

2017年8月9日 全19頁

改訂日本版スチュワードシップ・コード
集团的エンゲージメントを巡る論点金融調査部 主任研究員
横山 淳

[要約]

- 2017年5月29日、日本版スチュワードシップ・コードの改訂版が公表された。その中には、重要な改訂項目の一つとして、集团的エンゲージメントが盛り込まれている。すなわち、同コード（改訂版）は、必要に応じ、集团的エンゲージメントが「有益な場合もあり得る」としている。
- 集团的エンゲージメントを実行するに当たっては、その場での情報伝達について、インサイダー取引規制、法人関係情報規制、フェア・ディスクロージャー・ルール上の問題が生じる可能性がある。
- さらに、集团的エンゲージメントの内容によっては、大量保有報告制度上の問題（「重要提案行為等」、「共同保有者」）が生じる可能性もある。
- これらの問題については、2014年の日本版スチュワードシップ・コード制定時に金融庁が公表した見解なども踏まえて、適切な対応をとることが求められるだろう。

はじめに～日本版スチュワードシップ・コードの改訂～	2
1. 改訂版コードのポイント	3
2. 集团的エンゲージメントに係る改訂事項	5
3. 集团的エンゲージメントとインサイダー取引規制	6
(1) インサイダー取引規制とは	6
(2) インサイダー取引規制とエンゲージメント	8
(3) 集团的エンゲージメントの場合	9
4. 集团的エンゲージメントと法人関係情報規制	10
(1) 法人関係情報規制とは	10
(2) 法人関係情報規制とエンゲージメント	10

(3) 集团的エンゲージメントの場合.....	10
5. 集团的エンゲージメントとフェア・ディスクロージャー・ルール.....	11
(1) フェア・ディスクロージャー・ルールとは.....	11
(2) フェア・ディスクロージャー・ルールとエンゲージメント.....	12
(3) 集团的エンゲージメントの場合.....	14
6. 集团的エンゲージメントと大量保有報告制度.....	15
(1) 大量保有報告制度とは.....	15
(2) 大量保有報告制度とエンゲージメント.....	16
(3) 集团的エンゲージメントの場合.....	18

はじめに～日本版スチュワードシップ・コードの改訂～

2017年5月29日、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（以下、日本版 SS コード）の改訂版が取りまとめられた¹（以下、特に、改訂後の日本版 SS コードを指す場合には「改訂版コード」と呼ぶ）。

日本版 SS コードは、当初から、「おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討する」こととされていた（改訂前の日本版 SS コード前文15項。なお、改訂版コードの前文14項も同じ）。2014年の日本版 SS コード制定から本年（2017年）で3年を迎えることとなることから、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（以下、フォローアップ会議）やスチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（以下、有識者検討会）において、改訂に向けた議論が進められてきた。

その結果、フォローアップ会議の意見書（「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方～企業の持続的な成長に向けた『建設的な対話』の充実のために～」²）や、有識者検討会における議論などを踏まえて、このたび、日本版 SS コードが改訂されることとなったものである。

なお、「プリンシプルベース・アプローチ」を採用する日本版 SS コードの性質上、改訂項目について、特段の適用開始日などは定められていない。ただし、現在同コードを受け入れている機関投資家に対しては、改訂版コードの公表（2017年5月）の遅くとも6カ月後（2017年11月末）までに、改訂内容に対応した公表項目の更新を行うことが「期待」されている³。

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

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

³ スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会「スチュワードシップ・コード改訂に当たって」（平成29年5月29日、改訂版コードに掲載されている）7項。

1. 改訂版コードのポイント

改訂前の日本版 SS コードは、7つの原則（プリンシプル）と、これを敷衍する 21 の指針から成り立っていた。

これらのうち 7 つの原則（プリンシプル）については、改訂版コードにおいても変更は加えられていない。他方、指針については、その数が 21 から 30 に増加したほか、内容面でも重要な変更がなされている。

改訂版コードにおける（改訂前からの）変更点は多岐にわたるが、その主なポイントをまとめると次のようになるだろう。

①アセットオーナーによる実効的なチェック

◇アセットオーナーは、「可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべき」（改訂版コード指針 1-3）

◇（アセットオーナーが、自らスチュワードシップ活動を行わない場合）「運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべき」（同前）

◇アセットオーナーは、「運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべき」（改訂版コード指針 1-4）

◇アセットオーナーは、「運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべき」（同指針 1-5）

②運用機関のガバナンス、利益相反管理等

◇運用機関は、「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し……中略……顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべき」（改訂版コード指針 2-2）

◇運用機関は、「例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべき」（同指針 2-3）

◇運用機関の経営陣は、「ガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべき」（同指針 2-4）

◇機関投資家の経営陣は、「スチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない」（同指針 7-2）

◇機関投資家の経営陣は、「自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための

組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべき」（同前）

③パッシブ運用における対話等

◇機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、「より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべき」（改訂版コード指針 4-2）

④議決権行使結果の公表の充実（個別開示）

◇機関投資家は、「議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべき」（改訂版コード指針 5-3）

◇機関投資家が、「議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明すること」も推奨（「可視性を高めることに資する」とされている、同前）

⑤運用機関の自己評価

◇運用機関は、「本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべき」（改訂版コード指針 7-4）

⑥議決権行使助言会社

◇議決権行使助言会社は、「企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべき」（改訂版コード指針 5-5）

◇議決権行使助言会社は、「業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべき」（同前）

⑦集团的エンゲージメント

◇集团的エンゲージメントの明記（「必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」とされている、改訂版コード指針 4-4）

⑧ESG 要素

◇機関投資家による投資先企業の状況の把握につき、ESG 要素を明記（改訂版コード指針 3-3、脚注 7）

⑨コンプライ・アンド・エクスプレインの推奨

◇「原則を実施しつつ、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことも、顧客・受益者から十分な理解を得る観点からは、有益である」（改訂版コード前文 12）

これらのうち、①～⑤は、フォローアップ会議の意見書で提言されていた事項である。⑥～⑨は、基本的には、有識者検討会での議論を受けて盛り込まれた事項である。

いずれも重要な内容ではあるが、本稿では「⑦集团的エンゲージメント」を巡る論点を取り上げて、改訂版コードにおける（改訂前からの）主な変更点を紹介し、金融商品取引法などとの関係で想定される論点を整理したい。なお、本稿中、意見にあたる部分は、あくまでも筆者の私見であることを、予め、お断りしておく。

2. 集团的エンゲージメントに係る改訂事項

改訂版コードは、新たに次の指針を設けて、集团的エンゲージメントについて定めている。

指針 4-4

機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

集团的エンゲージメントとは、上記の指針 4-4 にもあるように、日本版 SS コード原則 4 が定める「投資先企業との建設的な『目的を持った対話』」を、複数の機関投資家が協働で行うことを意味している。改訂版コードは、「集团的エンゲージメント」を明記し、必要に応じて、これを実行することが「有益な場合もあり得る」としている。

「有益な場合もあり得る」としていることから、改訂版コードは、機関投資家が、必ず集团的エンゲージメントに取り組むように要求するものではない。あくまでも、機関投資家が、投資先企業との間で対話を行う際の「選択肢の一つ」として示しているにすぎない（金融庁「改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」（以下、パブコメ回答）No. 19）。

有識者検討会での議論でも、集团的エンゲージメントを積極的に肯定する意見と、これに懐疑的な意見の両論がある中で、最終的には、「コードに集团的エンゲージメントという文言が形式上存在しないということで、こうした取組みは行えないのではないか」というご指摘も頂戴し

ているところをごさいまして、今回の改訂に当たって確認的に集团的エンゲージメントの文言を盛り込むことにさせていただいたもの⁴、すなわち、日本版 SS コードが集团的エンゲージメントを否定しているわけではないことを明確化するための改訂であると説明されている。

これを踏まえれば、改訂版コードに基づいて集团的エンゲージメントに参加するか否か、参加するとしてどのような形で参加するのかは、各機関投資家が、自らの受託者責任などを踏まえて判断することになる⁵。仮に、集团的エンゲージメントに参加しなかったとしても、その機関投資家は、エクスプレインとして「実施しない理由」を説明する義務はないと考えられる（パブコメ回答 No. 21）。

以下では、集团的エンゲージメントを行うに当たって、金融商品取引法上の主な論点として、次のものを取り上げて、考察したい。

- ◇インサイダー取引規制（⇒3.）
- ◇法人関係情報規制（⇒4.）
- ◇フェア・ディスクロージャー・ルール（⇒5.）
- ◇大量保有報告制度（⇒6.）

3. 集团的エンゲージメントとインサイダー取引規制

(1) インサイダー取引規制とは

インサイダー取引規制は、大まかに「会社関係者によるインサイダー取引規制」と「公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制」に分類される。それぞれ、概ね、次のような内容となっている⁶（金融商品取引法 166 条、167 条）。違反者は、刑事罰（同 197 条の 2 第 13 号など）や課徴金（同 175 条）の対象とされる。

⁴ 平成 29 年 3 月 22 日開催スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第 3 回）議事録（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170322.html>）田原企業開示課長説明。

⁵ この点について、機関投資家による議決権行使助言会社の利用と同様の懸念が、集团的エンゲージメントについてもあるとの指摘があることは重要だと思われる（平成 29 年 2 月 17 日開催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）議事録（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html>）小口俊朗メンバー（ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン）発言など）。

⁶ 2013 年の金融商品取引法等の改正により、投資法人の投資口（いわゆる REIT など）もインサイダー取引規制の対象とされている（2014 年 4 月 1 日施行）。ここでは、説明の便宜上、株式会社を前提としている。

【会社関係者によるインサイダー取引規制（金融商品取引法 166 条）】

- ①上場会社等の役員や従業員、あるいは大株主や顧問弁護士などといった「会社関係者」は、
- ②その職務や権限に関連して、新株の発行、合併、災害による損失、業績予想の変動などのような「重要事実」を知った場合、
- ③その事実が「公表」されるまでの間は、
- ④その会社の株式など（特定有価証券等）の売買等を行ってはならない（注）。

（注）いわゆる「売り」・「買い」の両方が禁止される。

【公開買付者等関係者によるインサイダー取引規制（金融商品取引法 167 条）】

- ①上場株式等の公開買付け又はこれに準ずる行為（公開買付け等）をする者（公開買付者等）の役員や従業員、あるいは大株主や顧問弁護士などといった「公開買付者等関係者」は、
- ②その職務や権限に関連して、「公開買付け等の実施（中止）に関する事実」を知った場合、
- ③その事実が「公表」されるまでの間は、
- ④その上場株式等（又はその発行会社の一定の有価証券など）の買付け等（売付け等）を行ってはならない（注）。

（注）「公開買付け等の実施に関する事実」の場合は、「買付け等」が禁止され、「公開買付け等の中止に関する事実」の場合は、「売付け等」が禁止される。

「会社関係者」、「公開買付者等関係者」のほか、これらの者から重要事実の伝達を受けた者等（第一次情報受領者）にも、同様の規制が課されている（金融商品取引法 166 条 3 項、167 条 3 項）。

加えて、自ら売買等を行わない場合であっても、一定の情報伝達・取引推奨行為自体が禁止されている⁷（2014 年 4 月 1 日施行）。具体的には、会社関係者（公開買付者等関係者）が、重要事実（公開買付け等の実施（中止）に関する事実）の公表前に相手方に取引させることにより、利益を得させ、又は損失の発生を回避させる目的をもって（主観的要件）、情報伝達・取引推奨を行うことが禁止される（金融商品取引法 167 条の 2）。また、その情報伝達・取引推奨を受けた者が、実際に売買等を行った場合（取引要件）、情報伝達・取引推奨を行った者は刑事罰（同 197 条の 2 第 14、15 号など）や課徴金（同 175 条の 2）の対象とされる。

⁷ 詳細は、拙稿「情報伝達行為等に対するインサイダー取引規制」（2013 年 5 月 15 日付大和総研レポート）など参照。

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20130515_007165.html

(2) インサイダー取引規制とエンゲージメント

日本版 SS コードは、「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能である」とした上で、「対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべき」との考え方を示している（改訂前の指針 4-3、改訂版コードでは指針 4-5）。

すなわち、日本版 SS コードは、「目的を持った対話」（エンゲージメント）には、「未公表の重要事実」の授受は不要であり、基本的に、インサイダー取引規制上の問題を惹き起こすことはないとの考え方を採用している。

しかし、インサイダー取引規制上の重要事実の範囲は、形式的に画されているわけではないため⁸、事前に、何が重要事実に該当するかを正確に予測することは困難である。その結果、例えば、投資先企業の経営状況などについての踏み込んだ「対話」が、事後的に、未公表の重要事実の授受に該当すると判断されるリスクを完全に拭い去ることは困難だと考えられる。そのため、日本版 SS コードの制定当初から、インサイダー取引規制とエンゲージメントとの関係は、重要な論点となっていた。

この問題について、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」⁹（以下、「法的論点」）の中で、概ね、次のような見解を示していた。

① 投資先企業と情報伝達・取引推奨行為（注）

「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、通常の場合には、『重要事実の公表前に（機関投資家に）売買等をさせることにより他人（機関投資家）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、情報伝達・取引推奨規制の対象にはならない」¹⁰との解釈が示されている。

② 機関投資家による未公表の重要事実の授領

「機関投資家が、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために『未公表の重要事実』を受領する必要があると考える場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、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上で対話に臨む必要がある」¹¹とされている。

⁸ 例えば、重要事実の中には、「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」（金融商品取引法 166 条 2 項 4 号）などといった包括的な規定（いわゆるバスケット条項）が含まれている。なお、筆者自身は、インサイダー取引規制上の重要事実について、こうした包括的な規定が設けられていることは、潜脱・脱法行為防止の観点から必要だと考えている。

⁹ 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。

¹⁰ 「法的論点」p. 14。

¹¹ 「法的論点」p. 14。なお、この内容は、改訂前の日本版 SS コード注釈 10、改訂後コード注釈 13 とほぼ同一の内容である。

つまり、「未公表の重要事実」を受領するのであれば、適切な措置を講じた上で、対話に臨むことが求められる。

(注) 金融庁「情報伝達・取引推奨規制に関する Q&A」(平成 25 年)も参照。金融庁のウェブサイト (<http://www.fsa.go.jp/news/25/syouken/20130912-1/01.pdf>) に掲載されている。

上記②の見解は、投資先企業との「建設的な『目的を持った対話』」(原則 4) が、インサイダー取引規制の「免罪符」とはならないことを明確に示しているものと言えるだろう。

これらの見解は、基本的には、現在においても、後述 5 のフェア・ディスクロージャー・ルールが導入された後においても、維持されるものと考えられる(「パブコメ回答」No. 22 参照)。

(3) 集团的エンゲージメントの場合

前記(2)のインサイダー取引規制とエンゲージメントとの関係は、集团的エンゲージメントについても当てはまるものと考えられる。

仮に、集团的エンゲージメントに参加している機関投資家が多数であったとしても、その集团的エンゲージメントの場における情報提供は、インサイダー取引規制上の「公表」手続に該当するわけではない。すなわち、別途、インサイダー取引規制上の「公表」手続がとられるまでは、伝達された重要事実は「未公表」のままであり、集团的エンゲージメントの場でその伝達を受けた機関投資家が、その投資先企業の株式を売買等すれば、インサイダー取引規制に抵触することになる。

さらに、実質面に照らしても、集团的エンゲージメントの場において未公表の重要事実を提供する行為は、集团的エンゲージメントの参加者と、それに参加できない一般投資家・個人投資家との間で、情報入手の機会の不平等を生じるものであることは否めない。

これらを踏まえれば、集团的エンゲージメントの主催者は、その集团的エンゲージメントのテーマなどに照らして、「投資先企業と踏み込んだ対話を行うために『未公表の重要事実』を受領する必要があると考えられる場合」には、参加を検討する**機関投資家に対して**、「当該企業の株式の売買を停止するなど、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上で、その集团的エンゲージメントでの対話に臨む必要がある」旨を**周知徹底**することが求められるであろう。

加えて、集团的エンゲージメントに参加する機関投資家も、自ら、その場において「投資先企業と踏み込んだ対話を行うために『未公表の重要事実』を受領する必要があると考える場合」はもちろん、テーマなどに照らして、投資先企業と踏み込んだ対話を集团的に進める中で、「未公表の重要事実」を受領してしまう蓋然性が高いと判断される場合にも、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上で、その集团的エンゲージメントでの対話に臨む必要があるだろう。

4. 集团的エンゲージメントと法人関係情報規制

(1) 法人関係情報規制とは

法人関係情報とは、次の情報をいう（金融商品取引業等に関する内閣府令（以下、金商業等府令）1条4項14号）。

- ◇上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって顧客の投資判断に影響を及ぼすと認められるものに係る公表されていない情報
- ◇公開買付け、これに準ずる株券等の買集め及び公開買付けの実施又は中止の決定に係る公表されていない情報

金融商品取引業者等（金融商品取引業者及び登録金融機関）は、受領した法人関係情報について、（有価証券発行者の）法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止（金融商品取引法 38条8号、金商業等府令 117条1項14号）、法人関係情報に基づく、自己の計算における（その法人関係情報に係る）有価証券取引等の禁止（同 16号。ただし、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者が対象）、不公正な取引の防止を図るために必要かつ適切な情報管理（金融商品取引法 40条2号、金商業等府令 123条1項5号）などが義務付けられている。違反者は、業務改善命令や業務停止などの行政処分の対象となり得る（金融商品取引法 51条、51条の2、52条1項6号、52条の2第1項3号など）。

これらはインサイダー取引の未然防止のための規制だと説明されている¹²。

(2) 法人関係情報規制とエンゲージメント

金融商品取引業者等に該当する機関投資家が、エンゲージメント活動を通じて、法人関係情報を入手した場合にも、前記(1)の法人関係情報規制が課されるものと考えられる。

インサイダー取引の未然防止という趣旨を踏まえれば、当然のことだと言えるだろう。

(3) 集团的エンゲージメントの場合

前記(2)の点は、金融商品取引業者等に該当する機関投資家による集团的エンゲージメントに

¹² 松尾直彦『金融商品取引法』（商事法務、2011年）p. 396、黒沼悦郎『金融商品取引法』（有斐閣、2016年）pp. 561-562 など参照。

についても当てはまるものと考えられる。

インサイダー取引規制の問題と同様、集团的エンゲージメントの主催者は、その集团的エンゲージメントのテーマなどに照らして、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために「法人関係情報」を受領する必要があると考えられる場合には、参加を検討する**機関投資家に対して**、「法人関係情報の管理などが適切に行われるための措置を講じた上で、その集团的エンゲージメントでの対話に臨む必要がある」旨を**周知徹底**することが求められるであろう。

加えて、集团的エンゲージメントに参加する機関投資家も、自ら、その場において、投資先企業と踏み込んだ対話を行うために「法人関係情報」を受領する必要があると考えられる場合はもちろん、テーマなどに照らして、投資先企業と踏み込んだ対話を集团的に進める中で、「法人関係情報」を受領してしまう蓋然性が高いと判断される場合にも、受領した法人関係情報の管理などが適切に行われるための措置を講じた上で、その集团的エンゲージメントでの対話に臨む必要があるものと思われる。

5. 集团的エンゲージメントとフェア・ディスクロージャー・ルール

(1) フェア・ディスクロージャー・ルールとは

フェア・ディスクロージャー・ルールとは、一般に、「公表前の内部情報を発行者が第三者に提供する場合に当該情報が他の投資家にも提供されることを確保するルール」¹³と説明されている。すなわち、投資判断に重要な影響を与えるような情報（例えば、業績予想の大幅な修正など）で未公表のものを、特定の第三者（例えば、大株主、アナリストなど）にのみ提供すること（選択的開示（selective disclosure））は、原則として、許されない。仮に、特定の第三者に提供するのであれば、その情報が他の不特定多数の投資者にも同時に（あるいは速やかに）提供されるように必要な対応を行わなければならない、というルールである。

フェア・ディスクロージャー・ルールは、米国やEUなどで既に導入されている。わが国においても、2017年5月17日に可決・成立した「金融商品取引法の一部を改正する法律」（以下、金商法改正法）により、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されることとなった¹⁴。

金商法改正法により、わが国において導入されるフェア・ディスクロージャー・ルールは、大枠として、次のような内容である¹⁵（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1

¹³ 平成 28 年 12 月 7 日「金融審議会 市場ワーキング・グループ フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース報告～投資家への公平・適時な情報開示の確保のために～」(以下、タスクフォース報告) p. 1.

http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20161222-1/03.pdf

¹⁴ 施行日は、公布日（2017年5月24日）から起算して1年を超えない範囲内の政令指定日とされている（金商法改正法附則1条）。

¹⁵ 詳細は、拙稿「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入」（2017年6月8日付大和総研レポート）参照。

項)。

「上場会社等、上場投資法人等の資産運用会社、それらの役員等」が、その業務に関して、金融商品取引業者などといった**「取引関係者」**に、その上場会社等の（未公表の）**「重要情報」**の伝達を行う場合には、その伝達と同時に、その重要情報を**「公表」**しなければならない。

ここでいう「重要情報」とは、次のものをいうとされている（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 1 項）。

当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する公表されていない重要な情報であって、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの

これは、前記 3 のインサイダー取引規制上の重要事実（特に、いわゆるバスケット条項（「当該上場会社等の運営、業務又は財産に関する重要な事実であって投資者の投資判断に著しい影響を及ぼすもの」（金融商品取引法 166 条 2 項 4 号））や、前記 4 の法人関係情報と類似しているが同じではない。本稿では詳細は割愛するが¹⁶、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた審議が行われた「金融審議会 市場ワーキング・グループ フェア・ディスクロージャー・ルール・タスクフォース」（以下、タスクフォース）における議論や、条文の文言を踏まえれば、インサイダー取引規制上の重要事実よりは広く、法人関係情報よりは狭いというのが、一般的な理解であろう¹⁷。

(2) フェア・ディスクロージャー・ルールとエンゲージメント

「プリンシプルベース・アプローチ」を採用する日本版 SS コードの性質上、対象となる「機関投資家」の定義が明確には定められていない。加えて、本稿執筆時点では、まだ、導入されるフェア・ディスクロージャー・ルールの細則を定める政令・内閣府令は制定されていない。そのため、現時点では確定的なことは言えないが、一般論として、エンゲージメントが機関投資家とその投資先企業（上場会社）との対話である以上、仮に、その場で、未公表の「重要情報」が伝達されれば、通常、フェア・ディスクロージャー・ルールにより、その投資先企業（上

http://www.dir.co.jp/research/report/law-research/securities/20170608_012052.html

¹⁶ 詳細は、拙稿「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入」（2017 年 6 月 8 日付大和総研レポート）参照。

¹⁷ 辰巳郁「フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に関する金融商品取引法改正法案」（『資料版/商事法務 No. 397』（2017 年 4 月号）） p. 10 など参照。

場会社)は、その機関投資家に伝達された「重要情報」を「公表」しなければならないものと考えられる。

ただ、フェア・ディスクロージャー・ルールにより、「公表」の義務が生じるのはあくまでも情報の発信者である投資先企業(上場会社)である。これを裏返せば、情報の受領者である機関投資家が負うスチュワードシップ責任については、理論上、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されたとしても、直接的な影響は生じないとも考えられる。

加えて、エンゲージメントの目的は、「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こと」だとされている(指針4-1)。そのため、実務家からは「エンゲージメントは、そもそも中長期的課題についてその共有や協働での解決策の検討等を行うもので、しかも解決策の提示や実効をエンゲージメントミーティングのその場で求めるものではありませんから、基本的に、フェア・ディスクロージャー・ルールが導入されても変化はないといえます」¹⁸との見解が示される場合もある。

もっとも、エンゲージメント(対話)が、機関投資家と投資先企業(上場会社)のどちらが欠けても成り立たない以上、一方の当事者に生じた影響から他の当事者が無縁でいられるとは考えにくい。フェア・ディスクロージャー・ルールの導入を受けた上場会社の対応が、結果的に日本版SSコードに基づくエンゲージメントにも間接的な影響を及ぼすことは十分に考えられよう。仮に、上場会社が、公表された情報以外は一切口にしないとといった過度にディフェンシブな行動をとれば、円滑なエンゲージメント(対話)が困難になるだろう。

フェア・ディスクロージャー・ルールの導入に向けた審議が行われたタスクフォースでも、こうした懸念は共有されていたようである。その結果、タスクフォースの報告書の中では、フェア・ディスクロージャー・ルール導入の意義が、(上場会社と)「投資家との対話を促進する」点や、「いわゆる『早耳情報』に基づく短期的なトレーディングを行うのではなく、中長期的な視点に立って投資を行うという投資家の意識変革を促す」点にあることを強調している¹⁹。

この見解は、裏返して言えば、フェア・ディスクロージャー・ルールが規制するのは「早耳情報」をはじめとする情報の選択的な伝達であって、日本版SSコードが想定する中長期的な視点に立った対話を規制する意図はない、言い換えれば、中長期的な視点に立った対話は、フェア・ディスクロージャー・ルールの導入後も積極的に行うべきである、というスタンスを示したものであるように、筆者には思われる。

加えて、タスクフォースは、フェア・ディスクロージャー・ルールの対象となる情報の範囲について、「情報の受領者である投資家においても、発行者から提供される情報が本ルールの対象となるかどうかの判断が可能となるようにし、本ルールの対象となると思料する場合には発行者に対して注意喚起できる」ようにすることで「発行者と投資家の対話の中で何が重要な情

¹⁸ 三瓶裕喜「わが国における建設的対話における諸論点—投資家の立場から—」(『旬刊商事法務 No. 2136』(2017年6月15日号)) p. 45 参照。

¹⁹ タスクフォース報告 p. 2。

報であるかについて、プラクティスを積み上げることができるようにすることが望ましい」と述べている²⁰。これは、筆者には、フェア・ディスクロージャー・ルールのカギとなる「重要な情報」の範囲についても、機関投資家と投資先企業との「認識の共有を図るとともに、問題の改善に努める」べく（原則4）、日本版 SS コードに基づくエンゲージメント（対話）を活用することを提案するものであるように感じられる。対象となる情報の範囲などは、厳密には異なるが、機関投資家の側から投資先企業に対して「公表」を促す（注意喚起する）手段があることは、前記3のインサイダー取引規制、前記4の法人関係情報規制への対応の観点からも重要であると思われる。

そもそも、フェア・ディスクロージャー・ルールの本旨は、情報に対する公平なアクセス確保にあると考えられる。その意味では、同ルールのポイントは、情報伝達の抑制よりも、むしろ「公表」にあると言えるだろう。そうしたフェア・ディスクロージャー・ルールの趣旨を踏まえ、機関投資家と投資先企業とのエンゲージメント（対話）を委縮させることのないよう、適切な運用がなされることを期待したい。

(3) 集团的エンゲージメントの場合

前記(2)の点は、基本的に、集团的エンゲージメントについても当てはまるものと考えられる。

フェア・ディスクロージャー・ルールのポイントが「公表」にあることを踏まえれば、一対一のやり取りが基本となる個別のエンゲージメントと比較して、集团的エンゲージメントは複数の機関投資家が参加する相対的にオープンな場での対話であり、むしろ、その内容の「公表」にも馴染みやすい性格を有するようと思われる。

金商法改正法では、フェア・ディスクロージャー・ルール上の公表手続について「内閣府令で定めるところにより、インターネットの利用その他の方法により公表」するものと定められており（金商法改正法に基づく金融商品取引法 27 条の 36 第 4 項）、発行会社のホームページによる公表が想定されている²¹。これを踏まえれば、例えば、発行会社のホームページで、集团的エンゲージメントの様態を動画配信したり、発言内容や資料などをアップしたりすることで対応することも考えられるだろう²²。

機関投資家の立場から、投資先企業に対して伝達を受けた重要な情報の「公表」を促す（注意喚起する）上でも、単独で行動する場合と比較して、集团的エンゲージメントの中で複数の

²⁰ タスクフォース報告 p. 2。

²¹ タスクフォース報告 p. 4、平成 29 年 4 月 14 日衆議院財務金融委員会における池田唯一政府参考人（金融庁総務企画局長）答弁（第百九十三回国会衆議院財務金融委員会議事録（第一四号））など参照。

²² ただし、ウェブ開示を認めるフェア・ディスクロージャー・ルールと、認めないインサイダー取引規制とで、「公表」手続が異なることに留意が必要である。すなわち、重要事実・公開買付け等事実に該当する情報の伝達が行われた場合、自社ウェブサイトに掲載すれば、フェア・ディスクロージャー・ルール上は「公表」したことになるが、インサイダー取引規制上は「未公表」のままという事態に陥ることとなる。

機関投資家と共に協働して行動する方が、より効果的であると考えられる。もちろん、協働して行動するためには、機関投資家の間で、何がフェア・ディスクロージャー・ルール上、公表すべき重要な情報であるかについて、コンセンサスができていくことが前提になるだろう。

6. 集团的エンゲージメントと大量保有報告制度

(1) 大量保有報告制度とは

大量保有報告制度とは、上場会社等に対する株券等保有割合が5%を超える者（＝大量保有者）に、「大量保有報告書」の提出を義務付け、その株券等保有割合、保有目的、保有する株券等の内訳、取得資金の内容などの開示を求める制度である（金融商品取引法27条の23、株券等の大量保有の状況の開示に関する内閣府令第一号様式など）。

大量保有報告書及び変更報告書の報告の方法としては、原則的な方法である「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」がある。それぞれの報告方法の概略を示すと図表のようになる。

図表 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²³。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可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

²³ 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。

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。

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²⁴。逆に、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為（重要提案行為等）を保有目的とする場合には、「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」²⁵から、特例報告の利用は認められない。

(2) 大量保有報告制度とエンゲージメント

エンゲージメントとの関係において、大量保有報告制度上、主要な論点となるのは、次の2点である。

①エンゲージメントを行う機関投資家同士は、どのような場合に、大量保有報告制度上の「共同保有者」に該当するか？

⇒該当すれば、株券等保有割合を合算しなければならない

②エンゲージメントを行う機関投資家の行動は、どのような場合に、大量保有報告制度上の「重要提案行為等」に該当するか？

⇒該当すれば、簡便な「特例報告」が利用できなくなる

これらの点について、金融庁は、「法的論点」の中で、次のような整理を行っている。

①については、金融商品取引法上、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」を合意している場合に、「共同保有者」に該当するとされること（金融商品取引法 27 条の 23 第 5 項）について、次のような見解を示している²⁶。

²⁴ 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。

²⁵ 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。

²⁶ 公開買付規制上の「特別関係者」についても同様の問題が指摘できるが、大量保有報告制度上の「共同保有者」と同様の解釈が当てはまるとの見解が「法的論点」の中で示されている。「法的論点」p. 11。

- (A) 「共同保有者」の該当性判断に当たって、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」の行使とは、「株主としての法令上の権利」の行使を指す。従って、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があるにすぎない場合には、基本的に、「共同保有者」には該当しない。
- (B) 「共同保有者」の該当性判断に当たって問題となる「合意」とは、相互又は一方の行動を約する性質のものを指す。従って、「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、「共同保有者」には該当しない。

②については、金融庁が、かつて、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出した見解（「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」²⁷（平成 18 年 12 月 13 日。以下、「金融庁の考え方（平成 18 年）」）を改めて確認している。具体的には、次の通りである（「金融庁の考え方（平成 18 年）」No. 90）。

次の（i）～（iii）の要件をすべて満たせば、原則として、「重要提案行為等」に該当する。

- (i) 提案の客観的内容が、重要な財産の処分又は譲受け、多額の借財、代表取締役の選定又は解職など、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) 提案が、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（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、「重要提案行為等」に該当する可能性は低い）
- (iii) 発行者の株主総会や役員に対して「提案」を行う行為に該当する（例えば、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、「重要提案行為等」に該当する可能性は低い）

これらの見解は、基本的には、現在においても、また、前述のフェア・ディスクロージャー・ルールの導入後においても、維持されるものと考えられる（「パブコメ回答」No. 20 参照）。

²⁷ 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。

(3) 集团的エンゲージメントの場合

大量保有報告制度とエンゲージメントの関係は、集团的エンゲージメントについても当てはまるものと考えられる（「パブコメ回答」No. 20 参照）。

すなわち、「共同保有者」の該当性については、集团的エンゲージメントの参加者間で、「株主としての法令上の権利」の行使について、相互又は一方の行動を約する性質の「合意」があったか否かが、重要な判断要素となるものと考えられる。

「重要提案行為等」の該当性については、集团的エンゲージメントが取り上げる内容（前記（i））、その目的（前記（ii））、その態様（「提案」行為に該当するか否か。前記（iii））が、重要な判断要素となるものと考えられる。

もともと、「共同保有者」の該当性と異なり、「重要提案行為等」の該当性は、単独でのエンゲージメントでも問題となり得るものであって、「集团的エンゲージメント」に固有の問題ではない。ただ、複数の機関投資家が協働して行う集团的エンゲージメントの場合、単独でのエンゲージメントと比較して、個々の機関投資家が行う「対話」の内容をコントロールすることが難しいという問題がある。そのため、他の参加者の行動によって、自分の意に反して「重要提案行為等」に該当してしまうという危険性が考えられる。

ともあれ、「共同保有者」の該当性にせよ、「重要提案行為等」の該当性にせよ、最終的には、個々の集团的エンゲージメント活動の実態に即して、個別に判断されるべきものだと思う。

こうした点について、「わが国の大量保有報告制度が、機関投資家による集团的エンゲージメント活動を阻害している」との主張があるようだ。しかし、筆者はこれに賛同することができない。

そもそも大量保有報告制度が求めているのは、あくまでも情報開示であって、特定の行為（「共同保有者」関係を結ぶことや、「重要提案行為等」を行うことなど）を禁止するものではない。

金融庁が「パブコメ回答」において指摘するように、仮に、ある集团的エンゲージメント活動が、「共同保有者」や「重要提案行為等」に該当する場合でも、「他の投資家の保有分も勘案しながら大量保有報告制度に対応する必要が生じたり、特例報告制度を利用できないといった効果が生じるにとどまり、**集团的エンゲージメントの実施自体が禁止されるものではありません**」（「パブコメ回答」No. 20。下線太字は筆者）ということになる。

言い換えれば、必要な情報開示を行えば、集团的エンゲージメントでかなり突っ込んだ議論を行ったとしても、大量保有報告制度上の問題はないということである。

一口に、エンゲージメント（対話）といっても、ざっくばらんな意見交換から、具体的な経営方針等の変更の要求まで多種多様である。「対話」を進める中で、投資先企業が抱える問題点が明らかになるにつれて、ある段階から次の段階へと「対話」の内容が強化（エスカレート）していくことは、十分に起こり得ることである。

こうした「対話」の段階がエスカレートする中で、どの段階に達したときに、「共同保有者」

や「重要提案行為等」を踏まえて、大量保有報告書やその変更報告書の提出が要求されるのかが明らかでないと、事後的に大量保有報告書や変更報告書の提出義務違反を問われるリスクを機関投資家として負うこととなる。

このような観点から、機関投資家が、集团的エンゲージメントに二の足を踏むのではないかと懸念すること自体は理解できる。ただ、前述の通り、これは大量保有報告制度そのものの問題ではない。

問題の所在の第一は、どの段階で大量保有報告書やその変更報告書を提出しなければ、エンフォースメントの対象になるのか、という予測可能性の問題である。そして、第二は、提出義務が生じる段階に踏み込まないように参加者をコントロールする、あるいは、提出義務が生じる段階に踏み込んだ場合に参加者が所要の報告書を提出することを確保する、いわば集团的エンゲージメントの「ガバナンス」の問題であると考えられる。

後者の集团的エンゲージメントの「ガバナンス」の問題については、主催者や参加者が自らの工夫によって解決すべき問題である。

前者の予測可能性の問題の解決には、確かに、当局の一定の関与は必要であろう。しかし、黙っていても、当局が自らガイドラインや運用指針などを示してくれると期待すべき性質のものではないだろう。例えば、ノーアクションレター（法令適用事前確認手続）などの仕組みを活用しながら、集团的エンゲージメントの実務者の側から積極的に働きかけて、当局とのエンゲージメント（対話）を通じて解決が図られるべき問題だと筆者には思われる。