商事法務 2030 号 (2014)
77. 神作裕之責任編集「企業法制の将来展望 -資本市場制度の改革への提言- 2015 年度版」財経詳報社 (2014)
 78. 北島忠男「近代株式会社と私有財産」文雅堂書店 (1958)
 79. 金融庁・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～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)
 80. 金融庁・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「『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》 ～投資と対話と通じて企業の持続的成長を促すために～」(2014)
 81. 小林慶一郎「山を動かす～資本市場改革のフレームワーク」東京財団「論考」(2014年4月3日掲載号)
 82. 首相官邸「日本再興戦略」(2013)
 83. 首相官邸「『日本再興戦略』改訂 2014—未来への挑戦—」(2014)
 84. 全国株懇連合会「株主総会等に関する実態調査集計表」(2014)
 85. 曾田大地・光定洋介「運用会社からみたスチュワードシップ・コード」証券アナリストジャーナル 2014 年 8 月号
 86. ジョナサン・チャーカム、アン・シンプソン、奥村有敬訳「株主の力と責任」日本経済新聞社 (2001)
 87. 日本経済新聞社編「株主の反乱」日本経済新聞社 (1993)
 88. 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム「英国の企業改革」商事法務研究会 (2001)
 89. 日本投資環境研究所「金融庁委託調査 EU 大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・それに対する取組みの実態に関する調査」(2013)
 90. 樋口範雄「フィデュシャリー[信認]の時代」有斐閣 (1999)
 91. 藤井康弘・鈴木誠「米国年金基金の投資戦略」東洋経済新報社 (2004)
 92. 藤川信夫「英国スチュワードシップ・コードの理論と実践— Approved persons と域外適用ならびに監査等委員会と非業務執行取締役, 米国の忠実義務の規範化概念と英国会社法の一般的義務等の接点—」千葉商大論叢 52 卷 1 号 (2014)
 93. 藤川信夫「英国スチュワードシップ・コード、コーポレート・ガバナンス・コードの理論と実践 —英国における新たなガバナンス規範と非業務執行取締役ならびに我が国の導入に向けて—」法学紀要 56 卷 (2014)

94. タマー・フランケル、溜箭将之監訳、三菱 UFJ 信託銀行 Fiduciary Law 研究会訳
「フィデューシャリー 『託される人』 の法理論」弘文堂（2014）
95. 堀江貞之「日本版スチュワードシップ・コードの重要性」『証券アナリストジャーナル』
2014年8月号
96. 萬澤陽子「スチュワードシップ責任と受託者責任－英米における考え方の比較の試み－」
『商事法務』2070号（2015）
97. 三輪裕美子「機関投資家の発展とコーポレート・ガバナンス－アメリカにおける史的
展開－」日本評論社（1999）
98. 山を動かす研究会「ROE 最貧国日本を変える」日本経済新聞出版社（2014）
99. 若杉敬明監修、(財) 資本市場研究会編「株主が目覚める日－コーポレート・ガバナ
ンスが日本を変える－」商事法務（2004）
100. CFA 協会「アセット・マネージャー職業行為規範 第二版」（2010）