

2014年4月16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 ③

共同保有者などを巡る論点

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、大量保有報告制度における共同保有者などを巡る論点を紹介する。

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、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共同保有者・公開買付規制の特別関係者」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. 「他の投資家との意見交換」と「共同保有者」、「特別関係者」

「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（図表1）。しかし、「日本版コード」は、機関投資家に（投資先）「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」ことを求めており（「日本版コード」原則7）、その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（「日本版コード」指針7-3）。

投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）に関連して、こうした「他の投資家との意見交換」を行った場合、「意見交換」を行った複数の機関投資家が、その意図に反して、大量保有報告制度上の「共同保有者」の関係にあると認定されてしまう懸念が指摘されている⁹。仮に、「共同保有者」の関係にあると認定されてしまうと、各々の保有分を合算して大量保有報告書の提出義務の有無を判断しなければならなくなる。

例えば、A社株式について株券等保有割合が4%（<5%）の機関投資家Xと、A社株式について株券等保有割合が2%である他の機関投資家Yがいるとしよう¹⁰。XもYも、単独では、その保有するA社株式について大量保有報告書の提出義務はない。しかし、XとYが、共通の投資先企業A社に関して「意見交換」した結果、両者が「共同保有者」の関係にあると認定されてしまうと、両者の保有分が合算されるため、（X及びYの）株券等保有割合は6%（=4%+2%>5%）となり、大量保有報告書の提出義務が生じることとなる。

同様の問題は、公開買付規制上の「特別関係者」についてもあてはまる。

このような問題意識から、どのような場合に「他の投資家との意見交換」を行った機関投資

⁹ 「法的論点」p.8、「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」（以下、「英文回答」、下記金融庁のウェブサイトに掲載）No.30、有識者検討会の第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）など参照。

（「英文回答」）<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/03.pdf>

（第2回会合議事録）<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20130918.html>

（第4回会合議事録）<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20131127.html>

¹⁰ ここでは説明の便宜上、引渡義務・引渡請求権等の対象となっている株式や、新株予約権などの潜在株式は存在しないものと仮定している。

家同士が「共同保有者」や「特別関係者」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¹¹。

2. 「共同保有者」、「特別関係者」とは

大量保有報告書の提出義務の有無を判断する株券等保有割合の算定に当たっては、保有者本人だけではなく、保有者と一定の関係にある「共同保有者」が保有する株券等も合算して計算する（金融商品取引法 27 条の 23 第 4 項参照）。これは、「複数の保有者が、株券等の取得・処分や議決権等の株主権の行使について共同して行うことを合意している場合には、各保有者が個別に自己の保有分を開示するだけでは、大量保有の状況の実態が必ずしも適切に開示されない」¹²ため、と説明されている。

「共同保有者」には、大きく実質基準による「共同保有者」（実質的共同保有者）と、一定の親族関係や資本関係といった形式基準による「共同保有者」（みなし共同保有者）がある。その概略を示すと次の通りである（金融商品取引法 27 条の 23 第 5 項・第 6 項、金融商品取引法施行令 14 条の 7 第 1 項）。

①実質基準による「共同保有者」（実質的共同保有者）

保有者との間で共同して「当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の株主としての議決権その他の権利を行使すること」を合意している者

②形式基準による「共同保有者」（みなし共同保有者）

原則、保有者本人と次のいずれかの関係にあるもの

◇夫婦の関係

◇議決権 50%超を所有する支配株主等と被支配会社の関係

◇共通の支配株主等を有する被支配会社同士の関係（いわゆる兄弟会社関係）

◇実質支配力基準による子会社（組合に限る）と親会社の関係

「日本版コード」との関係で問題となるのは、このうち①（実質基準）についてである。すなわち、機関投資家同士が、投資先企業との「目的を持った対話」（エンゲージメント）について

¹¹ 「法的論点」p. 8、「英文回答」No. 30、有識者検討会の第 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）議事録など参照。

¹² 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. 175。

「他の投資家との意見交換」を行う行為が、「株主としての議決権その他の権利を行使すること」に関する合意の形成であるなどと判断される可能性が懸念されているのである。

同様のことは、公開買付規制上の「特別関係者」についてもあてはまる。すなわち、公開買付けの実施の要否を判断する株券等所有割合の算定に当たっては、買付者本人だけではなく、買付者と一定の関係にある「特別関係者」が保有する株券等も合算して計算する（金融商品取引法 27 条の 2 第 8 項参照）。

「特別関係者」にも、「共同保有者」と同様、大きく実質基準による「特別関係者」と、形式基準による「特別関係者」がある。その概略を示すと次の通りである（金融商品取引法 27 条の 2 第 7 項、金融商品取引法施行令 9 条参照）。

①実質基準による「特別関係者」

買付者との間で共同して、「当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、若しくは当該株券等の発行者の株主としての議決権その他の権利を行使すること又は当該株券等の買付け等の後に相互に当該株券等を譲渡し、若しくは譲り受けること」を合意しているもの

②形式基準による「特別関係者」

(買付者が個人の場合)

- ◇買付者の配偶者、一親等内の血族・姻族
- ◇買付者が特別資本関係（原則、議決権の 20%以上）を有する法人等及びその役員

(買付者の法人等の場合)

- ◇買付者の役員
- ◇買付者が特別資本関係を有する法人等及びその役員
- ◇買付者に対して特別資本関係にある個人、法人等、その法人等の役員（買付者の上位）

ここでも「日本版コード」との関係で問題となるのは、①（実質基準）における「株主としての議決権その他の権利を行使」することの合意と、「目的を持った対話」（エンゲージメント）についての「他の投資家との意見交換」との関係である。

3. 金融庁の見解

金融庁は、大量保有報告制度に関する法令解釈として、既に「株券等の大量保有報告に関す

る Q&A¹³（以下、「大量保有報告 Q&A」）を公表している。この中で、「共同保有者」に関して、概ね、次のような見解を示している。

- ①「合意」には、口頭の合意も含まれる（「大量保有報告 Q&A」問 20）。つまり、共同して議決権を行使することなどを、書面によらず口頭で合意した場合も「共同保有者」に該当する。
- ②片方が一方的に相手方と同じ行動をとろうという意思を持っているにすぎず、両者の間に何らの意思の連絡もない場合（いわゆる片面的意思）、（共同して議決権を行使することなどを）「合意」している者（＝共同保有者）には該当しない（同問 21）。
- ③議決権行使について話し合ったにとどまる場合は、共同保有者には該当しない。ただし、その話し合いにおいて、共同して議決権を行使することを合意した場合、その時点で共同保有者に該当する（同問 22）。
- ④共同して株主提案権を行使した場合は、共同保有者に該当する（問 23）。

今回の「法的論点」では、従来のこれらの解釈（特に③と④）をベースとしつつ、「日本版コード」の下での「他の投資家との意見交換」で想定される具体的な事例に即して、次のような Q&A を示している（各 Q&A のタイトルは便宜上、筆者が付した）。なお、「日本版コード」に伴う「共同保有者」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。

(A)意見交換、共同での申入れ

（問）株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、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、投資先企業に対話の場を設けるよう共同で申し入れる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、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

（答）「共同保有者」に該当するためには、「共同して**株主としての議決権その他の権利**を行使すること」を合意する必要があります（法第 27 条の 23）。

当該「株主としての議決権その他の権利」とは、「**議決権の他、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など、株主としての法令上の権利**」を指すものと考えられます。

したがって、**法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意**にすぎない場合には、基本的に、当該「他の投資家」は、「共同保有者」には**該当しない**と考えられます。

（出所）「法的論点」p. 11

¹³金融庁のウェブサイト（<http://www.fsa.go.jp/news/23/sonota/20120123-1.html>）に掲載されている。なお、ここに掲載されているのは、平成 24 年 1 月 23 日付の追加を反映したものである。

(B)議決権行使予定の一致

(問) 株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、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、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

(答) 「共同保有者」に該当するためには、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使すること」を「合意」している必要があります（法第 27 条の 23）。

ここでいう「合意」は、単なる意見交換とは異なり、相互又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）性質のものを指すものと考えられます。

したがって、「他の投資家」との話合い等において、各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状態では、基本的に、当該「他の投資家」は「共同保有者」には該当しないものと考えられます。

(出所)「法的論点」p. 11

前記(A)では、共同保有者に該当するか否かを判断する上で、合意の有無が問題となる「株主としての議決権その他の権利」とは、「株主としての法令上の権利」であるとして、その定義を明確化している。その結果、投資先企業に対話の場を設けるような共同で申し入れる活動などについては、「法令上の権利行使」について合意したものではないことから、共同保有者には該当しないとの見解を示している。

前記(B)では、「合意」とは、「相互又は一方の行動を約する」性質のものであるとして、その定義を明確化している。その結果、双方の議決権行使の予定が「たまたま一致したに過ぎないような」場合は、「相互又は一方の行動を約する」ものではないことから、共同保有者には該当しないとの見解が示されている。

なお、これらの Q&A は、大量保有報告制度の「共同保有者」を前提として説明されているが、公開買付規制上の「特別関係者」についても「同様の解釈が当てはまるものと考えられる」¹⁴。

4. 若干のコメント（私見）

今回、「法的論点」で示された「共同保有者」に関する見解は、基本的に、従来の解釈と大きく異なるものではないが、これまで必ずしも明らかではなかった「株主としての議決権その他の権利」や「合意」を巡る解釈を明確化した点で意義があると考えられる。

¹⁴ 「法的論点」p. 11。

もっとも、現実の問題として、投資先企業に経営方針等の変更を共同で求めるにせよ、議決権行使の予定を相互に伝え合うにせよ、必ずしもそれ単独で活動が完結するとは限らないことには注意が必要だろう。

例えば、複数の機関投資家が、投資先企業に経営方針等の変更を共同で求めることに合意して、実際に共同で申し入れたところ、投資先企業はこれを拒否したとしよう。これに対して、機関投資家としては、投資先企業の「問題の改善に努める」べく、徐々に活動を強化し（エスカレート）、最終的に議決権行使などの「法令上の権利」の行使に至るという展開も、十分、起こり得る。このようなケースにおいて、活動に参加した機関投資家の間で、どの時点で、どこまでの「合意」が形成されているかを的確に判断することは、容易ではないように思われる。

私見だが、「合意」は、あくまでも「法令上の権利」の行使を伴わない（投資先企業に対する）「申入れ」などの範囲にとどめ、「申入れ」などが不調に終わった場合の議決権行使等の対応についての「合意」は行わず、各機関投資家が自ら定めた方針等に従って自主的に判断するのだ、と整理できれば、それが望ましいと思われる。もっとも、こうした対応が実現可能か否かは、別途、検討が必要となるだろう。

また、議決権行使の予定の相互伝達についても、機関投資家が、各々の予定を純粹に伝え合うだけであれば問題は少ないだろう。しかし、互いに議決権行使の予定を伝え合った上で、その内容についてディスカッションを行うといったケースも想定し得る。このような場合、状況によっては、純粹に「各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎない」と言い切れないような場面が発生することもあり得るように思われる。

いずれにせよ、「日本版コード」に伴う「共同保有者」など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り、具体的に想定されるさまざまな場面について、今回の「法的論点」を踏まえながら、個別に検討する必要があるだろう。