

2014 年 4 月 15 日 全 9 頁

日本版スチュワードシップ・コードと 金融商品取引法 ①

日本版スチュワードシップ・コードの概略

金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2014 年 2 月 26 日、「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》をとりまとめた。
- 基本的には、英国のスチュワードシップ・コードの諸原則・諸指針をベースとしつつ、投資先企業への関与を強めていく場合のガイドラインや集团的エンゲージメントに関する規定を設けていない一方、企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきことを明記するなど、独自の要素も盛り込まれている。
- 金融庁は、これに合わせて「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表している。これは、日本版スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家等の活動によって生じる可能性のある金融商品取引法上の論点（大量保有報告制度、公開買付規制、インサイダー取引規制等）について、金融庁の見解を示したものである。
- 本稿では、日本版スチュワードシップ・コードの概略を紹介する。

はじめに

2014 年 2 月 26 日、「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」（座長：神作裕之・東京大学大学院法学政治学研究科教授）（以下、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（以下、「日本版コード」）をとりまとめた。

「日本版コード」については、2013 年 6 月に閣議決定された「日本再興戦略」²の中でも、次

¹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>）に掲載されている。

² 首相官邸のウェブサイト（http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf）に掲載されている。

のように、その策定が求められていた。その意味では、政府の進める成長戦略の一環としても位置付けることができるだろう。

「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（日本版スチュワードシップコード）について検討し、取りまとめる」³

「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる」⁴

これを受けて、金融庁が「民間有識者の知見をいかしつつ、機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則を策定することを目的」⁵として開催したのが、有識者検討会であった。

有識者検討会は、2013 年 8 月以降、議論を重ね、2013 年 12 月に「日本版コード」の原案を公表し、意見募集（パブリックコメント）を行った。これに対して寄せられた意見⁶などを踏まえ、原案に一部修正を加えてとりまとめられたのが、今回の「日本版コード」である。

「日本版コード」のとりまとめにあわせて、金融庁は、「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」⁷（以下、「法的論点」）を公表している。これは、日本版スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家の活動に伴って生じる可能性のある金融商品取引法上の論点について、金融庁の見解を示したものである。具体的には、「大量保有報告制度の重要提案行為」、「大量保有報告制度の共同保有者・公開買付規制の特別関係者」、「インサイダー取引規制等」の 3 項目が取り上げられている。

本稿では、まず「日本版コード」の概略を紹介する。「法的論点」のポイントについては、項目ごとに別レポートで解説する予定である。

³ 「日本再興戦略」 p. 12。

⁴ 「日本再興戦略」 p. 28。

⁵ 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」の開催について』（平成 25 年 8 月 5 日）。金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/01.pdf>）に掲載されている。

⁶ 意見募集（パブリックコメント）は、和文（日本語）だけではなく英文でも行われた。その結果、和文については 26 の個人・団体から、英文についても 19 の個人・団体から意見が寄せられ（「日本版コード」前文 3 項参照）、「日本版コード」に対する関心が、内外ともに高いことが確認された。

⁷ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）に掲載されている。

1. 「日本版コード」の概略

(1) 「日本版コード」とは

「日本版コード」は、自らを「機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、『責任ある機関投資家』として当該『スチュワードシップ責任』を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるもの」と定義している（「日本版コード」前文4項）。

これは英国の（本家）「スチュワードシップ・コード」（“The UK Stewardship Code”、以下、「英国コード」）が、「英国スチュワードシップ・コードは、投資家による実効的なスチュワードシップのための諸原則を定めるものである」⁸（「英国コード」“Stewardship and the Code”3項）と規定しているのを受けたものと思われる。

(2) 「スチュワードシップ責任」とは

「日本版コード」は、「スチュワードシップ責任」を、「機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』（エンゲージメント）を通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義している（「日本版コード」前文4項）。

一般に、「日本版コード」については、いわゆる「過度な短期主義」に対するアンチ・テーゼとしての「中長期的な投資」を促すものとして論じられることが多いように思われる。確かに、上記の「日本版コード」における「スチュワードシップ責任」の定義からも、「目的を持った対話（エンゲージメント）」をキーワードとして、「短期的視点に偏らない投資先企業の持続的な成長に向けた取組み」（「主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答」⁹（以下、「和文回答」）No. 14）を促進しようという意図を読み取ることも可能だろう。

ただし、機関投資家の「スチュワードシップ責任」は、投資先企業に対する「深い理解」を前提にしつつも、（投資先企業や、その経営陣ではなく）あくまでも「顧客・受益者」に対して負う受託者責任に基礎を置くものである。そして、その最終的な目的が、「顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」ことである点を見落としてはならない（「日本版コード」前文4項）。特に、「スチュワードシップ責任」の下でも、「保有株式を売却することが顧客・受益

⁸ 本稿では、特に断らない限り、「英国コード」の日本語訳は、平成25年9月18日開催の有識者検討会に参考資料として提出された「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」から引用している。同資料は、金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/06.pdf>）に掲載されている。

また、「英国コード」の原文は、Financial Reporting Council (FRC) の下記ウェブサイトに掲載されている。

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

なお、鈴木裕「検討進む日本版スチュワードシップコード～機関投資家に何を期待するか？」（『大和総研調査季報』2013年秋季号（Vol. 12）pp. 74-89（http://www.dir.co.jp/research/report/esg/esg-report/20131202_007936.html））なども参照。

⁹ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/02.pdf>）に掲載されている。

者の利益に適うと考えられる場合に売却を行うことを否定するものではない」とされていることは重要であろう¹⁰（「日本版コード」注釈2、「和文回答」No. 4）。

なお、「日本版コード」における「スチュワードシップ」に関する考え方も、「エンゲージメント」という言葉も含めて、「英国コード」を参考としたものと考えられる。もっとも、「英国コード」では、上場会社におけるスチュワードシップの「第一義的な責任は、経営陣の活動を監視する取締役会に存する」（「英国コード」“Stewardship and the Code” 2項）と定めている。また、「エンゲージメント」についても、文言上、機関投資家によるスチュワードシップ活動そのものではなく、あくまでもその一つと位置づけられているように読める¹¹（同4項）。その意味では、「英国コード」の方が、より広範な受託者責任を「スチュワードシップ」として観念しているようにも思われる。

（3）規範としての位置付け（Comply or Explain）

「日本版コード」は、法的拘束力を有していない（「日本版コード」前文 11 項）。つまり、全ての機関投資家に対して、無条件に義務付けられるものではない。あくまでも「日本版コード」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」が、受入れを表明（公表）するという仕組みが採用されている（同前）。

また、受入れを表明（公表）した機関投資家についても、「全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではない」とされている（「日本版コード」前文 12 項）。つまり、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」の考え方にに基づき、「自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考える原則があれば、それを『実施しない理由』を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないこと」も許容されている（同前）。これらも、基本的に「英国コード」を踏まえたものと考えられる（「英国コード」“Comply or Explain” など参照）。

ちなみに、時折、誤解されることがあるが、「コンプライ・オア・エクスプレイン（comply or explain）」は、「形ばかりの言い訳をすれば、何をしても許される」という趣旨ではない。本来、「規範」を「コンプライ（遵守）」することが「原則」であり、「例外」的に遵守しない場合には、十分に合理的な「エクスプレイン（説明）」が求められることは言うまでもない¹²。

¹⁰ 「英国コード」でも同様の規定が定められている（「英国コード」“Stewardship and the Code” 7 項）。

¹¹ 「英国コード」は、機関投資家にとってもスチュワードシップにつき、「その活動の中には、企業戦略、業績、リスク、資本構造およびコーポレート・ガバナンス（企業文化や報酬を含む）に関するモニタリングやエンゲージメントが含まれるであろう」（「英国コード」“Stewardship and the Code” 4 項。太字・下線は筆者による）と規定している。

¹² 「英国コード」でも、同コードを受け入れながら “Principle” のいずれかを順守しない機関投資家に対して、「自らのスチュワードシップに対するアプローチを読者が理解することができるよう、有意な説明を行うべき」であり、「自らの現実の実務が、優れたスチュワードシップにどのように寄与し、自身と顧客の投資目的の達成をどのように促すのか、について説明」するべきと定めている（「英国コード」“Comply or Explain” 3 項）。

実際に、「日本版コード」の原案に対する意見募集においても、「雛形の過剰な使用」による「エクस्पライン」の形骸化を危惧する意見が提出されていた。これに対して、「ご指摘の点については、機関投資家やその業界団体等に対し、同コードが求める開示において雛形の作成や使用が行われることのないよう、要請していくことが重要」との回答が示されている点は重要だろう（「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」¹³（以下、「英文回答」））。

そのほか、機関投資家における「日本版コード」の遵守状況は、当局による「検査や監督の直接の対象」とはならないとの見解も、金融庁から示されている（「和文回答」No. 19）。

なお、金融庁は、「日本版コード」の受入れを表明した機関投資家のリストを3ヶ月ごとに公表（2、5、8、11月末の状況について、翌月初めに更新・公表）する予定としている¹⁴。

(4) 対象者

「日本版コード」の対象としては、基本的に「日本の上場株式に投資する機関投資家」が念頭にあるとされている（「日本版コード」前文8項）。これには、海外の機関投資家も含まれ得るものとされている（「和文回答」No. 7）。

外国の上場株式に投資する国内機関投資家については、「日本版コード」の対象とすることは、基本的に念頭に置かれていない。もっとも、その「趣旨に賛同し、これを受け入れていただくことを排除する」ものではないとされている（同前）。

そのほか、「日本版コード」は、「機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまる」とされている（「日本版コード」前文8項）。

他方、発行会社の側については、「日本版コード」は特段の責任等を課してはいない。あくまでも機関投資家による建設的な「目的を持った対話」の実施に当たって、「企業側にも真摯に耳を傾けて対応していただくことを期待」するにとどまっている（「和文回答」No. 21、「英文回答」No. 31）。

「英国コード」も、基本的に機関投資家を対象としているものではあるが、発行会社に対しては（スチュワードシップ・コードと対になる）コーポレートガバナンス・コード¹⁵が定められている。発行会社と機関投資家とが「建設的な対話」を行うカルチャーが、必ずしも一般的とはいえないわが国の現状を踏まえれば、「日本版コード」と対になるべき「日本版コーポレートガバナンス・コード」の制定が、今後、課題となることが予想される。

¹³ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/03.pdf>）に掲載されている。

¹⁴ 金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2.html>）参照。初回は、2014年5月末までの受入れ表明を行った機関投資家を6月初めに公表する予定とされている。

¹⁵ Financial Reporting Council (FRC) の下記ウェブサイトに掲載されている。
<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Corporate-Governance-Code.aspx>

(5) 原則

「日本版コード」は、機関投資家がそれを踏まえて行動すべき「原則」（7件）と、それらを補完する「指針」（21件）によって構成されている。これも「英国コード」が、“Principle”（「原則」に相当）と“Guidance”（「指針」に相当）によって構成されているのに倣ったものと考えられる。

「日本版コード」の「原則」と、「英国コード」の“Principle”を対比させたのが図表1である。

図表 1 「日本版コード」と「英国コード」

	「日本版コード」の「原則」	「英国コード」の“Principle”
方針の策定・公表	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針（注1）を公に開示すべきである。
利益相反	2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。	2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表（注2）すべきである。
モニタリング （状況の把握）	3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。	3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリング（注3）すべきである。
エンゲージメント	4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。	4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化する（注4）タイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
協調行動（注5）	—	5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して（注5）行動すべきである。
議決権行使	5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。	6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の公表（注2）について、明確な方針（注1）を持つべきである。

報告等	6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。	7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。
判断を適切に行うための実力	7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。	—

(注1) 原文では、“policy”（ポリシー）という表現が用いられている。

(注2) 原文では、「開示」を意味する“disclose”、“disclosure”という表現が用いられている。

(注3) 原文では、“monitor”（モニター）という動詞である。その意味では、「モニターすべき」、「監視すべき」といった方が、ニュアンスとしては近いかもしれない。

(注4) 原文では、“escalate”（エスカレート）という表現が用いられている。

(注5) 原文では、「集合的」、「集团的」を意味する“collectively”という表現が用いられている。その意味では、「集团的行動」といった方が、ニュアンスとしては近いかもしれない。

(出所)「日本版コード」、「英国コード」を基に大和総研金融調査部制度調査課作成。なお、「英国コード」の日本語訳については、平成25年9月18日開催の有識者検討会に参考資料として提出された「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」から引用した（脚注8参照）。ただし、注釈は筆者による。

形式面だけではなく、内容面についても「日本版コード」の「原則」は、概ね「英国コード」の“Principle”に対応する事項を取り上げているとみることができるだろう。もっとも、例えば、次のような相違点も認められる。

① いわゆる「集团的エンゲージメント」

「英国コード」における「協調行動」、いわゆる「集团的エンゲージメント」に相当する項目（「英国コード」“Principle 5”）は、「日本版コード」には含まれていない。その代わり、「日本版コード」には「企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき」とする項目が盛り込まれている（「日本版コード」原則7）¹⁶。

¹⁶ もっとも、「日本版コード」の「指針」では、「実力を備える」ための具体的な活動の例として、「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」を挙げている（指針7-3）。その意味では、「日本版コード」の原則7について、「英国コード」における「協調行動」（集团的エンゲージメント）に関する“Principle 5”を意識しながら、わが国の現状を踏まえた現実的な内容に変更したもの（つまり、両者が対応関係にある）と評価する余地もあるかもしれない。

② 「モニタリング」と「状況の把握」

「英国コード」において投資先企業を「モニタリング」(monitor) すべきとされている項目（「英国コード」 “Principle 3”）は、「日本版コード」では（投資先企業の）「状況を的確に把握」すべきという表現になっている（「日本版コード」原則3）。

この点について、『モニタリング』という言葉の使用については、本検討会の議論において、投資先企業を一方向的に『監視する』とのニュアンスがあり、本コードの趣旨に照らして必ずしも適切ではないとの意見があった」（「和文回答」No. 12、13）ためとの説明がなされている。もっとも、私見だが、両者の間にニュアンスの違いこそあれ、本質的な相違はないようにも思われる（「英文回答」No. 24 など参照）。

③ 「エスカレート」

「エンゲージメント」に関する規定は、「英国コード」では、投資先企業の業績、ガバナンスなどに懸念が生じた場合に、機関投資家が活動を強化（エスカレート）させる点に重点を置いている（「英国コード」 “Principle 4”）。それに対して、「日本版コード」では、「目的を持った対話」を通じて認識の共有を図るという、「エンゲージメント」の基本コンセプトを確認する内容となっている（「日本版コード」原則4）。

なお、図表1では取り上げていないが、「日本版コード」も「指針」レベルでは「企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合」における対応に関する規定が設けられてはいる。しかし、ここでも「より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努める」（「日本版コード」指針4-1、太字・下線は筆者による）、「実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのような対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つ」（「日本版コード」指針4-2、太字・下線は筆者による）といった内容にとどまっている。

私見だが、このことをもって、直ちに、「日本版コード」においては、懸念が生じた場合の機関投資家による活動の強化（エスカレート）が排除されていると解するべきではないだろう（「和文回答」No. 14、「英文回答」No. 26 など参照）。むしろ、そもそも機関投資家によるエンゲージメントに関する経験の乏しいわが国においては、まずは機関投資家と投資先企業との「対話」を促すことから始めなければならないという事情が反映されたものではないかと推測される。

(6) 金融商品取引法上の論点

前述の通り、「法的論点」では、日本版スチュワードシップ・コードに基づく機関投資家の活動に伴って生じる可能性のある金融商品取引法上の論点として、次の3項目を掲げている。

- ◇大量保有報告制度の重要提案行為
- ◇大量保有報告制度の共同保有者・公開買付規制の特別関係者
- ◇インサイダー取引規制等

これらの金融商品取引法上の論点については、順次、別レポートで取り上げていきたい。