

2014年4月16日 全10頁

日本版スチュワードシップ・コードと 金融商品取引法 ②

重要提案行為を巡る論点

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、大量保有報告制度の「重要提案行為」を巡る論点を取り上げたい。

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、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」）⁶を基に議論を重ね、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⁷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」⁸（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、「大量保有報告制度の重要提案行為」を巡る論点を取り上げたい。

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 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/siryoku/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) のウェブサイト（<https://frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>）に掲載されている。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。

⁷ 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。

⁸ 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。

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6参照）。ただし、注釈は筆者による。

1. 「目的を持った対話」（エンゲージメント）と「重要提案行為」

機関投資家が、「日本版コード」の下、その投資先企業との間で「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行う際、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促す」（「日本版コード」指針4-1）という観点から、その投資先企業の経営方針等に関して、時に、踏み込んだ「対話」がなされる可能性がある。

ところが、こうした踏み込んだ「対話」は、大量保有報告制度上⁹、「重要提案行為」（後述2）に該当する可能性がある。仮に、「対話」が「重要提案行為」に該当すると判断されれば、その機関投資家は、その投資先企業の株式等について、大量保有報告制度の簡便法である「特例報告制度」を利用することが認められなくなる。つまり、機関投資家が、株券等保有割合が5%超の投資先企業と踏み込んだ「対話」を行おうとすると、その投資先企業に関する大量保有報告書（又は変更報告書）の提出に伴う事務負担が重たくなることが予想される。

また、逆に、大量保有報告書の提出に伴う事務負担の増大を嫌う機関投資家が、その「目的を持った対話」（エンゲージメント）に伴う活動が「重要提案行為」と認定されないように、投資先企業との踏み込んだ「対話」を意図的に避ける（躊躇する）可能性も指摘できるだろう。

このような問題意識から、どのような場合に「対話」が「重要提案行為」に該当するのか（あるいは該当しないのか）、解釈の明確化を求める指摘がなされていた¹⁰。

2. 「重要提案行為」とは

「重要提案行為」とは、「発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行

⁹ 大量保有報告制度については、拙稿「いまさら人には聞けない大量保有報告（5%ルール）のQ&A」（2013年3月11日付レポート）など参照（http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130311_006922.html）。

¹⁰ 「法的論点」p.2参照。有識者検討会第2回会合（2013年9月18日開催）、第4回会合（2013年11月27日開催）議事録（下記金融庁のウェブサイトに掲載）なども参照。

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20130918.html>

<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20131127.html>

為」のことである（金融商品取引法 27 条の 26 第 1 項）。具体的には、発行者の株主総会や役員に対して、次の事項を提案する行為と定められている（金融商品取引法施行令 14 条の 8 の 2 第 1 項、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令（以下、大量保有府令）16 条）。

- ①重要な財産の処分又は譲受け
- ②多額の借財
- ③代表取締役の選定又は解職
- ④役員の構成の重要な変更（役員の数又は任期に係る重要な変更を含む。）
- ⑤支配人その他の重要な使用人の選任又は解任
- ⑥支店その他の重要な組織の設置、変更又は廃止
- ⑦株式交換、株式移転、会社分割又は合併
- ⑧事業の全部又は一部の譲渡、譲受け、休止又は廃止
- ⑨配当に関する方針の重要な変更
- ⑩資本金の増加又は減少に関する方針の重要な変更
- ⑪その発行する有価証券の取引所金融商品市場における上場廃止等
- ⑫その発行する有価証券の取引所金融商品市場への上場等
- ⑬資本政策に関する重要な変更（前記⑩を除く）
- ⑭解散（合併による解散を除く）
- ⑮破産手続開始、再生手続開始又は更生手続開始の申立て

（注）その株式等の発行者だけでなく、その子会社に係る上記の事項も対象となる。

機関投資家が、投資先企業の株式等の保有目的を「重要提案行為」としている場合、本来、機関投資家¹¹などに認められる大量保有報告書（及びその変更報告書）の簡便な報告方法である「特例報告」が、その投資先企業の株式等については利用できなくなる¹²（金融商品取引法 27 条の 26 第 1 項）。大量保有報告制度の下での原則的な報告方法である「一般報告」と、機関投資家などに認められる簡便な報告方法である「特例報告」の概略を示すと図表 2 のようになる。

¹¹ 厳密には、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者、投資一任契約に係る業務等を行う投資運用業者、銀行、保険会社などが該当する（大量保有府令 11 条など）。

¹² その他にも、株券等保有割合が 10% 超となったときなども「特例報告」利用が認められない（金融商品取引法 27 条の 26 第 1 項、大量保有府令 12 条、13 条など）。

図表 2 大量保有報告制度の「一般報告」と「特例報告」の概要

	一般報告		特例報告	
	株券等保有割合	提出期限	株券等保有割合	提出期限
大量保有報告書	5%超	5営業日以内	基準日(注)時点で5%超	基準日(注)から5営業日以内
変更報告書	直前の報告から — 1%ポイント以上の増減 — 重要な事項の変更	同上	基準日(注)時点で直前の報告から — 1%ポイント以上の増減 — 重要な事項の変更	同上

(注)基準日は、次の(a)又は(b)から選択することとされている(金融商品取引法施行令14条の8の2第2項)。

(a)各月の第2、第4月曜日(第5月曜日がある場合は、第5月曜日)

(b)各月の15日及び末日

(出所) 大和総研金融調査部制度調査課作成

二つの報告方法の主な違いは、報告のタイミング(頻度)にある¹³。つまり、一般報告の場合、取引の都度、大量保有報告書や変更報告書の提出の要否を判断しなければならない。他方、特例報告であれば、基準日ベースで判断すればよい。すなわち、基準日以外のタイミングで一時的に株券等保有割合が5%を超過(1%ポイント以上変動)したとしても、次の基準日までに5%以下(1%ポイント未満)に戻れば、原則、大量保有報告書(変更報告書)の提出は不要とされることとなる。

ちなみに、機関投資家などについて、こうした簡便な「特例報告」の利用が認められるのは、日常の営業活動等において反復継続的に株式等の取引を行っており、一般に企業の経営権の取得などを目的としていないことが多いと考えられるためである¹⁴。重要提案行為を保有目的とする場合には、特例報告の利用が認められないのは、(特例報告の)「制度趣旨を歪めるような形での特例報告の利用を防止する等の観点」¹⁵からと説明されている。

3. 金融庁の見解

「法的論点」の中で、金融庁は、「重要提案行為」の判定基準に関する従来の解釈を確認した上で、7つの事例を挙げて、それぞれが「重要提案行為」に該当する可能性について、その見解を示している。なお、「日本版コード」に伴う「重要提案行為」に関する法令上の手当は、本稿執筆時点で予定されていないようである。

¹³ そのほか、大量保有報告書や変更報告書の記載事項にも違いがある。

¹⁴ 5%実務研究会『5%ルールの実務とQ&A』(大蔵財務協会、1991年) pp. 50-51、池田唯一・大来志郎・町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』(商事法務、2007年) p. 206、根本敏光『大量保有報告制度の実務』(商事法務、2009年) p. 174 など参照。

¹⁵ 池田唯一・大来志郎・町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』(商事法務、2007年) p. 209。

「重要提案行為」の判定基準に関する従来解釈とは、「重要提案行為」の概念が導入された平成18年（2006年）の金融商品取引法及びその関連法令の改正に際して、意見募集に寄せられたコメント（パブリック・コメント）に対する金融庁の回答（「提出されたコメントの概要とコメントに対する金融庁の考え方」¹⁶（平成18年12月13日。以下、「金融庁の考え方（平成18年）」）の中で示されたものである。要約すれば、次の3つの要件をすべて満たせば、原則、「重要提案行為」に該当するというものである（「金融庁の考え方（平成18年）」No.90）。

- (i) 「提案の客観的内容が令（筆者注：金融商品取引法施行令）第14条の8の2第1項各号に列記しているもののいずれかに該当する」
- (ii) 「発行者の事業活動に重大な変更を加える、又は重大な影響を及ぼすことを目的とする」
- (iii) 『提案』に該当する」

(i)の「令第14条の8の2第1項各号に列記しているもの」とは、前記(2)で掲げた①～⑮の事項のことである。言い換えれば、これらの事項以外の内容に関するものであれば「重要提案行為」には、原則、当たらないことになる。

(ii)は、「発行者の主体的な経営方針にかかわりなく、他律的な影響力を行使する行為」を想定したものと説明されている（「金融庁の考え方（平成18年）」No.90）。逆に、例えば、純粋に発行者から意見を求められて答えたり、発行者が設定した株主との対話（IR説明会など）で意見を述べたりしただけであれば、「重要提案行為」に該当する可能性は低いとされている（同前）。

(iii)は、あくまでも発行者の株主総会や役員に対して「提案」を行う行為が対象とされている。従って、アナリストやファンドマネージャーが取材の一環として純粋に質問をするような場合などは、「重要提案行為」に該当する可能性は低いと解されている（同前）。もっとも、質問の形式をとりながらも、「実質的には経営方針等を保有者の意図する方向に変更させることを企図している場合」は、「重要提案行為」に該当する可能性が高いとされている¹⁷。

以上を踏まえた上で、金融庁は、具体的に、次の7つの事例についての見解を改めて示している¹⁸。

¹⁶ 金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/18/syouken/20061213-1/01.pdf>) に掲載されている。なお、「法的論点」p.5も参照。

¹⁷ 池田唯一・大来志郎・町田行人『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務、2007年）p.211。

¹⁸ 「法的論点」p.6。

図表 3 「目的を持った対話」(エンゲージメント)と「重要提案行為」

「目的を持った対話」の内容	「重要提案行為」に該当する可能性
(A)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	基本的には、「重要提案行為」に該当しない可能性が高い(「提案」に当たらないと考えられるため(前記(iii)参照))
(B)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	
(C)前記(B)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	
(D)株主総会において、質問を行う行為	
(E)株主総会において、具体的な事項の決議を求める行為	基本的には、「重要提案行為」に該当する可能性が高い
(F)前記(C)、(D)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	基本的には、「重要提案行為」に該当する可能性が高い
(G)前記(F)のほか、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為	ただし、例えば、次のように「重要提案行為」に該当する可能性が低いものも想定される <ul style="list-style-type: none"> ➤ 発行者から意見を求められた場合に、株主が、これに応じて受動的に自身の意見を陳述するといった行為 ➤ 発行者が主体的に設定した株主との対話の場面での意見陳述等

(注) ここでは、いずれも内容が、前記(i)に該当するものと仮定している。逆に、内容が、前記(i)に該当しなければ、原則、「重要提案行為」に当たらないものと考えられる。

(出所) 「法的論点」に基づき大和総研金融調査部制度調査課作成

つまり、投資先企業に説明を求める((A)、(C))、自らの方針・予定を説明する((B))、質問する((D))というだけであれば、通常、「提案」を行ったとまではいえず、「重要提案行為」にも該当する可能性は低いとされている。他方、株主総会決議を求める((E))、経営方針等の変更を求める((F)、(G))といった、より積極的な活動を伴う場合には、「重要提案行為」に該当する可能性が高いと整理されている。

4. 若干のコメント（私見）

今回、「法的論点」で示された「重要提案行為」に関する見解は、基本的に、従来の解釈の延長線上にあり、解釈の重要な変更などを伴うものではないと考えられる。しかし、より具体的な想定される事例に即した形で、金融庁がその見解を示したことは、解釈の明確化という意味で、意義があるものだと評価できるだろう。

特に、平時において、「目的を持った対話」（エンゲージメント）を通じて「投資先企業と認識の共有を図る」（「日本版コード」原則4）ため、投資先企業に説明を求めたり、自らの方針・予定などを説明したりする行為については、基本的に、「重要提案行為」に該当する可能性は低いということは、かなり明確になったと考えられる（図表3 (A)～(D)）。

もっとも、有事における「目的を持った対話」（エンゲージメント）に関しては、更なる検討が必要であるように思われる。「日本版コード」は、投資先企業の「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は、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べき」（「日本版コード」指針4-1）としている。こうした投資先企業の有事における「問題の改善に努める」活動と、「重要提案行為」の関係は、単純に整理できるものではないと考えられる。

私見だが、機関投資家の活動が、投資先企業に「より十分な説明を求める」というレベルにとどまっている限りは、「法的論点」の示す解釈に従えば、「重要提案行為」に該当する可能性は低いと解することができるように思われる（図表3 (A)、(C)）。

しかし、投資先企業の有事に際しては、『「より十分な説明を求める」だけでは不十分な局面』（「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」¹⁹ No. 15）も、十分に想定され得る。このような局面において、「問題の改善に努める」べく、機関投資家が、更に一步踏み込んだ活動（いわゆる活動の強化（エスカレート））を行おうとすると、「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」（図表3 (F)）であるとして、「重要提案行為」に該当すると判断されるリスクが高くなることが予想される。

それでは、機関投資家が、『「より十分な説明を求める」だけでは不十分な局面』にある投資先企業に対して、例えば、「適切な対応がとられない限り、株主総会における経営トップの選任議案に対して反対の議決権行使をする」と伝達する行為はどうだろうか。筆者個人としては、「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」（図表3 (B)）を説明したにすぎず、「重要提案行為」に該当する可能性は低いと解したいところである。しかし、外見上、「自らの議決権行使の方針」などの伝達の形式をとりながらも、実態は「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」（図表3 (F)）に他ならないとして、「重要提案行為」に該当すると判断される可能性も否定できないように思われる。

¹⁹ 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。

いずれにせよ、機関投資家が、「日本版コード」の下、投資先企業の有事に際してとり得る活動と、「重要提案行為」との関係について、今後、更に議論を掘り下げる必要があるだろう。