

改訂日本版スチュワードシップ・コード ～3つの論点とその対応～

金融調査部 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（以下、改訂版SSコード）。改訂は、「形式」から「実質」への深化を目的として、機関投資家のスチュワードシップ活動の「見える化」を進めるものと評価できるだろう。

改訂版SSコードでは、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ることが求められている。独立社外取締役の活用や第三者委員会の構成が課題となろう。

より具体的な利益相反管理方針の策定なども要求されている。運用機関は、既に金融商品取引法などに基づく利益相反管理方針等も策定している。今後、これを必要に応じて見直しつつ、対応を進めることとなろう。

改訂版SSコードは、必要に応じ、集団的エンゲージメントが「有益な場合もあり得る」との規定を新設している。機関投資家としては、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・ルール上の問題なども考慮しつつ、参加の要否を判断することとなるだろう。

議決権行使結果の個別開示に対する関心も高い。これが機関投資家と投資先企業との対話の「深化」と相互理解に活用されることを期待したい。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 改訂版SSコードのポイント
- 3章 運用機関のガバナンスと利益相反管理
- 4章 集団的エンゲージメント
- 5章 議決権行使結果の公表の充実（個別開示）
- 6章 おわりに

1章 はじめに

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(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SS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SS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～」)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、「プリンシブルベース・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SS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¹。

本稿では、改訂版SSコードにおける主な改正内容を紹介した上で(2章)、今回の内容のうち、特に重要であり、関心も高いと考えられる「運用機関のガバナンスと利益相反管理」(第3章)、「集団的エンゲージメント」(第4章)、「議決権行使結果の公表の充実(個別開示)」(第5章)を取り上げて、その論点を整理し、対応のあり方を検証してみたい。

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、あらかじめ、お断りしておく。

2章 改訂版SS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(プリンシブル)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(プリンシブル)については、改訂版SS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SSコードにおける(改訂前からの)変更点は多岐にわたるが、その主な内容を整理すると図表1のようになる。

今回の改訂の目的は、「コーポレートガバナンス改革を『形式』から『実質』へと深化させていく」ことにあるとされている²。そして、そのため

1) 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SSコードに掲載されている)7項。

2) フォローアップ会議意見書。田原・染谷・安井(2017)p.16も参照。

図表1 改訂版SSコードのポイント

項目	内容
①アセットオーナーによる実効的なチェック	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SS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する事項や原則を運用機関に対して明確に示すべき」（同指針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	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SS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	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SS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）	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SS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	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SSコード指針7－4）
⑥議決権行使助言会社	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SS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集団的エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none"> ◇集団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を行うこと（集団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SSコード指針4－4）
⑧ESG要素	<ul style="list-style-type: none"> ◇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SS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	<ul style="list-style-type: none"> ◇「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SSコード前文12）

（出所）改訂版SSコードを基に大和総研金融調査部制度調査課作成

に機関投資家が「インベストメント・チェーン（最終受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ）におけるそれぞれの役割を認識し、企業の実情や取り巻く環境を踏まえながら、その持続的な成長に向けて、経営戦略を含む諸課題について、深度ある『建設的な対話』を行っていくことが必要」というのが、基本となる考え方だと言えるだ

ろう³⁾。

それでは、これらを実現するために、日本版SSコードはどのように改訂されたのであろうか。誤解を恐れずに言えば、私見だが、最終受益者を含む広い意味での市場参加者から見た、スチュワードシップ活動の「見える化」、すなわち、アセットオーナーを含む機関投資家のスチュワードシッ

3) フォローアップ会議意見書。田原・染谷・安井（2017）p.16も参照。

プ活動についての説明責任の強化と透明性の向上ではないかと筆者は考えている。

3章 運用機関のガバナンスと利益相反管理

1. 改訂事項とその論点

1) 利益相反管理方針の具体化

日本版SSコードは、改訂前から（アセットオーナーを含む）機関投資家に対して利益相反管理方針の策定・公表を求めてきた（改訂前の指針2－2）。これに加えて、改訂版SSコードは、特に、運用機関（アセットマネージャー）を対象に、より具体的な内容を盛り込んだ方針の策定・公表を要求している（改訂版SSコード指針2－2後段）。

指針2－2（前略）

特に、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、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、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、これを公表すべきである。

この見直しの趣旨について、「改訂前のコードに基づき運用機関が公表している利益相反管理方針について、約四〇%の機関の方針においては議決権行使への言及がない（平成二八年一二月末時点）など、必ずしも具体性のある記載がなされて

いないとの指摘があったこと」⁴を踏まえたものと説明されている。これを受け、改訂版SSコードは、運用機関に対して、漠然と一般的・抽象的に利益相反を管理する旨を方針に記載するのではなく、「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」を特定し、「それぞれの場面に応じた具体的な措置を定めること」⁵を求めているのである。

2) ガバナンス体制の整備

改訂版SSコードは、「実効的な利益相反管理のためには、独立した監督などの堅固なガバナンス体制が重要である」⁶との考え方に基づき、運用機関（アセットマネージャー）に対して、次のようにガバナンス体制の整備を要求している。

指針2－3 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、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である。

ここで特筆すべきは、一般的・抽象的にガバナンス体制の強化を求めるだけではなく、「独立した取締役会」や「第三者委員会」といった整備すべきガバナンス体制の具体例を明記していることである。

もちろん、これは、あくまでも例示⁷である。仮に、「独立した取締役会」や「第三者委員会」を設置しないとしても、他の代替的な「ガバナンス体制」を整備することによって、同指針2－3

4) 田原・染谷・安井（2017）p.19

5) 田原・染谷・安井（2017）p.19

6) 田原・染谷・安井（2017）p.19

7) 「『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》改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」（パブコメ回答）No.12

を「コンプライ」することは可能である。

さらに、日本版SSコードは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用している（前文12項）。同指針2-3そのものを、あえて「コンプライ」せず、「エクスプレイン」で対応することもあり得るだろう。

しかし、日本版SSコードが採用する「プリンシップルベース・アプローチ」「コンプライ・オア・エクスプレイン」の趣旨を踏まえれば、どのような「ガバナンス体制」でも、どのような「エクスプレイン」でも許容されるというわけではない。

「独立した取締役会」や「第三者委員会」に代わる別の「ガバナンス体制」で対応するのであれば、その「ガバナンス体制」が、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」を実現する上で、「独立した取締役会」や「第三者委員会」と同等かそれ以上の実効性を有するものでない限り、同指針2-3を「コンプライ」したとは言えないだろう。

同様に、「エクスプレイン」で対応するのであれば、そもそも「ガバナンス体制」を整備しなくとも、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」が実現できていることについて、十分に説得的な「エクスプレイン」がなされる必要がある。言うまでもないことだが、説明（エクスプレイン）が説得的か否かを判断するのは、運用機関自身ではなく、あくまでも顧客・受益者である。

3) ガバナンス、利益相反管理に関する経営陣の役割・責務

改訂版SSコードは、運用機関（アセットマネージャー）のガバナンス、利益相反管理に関して、その運用機関の経営陣が責任を負っていることを

明確化している。

指針2-4 運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・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である。

この指針については、「利益相反管理方針の策定やガバナンス体制の整備を適切に行っていく上では、その経営陣が適切に役割・責務を果たすことが重要である一方で、運用機関の経営陣において、必ずしもそうした認識が十分でないといった指摘があったことを踏まえ、新たに追加されたもの」⁸と説明されている。

運用機関のガバナンス、利益相反管理に関する論点は、多岐にわたるものと考えられるが、以下では、特に関心が高いと思われる「独立した取締役会」「第三者委員会」「利益相反管理方針」について取り上げたい。

2. 「独立した取締役会」

1) 「独立した取締役会」についての考察

改訂版SSコード指針2-3は、運用機関が整備すべきガバナンス体制の例示の一つとして「独立した取締役会」を掲げている。もっとも、改訂版SSコードは、「独立した取締役会」とは何かについて、明確な定義を定めていない。

一般に「独立した取締役会（independent board）」と言う場合、独立社外取締役が過半数（あるいは半数以上）を占める取締役会を意味することが多いと考えられる。しかし、わが国の現状を

8) 田原・染谷・安井（2017）p.20

踏まえれば、現実問題として、「独立取締役が過半数を占めていない限り、コンプライにならない」と考えることにはやはり無理があるだろう。

とはいっても、改訂版SSコードが「独立した取締役会」を掲げる趣旨は、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」にある。そうである以上、経営者、グループ会社、主要取引先などから独立した判断ができる取締役会によるモニタリング機能が実効的に発揮されることが期待されているものと考えられる。その意味では、運用機関の取締役会における独立社外取締役の役割が、同指針2-3対応のカギとなると考えても問題はないだろう。

運用機関のうち、上場しているものについては、後述する会社法、コーポレートガバナンス・コード、監督指針などを通じて、既に、独立社外取締役の選任などが求められている。その意味では、上場運用機関にとっての改訂版SSコード「独立した取締役会」対応は、現在の独立社外取締役を含む取締役会の機能・活動状況をチェックし、必要に応じて見直しをすること、いわばP D C Aサイクルを回すことが中心となるだろう。

他方、例えば、金融グループの100%子会社など非上場の運用機関の場合、その属する親会社やグループ全体についてはともかく、運用機関自身については、これまで必ずしも独立社外取締役の選任や「独立した取締役会」が明示的に要求されているわけではなかった。

結論を先取りすると、私見だが、非上場の運用機関も含めて、後述するコーポレートガバナンス・コードを踏まえ、複数の独立社外取締役選任が、

当面、一つの指標となるのではないかと考えている。

以下では、独立社外取締役を巡る主な規制の概要を紹介した上で、改訂版SSコードの下で運用機関が整備すべき「独立した取締役会」のあり方について考察したい。

2) 会社法の場合～「社外取締役を置くことが相当でない理由」の開示～

会社法は、社外取締役の選任を、直接、義務付けてはいない。

しかし、会社法上の公開会社⁹かつ大会社¹⁰であり、金融商品取引法上、株式についての有価証券報告書の提出義務が課されている会社に対して、社外取締役を置いていない場合、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を開示することを要求している（会社法327条の2）。

ここで重要なのは、社外取締役を置いていない会社が、「社外取締役を置かない（置く必要がない）理由」ではなく、「社外取締役を置くことが相当でない理由」を開示しなければならない点である。これは「社外取締役を置くことがかえってその会社にマイナスの影響を及ぼすというような事情を説明しなければならないもの」¹¹と解されている。そのため、社外取締役の選任を事実上義務付けているに等しいものと指摘されている¹²。

ただ、前述のように会社法によって「社外取締役選任の事実上の義務付け」がなされているのは、会社法上の公開会社かつ大会社であって、金融商品取引法上、株式についての有価証券報告書の提出義務が課されている会社に限られている。例え

9) 定款上、譲渡制限のない株式を発行できる株式会社のこと（会社法2条5号）。

10) 資本金が5億円以上、又は負債総額が200億円以上の株式会社のこと（会社法2条6号）。

11) 坂本・高木・宮崎・内田・塚本・辰巳・渡辺（2014）p.36

12) 第百八十六回国会衆議院法務委員会会議録第十一号（平成26年4月11日）谷垣法務大臣（当時）答弁など参照。

ば、金融グループの100%子会社など非上場の運用機関の場合、これに該当せず、会社法による「社外取締役選任の事実上の義務付け」の対象とはなっていないものも多いと考えられる。

3) コーポレートガバナンス・コードの場合 ～複数の独立社外取締役の選任～

東京証券取引所（以下、東証）は、その上場規則を通じて、1名以上の独立役員（監査役でも可）の確保を上場会社に対して義務付けている（東証有価証券上場規程436条の2）。これは、東証による制裁等を伴う「遵守すべき事項」である。

加えて、東証による制裁等を伴わない「望まれる事項」ではあるが、独立取締役を1名以上確保する努力義務も定めている（東証有価証券上場規程445条の4）。

さらに、「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～」（以下、コーポレートガバナンス・コード）を通じて、「独立社外取締役を少なくとも2名以上選任すべき」（原則4-8、下線太字は筆者）ことを、「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースで、上場会社に求めている。

ただし、これらは上場規則を根拠とする規範であるため、適用対象は上場会社に限られている。例えば、金融グループの100%子会社など非上場の運用機関は、これに該当せず、上場規則に基づく独立役員、独立社外取締役の設置義務の対象とはならない。

4) 「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」の場合～経営管理のあり方～

金融庁は、「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」（以下、監督指針）の中で、金融商

品取引業者に対する監督に当たって、その「経営管理のあり方」についても検証していく方針を示している。

具体的には、「上場会社である金融商品取引業者の経営管理態勢のモニタリングにおいては、コーポレートガバナンス・コードの各原則において求められている水準の経営管理態勢を構築するに当たり、コーポレートガバナンス・コードに則つて、適切に取組みを進めているかに留意し、その機能が適切に発揮されているかどうかを検証すること」とされている（監督指針III-1（1）、下線太字は筆者）。加えて、「親会社が上場会社である金融商品取引業者については、その経営管理の検証に必要な範囲内で、コーポレートガバナンス・コードへの取組状況を含め親会社の経営管理態勢を確認すること」とされている（同前）。

つまり、上場会社である金融商品取引業者や金融商品取引業者の上場親会社に対しては、当局の監督を通じて、前記のコーポレートガバナンス・コードと同水準の取り組み、すなわち、複数の独立社外取締役の設置を通じた取締役会の独立性確保が要求されていると言えるだろう。

しかし、それ以外の金融商品取引業者については、必ずしも明示的には、独立社外取締役の設置や取締役会の独立性確保を要求しているわけではない。

もっとも、監督指針は、別途、金融商品取引業者の取締役・取締役会について、例えば、「業務執行にあたる代表取締役等の独断専行を牽制・抑止」しているか、「内部監査部門の機能が十分発揮できる機能を構築（内部監査部門の独立性の確保を含む。）」しているかなどの点に留意して監督を行う方針が示されている（監督指針III-1（1）②イ、ト、下線太字は筆者）。これらの方針は、

特に上場・非上場を問わず、広く金融商品取引業者一般を対象にしているものと考えられる。

確かに、ここでも、「独立社外取締役」や「取締役会の独立性」が明示的に求められているわけではない。しかし、これらの事項は、通常、経営者から一定程度、独立した判断ができる取締役／取締役会の存在なしには実現が困難であると考えられる。

5) 「顧客本位の業務運営に関する原則」の場合～適切なガバナンス体制の構築～

2017年3月30日に公表された「顧客本位の業務運営に関する原則」においても、適切なガバナンス体制の整備が要求されている。具体的には、金融事業者に対して、「顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進するように設計された報酬・業績評価体系、従業員研修その他の適切な動機づけの枠組みや適切なガバナンス体制を整備すべきである」（同原則7、下線太字は筆者）とされている。

「顧客本位の業務運営に関する原則」と日本版SSコードは、必ずしもリンクするものではない。しかし、「顧客本位の業務運営に関する原則」が目的とする「顧客の最善の利益を追求するための行動、顧客の公正な取扱い、利益相反の適切な管理等を促進」することは、改訂版SSコードが掲げる「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」とも共通性がある。

その意味では、「顧客本位の業務運営に関する原則」も、改訂版SSコードと同様に、経営者、親会社を含むグループ会社、主要取引先などから独立した判断ができる取締役会が、そのモニタリ

ング機能を十分に發揮できるようなガバナンス体制の構築を期待しているように、筆者には思われる。

6) 小括

上場運用機関については、会社法、コーポレートガバナンス・コード、監督指針などを通じて、既に、「独立した取締役会」が実質的に求められている。

他方、非上場の運用機関については、確かに監督指針に取締役・取締役会に関する規定があるものの、「独立社外取締役」や「取締役会の独立性」が明示的に求められているわけではなかった。改訂版SSコードの重要性は、非上場の運用機関に対しても「独立した取締役会」などのガバナンス体制整備を明示的に求めている点にあると評価できるだろう。

それでは、非上場の運用機関における「独立した取締役会」の判断要素は、どのように考えるべきだろうか。

繰り返しになるが、取締役会の過半数が独立（社外）取締役によって構成されることとなれば、独立性の観点からは申し分ないだろう。しかし、わが国の現状を踏まえれば、現実的とは言えない。私見だが、コーポレートガバナンス・コードを踏まえた、複数の独立社外取締役選任が、当面、一つの指標となるようと思われる。

コーポレートガバナンス・コードが、複数の独立（社外）取締役の選任を求めるのは、「独立社外取締役が、単に一名だけではなく複数名存在すれば、有益な意見形成がなされる可能性が高まる上、その意見を取締役会に反映することも格段に容易になると考え方」¹³ためと説明されてい

¹³⁾ 油布・渡邊・高田・浜田（2015）p.47

る。確かに、コーポレートガバナンス・コードは、上場会社のガバナンスを念頭に置いたものではある。しかし、この考え方そのものは、「上場」を前提とするものではなく、非上場会社のガバナンスにも妥当すると考えられる。

もちろん、大切なのは独立社外取締役の人数、割合といった「形式」ではなく、「独立した取締役会」としての実質である。コーポレートガバナンス・コードも、単なる独立社外取締役の人数合わせだけを求めてはいるわけではない。

改訂版SSコードに基づくガバナンス体制の整備についても、独立社外取締役の選任と併せて、「実際に親会社等の干渉を受けることなくスチュワードシップ活動を行うことができるような工夫も併せて行うなど、独立性が実効的に担保されること」が望まれるだろう¹⁴⁾。

3. 「第三者委員会」

1) 「第三者委員会」についての考察

改訂版SSコードは、運用機関が整備すべきガバナンス体制として、前述の「独立した取締役会」のほかに、「議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会」を例示している。

「独立した取締役会」と同様、ここでも「第三者委員会」が、具体的にどのような構成であるべきかなどは、改訂版SSコード上、特に明記されていない。

当然ながら、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」が目的である以上、設置される「第三者委員会」の構成について、経営者、親会社・グループ会社、他部門などからの「独立性」が重要なことは言うまでもない。

さらに、「第三者委員会」が取り扱う対象や、その役割によっては、専門家としての知見・経験（「専門性」）が要求されるとの考え方もあり得るだろう。

加えて、「取締役会」のように法律に基づく機関ではない、任意の組織である「第三者委員会」の会社や株主に対する「責任」が問題となることも考えられる。

これらのキーワード（「独立性」「専門性」「責任」）を踏まえて、「第三者委員会」が問題となるいくつかの局面について検討してみたい。

結論を先取りすると、私見だが、「独立性」については、「社外者が少なくとも過半数であるか」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であること」が、ミニマム・スタンダードとなるべきだと考える。「専門性」については、「第三者委員会」がモニタリングする対象によって、必要とされる知見などが異なるものと思われる。「責任」については、特に金融グループの100%子会社である運用機関などの場合、株主・会社に対する「責任」よりも、顧客・受益者に対する「責任」という視点が重要であると考える。

2) コーポレートガバナンス・コードの場合 ～任意の諮問委員会～

改訂版SSコードと似た考え方を採用している事例としては、コーポレートガバナンス・コードの原則4-10および補充原則4-10①が指摘できる。

すなわち、コーポレートガバナンス・コードは、上場会社に対して「必要に応じて任意の仕組みを活用することにより、統治機能の更なる充実を図

14) 田原・染谷・安井（2017）p.19

る」（同原則 4－10）ことを求めている。その具体例として、指名委員会等設置会社以外の会社¹⁵であって、独立社外取締役が取締役会の過半数に達していない場合に、「経営陣幹部・取締役の指名・報酬などに係る取締役会の機能の独立性・客観性と説明責任を強化するため、例えば、取締役会の下に独立社外取締役を主要な構成員とする任意の諮問委員会を設置すること」（任意の諮問委員会の設置）を掲げているのである（同補充原則 4－10①）。

この規定の趣旨については、「取締役候補者の指名や各取締役の報酬決定等といった会社と取締役との利益相反が生じ得る局面において、取締役会の判断の独立性および客観性を確保すべく、独立社外取締役の積極的な関与を可能とするための工夫を講じる必要がある」¹⁶との指摘を踏まえたものと説明されている。

これは、「議決権行使」のような「顧客・受益者」と「運用機関やそのグループ会社」との利益相反が生じ得る局面において、その判断の独立性・客観性を確保する、と読み替えれば、改訂版 S S コード（指針 2－3）の意図とも相通ずるものと考えられるだろう。

諮問委員会の構成員については、コーポレートガバナンス・コード上、「独立社外取締役を主要な構成員とする」とだけ規定されており、具体的な人数や構成割合などについては明記されていない。「取締役会の判断の独立性および客観性の確保」という観点に立てば、本来、独立社外取締役

が諮問委員会の過半数を占めるべきものと筆者には思われる。しかし、現実は、必ずしもそのようになっていない¹⁷。

独立社外取締役のなり手不足というわが国の現状を踏まえたとしても、コーポレートガバナンス・コードの趣旨に照らせば、最低限、経済産業省の「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（C G S ガイドライン）」を踏まえ、（社外監査役、社外の有識者を含む）「社外者が少なくとも過半数であるか」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であること」が、本来、求められるべきであろう¹⁸。

3) 買収防衛策の場合～「独立の社外取締役を中心とする」委員会

東証は、上場会社がいわゆる買収防衛策を導入する場合、企業行動規範を遵守することを義務付けている（東証有価証券上場規程 440 条）。企業行動規範が定める遵守事項の中には「透明性」、すなわち、買収防衛策の発動及び廃止の条件が経営者の恣意的な判断に依存するものではないことが盛り込まれている。これを遵守するための仕組みとしては、例えば、独立性のある委員会（特別委員会、独立委員会など呼称は様々であるが、便宜上、「委員会」と呼ぶ）の設置が想定されている。

こうした買収防衛策における委員会が、適切に（買収防衛策の発動等に関する）経営者の恣意的な判断を排除できるためには、その判断の公平性・中立性が担保されている必要がある。具体的には、

¹⁵) 指名委員会等設置会社については、会社法上、社外取締役が過半数を占める指名委員会、報酬委員会、監査委員会の設置が義務付けられている（会社法 400 条など）。そのため、コーポレートガバナンス・コード補充原則 4－10①に基づき、指名、報酬に関する任意の諮問委員会を設置することは想定されていない。

¹⁶) 油布・渡邊・高田・浜田（2015）p.49

¹⁷) 例えば、社外取締役がゼロ名の諮問委員会を設置している（コーポレートガバナンス・コード補充原則 4－10①はコンプライ）という上場会社も存在している。

¹⁸) C G S ガイドライン p.78（太字は筆者）。

「経営者からの独立性、専門性（企業価値に関する知識の不足を補うための専門家の関与や独立調査権限等を含みます。）、会社に対する責任（たとえば委員会における取締役・監査役と社外有識者との構成割合など）」¹⁹（下線太字は筆者）が重要な判断材料だと考えられている。

東証の企業行動規範のほかにも、買収防衛策を巡っては、2005年5月27日に経済産業省・法務省から公表された「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」や、2008年6月30日に企業価値研究会において取りまとめられた「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」なども、実務上のガイドラインとして受け入れられている。これらにおいても、買収防衛策の発動等の判断に委員会を活用するに当たって、その「独立性」や「責任」の重要性が強調されており、原則、独立社外取締役と独立社外監査役から構成、できれば独立社外取締役を中心とすることが望ましいとされている。

4) 日弁連ガイドラインの場合～企業等不祥事における第三者委員会～

企業等不祥事が発生した場合、その調査、原因究明、再発防止策などのために「第三者委員会」が設置される場合がある。企業等不祥事における第三者委員会のガイドラインとしては、日本弁護士連合会の「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」（日弁連ガイドライン）がある。

日弁連ガイドラインは、企業等不祥事における第三者委員会を、「企業や組織（以下、『企業等』という）において、犯罪行為、法令違反、社会的非難を招くような不正・不適切な行為等（以下、『不

祥事』という）が発生した場合及び発生が疑われる場合において、企業等から独立した委員のみをもって構成され、徹底した調査を実施した上で、専門家としての知見と経験に基づいて原因を分析し、必要に応じて具体的な再発防止策等を提言するタイプの委員会」（第1部前文、下線太字は筆者）と定めている。その上で、内部調査のみでは、調査の客観性への疑惑を払拭できない局面などにおいて、「経営者等自身のためではなく、すべてのステークホルダーのために調査を実施し、それを対外公表することで、最終的には企業等の信頼と持続可能性を回復すること」（同前文）を、第三者委員会の目的、使命とすると位置づけている。

こうした企業等不祥事における第三者委員会の中核となるのは、対象企業等と利害関係を有しない（日弁連ガイドライン第2部 第2. 5.）弁護士であって、「当該事案に関連する法令の素養があり、内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等、企業組織論に精通した者」（同第2部 第5. 1. (2)) とされている。

さらに、弁護士の委員のほかに、「事案の性質により、学識経験者、ジャーナリスト、公認会計士などの有識者が委員として加わることが望ましい場合も多い」（同前）としている。

このように、企業等不祥事における第三者委員会については、不祥事対応（調査、原因究明、再発防止策）という役割から、委員が、原則、全て社外有識者によって構成される「独立性」を特に重視したものとなっている。

加えて、「独立性」だけではなく、不祥事事案に即した「専門性」（内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等、企業組織論など）も要求している点が重要だろう。

19) 東京証券取引所上場部（2017b）p.647

5) 小括

(1) 独立性

ここで取り上げたいずれの「委員会」においても、「独立性」が重視されていることは共通している。ただ、どのレベルの「独立性」が要求されているのか、については、多少、温度差がある。

「買収防衛策」の委員会や「日弁連ガイドライン」の第三者委員会は、原則、全構成員を独立メンバーとするなど、特に高度の独立性、社外性を要求しているといえるだろう。

他方、「コーポレートガバナンス・コード」における任意の諮問委員会の場合、明示的には独立社外者が過半数であることすら求めておらず、独立性のレベルとしては低いといえるだろう。

もっとも、任意の諮問委員会についても、経済産業省のCGSガイドラインが、（社外監査役、社外の有識者を含む）「社外者が少なくとも過半数であるか」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であること」という指針²⁰を示している。

これを踏まえて、改訂版SSコードの「議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会」においても、少なくとも、「社外者が少なくとも過半数であるか」、または、「社内者・社外者が同数であって委員長が社外者であること」が、ミニマム・スタンダードとなるべきだろう。加えて、第三者委員会の独立性を確保する上で、例えば、委員の人選についても適切な選定プロセスを設けることが重要であろう²¹。

(2) 専門性

「独立性」に加えて、「買収防衛策」の委員会に

おいては「企業価値に関する知識」「日弁連ガイドライン」の第三者委員会においては「内部統制、コンプライアンス、ガバナンス等」といった「専門性」も第三者委員会の構成員には要求されている。

「コーポレートガバナンス・コード」の任意の諮問委員会については、必ずしも明確な規定はない。もっとも、同コードは、別途、独立社外取締役の資質（原則4-9）や取締役会の全体としての知識・経験・能力のバランス、多様性（原則4-11など）を規定している。これらを併せて考えれば、任意の諮問委員会についても、一定の「専門性」が要求されていると考えができるだろう。

改訂版SSコードの「議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会」に関しても、その役割として「議決権行使の意思決定や監督」という相応に専門的な分野を対象としている以上、構成員には、議決権行使やガバナンスなどに関する一定の「専門性」が求められるとの考えが成り立つ得る。

もっとも、改訂版SSコードが、第三者委員会の役割を「議決権行使の意思決定や監督」に限定している理由は、必ずしも明らかではない。私見だが、おそらくスチュワードシップ活動において、「議決権行使」の局面が、特に、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」の観点から問題となることが多いと想定されるためだと推測される。

これを前提とすれば、改訂版SSコード上の第三者委員会が、「議決権行使の意思決定や監督」のみならず、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」を幅広くモニタリングすることも排除

20) CGSガイドライン p.78

21) 田原・染谷・安井（2017）p.19 参照。

されないだろう。この場合、第三者委員会に求められる「専門性」についても、必ずしも議決権やガバナンスなどに限定せず、より幅広に考える余地がある。

(3) 責任

第三者委員会の構成員について、「コーポレートガバナンス・コード」の任意の諮問委員会や「買収防衛策」の委員会の場合、独立・社外とはいえる取締役（または監査役）を中心メンバーとしている。それに対して、「日弁連ガイドライン」の第三者委員会では、弁護士を中心とする社外有識者（取締役・監査役ではない）で構成することとしている。この違いは、どこから来るのだろうか。

経営陣幹部・取締役の指名・報酬や、買収防衛策の発動は、高度な経営上の判断を伴うものである。その判断によっては、株主・投資者に多大な不利益を及ぼす可能性がある。その意味で、独立・社外とはいえる、会社法上、善管注意義務、忠実義務などの責任が明確であり（会社法330条、355条）、その任務懈怠などが株主代表訴訟の対象となり得る（会社法423条、847条）（独立社外）取締役が、委員会の中心となって責任を持って判断すべき、との考え方には合理性があると考えられる。

他方、「日弁連ガイドライン」の第三者委員会は、企業等不祥事における調査・原因究明・再発防止策などを主たる目的としている。特に、こうした第三者委員会が設置されるのは、内部調査のみでは、十分な調査の客観性が確保できない局面であることが一般的であろう。そのような局面では、独立社外取締役・独立社外監査役であっても、その判断・行動が、第三者委員会の調査の対象となり得ることが想定される。その意味では、全て

の取締役・監査役を排除して、弁護士を中心とする社外有識者のみで第三者委員会が構成されることについて、合理性があると考えられる。

さて、改訂版SSコードの「議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会」がどちらのタイプに近いかは、難しい問題である。

運用機関における「議決権行使」のあり方は、高度な経営判断に属すると考えるのであれば、独立社外取締役を中心メンバーとすることにも合理性があるかもしれない。

他方、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」が目的であることに照らせば、必ずしも、法律上、会社・株主に対する説明責任を負う取締役を中心メンバーとすることは必須ではないとも考えられる。特に、金融グループの100%子会社である運用機関の場合、「顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止」の観点からは、株主（=金融グループ持株会社など）からも独立した社外有識者中心の構成の方が妥当であるようにも思われる。

4. 利益相反管理方針等

1) 利益相反管理方針等に関する考察

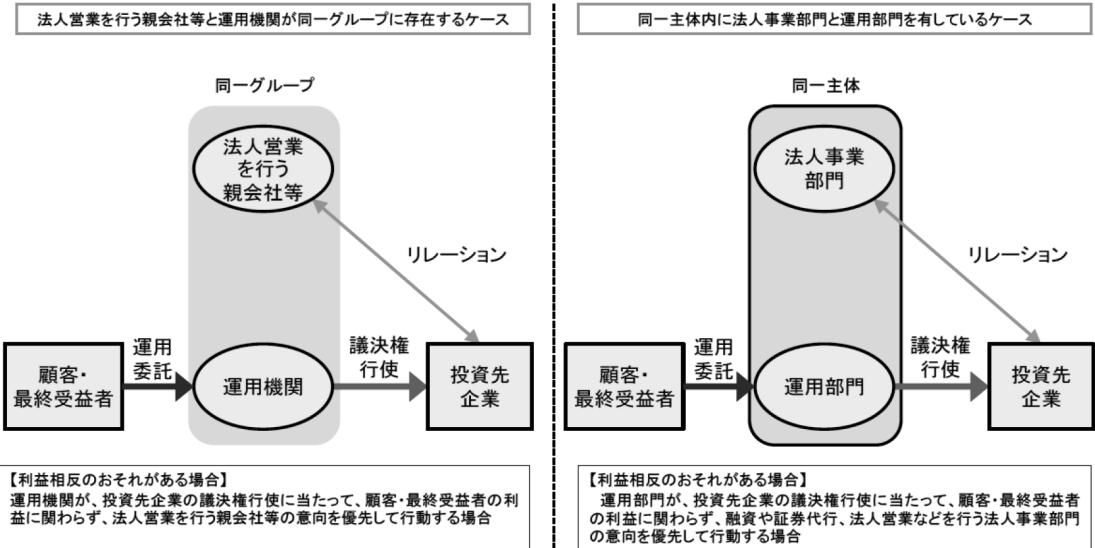
改訂版SSコードは、運用機関が策定する利益相反管理方針について、「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面」を特定し、それぞれの局面に応じて、「顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針」を定めるように求めている（改訂版SSコード指針2-2後段）。

このうち「利益相反が生じ得る局面」については、有識者検討会において、図表2のようなケーススタディが紹介されていた。

もちろん、「議決権行使や対話に重要な影響を

図表2 運用機関における利益相反のケーススタディ（有識者検討会資料より）

フォローアップ会議や金融審議会市場ワーキング・グループにおいて、法人営業を行う親会社等と運用機関が同一群体に存在するケースや、同一主体内に法人事業部門と運用部門を有しているケース等において、議決権行使や対話に影響を及ぼす利益相反が生じうるのではないかとの点について議論。



(出所) 平成29年1月31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1回)資料3「スチュワードシップ・コードをめぐる状況とフォローアップ会議意見書について」p.14
(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20170131.html>)

及ぼす利益相反が生じ得る局面」は、これらに限定されるわけではないが、運用機関が自らの活動に即して検討する上で、参考になるだろう。

それでは、利益相反が生じた局面において「顧客・受益者の利益を確保するための措置」や、その「具体的な方針」については、どうだろうか？

利益相反管理に関しては、既に金融商品取引法や「顧客本位の業務運営に関する原則」などを通じて、同様の規制が設けられている²²。こうした既存の規制に基づいて、既に利益相反管理方針の策定や利益相反管理体制の整備を行っている運用機関も多いものと考えられる。

こうした既存の利益相反管理方針・体制との整合性にも配慮しつつ、改訂版SSコードに基づく

利益相反管理方針・体制を、どのように策定・整備すべきか、がここでの論点となるだろう。

結論を先取りすると、私見だが、利益相反管理の趣旨・精神は共通であり、規制の具体的な内容も、利益相反管理方針の策定、利益相反の特定、利益相反の管理と、おおむね、同じである以上、基本的には、既存の利益相反管理方針等をベースとしつつ、必要な見直しを行っていくという対応が考えられるのではないかと思われる。

2) 金融商品取引法及び金融商品取引業等に関する内閣府令の場合

金融商品取引法及びその関連法令は、金融商品取引業者等に対して、その営む業務やグループ会

22) 金融機関の利益相反管理体制整備に関しては、ほかにも銀行法13条の2などがある。

社との関係において、個別具体的な利益相反行為に対する様々な規制を設けている²³⁾。加えて、(個別具体的な行為ではなく)一般的な利益相反管理体制の整備義務も規定している(金融商品取引法36条2項²⁴⁾)。

この規制の直接の対象は、有価証券関連業を行う第一種金融商品取引業者(証券会社)及び登録金融機関(銀行等)に限定されており、投資運用業者は対象となっていない²⁵⁾。しかし、利益相反管理の範囲には、グループ会社の取引なども含まれている。その意味では、証券会社や銀行等のグループ会社である投資運用業者については、グループレベルで、この規制に基づく利益相反管理体制の整備義務に組み込まれていると言えるだろう。

この規制に基づいて、具体的に整備すべき体制としては、次のものが規定されている(金融商品取引業等に関する内閣府令(金商業等府令)70条の4)。

- ① 対象取引(注)を適切な方法により特定するための体制の整備
- ② 次に掲げる方法その他の方法により当該顧客の保護を適正に確保するための体制の整備
 - イ 対象取引を行う部門と当該顧客との取引を行う部門を分離する方法
 - ロ 対象取引又は当該顧客との取引の条件又は方法を変更する方法

- ハ 対象取引又は当該顧客との取引を中止する方法
- ニ 対象取引に伴い、当該顧客の利益が不当に害されるおそれがあることについて、当該顧客に適切に開示する方法
- ③ 前記①②に掲げる措置の実施の方針の策定及びその概要の適切な方法による公表
- ④ 次に掲げる記録の保存(5年間)
 - イ 前記①の体制の下で実施した対象取引の特定に係る記録
 - ロ 前記②の体制の下で実施した顧客の保護を適正に確保するための措置に係る記録

(注) 対象となる利益相反取引のこと。厳密には、「特定金融商品取引業者等又はその親金融機関等若しくは子金融機関等が行う取引に伴い、当該特定金融商品取引業者等又はその子金融機関等が行う金融商品関連業務に係る顧客の利益が不当に害されるおそれがある場合における当該取引をいう」と規定されている(金商業等府令70条の4第3項)。

①において利益相反取引の特定、②において利益相反管理、③において利益相反管理方針の策定(その概要の公表)が求められている。これらは、改訂版SSコードとほぼ同じ内容だと言えるだろう。

③の利益相反管理方針については、業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、次の事項を記載することが求められている(監督指針IV-1-3(4))。

23) 例えば、投資助言業・投資運用業に関する情報を利用した有価証券の売買等の勧誘行為などの禁止(金融商品取引法44条)、親法人等・子法人等の利益を図るために、不必要的取引を行うことを内容とした助言・運用の原則禁止(金融商品取引法44条の3第1項3号、第2項3号)、親法人等・子法人等に対する借入金を返済させるため、金融商品取引業者が、発行者に有価証券を発行させる行為に関する諸規制(金融商品取引法44条の3第1項4号、金融商品取引業等に関する内閣府令153条1項3号、4号、5号)などが挙げられる。

24) 同様の規定は、銀行法13条の3の2第1項にもある。

25) 松尾(2011)p.369

- (a) 利益相反のおそれのある取引の類型
- (b) 主な取引例及び当該取引の特定のプロセス
- (c) 利益相反管理の方法(利益相反管理の水準・深度に差異を設ける場合は、その内容及び理由を含む。)
- (d) 利益相反管理体制（利益相反のおそれのある取引の特定及び利益相反管理に関する全社的な管理体制を統括する者（利益相反管理統括者）の職責及びその独立性並びに利益相反のおそれのある取引の特定及び利益相反管理の方法についての検証体制）
- (e) 利益相反管理の対象となる会社の範囲

(注1) 利益相反のおそれのある取引の類型、取引例及び利益相反管理の方法は、対応して記載する。

(注2) 公表すべき「利益相反管理方針の概要」には、業務の内容・特性・規模等を勘案した上で、(a) 利益相反のおそれのある取引の類型、(c) 利益相反管理の方法、(d) 利益相反管理体制および(e) 利益相反管理の対象となる会社の範囲を分かりやすく記載する。

3) 「顧客本位の業務運営に関する原則」の場合

「顧客本位の業務運営に関する原則」においても、利益相反の適切な管理が要求されている。具体的には、金融事業者に対して、「取引における顧客との利益相反の可能性について正確に把握し、利益相反の可能性がある場合には、当該利益相反を適切に管理すべきである。金融事業者は、そのための具体的な対応方針をあらかじめ策定すべきである」（同原則3、下線太字は筆者）とされている。ここで求められている内容は、改訂版SSコードや、前記の金融商品取引法と、ほぼ同

じ内容だと言えるだろう。

4) 小括

利益相反管理として求められる具体的な内容は、日本版SSコード、金融商品取引法、「顧客本位の業務運営に関する原則」のいずれも、利益相反管理方針の策定、利益相反の特定、利益相反の管理と、おおむね、同じである。

その意味では、改訂版SSコードに基づく利益相反管理方針の策定なども、既存の規制に基づいて策定している利益相反管理方針や、整備している利益相反管理体制をベースにしながら進めることができられる。

もっとも、この場合、基本的な内容が同じでも、それぞれの規制の目的に照らして、直接の対象となる金融機関、主に想定される利益相反の局面など、互いに異なる点もあり得る。こうした相違点を踏まえて、それぞれの利益相反管理方針やそれに基づいて構築される体制の関係をどのように整理すべきかが、本節での問題であった。

この問題については、金融庁が、「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づく利益相反管理方針・体制と、金融商品取引法（あるいは銀行法）に基づく利益相反管理方針・体制との関係について示した見解が参考になるだろう。

すなわち、金融庁は、新たな方針を策定するのではなく、既存の法令（金融商品取引法など）に基づいて既に策定した方針によって、「顧客本位の業務運営に関する原則」（原則3）に対応することも排除されないとしている。ただし、その際には「既に策定している利益相反管理方針の内容やその実施状況と、本原則の内容とで齟齬を来しているかどうかや、本原則の内容をカバーできて

いない部分があるかどうか等について検討されることが適當」であるとしている²⁶。

私見だが、この考え方は、基本的に、改訂版SSコードに基づく利益相反管理方針についても当てはまるものと思われる。

つまり、金融商品取引法や「顧客本位の業務運営に関する原則」に基づいて既に策定した方針等を、改訂版SSコードに対応する方針等とすることは可能だと考えられる。ただし、改訂版SSコードの内容、とりわけ「議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反」に対応する方針等となっているか、という視点から検証し、必要な修正を行なうことが欠かせない。

4章 集団的エンゲージメント

1. 改訂事項とその論点

改訂版SSコードは、新たに次の指針を設けて、集団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を行うに当たっては、単独でこうした対話をを行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話をを行うこと（集団的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る。

集団的エンゲージメントとは、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なうことを意味する。改訂版SSコードは、「集団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SSコードは、機関投資家が、必ず集団的エンゲージメントに取り組むように要求しているわけではない。あくまでも、機関投資家が、投資先企業との間で対話を行なう際の「選択肢の一つ」として示しているにすぎない（パブコメ回答No.19）。

有識者検討会での議論でも、集団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った。そうした中、「コードに集団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」という指摘を受け、「確認的に集団的エンゲージメントの文言を盛り込む」²⁷こととしたと説明されている。すなわち、日本版SSコードが集団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というわけである。

これを踏まえれば、改訂版SSコードに基づいて集団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^{28,29}。

以下では、集団的エンゲージメントを行なうに当

26) 「顧客本位の業務運営に関する原則」についての「コメントの概要及びそれに対する金融庁の考え方」76、77。
<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>

27) 有識者検討会（第3回）議事録、田原企業開示課長説明。

28) 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、集団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（有識者検討会（第2回）議事録、小口俊朗メンバー（ガバナンス・フォーラム・オーナーズ・ジャパン）発言など）。

29) 仮に、集団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）。

たって、金融商品取引法上の主な論点として、インサイダー取引規制（2節）、法人関係情報規制（3節）、フェア・ディスクロージャー・ルール（4節）、大量保有報告制度（5節）を取り上げて、考察したい。

2. インサイダー取引規制との関係

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、おおむね、次のような内容となっている³⁰（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。

【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。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。

2) エンゲージメントとの関係

日本版 S S コードは、「一般に、機関投資家は、

³⁰ 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 R E I T 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。

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SS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引き起こすことで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。そのため、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。こうした事情から、日本版SSコード制定当初より、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」（「法的論点」）の中で、おおむね、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
「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」³¹

②機関投資家による未公表の重要事実の受領
「機関投資家が、投資先企業と踏み込んだ対話をを行うために『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」³²
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。

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』」（日本版SSコード原則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。

3) 集団的エンゲージメントの場合

インサイダー取引規制とエンゲージメントとの関係は、集団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、集団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、その集団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」手続き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」手続きが取られるまでは、伝達された重要事実は「未公表」のままであり、集団的エンゲージメントの場でその伝達を受けた機

31) 「法的論点」 p.14

32) 「法的論点」 p.14。これは、改訂前の日本版SSコード注釈10、改訂版SSコード注釈13とほぼ同一の内容である。

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、集団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、集団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、集団的エンゲージメントの主催者は、その集団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、その集団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、集団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

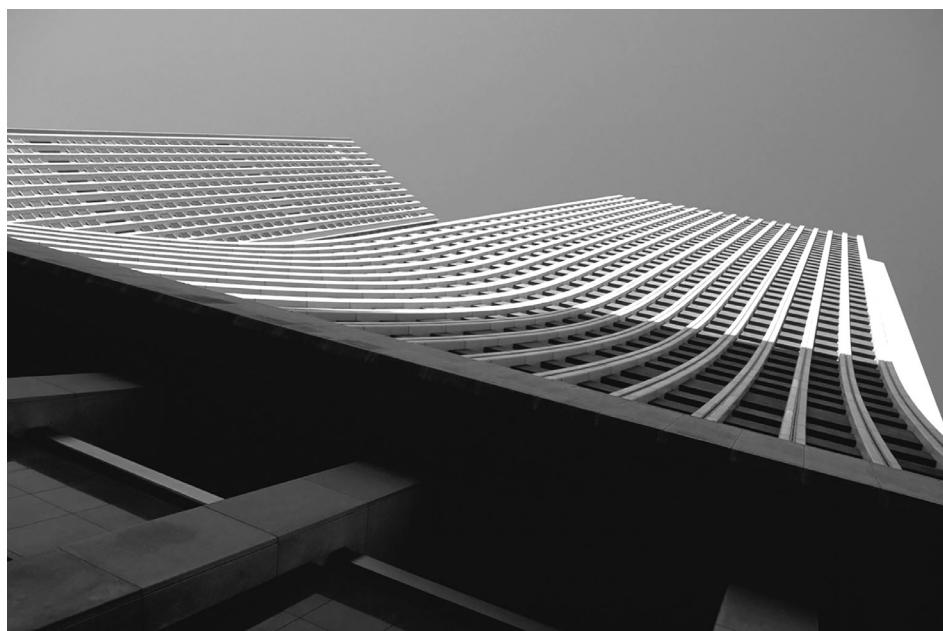
実』を受領する必要があると考える場合」はもちろん、テーマなどに照らして、投資先企業と踏み込んだ対話を集団的に進める中で、「未公表の重要事実」を受領してしまう蓋然性が高いと判断される場合にも、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、その集団的エンゲージメントでの対話に臨む必要があるだろう。

3. 法人関係情報規制との関係

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、次のような規制が課されている（金融商品取引法38条8号、40条2号、金商業等府令117条1項14、16号、123条1項5号）。違反者は行政処分の対象となり得る。

- ◇法人関係情報を提供して勧誘する行為の禁止
- ◇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（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（法人関係情報の）情報管理など

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³³。

2) エンゲージメントとの関係

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、法人関係情報規制が課されるものと考えられる。

3) 集団的エンゲージメントの場合

前記の点は、金融商品取引業者等に該当する機関投資家による集団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。

インサイダー取引規制の問題と同様、集団的エンゲージメントの主催者は、その集団的エンゲ

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、その集団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、集団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団的に進める中で、「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、その集団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。

4. フェア・ディスクロージャー・ルールとの関係

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」³⁴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

33) 松尾（2011）p.396、黒沼（2016）pp.561-562など参照。

34) 「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～」（タスクフォース報告）p.1

示）は、原則、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ぬ、というルールである。

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つた³⁵。

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（金商法改正法に基づく金融商品取引法27条の36第1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つて、投資者の投資判断に重要な影響を及ぼすもの

これは、前述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つ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、法人関係情報と類似しているが同じではない。詳細は割愛するが、インサイダー取引規制上の重要な事実よりは広く、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³⁶）。

2) エンゲージメントとの関係

仮に、エンゲージメントの場で、未公表の「重要情報」が伝達されれば、通常、上場会社は、フェア・ディスクロージャー・ルールにより、機関投資家に伝達した「重要情報」を「公表」しなければならないと考えられる。

ここで、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」である（日本版SSコード指針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

³⁵) 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）。

³⁶) 辰巳（2017）p.10など参照。

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」³⁷との見解も示されている。

もっとも、エンゲージメント（対話）は、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）が困難になることは避けられない。

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。タスクフォース報告書の中でも、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」点にあることが強調されている³⁸。

これは、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、というタスクフォースの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なることが望ましい」と述べている³⁹。

これは、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、筆者には感じられる。

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。こうしたフェア・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な運用がなされることを期待したい。

3) 集団的エンゲージメントの場合

前記の点は、基本的に、集団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、集団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に思われる。

金商法改正法では、フェア・ディスクロー

37) 三瓶（2017）p.45

38) タスクフォース報告 p.2

39) タスクフォース報告 p.2

ジャー・ルール上の公表手続きについて「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⁴⁰。これを踏まえれば、例えば、発行会社のウェブサイトで、集団的エンゲージメントの模様を動画配信したり、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⁴¹。

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、集団的エンゲージメントの中で複数の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、公表すべき重要情報であるかについて、コンセンサスができていることが前提となる。

5. 大量保有報告制度との関係

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）。

大量保有報告書およ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3のようになる。

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⁴²。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

図表3 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	
	提出事由	提出期限	提出事由	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月曜日も）

(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

40) 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。

41) 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」手続きが異なることに留意が必要である。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。

42) 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。

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。

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ることが多いと考えられるためである⁴³。逆に、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(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」⁴⁴から、特例報告の利用は認められない。

2) エンゲージメントとの関係

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の「共同保有者」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該当する(金融商品取引法27条の23第5項)。

ここで判断のカギとなる「株主としての議決権その他の権利」と「合意」については、次のように解釈される⁴⁵。

(A)「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)「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。

43) 池田・大来・町田(2007) p.206など参照。

44) 池田・大来・町田(2007) p.209

45) 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

②の「重要提案行為等」について、金融庁は、次のように説明している⁴⁶。

- 次の（i）～（iii）の要件を全て満たせば、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）

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、集団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。

もっとも、「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、「集団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団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ある。

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、個々の集団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われる。

もっとも、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。言い換えば、必要な情報開示さえ行えば、集団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

3) 集団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、集団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、集団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

⁴⁶⁾ 「法的論点」p.5、「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」（平成18年12月13日）No.90、パブコメ回答No.20など参照。

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。「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、集団的エンゲージメントに二の足を踏むのではないかという懸念が示される場合がある。こうした懸念自体は、筆者にも理解できる。ただ、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、いわば集団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。

後者の集団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、集団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。

5章 議決権行使結果の公表の充実（個別開示）

1. 改訂事項

改訂版SSコードは、機関投資家（アセットオーナーを含む）による議決権行使結果の公表を充実させることとしている。すなわち、改訂前から日本版SSコードは、機関投資家に対して、その議決権の行使結果の開示を要求していた。ただ、開示方法については、「議案の主な種類ごとに整理・集計して公表」（いわゆる集計開示）すればよいものとされていた（改訂前の日本版SSコード指針5-3）。

これが、改訂版SSコードでは、議決権行使結果の開示方法が、「個別の投資先企業及び議案ごとに公表」（いわゆる個別開示）すべきものとされている（改訂版SSコード指針5-3）。加えて、議決権の行使結果だけではなく、「賛否の理由」についても「対外的に明確に説明すること」も推奨されている⁴⁷。

改訂の背景について、改訂前の議決権行使結果の開示は、「業態によって公表の状況が異なり、一部の業態の公表については不十分ではないかとの指摘」があったこと、「議決権行使をめぐる利益相反の懸念を払拭する観点から、集計による公

⁴⁷ 単に「可視性を高めることに資する」とされていることから、「賛否の理由」説明は、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象ではないものと思われる。

表にとどまらず、個別の投資先企業および議案ごとに議決権行使結果を公表することが重要であるとの指摘⁴⁸⁾がなされたことなどが挙げられている⁴⁹⁾。

2. 株主総会決議結果の臨時報告書開示との関係

1) 上場会社による株主総会決議結果の開示

上場会社^{49, 50)}は、株主総会において決議が行われた場合、遅滞なく、臨時報告書を提出することが義務付けられている（企業内容等の開示に関する内閣府令19条1項、2項9号の2）。臨時報告書には、次の事項を記載することとされている。

- ① 株主総会が開催された年月日
- ② 決議事項の内容
- ③ 決議事項（役員の選任・解任に関する決議事項である場合は、その選任・解任の対象とする者ごとの決議事項）に対する
 - a. 賛成、反対及び棄権の意思の表示に係る議決権の数
 - b. 決議事項が可決されるための要件
 - c. 決議の結果
- ④ 前記③の議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数（注）の一部を加算しなかった場合には、その理由

(注) 株主の代理人による代理行使に係る議決権の数及びいわゆる書面・電磁的方法による議決権行使（会社法311条2項、312条3項）による議決権の数を含む。

2) 機関投資家による議決権行使結果の開示により想定される影響

上場会社による株主総会決議結果の臨時報告書開示を通じて、その株主総会で審議された議案に対する賛否の状況が分かる。

これに機関投資家による議決権行使結果の個別開示が加わることで、全体としての賛否の状況の中で、個々の機関投資家がどのような議決権行使行動を取ったのかも明らかとなる。

このことは、上場会社にとって、後述（3節）するコーポレートガバナンス・コードに基づく対話につながる一つの契機となり得るだろう。

他方、機関投資家にとっては、自らの行動の「見える化」と同時に、他の機関投資家の行動も把握できるようになる。

これを、上場会社が開示する全体としての賛否の状況に関する情報と併せてことで、自らの議決権行使行動を俯瞰的な視点から検証し、分析することが可能となる。こうした検証・分析を、自らのスチュワードシップ活動の自己評価（改訂版SSコード指針7-4）に活用することも考えられるだろう。

その一方、どの機関投資家が議案に反対したかが明らかになるため、一部の上場会社による（議案に反対した）機関投資家に対する不当な圧力につながることが危惧される。

加えて、機関投資家の中にも、議決権行使を自ら判断することなく、他の機関投資家の行動にフリーライド（ただ乗り）する者や、（詳細な説明を求められることを回避するため）多数派の議決権行使行動に同調する者が現れることも懸念される。

48) 田原・染谷・安井（2017）p.21

49) 厳密には店頭売買有価証券の発行会社も含むが、該当するものは存在しないため、本稿では考慮しない。

50) いわゆるプロ向け市場の上場会社を除く。

3. コーポレートガバナンス・コードとの関係

1) 反対票と株主との対話等の要否の検討

コーポレートガバナンス・コードは、株主総会での反対票に関連して、上場会社（の取締役会）に対して、次のことを求めている。

補充原則 1－1①

取締役会は、株主総会において可決には至ったものの相当数の反対票が投じられた会社提案議案があったと認めるときは、反対の理由や反対票が多くなった原因の分析を行い、株主との対話その他の対応の要否について検討を行うべきである。

2) 機関投資家による議決権行使結果の開示

の影響

改訂版 S S コードに基づく機関投資家による議決権行使結果の個別開示が行われることで、上場会社としては、議案に反対した機関投資家を特定しやすくなる。これによって、上場会社は、「反対の理由や反対票が多くなった原因の分析」が容易になるものと考えられる。加えて、その後の「株主との対話その他の対応」にもつなげやすくなるだろう。

その一方、一部の上場会社による（議案に反対した）機関投資家に対する不当な圧力につながることが危惧されることは、前記 2 節で述べた通りである。

6章 おわりに

改訂版 S S コードの「『形式』から『実質』へ」

という見直しの方向性は、妥当なものだと考えられる。加えて、「『形式』から『実質』へ」を実現するために、最終受益者を含む広い意味での市場参加者から見た、スチュワードシップ活動の「見える化」、すなわち、説明責任を強化し、透明性を向上させることにも合理性がある。活動の「形式」を評価するのであれば、事実の有無だけが開示されれば十分である。しかし、活動の「実質」を評価するためには、活動についての説明責任と透明性、そして評価する側の眼力が欠かせないからである。

3 章で述べた「運用機関のガバナンスと利益相反管理」は、議決権行使等に関する意思決定の透明性を高めるものである。5 章で述べた「議決権行使結果の公表の充実（個別開示）」も、情報開示を通じた透明性の向上と、行使結果に対する説明責任を強化するものであると評価できよう。

改訂版 S S コードに対しては、「見える化」が進むことで、機関投資家が説明責任を果たす努力をするよりも、むしろ、説明責任を回避する行動を選択するようになるのではないかといった懸念が示されることがある。例えば、定量的な基準（独立社外取締役の人数など）に基づく形式的な議決権行使や、他の機関投資家と横並びの行動などである。

こうした懸念があることについては、筆者も理解できる。しかし、それを言い出せば、そもそも日本版 S S コードやコーポレートガバナンス・コードが採用する「プリンシブルベース・アプローチ」や「コンプライ・オア・エクスプレイン」 자체を否定することにもなりかねない。

「プリンシブルベース・アプローチ」や「コンプライ・オア・エクスプレイン」は、対象者が定められた規範に真摯に取り組むはず、という「信

頼」を土台としている。こうした「信頼」を裏切ることがないよう、「関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断」⁵¹し、適切な対応を取ることを期待したい。

⁵¹⁾ 日本版SSコード前文10項。

【参考文献】

- ・池田唯一・大来志郎・町田行人（2007）『新しい公開買付制度と大量保有報告制度』（商事法務）
- ・黒沼悦郎（2016）『金融商品取引法』（有斐閣）
- ・坂本三郎・高木弘明・宮崎雅之・内田修平・塙本英巨・辰巳郁・渡辺邦広（2014）「平成二六年改正会社法の解説〔I〕」（『商事法務No.2040』（2014年8月5・15日合併号））
- ・三瓶裕喜（2017）「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））
- ・辰巳郁（2017）「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））
- ・田原泰雅・染谷浩史・安井桂大（2017）「スチュワードシップ・コード改訂の解説」（『旬刊商事法務No.2138』（2017年7月5日号））
- ・東京証券取引所上場部（2017a）「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2017」
- ・東京証券取引所上場部（2017b）「会社情報適時開示ガイドブック（2017年3月版）」
- ・松尾直彦（2011）『金融商品取引法』（商事法務）
- ・油布志行・渡邊浩司・高田洋輔・浜田宰（2015）「『コーポレートガバナンス・コード原案』の解説〔IV・完〕」（『旬刊商事法務』No.2065（2015年4月15日号））
- ・「『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～」（平成29年5月29日）
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>
- ・「『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》改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」（パブコメ回答）
<http://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/03.pdf>
- ・「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～」（「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」意見書（3））（平成28年11月30日）
<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>
- ・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>
- ・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>
- ・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」（法的論点）
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/>
- ・金融庁「顧客本位の業務運営に関する原則」（平成29年3月30日）
<http://www.fsa.go.jp/news/28/20170330-1.html>
- ・「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～」（平成28年12月7日）（タスク

フォース報告)

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

- ・経済産業省「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」
(平成29年3月31日)

<http://www.meti.go.jp/press/2016/03/20170331031012.html>

- ・経済産業省・法務省「企業価値・株主共同の利益の確保又は向上のための買収防衛策に関する指針」(2005年5月27日)

http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/shishin_sakutei.html

- ・経済産業省企業価値研究会「近時の諸環境の変化を踏まえた買収防衛策の在り方」(2008年6月30日)

<http://www.meti.go.jp/report/downloadfiles/g80630a01j.pdf>

- ・日本弁護士連合会「企業等不祥事における第三者委員会ガイドライン」(2010年12月17日改訂)

https://www.nichibenren.or.jp/library/ja/opinion/report/data/100715_2.pdf

[著者] _____

横山 淳 (よこやま じゅん)



金融調査部
主任研究員
担当は、金融商品取引法、会社法、
取引所規則、金融制度