

# スチュワードシップ主義に対する 比較法的考察

陳 楠\*

- I はじめに
- II スチュワードシップ主義の到来
- III スチュワードシップ主義をめぐる各国の規制の動向
- IV スチュワードシップ主義に対する批判
- V おわりに

## I はじめに

1932年に、BerleとMeansが『現代株式会社と私有財産』で指摘したように、株主の分散所有程度が極めて高い巨大な株式会社において、株主は会社の経営活動への関心を失い、専門家としての経営者が、経営に関する主な責務を担うことになった<sup>1)</sup>。そして、それ以降、経営者に会社経営を委ねつつ株主の利益の保護をどのように図っていくのかという課題は、世界の主要先進国の会社法制において重要なものとなっている。

20世紀後半になると、主要先進国における個人株主の持株比率は急激に減少し、機関投資家の株式保有のブロック化が進展した<sup>2)</sup>。米国では、機関投資家が投資先企業の経営者に対して一定のチェック機能を果たすことができるとの発想

---

『一橋法学』（一橋大学大学院法学研究科）第18巻第3号 2019年11月 ISSN 1347-0388

※ 一橋大学大学院法学研究科博士課程在籍

1) Adolf A. Berle and Gardiner C. Means, THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY (Commerce Clearing House, 1932).

2) 江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割——日本における新しい投資家像構築を目指して」商事法務2109号（2015年）25頁参照。

が、1970年代から見られるようになった<sup>3)</sup>。また、2000年代初期における企業不祥事の頻発をきっかけに、会社法制や証券法制を通じて制限され続けてきた株主権を、むしろ強化すべきであるという株主エンパワーメント<sup>4)</sup>が盛んに主張されている。他方、2008年の世界金融危機後、英国においては、株主たる機関投資家による投資先企業における議決権行使とエンゲージメントを提唱する「スチュワードシップ主義」<sup>5)</sup>が、2012年英国版スチュワードシップ・コードの形で広範に受け入れられるようになった。日本においても、「日本再興戦略(2013)」<sup>6)</sup>の一環として、企業価値の向上を目指すダブルコードが導入され、経営者に対する監督を強化することを目的とするコーポレートガバナンス・コード、および機関投資家と投資先企業との「目的を持った対話」を通じて、取締役の企業価値向上の意識を喚起して行動させることを目的とする日本版スチュワードシップ・コード「『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」<sup>7)</sup>が、「車の両輪」として、コーポレート・ガバナンスの改善に対する役割を果たすことが期待されている。

株主の役割を強化する上で期待される会社法上の手段として、次の二つを挙げ

- 
- 3) Melvin A. Eisenberg, THE STRUCTURE OF THE CORPORATION: A LEGAL ANALYSIS 61-62 (Beard Books, 1976).
  - 4) 「株主エンパワーメント」(shareholder empowerment) は米国でよく使われる呼称である。これは、株主の役割を肯定した上で、米国会社法制によって制限されている株主の諸権限(議決権、提案権など)を強化すべきだとする主張である。
  - 5) 「スチュワードシップ主義」(shareholder stewardship) の理念によれば、機関投資家は受益者・顧客のスチュワード(管理人)として、顧客の長期的利益を実現するために、投資先企業において積極的にスチュワードシップ活動(議決権行使、エンゲージメント、モニタリング)を行うべきである。この用語は英国に発端したが、投資先企業のコーポレートガバナンスにおいて株主の活動が期待される点では、「株主エンパワーメント」の表れの一つであるともいえる。
  - 6) 平成25年4月、日本経済再生本部において、機関投資家の受託者責任を検討すべきだという内閣総理大臣からの指摘に応じて、同年6月14日、「日本再興戦略——JAPAN is BACK」の下で、日本版スチュワードシップ・コードについての検討が進展し、閣議決定された。
  - 7) 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、「『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」(2014年2月28日)、<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>により入手可。

ることができる。一つは、ハードローとしての会社法によって付与される株主の議決権、提案権、委任状勧誘などの諸権利を強化することであり、もう一つは、主に強制力のないソフトローを通じて、責任感のある株主（とりわけ機関投資家）の権利行使を促進することである。

強行法を通じた株主権拡充に関する改革が行われるべきか否かをめぐる議論は、とりわけ会社の意思決定の主たる権限が経営陣にあるという原則が会社法上確立している米国において、激しく議論されている<sup>8)</sup>。他方、英国や日本のような、株主権が会社法において米国よりも多く付与されている国では<sup>9)</sup>、ソフトローを通じて、機関投資家は受託者として、投資先企業のコーポレート・ガバナンスへ積極的に関与していくこと（議決権行使、エンゲージメント）が求められており、具体的な方策として、英国をはじめとする国<sup>10)</sup>において、スチュワードシップ・コードあるいはこれに類似する規制が策定されていることが挙げられる。米国においては、政府の主導による、機関投資家の積極的なエンゲージメントを提唱するスチュワードシップ・コードが存在しないのであるが、近時、米国の大規模機関投資家からなる組織において、スチュワードシップ活動に関する規制制定の動きが見られる<sup>11)</sup>。株主である機関投資家が顧客・最終受益者の受託財産の

8) 米国において、定款変更、提案権の範囲などにつき株主の権限が大幅に制限されるため、株主エンパワーメントという主張を唱える代表学者である Bebchuk は、定款変更の手続きにおける株主と取締役との間の権限配分を再調整する措置が必要であると指摘している。Lucian A. Bebchuk, *The Case for Increasing Shareholder Power*, 118 HARV. L. REV. 833, 844 (2005).

9) 日本会社法には、株主の提案内容について特に制限が設けられず、一定の株式割合を保有する株主も取締役選任等にかかる定款変更を議題議案として提出することができる（日本会社法 303 条、305 条）。2006 年英国改正会社法において、株主が会社定款 (company's constitution) の変更議案を提出することができることとされる（英国会社法 21 条、314 条）。

10) 英国と日本のみならず、デンマーク、タイ、韓国、オーストラリア、カナダ、イタリア等においてもスチュワードシップ・コードが策定された。Jennifer G. Hill, *Good Activist/Bad Activist: The Rise of International Stewardship Codes*, 41 SEATTLE U. L. REV. 497, 507-508 (2018).

11) 2017 年 1 月、米国および国際大規模資産運用者と資産保有者からなる ISG が、「アメリカスチュワードおよびガバナンス」の要綱を公布した。この要綱のうち、6 つの原則が含まれ、コーポレートガバナンス原則の第一要義は「取締役会が株主に結果責任を負う」ということ、およびスチュワードシップ原則の第一要義は「機関投資家が受託者に結果責任を負う」ということが示された。Hill, *id.* at 510.

管理人（スチュワード）として、投資先企業のコーポレート・ガバナンスに関与することを、積極的に要求していこうとする考え方は、スチュワードシップ主義（shareholder stewardship）と呼ばれる。

上記のように、株主のコーポレート・ガバナンスにおける関与権限の強化は先進資本主義諸国の基本的な趨勢であるともいえるが、その動機や効果が必ずしも一致しているわけではない。それゆえ、このような趨勢に影響を受けて自国の制度を変えていこうとする際にも、諸外国で採用されているアプローチが自国にも適合するかどうか、自国の状況を正確に把握しながら検証していく必要がある。すなわち、英米のコーポレート・ガバナンスに固有の問題を解決するために登場したスチュワードシップ主義についていえば、両国と相当程度異なる背景を有すると考えられる日本に、同主義がそもそも移植可能であるのかという疑問がある。かりに日本においてスチュワードシップ主義の移植が可能であると解したときには、日本の実情によりよく適合させるために、現在の日本版スチュワードシップ・コードの諸原則をどれだけ修正する必要があるのかが次に問題となる。それとともに、スチュワードシップ主義自体に内在する問題を検討していくことも必要となる。

これらの問題を解明するため、本論文のⅡでは、スチュワードシップ主義を採用する日本と英米の相異なる背景を整理することを通じて、各国で追求されている目標が相異なることを明らかにする。Ⅲでは、スチュワードシップ主義が採用されている国（英国、日本、米国）の規制及びその問題点を描出する。Ⅳでは、スチュワードシップ主義に対する諸反論を考察することを通じて、スチュワードシップ主義自体の限界と、その目標達成の可能性について論じる。最後にⅤで結論を述べることにする。

## Ⅱ スチュワードシップ主義の到来

スチュワードシップ主義とは、簡単にいえば、株主としての機関投資家をスチュワード<sup>12)</sup>に当たるものと捉えて、投資先企業のコーポレート・ガバナンスへの積極的な関与を求めることをいう<sup>13)</sup>。本来、スチュワードシップ主義は、株

主至上主義 (shareholder primacy) から発生したものであるが、株主価値の実現が会社の唯一の目標であることを要求する株主至上主義とは異なり、スチュワードシップ主義の下では、機関投資家は自分の顧客等に対する受託者として行動すべきものとされ、顧客等からの監督が十分であれば、短期的利益に偏重する株主が経営者に対して短期的利益の追求のための圧力をかけるといったことが抑制されると考えられている。その意味では、英米において登場したスチュワードシップ主義は、短期的利益への偏重といった株主至上主義の欠点を解消するために、構成員としての地位が形骸化してしまっている株主の責任感を改めて喚起し、彼らを投資先企業のコーポレート・ガバナンスに再び関与させることを目指すものであるといえる。

以下において、英米と日本におけるスチュワードシップ主義の登場の経緯を見ていくこととする。

## 1. 英米——株主至上主義からスチュワードシップ主義まで

### (1) 株主至上主義 (shareholder primacy) の起源と崩壊

米国において、1940年代以降、BerleとMeansが1932年に予言したように、所有と支配との分離が米国大規模会社において普遍的に観察されるようになり<sup>14)</sup>、会社は株主のコントロールから事実上解放され、もはや所有に基づく株主の権利の下で支配されるものではなくなった。米国大規模会社における所有と支配との分離の発生原因は極めて複雑なものであるが、一般にビジネス・ロジック<sup>15)</sup>、ニューディール政策の際に行われた高率の所得課税および大株主に対す

12) スチュワード (steward) とは、古くから英国王室所有の不動産を管理するために雇われた者をいう。この言葉は、企業界では、預託を受けた資産を長期的に積極的かつ責任を持って管理運用するという意味で用いられているようである。神作裕之「コーポレートガバナンス向上に向けた内外の動向——スチュワードシップ・コードを中心として」商事法務 2030号 (2014) 13頁参照。

13) Lorraine E. Talbot, *The Coming of Shareholder Stewardship: A Contextual Analysis of Current Anglo-American Perspectives on Corporate Governance*, p.2 (Warwick School of Law Research Paper No.2010/22, 2010). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=16768699>.

14) Edward J. Condon, *Scattering of Big Security Blocks Speeded by Taxes, Post-War Views*, N.Y. TIMES, Oct. 24, 1943, S7.

る一連の法規制上の規制に原因があると認識されている<sup>16)</sup>。他方、1945年から英国政府は産業の国有化政策をとり、政府の介入の下、会社に株主価値を実現させる（あるいは効率的な企業経営をさせる）のではなく、社会の安定や福祉の増進を図るとするのが最優先の政策目標であった<sup>17)</sup>。

しかし、1970年代から英国では経済成長が低迷したため、1979年に政権に就いたサッチャーが国有企業の民営化、規制緩和などの一連の政策を推進し、経済活動の改善を図っていた<sup>18)</sup>。その後、1980年代から、米国においても、経済成長率の停滞、労働生産性の鈍化、製品国際競争力の低下、貿易赤字や財政赤字の急拡大といった現象に対応するために、レーガノミクスにより、「小さな政府」と市場主義的経済観を基軸にした新自由主義政策が広範に採用された<sup>19)</sup>。

この過程で機関投資家は、大量の株式を長期保有したまま株主権を行使して経営者を牽制するようになり、いわゆる株主行動主義へ方向を転換し<sup>20)</sup>、株主価値を優先的に実現することを要求する株主至上主義が広まった。株主至上主義は、契約主義（contractarianism）と効率（efficiency）という両側面から正当化されるが、これは当時の新自由主義経済の政策を反映するものであったともいえる。契約主義の理念によれば、会社は、その各利害関係者が各自の地位に基づき行動すべきであることを要求する契約の集合体であり、株主の権利は、財産権という所有権を基礎にするものではなく、むしろ合意された契約から形成されるものである<sup>21)</sup>。効率についていえば、功利主義の見地から、株主至上主義を通じて、会社および経済自体に効率的な結果をもたらすことができる<sup>22)</sup>。

---

15) 企業規模を拡大するにあたって、所有と支配の分離は当然な産物であると認識された。Nicolas Wolfson, *THE MODERN CORPORATION: FREE MARKETS VERSUS REGULATION* 39 (Free Press, 1984).

16) Brain R. Cheffins, *The Rise and Fall(?) of the Berle-Means Corporation*, p.25, 30-31 (University of Cambridge Faculty of Law Research Paper No.50/2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3222726>.

17) Talbot, *supra* note 13, at 8.

18) Talbot, *supra* note 13, at 9.

19) 片岡信之「株主至上主義型ガバナンス論とステイクホルダー型ガバナンス論」経営学論集 44巻2号（2004）4頁参照。

20) 片岡・前掲注19）5頁参照。

21) Talbot, *supra* note 13, at 11.

さらに、「法的擬制 (legal fiction) 説」<sup>23)</sup>は、株主至上主義のうち「契約主義」の面からの説得力を補強した。すなわち、会社は契約上のすべての主体を包含する「法的擬制」(legal fiction) に過ぎず、会社において、経営者と株主との間の契約上の義務によれば、経営者は、残余権者としての株主の残余リスクを減少していくことに努めるべきであり、もし経営者が契約の相手方ではない他の利害関係者の利益に配慮しながら行動すれば、株主との契約上の義務に違反することになる。そして、会社は実在的なものではないから、社会的な責任あるいは社会の利益のための責務はそもそも有しない<sup>24)</sup>。したがって、株主至上主義の要求に照らすと、取締役会やCEOの任務は株主価値を最大にすることであると的前提は、疑われることがなかった。しかし、注意すべきなのは、株主至上主義が、投資先企業のガバナンスを株主が積極的にコントロールすることを意味するものではなく、この主義の下であっても、経営の主導権は依然として経営陣にあるということである。

株主至上主義という企業観は、まさに当時、企業行動の基礎理論としての役割を果たしたのである。つまり、株主は経営者に大きな権限と多額の業績連動報酬(ストックオプションなど)を与え、株主利益(高株価、高配当)を向上させるよう誘導すべきであるとされた。経営者にとっても、株価を高値で維持すれば巨額の富を獲得しうるため、株主価値重視と株価重視とは同義の内容に転化したともいえる<sup>25)</sup>。このような状況下、1990年代初期、英国では、マクスウェル詐欺(Maxwell fraud)や国際商業信用銀行の倒産に代表されるように、大規模な企業倒産が頻発した。米国では、エンロン事件を代表とする重大な企業不祥事も続出し、株主価値重視が株価重視に転換し、多額の業績連動報酬の誘引の下で、経営者は、会計情報等を操作して短期的に株価を上昇させるインセンティブを有することになり、公認会計士に圧力をかけたことから、公認会計士が監査機能を十分

22) Andrew West, *Corporate Governance Convergence and Moral Relativism*, 17 CORP. GOVERN. INTERN. REV. 107, 110 (2009).

23) Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 310 (1976).

24) Talbot, *supra* note 13, at 15.

25) 片岡・前掲注19) 6頁参照。



に果たすことができなかつた。このことは、エンロン事件の要因の一つであると指摘されているところである<sup>26)</sup>。

企業不祥事の頻発に対応するために、エージェンシー問題の解決策として、英国および米国において重視されてきたのは、経営者に対する監督の強化および経営者の業績連動報酬の合理化であった。英国の場合、主にソフトローを通じた経営者に対する実効的な監督の実現が図られた。1992年のキャドバリー・レポートは、代表取締役 (chief executive) と社長 (chairman) の分離および非業務執行取締役の設置を通じて、経営者に対する監督を厳格にすべきであると指摘した<sup>27)</sup>。1995年、グリーンベリー・レポートにおいて、エージェンシー・コストの中のボンディング・コストの合理化、すなわち、業績連動報酬が真の業績の向上に繋がるようにする措置をとることが推奨された<sup>28)</sup>。その後、上記の2つのレポートに基づいて策定された1998年統合規範において、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という規制アプローチが正式に採用された<sup>29)</sup>。しかし、こうした一連の対策は、株主価値の向上と経営者の受託者責任の強化を図りつつコーポレート・ガバナンスを構築していくべきであると要求していることから、株主至上主義を抑制するものではなく、逆にかき立てるものであるといえる<sup>30)</sup>。

米国においては、頻発する不祥事に対応するために、2002年のSarbanes—Oxley Actが、CEOやCFOに対して事業報告の署名・報告という義務を課する

---

26) 伊藤靖史「役員の報酬」江頭憲治郎編『株式会社法大系』290頁(有斐閣、2013)。

27) 社長と代表取締役の分離は、キャドバリー・レポートのうち4.9を参照し、非業務執行取締役の設置は4.10-4.17において言及されている。The Cadbury Report (1992), The Financial Aspect of Corporate Governance, available at: <http://www.ecgi.org/codes/documents/cadbury.pdf> (last visited in August 3, 2019).

28) The Greenbury Report (1995), available at: <http://www.ecgi.org/codes/documents/greenbury.pdf> (last visited in August 3, 2019).

29) See Preamble 5, The Combined Code (1998), available at: <https://www.frc.org.uk/getattachment/53db5ec9-810b-4e22-9ca2-99b116c3bc49/Combined-Code-1998.pdf> (last visited in August 3, 2019).

30) 例えば、1992年キャドバリー・レポートの2.5に見られるように、「コーポレートガバナンスとは、会社がコントロールされたり管理されたりするためのシステムをいう。取締役会はガバナンスに対して責務を担うが、株主のガバナンスにおける役割は、取締役および監査人を選任すること、また、自分達に対する正しいガバナンス体制を達成させるということである」としている。Talbot, *supra* note 13, at 21-22.



ことによって経営陣の監督を図るとともに、独立取締役のみで構成される監査委員会の設置を求め、もしこうした監査委員会が設置されなければ、SECは取引所に対して、当該企業の有価証券の上場を禁止することを要求することができるものとした<sup>31)</sup>。それに加えて2003年には、NYSEとNASDAQが、上場会社の取締役会において独立取締役が過半数で占めなければならないとの要求を含む新しい上場規程を適用した。なお、NYSEの上場規程は、独立取締役からなる指名委員会と報酬委員会を設置しなければならないとしている<sup>32)</sup>。

上述のように、株主至上主義は、株主が積極的にコーポレート・ガバナンスへの関与を行うことを決して要求するものではなく、ニューディール政策と英国国有化政策を推進した時代背景の下で見られたところの、会社が社会的な利益を優先して実現しなければならないという観念から離脱して、企業価値あるいは株主価値を追求することを可能にするという考え方であったといえるであろう。そのため、2000年代初期の企業不祥事の頻発に対して、英国および米国は、取締役の株主に対する説明責任 (accountability) の再強調、および上述の株主至上主義のうち経営者の過度な株価重視趨勢の抑制という形で、株主至上主義の修正に努めたが、この結果、短期志向の株主からの影響力が抑制されることはなかったものであり、むしろ促されることになったのである。

2008年の世界金融危機の原因については諸説があるが、共通点として、利益最大化の過度の追求を挙げることができる<sup>33)</sup>。それに加えて、所有者たる株主、とりわけ主流機関投資家 (年金基金、保険会社、投資信託等) が、英国財務省財務担当政務次官であった Pual Myners が指摘したように、「不在地主」のような存在として自分の責務を回避してしまった<sup>34)</sup>。そのため、スチュワードシップ

31) Sarbanes-Oxley Act of 2002, sec. 203, Pub. L. No. 107-204, H. R. 3763, 107th Cong.

32) NYSE Listed Company Manual, 303A.04, 303A.05, available at: [http://www.wallstreetcch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp\\_1\\_4\\_3&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F](http://www.wallstreetcch.com/LCMTTools/PlatformViewer.asp?selectednode=chp_1_4_3&manual=%2Fflcm%2Fsections%2Fflcm-sections%2F) (last visited in August 3, 2019).

33) Talbot, *supra* note 13, at 29.

34) Lord Myners, Association of Investment Companies (speech by the Financial Services Secretary, 2009.4), available at: [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407211838/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech\\_fsst\\_210409.htm](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/20100407211838/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_fsst_210409.htm) (last visited in August 3, 2019).

主義、あるいは、スチュワードとしての機関投資家による、企業へのガバナンスにおけるエンゲージメントが強く求められたようになった。

## (2) 機関投資家の登場とスチュワードシップ主義の展開

機関投資家のプレゼンスは、1950年代から相当程度増加しており、経済生活において重要な役割を占めてきた<sup>35)</sup>。現在、機関投資家は世界主要国家や地域で主導的な地位にあるともいえる<sup>36)</sup>。機関投資家の勢力拡大に伴い、1990年代から、そのコーポレート・ガバナンスにおける役割を肯定する学説が展開してきた<sup>37)</sup>。すなわち、一定の持株比率を有していれば、機関投資家は所有者であると同時に、監督者の役割をも有することになり、Berleらの『現代株式会社と私有財産』で述べられている「所有と支配の分離」の間の橋渡しの役割を果たすことができる。世界金融危機の発生は、上述の機関投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割を肯定する見解に対して、その正当性の根拠を追加することになった。すなわち、世界金融危機の発生原因の一つとして、経営者の過度なリスクテイキングがあったと考えられるところ、重要な地位を占める機関投資家は、経営者の恣意的な投機行動に対して、何らの措置もとらなかったため、世論の強い批判を受けた。そこでは、過大の経営報酬スキームの下、経営者が過度のリスクを追求することについて消極的態度を取るにとどまっていた主流機関投資家は、「被害者というよりも、むしろ加害者」であったと考えられたのである<sup>38)</sup>。また、

---

35) 米国では、1990年まで、有価証券の37%を主流機関投資家が保有し、この数値は2008年に50%に上昇した。Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Embattled CEOs*, 88 TEX. L. REV. 987, 996, Tbl. 1 (2010) 参照。他方、英国では、1997年まで、機関投資家の持株比率は52.7%に達した。Ian Hill, *Share Ownership: A Report on the Ownership of Shares at 31<sup>st</sup> December 1997*, Office for National Statistics (London: The Stationery Office, 1999), paragraph 2.2 参照。

36) アジアは例外であり、台湾を例とすれば、株主が起業家、家族、政府などに所持されるという集中的所有権が主流である。Christopher Chen, *Taiwan, in CORPORATE GOVERNANCE IN ASIA: A COMPARATIVE APPROACH* 326 (Cambridge, 2019)。

37) See e.g. Bernard S. Black, *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, 39 UCLA L. REV. 811 (1992); Edward B. Rock, *The Logic and (Uncertain) Significance of Institutional Shareholder Activism*, 79 GEO. L. J. 445, 447 (1991)。

38) John C. Coffee, Jr., *Systemic Risk After Dodd-Frank: Contingent Capital and the Need for Regulatory Strategies Beyond Oversight*, 3 COLUM. L. REV. 795, 799 (2011)。

世界金融危機の発生後、経済復興策として、大量の公的資金が私有部門に投入されたが、株主至上主義に従うならば、企業の経営者が公的資金を利用して私腹を肥やすことを防止するために、責任感のある機関投資家が経営者に対して規律付けをしていくことが期待されることとなる<sup>39)</sup>。

英国の実務では、機関投資家のコーポレート・ガバナンスへの関与が増加していくにつれて、英国の4つの投資取引協会（ABI, AIC, IMA, NAPF）からなるISC（Institutional Shareholder Committee, 機関投資家委員会）がいくつかの原則を策定し、事業報告・財務諸表などの閲覧を通じて投資先企業のパフォーマンスを監督すること、経営者との対話、企業パフォーマンスが懸念される場合の関与などの権利を機関投資家に付与している<sup>40)</sup>。一方、SRI（social responsible investment, 社会責任投資）に関する助言会社の助言の下で、広範な社会的事項へのエンゲージメントを要求する声も出てきている<sup>41)</sup>。

株主スチュワードシップ主義の発想に照らせば、最も効率的なガバナンスは、規制によらず、強力な機関投資家により形成されるものである。強い力を機関投資家が持っていれば、エージェンシー・コストを削減することができるし、より効率的な監督を実現することもできる。2010年に英国は、機関投資家をできるだけコーポレート・ガバナンスに参加させるようにするため、スチュワードシップ・コードを策定したのであったが、その背景には、上述の考え方があったものといえる。

他方、前述のように、米国においては、学説上、スチュワードシップ主義と実

39) Talbot, *supra* note 13, at 29.

40) Institutional Shareholders' Committee, Code on The Responsibilities of Institutional Investors, available at: [https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima\\_filesecurity/secure.php?f=industry-guidance/isc-01.pdf](https://www.theinvestmentassociation.org/assets/components/ima_filesecurity/secure.php?f=industry-guidance/isc-01.pdf) (last visited in August 3, 2019).

41) 例えば、PIRC（Pensions & Investments Research Consultants）は、投資先企業の環境・社会に関する情報を提供することを通じて、機関投資家に対してコーポレートガバナンスおよびCSRに関するアドバイスを行った。Hermesのような大手金融集団（BT Pension Scheme）の完全保有下にある資産管理グループも、CSRに関する助言を提供した。しかし、こうしたSRIあるいはESGの潮流は、機関投資家の利益を社会の利益につながると要求するものであると認識されるため、スチュワードシップ活動は道徳的なものになる恐れがあるという反論がある。Talbot, *supra* note 13, at 33.

質的に同義であるところの株主エンパワーメントをめぐって激しい対立が見られたにもかかわらず<sup>42)</sup>、法規制上の改正が行われている。例えば、SECが株主提案権に関する規制(規則14a-8)を修正したほか、2009年には、株主スチュワードシップ責任を果たすためのメカニズムを取り入れたShareholder Bills of Rights Actが連邦議会に提出されている<sup>43)</sup>。

米国の会社法学者であるGilsonおよびGordonは、機関投資家の勢力拡大という趨勢を「受託者資本主義(agency capitalism)」と呼び、そこで、機関投資家は「如才無いが無口なもの(sophisticated but reticent)」であると評価した<sup>44)</sup>。すなわち、機関投資家は、一般に積極的にコーポレート・ガバナンスに関与する行動をとらないが、アグレッシブな主体(例えばヘッジファンド)は、同じ企業に投資している機関投資家に対して、コーポレート・ガバナンスに関する活動(議決権行使、エンゲージメント等)に参加するよう勧誘することが多い。このことに起因して、機関投資家に対するイメージをめぐり、「良いアクティビスト」と「悪いアクティビスト」という相異なる立場が示され、学説上激しく争われている<sup>45)</sup>。

機関投資家の役割を肯定的に捉える見解は、概ね前述の通りであるが、それに対する反論も多い。例えば、機関投資家は企業における「忠実心のない参与者(unfaithful participants)」であり、自分の顧客に対しても略奪的および不誠実な面があるとか<sup>46)</sup>、ヘッジファンドなどのアクティビストの近視眼的偏向は、会

---

42) 2005年、Bebchukは前掲注8)の論文において株主エンパワーメントの必要性を検証した上で、株主の参与権の強化に関する提言を行ったが、2006年、Bainbridgeは、米国の会社法制は取締役会中心主義に基づき構築されるものであるため、株主エンパワーメントが米国会社法制のパラダイムから乖離すると主張する。また、Bainbridgeの見解によると、所有と経営の分離が確立する現代会社では、集合問題と株主無関心という問題などのような不可避な難題に対して、株主エンパワーメントの潮流下にある強行法上の改正は無益なものであるとされる。See Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 HARV. L. REV. 1735 (2006).

43) Shareholder Bill of Rights Act 2009, 111th Congress s3 by Senator Schumer.

44) Ronald J. Gilson and Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 867 (2013).

45) Hill, *supra* note 10, at 500.

社の長期的利益ひいては一国の経済に対して大きな損害をもたらす恐れがあるといった指摘がある<sup>47)</sup>。また、機関投資家をはじめとする株主のコーポレート・ガバナンスへのスチュワードシップ活動は、株主保護という伝統的会社法の目的から離れているという批判もある<sup>48)</sup>。

### (3) 小括

以上の経緯から、次の結論を導くことができる。所有と支配が分離する上場会社のコーポレート・ガバナンスにおいて一貫して論じられてきた重要問題は、どのようにして株主と経営者との間のエージェンシー・コストを削減するのかということである<sup>49)</sup>。この問題に対する英米での解決策の一つは、株主の経営者に対する監督力を強化するということである。株主によるモニタリングの主たる手段として、支配市場・資本市場からの経営者に対する規律付け(株式の売却、敵対的買収)のほか、株主至上主義の下、独立取締役の選任、及び経営者の株主利益最大化のためのインセンティブを強化するという業績連動報酬も採用されてきた。しかし、2000年代初期の企業不祥事および2008年の世界金融危機の発生からも分かるように、株主至上主義は、株価至上主義に転化しがちであるという問題をはらんでいる。こうした背景を踏まえて、スチュワードシップ主義は、英米型の解決の方法として、外部の責任感のある株主の圧力の下で経営陣の中長期的利益への重視を喚起したり、過度なリスクテイキングを抑制したりすることを目

46) Jennifer G. Hill, *Images of the Shareholder—Shareholder Power and Shareholder Powerlessness*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 53-57 (Edward Elgar, 2015).

47) See e.g. Martin Lipton, *Do Activist Hedge Funds Really Create Long-Term Value?* HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (July 22, 2014), available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/07/22/do-activist-hedge-funds-really-create-long-term-value> (last visited in August 3, 2019); Alan Dignam, *The Future of Shareholder Democracy in the Shadow of the Financial Crisis*, 36 SEATTLE U. L. REV. 639 (2013).

48) See Martin Lipton, *Will a New Paradigm for Corporate Governance Bring Peace to the Thirty Years' War*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Oct. 2, 2015), available at: <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/10/05/will-a-new-paradigm-for-corporate-governance-bring-peace/> (last visited in August 3, 2019).

49) Brain R. Cheffins, *THE HISTORY OF MODERN U.S. CORPORATE GOVERNANCE* 10-11 (Edward Elgar, 2011).

指すものとなっている。

しかし、このような英米型コーポレート・ガバナンスの手法が、果たして日本に適合するかどうかは明らかでない。この点を究明するためには、日本の従来のガバナンス慣行や立法状況を踏まえて検討する必要があると考える。そこで、次節において、日本のコーポレート・ガバナンスの手法の変遷を見ていくこととする。

## 2. 日本——株式持合時代からポスト持合時代まで

### (1) 株式持合時代の日本型ガバナンス

第二次世界大戦後、連合軍最高司令官総司令部の占領政策として、財閥解体等が行われた。財閥解体により財閥本社が保有していた大量の子会社株式が放出され、財閥グループの株式所有は広く分散化した。このような分散保有の状況の下、1950年（昭和25年）に日本商法の大規模改正が行われた。同改正では、株主の権利・地位を強化することで、株主に改めて権利意識を植え付ければ、取締役の権限拡大に対するチェック機能を与えることができるとの考え方に基づいて、会社企業の民主化を主要な目的として、株主の地位の強化を図った<sup>50)</sup>。

しかし、戦後混乱期に、株式買占め事件の横行や、グループ企業による経営再建、独占禁止法の制定<sup>51)</sup>などを契機として、財閥系企業は安定株主を確保するために、友好的な第三者に株式を保有させるなどの措置を講じ、それに伴って、金融機関や事業会社の株式所有が増大していた。これは、株式持合いへの道を開くことになった。株式持合いは、広義に解すれば、保有株式の価値を考慮せずに、経営の安定を維持する視点で株式を相互に保有することを意味する<sup>52)</sup>。確かに、

---

50) 高倉史人「昭和25年（1950）商法改正の意義と位置づけに関する一考察：株主の権利・地位の強化を中心に」国際公共政策研究6巻1号（2001）94頁参照。

51) 「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律（1947年）」により、持株会社の設立が禁止された（第9条）。また、会社が他の会社の株式を取得するにあたって、公正取引委員会に対して認可を申請しなければならず、当該取得が競争を不当に制限すると認められない場合のみに公正取引委員会からの認可を受けると定められた（第10条）。当該法律も、銀行業等が他の競争関係のある同業者の株式を取得してはならないとした（第11条）。国立公文書館、「私的独占の禁止及び公正取引の確保に関する法律」（1947年）参照、[http://www.archives.go.jp/ayumi/kobetsu/s22\\_1947\\_03.html](http://www.archives.go.jp/ayumi/kobetsu/s22_1947_03.html) により入手可。



株式持合いは混乱期の株式買占めや敵対的企業買収を防止する塹壕的な効果を有するものであるが、他方で、敵対的企業買収は、新自由主義の観点から見れば、経営者に対する規律づけとしてのメカニズムであると考えられるため、株式の持合いを通じてこうしたメカニズムが封じ込められ、機能しなくなってしまう恐れがある。

株主権が大幅に強化されたことへの対応として、企業が外部株主の力を制限するために採用した日本型方策が株式の持合いであった。前述のように、伝統的な英米型のコーポレート・ガバナンスのパターンは、外部者としての株主の経営者に対するモニタリングを強化させるという外部的なガバナンス (external governance) の強化を図るというものであるが、日本では、株式持合いの採用により、外部的なガバナンスが極めて弱化され、内部的なガバナンス (internal governance) が主導的になっていたものとみられる<sup>53)</sup>。

経営者と株主のみによって行われるところの外部的なガバナンスは、企業価値の向上にとって重要な役割を占めることは確かであるが、企業活動は株主と経営者だけではなく、企業活動に人的資本を拠出する従業員や物的資本を拠出する債権者によっても行われているはずである<sup>54)</sup>。そのため、理想的なガバナンスは、経営者に対して上記の4つの当事者の利益を最大化するために、資源と利益の効

52) 江川雅子『株主を重視しない経営——株式市場の歪みが生み出した日本型ガバナンス』38頁(日本経済新聞出版社、2008)。

53) 日本企業において、従業員を株主よりも重視しており、経営目標は利益率や株価ではなく、むしろ売り上げなど(例えば市場シェアや新製品比率)の指標である。江川・前掲注52)13頁図表1-2参照。

54) 伝統的な契約理論により、ガバナンスを「利益の配分をめぐる事後の交渉に関する契約」と定義するが、宍戸=江口は、この契約は、様々な資本提供者(労務、金銭などを提供する株主、経営者、債権者をいう)のインセンティブを約束する「インセンティブ契約」であると主張する。そのため、英米のような伝統的なガバナンスは、異なる種類の資本提供者(たとえば、経営者と株主)の間に権限配分や企業価値増加をめぐる契約を意味する。しかし、特に日本戦後公開大会社では、異なる階層の使用人(すなわち、経営者と従業員)の間における契約は、ガバナンスに対して同様に重要であると認識される。See Takaaki Eguchi and Zenichi Shishido, *The Future of Japanese Corporate Governance: Japan's Internal Governance and Development of Japanese-style External Governance through Engagement*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 554 (Edward Elgar, 2015).



率的な配分を促し、それを監督する制度を意味するものと考えられる<sup>55)</sup>。

経済学者の Acharya らは、一定の特質 (qualities) を有する会社において、外部的なガバナンスによらずに経営者に対するモニタリング・メカニズムを構築することができることを明らかにした<sup>56)</sup>。このような会社において、①会社の内部構成員 (経営者と従業員) は固定的であって構成員は自分の職業の成功を追求し、また、②最高決定権を持つ最上位の経営者は当該会社の下位から上位に昇進してきた者であり、さらに、③構成員に対して、会社を主導する可能性というベネフィットを与えることにより、構成員は長期的にインセンティブを有することになる。こうした会社においては、会社を主導する可能性を構成員に付与することで、会社の将来の発展に貢献することのインセンティブが強くなる。そして、従業員が会社の将来の発展に希望をもつことができるようにするために、会社の長期的な利益の実現のプレッシャーを経営者にかけて、株主の代わりに従業員が経営者に対する規律づけを行うことを、内部的なガバナンスという。

戦後持合時代の日本企業は、上記の3つの条件を満たしていたと考えられる。日本の会社の従業員が長期的な就業を継続することは一般的であり (いわば終身雇用制)、現在においてもこのようなイメージがおおむね維持されているといつてよい。そして、日本の会社において、最上位の経営者は外部から雇用された者ではなく、主として内部昇進を通じてその地位に就いた者であるとみられる。会社の職位の構造からみると、会社を主導する最上位の経営者は、一般にシニア経営者の中から選定される。そして、日本の会社において、シニア経営者の選任のプロセスは職位昇進の延長線上にある、すなわち、能力を有する限り普通の従業員もシニア経営者になることが可能である。そのため、ジュニア経営者や普通の従業員であっても、将来、企業を指揮する可能性を持っており、内部的なガバナンスを行う者の範囲は広いともいえる<sup>57)</sup>。

1960年代から、競争関係にある外国企業に追いつくために、日本企業は長期

---

55) 江川・前掲注52) 8頁-12頁。

56) Viral V. Acharya, Steward C. Myers and Raghuram G. Rajan, *The Internal Governance of Firms*, 66 J. FIN. 689, 690 (2011).

57) Eguchi and Shishido, *supra* note 54, at 556.

価値の増加につながる設備投資を行った。確かに、株主は短期的な利益を獲得しえない長期投資に対して嫌悪感を抱く恐れがあるが、前述の内部的なガバナンスというメカニズムを通じて、従業員は長期投資を支持したといえる。そして、戦後日本企業は、株主から資金を得ることより、むしろメインバンクから借入れを行い、株主からの影響力をさらに弱化させていた。

しかし、1980年代の後半、経営者が過剰な設備投資を行い、こうした内部的なガバナンス・メカニズムは危機に陥った。なぜなら、設備投資のリターンが減少すれば、長期的利益はキャッシュフローに反映されないこととなるが、それにもかかわらず、内部的なガバナンスのインセンティブ・メカニズムの下で、経営者は従業員のインセンティブを喚起するために設備投資を依然として続けて行ったのである<sup>58)</sup>。言い換えると、内部的なガバナンスは継続的な設備投資を後押しする機能を有するが、過剰設備に陥ったときに、これをやめる動機付けを欠いている。したがって、このような過剰な設備投資をしないようにするために、経営者に対する外部株主からの規律付けも不可欠であるといえる。

外部株主は、会社起業家などの内部株主、安定株主とは異なり、会社との関係を持たないで株式を保有するだけの外部者を意味する。ただし、外部株主は設備投資に対する資金を提供することができるけれども、資金が非効率的投资に用いられる恐れがあるときには、外部株主は会社に対する利益分配の要求（剰余金配当請求権の行使）をすることで資本投資をやめさせる。すなわち、「内部的なガバナンスは自動車のエンジンに喩えられるべきものであり、外部的なガバナンスはアクセル・ブレーキに喩えられるべきものである」といわれる<sup>59)</sup>。

1940年代から第二次世界大戦後にかけて、日本の会社では、主に水平的な株式の持合いを通じて外部的統治が行われたが<sup>60)</sup>、ここで確保される安定株主については、経営者に対する規律が制限されるという懸念があり、外部的ガバナンスが弱かったといえる。しかし、1990年代の前半、不動産市場が極度に低迷し、

58) *Id.*

59) 宍戸善一＝後藤元「インセンティブ・バーゲニング、企業法、立法政策」宍戸善一＝後藤元編『コーポレートガバナンス改革の提言——企業価値向上・経済活性化への道筋』4頁（商事法務、2016）。

不動産価格が継続的に下落したため、銀行のローン・ポートフォリオは巨額の損失を抱えることになって、銀行は所持している会社の株式を売却せざるをえなくなった。そして、会社側が保有する銀行の株式の価格も下落していたため、会社側も売却を行った。つまり、会社側も銀行側も株式持合いの解消を促す動機があったといえる<sup>61)</sup>。しかし、この解消は全面的なものとはいえなかった。なぜなら、銀行融資に依存する程度が高い会社（とりわけ小規模会社や家族企業）は、銀行との持合いを解消することができないからである。現在においても、株式持合いが戦略的な提携企業間において存在しているが、公開企業についていえば、銀行による持株比率は低いといえる<sup>62)</sup>。このように、株式持合いは依然として日本企業の特徴であるといえるが、資本自由化の程度の高い会社では、株式持合いは外部的なガバナンスの中核ではなくなっている。こうしたポスト持合時代の下で、経営者も株主も新しい関係のパターンを探している。

## (2) ポスト持合時代における株主と経営者との新しい関係

2000年代初期、株式の持合いが解消されていった後の現象として、機関投資家積極主義とアクティビスト・ファンドの積極主義が出現した<sup>63)</sup>。こうしたアクティビスト・ファンドは当初こそ成果を収めたが、その後リターンが減少する傾向が生じた<sup>64)</sup>。なぜなら、英米のように、株主至上主義の支配の下で、株主価値を熱狂的に支持するタイプの取締役会であれば、株主による事業戦略への関

---

60) 株式の持合いは、水平的持合いと垂直的持合いに分けられている。水平的株式持合いは、持株会社が集団のうち各会社の株式を保有するという垂直的株式持合いとは異なり、いくつかの会社が相互に株式を保有して相手方の経営陣を擁護することに合意して行われるものである。戦後の日本の公開大会社において、株式の分散所有の構造が存在し、水平的株式持合いがこのような分散持株の下で人為的に欧州型「大株主（reference shareholder）」を作るスキームであると理解するのは相当である。Eguchi and Shishido, *supra* note 54, at 560.

61) 伊藤正晴「銀行を中心に、株式持ち合いの解消が進展——株式持ち合い構造の推計：2010年版」大和総研調査季報2011年新春号1巻3頁参照、[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/cho1101\\_04all.pdf](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/esg/cho1101_04all.pdf)により入手可。

62) 上場会社の持合比率は1991年度の23.6%から2002年度の7.9%に低下した。伊藤正晴「持ち合いの終焉と株式市場の新世紀」大和総研（2004）5頁参照、<https://www.dir.co.jp/release/dir0406b.pdf>により入手可。

与や配当の要求を受け入れることが期待されるのに対して、日本型の会社はこうした株主至上主義の影響を受けず、会社は株主の所有物ではなく、むしろ会社を何よりもそれ自体 (an sich) とみなすという見方が普及しているのである<sup>65)</sup>。こうした背景の下で、買収防衛策の導入ペースが加速したが、アベノミクスによりグローバルなヘッジファンド (Third Point など) が日本に進出してきただけから、近年になって再びアクティビストの活動が見られるようになった<sup>66)</sup>。

他方、主流機関投資家の積極化について見ると、1990年代から CalPERS が日本での投資先企業において議決権を行使した例があるが、日本の投資先企業における持株比率が低いため権利行使の数は限られている<sup>67)</sup>。2003年、企業年金連合会 (PFA) が議決権行使方針を公表して、2003年度の総会期に会社側提案に対する反対率が40%に達したなどの事例に照らすと、私的年金基金を始めとする機関投資家はますます積極的に議決権を行使するようになってきている<sup>68)</sup>。

63) 日本において、村上世彰系ファンドである株式会社 M&A コンサルティングの東証一部上場した「昭栄」に対する敵対的買収を第一例として、アクティビスト・ファンドによる株主積極主義が出現した。その後、2002年から2007年までの数年間、米国のスティール・パートナーズと英国の TCI という2つのアクティビスト・ファンドが少なくとも日本の会社32社に投資を行ったが、対象会社の強い抵抗に遭い、他の株主からの支持も獲得することができなかった。田中亘「機関投資家とアクティビズム」ジュリスト1515号(2018)41頁参照。

64) ジョン・ブカナン (田中亘訳)「不安定なシステムへの局所的な対応策としての企業統治」田中亘=中林真幸編『企業統治の法と経済——比較制度分析の視点で見るガバナンス』225頁(有斐閣、2015)。

65) このような見方は、司法によってさらに補強された。2007年のブルドックソース事件について、東京高裁は、「株式会社は、……単独で営利追求活動ができるわけではなく、1個の社会的存在であり、対内的には従業員を抱え、対外的には取引先・消費者等の経済的な活動を通じて利益を獲得している存在であることは明らかであるから……企業価値について、もっぱら株主利益のみを考慮すれば足りるという考え方には限界があり採用することができない」と判示した(東京高決平成19年7月9日民集【参】61巻5号2306頁)。また、政府は、このような見方の影響の下で、2005年経済産業省と法務省が共同して公表した指針において、「企業価値」を「会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性またはその程度をいう」と、「株主共同の利益」を「株主全体に共通する利益の総体をいう」とそれぞれ定義する。ブカナン・前掲注64)228頁-229頁参照。

66) 田中・前掲注63)41頁の注10参照。

67) Eguchi and Shishido, *supra* note 54, at 562.

68) *Id.*

過去の30年間に、株式所有の構造において大きな変化が生じ、それにより、株主と経営者の間の関係にも影響が生じた。まず、銀行・保険会社などの安定な「内部株主」<sup>69)</sup>について、銀行の持株比率は、1990年代半ばまで安定的であったが(15.6%)、1997年の銀行危機の後、銀行は不良債権を処理するために、保有していた企業の株式を大量に売却したことから、2004年に5.2%に低下し、2013年に3.6%になった。保険会社の持株比率も、16.2%から7.4%に大きく低下した。逆に、外部者株主の保有について、海外投資家保有比率は、1992年の6.6%から2008年の28%まで飛躍的に増加しており、2013年アベノミクスの開始により、2014年3月に30.3%に達した。国内機関投資家の保有比率は、1992年の9.9%から、2013年の17.25%に上昇した<sup>70)</sup>。

上記の数値から見ると、現在、海外機関投資家の地位が相当程度上昇しているようになっているが、英米の企業などと比較すると、日本企業の収益力(ROE, ROA)や株価は低く、海外投資家の日本企業に対する評価も低い。ある実証研究は<sup>71)</sup>、27か国における2012年度の売上高が30億円以上である1548社を対象として、それらの企業の2006年から2012年の7年間のパネルデータに基づき、国別の企業数、収益性(ROA)、売上利益率、株価水準(Tobin's Q)、ROE、リスクテイク状況に関する指標を明らかに示している。それによれば、ROA、売上利益率、ROEのいずれの収益指標でも、日本は27か国の最下位に位置している。リスクテイク指標を見ても日本企業は最低水準にある<sup>72)</sup>。

---

69) 「内部者株主」とは、投資の目的が必ずしも投資収益の最大化ではなく、何らかの私益を実現することにもある株主である。日本では、生命保険、銀行、事業法人などは企業との長期的な安定取引関係を確保するために、企業の株式を保有する。そこで、これらのものは内部者株主に分類されることが適当である。宮島英昭「ポスト持合いにおける2つの課題——新たな長期株主とブロック株主」宍戸善一=後藤元編『コーポレートガバナンス改革の提言——価値向上・経済活性化への道筋』19頁(商事法務、2016)。

70) 宮島・前掲注69) 21頁図2参照。

71) 蟻川靖浩=井上光太郎=斎藤卓爾=長尾耀平「日本企業の低いパフォーマンスの要因——国際比較による検証」宮島英昭編『企業統治と成長戦略』402頁-403頁(東洋経済新報社、2016)。

72) 実証研究によれば、リスクテイクとROAの関係について、高収益企業においてはリスクテイク水準も高いと示している。See K. John, L. Litov and B. Yeung, *Corporate Governance and Risk-Taking*, 57 J. FIN. 1679 (2008).

日本企業のパフォーマンスが低い要因として、まず、前述のように、日本型の株式の持合いの下で、本来想定された株主権を通じたコーポレート・ガバナンスの機能が果たされていないこと、すなわち、日本の株主の場合には、会社法によって付与されている株主権を行使しないというパッシブ運用がほとんどであることが考えられる。また、株主がコーポレート・ガバナンスにおける役割を担わないという点についていえば、日本の経営者が、「安全運転」といわれるようにリスクを回避する考え方をすでに持っているという点も挙げられる。

こうした日本企業の低いパフォーマンスという状況を改善すること、株主のコーポレート・ガバナンスにおける役割を再び取り戻すこと、企業収益力を向上すること、そして海外投資家にとって良い投資環境を構築するなどを目的として、2013年6月14日に「日本再興戦略」が閣議決定され、金融庁は、「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」について検討を行った<sup>73)</sup>。同年8月に金融庁に有識者検討会が設置され、5回の会合を経て、翌年2月27日に、英国のスチュワードシップ主義を具体化したものであるスチュワードシップ・コードを模範として、日本の実情に合わせた『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な成長を促すために」が公表された<sup>74)</sup>。2016年8月に、コーポレート・ガバナンスの実質化を目的とする「両コードのフォローアップ会議」が東証に設置されたが、同フォローアップ会議は、両コードの見直しを求める問題提起を行い、スチュワードシップ・コードの改訂の方向性を検討し、3つの意見書を公布した。3つの意見書の一つ<sup>75)</sup>は、機関投資家が深度のある建設的な対話を行っていくべきであると指摘した上で、改革の提言をした。これを受けて、2017年5月に、スチ

73) 金融庁、「『日本再興戦略』(25年6月14日閣議決定)における金融庁関連の施策」、<https://www.fsa.go.jp/policy/saikou.pdf> により入手可。

74) 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、前掲注7) 参照。

75) 金融庁、「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)」(2016年11月30日)、[https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_3.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf) により入手可。



ュワードシップ・コードの改訂が行われた<sup>76)</sup>。

最近の動向についていえば、「日本再興戦略」を踏まえた「未来投資戦略2018」(2018年6月15日)が、コーポレート・ガバナンスの強化を引き続き促進するものとしているほか、金融庁が、「コーポレート・ガバナンス・コードの改訂及び『投資家と企業の対話ガイドライン』の策定を踏まえ、コーポレート・ガバナンス改革を巡る課題に係る状況をフォローアップしつつ、インベストメント・チェーンにおける各主体の機能発揮に向けた方策」を検討している<sup>77)</sup>。

### (3) 小括

戦後から1990年代にかけての長い間に、日本企業の経営者は、内部的なガバナンス・メカニズムの下で、外部的な株主からの影響を受けずに緊張感のない経営活動を行った。確かに、短期利益に敏感な外部的な株主からの影響がなければ、長期的利益につながる設備投資には支障を生じないが、一旦過剰な設備投資が行われれば、短期的な指標(株価水準、収益力)は低くなり、長期的な利益も実現されなくなる。そして、内部的なガバナンスのみでは過剰な設備投資を停止させることができなかつたということが明らかされている。外部的なガバナンスは経営に対するブレーキのような役割を果たすことから、上記の問題に対応するために、これを再喚起する必要があると考えられる。このことは、日本におけるスチュワードシップ主義の登場の一つの原因としてよく知られている。

また、株式の所有構造の変化に鑑みれば、海外投資家の存在感が大きくなってきているものの、経営者が株主をあまり重視しないという日本の企業風土、日本企業のパフォーマンスが低いという状況に関して、海外投資家の評判はよくない。このような状況に対応するために、コーポレート・ガバナンスの強化の一環として、機関投資家を規制対象とする日本版スチュワードシップ・コードが公表された。

---

76) 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、「平成29年改訂版『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」(2017年5月29日)、<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf> により入手可。

77) 金融庁、「『未来投資戦略2018』(30年6月15日閣議決定)における金融庁関連の主要施策」、[https://www.fsa.go.jp/policy/GrowthStrategy2018\\_Summary.pdf](https://www.fsa.go.jp/policy/GrowthStrategy2018_Summary.pdf) により入手可。



私見によれば、日本におけるスチュワードシップ主義の登場は、企業への投資を活発化させるために、世界中の投資者に対して、日本の企業も英米の企業のように株主を重視してきたというシグナルを与えるものであると理解するのが相当であろう。

### 3. 英米と日本との比較による検討

英米と日本のそれぞれにおけるスチュワードシップ主義の登場の経緯から、以下の相異点を導くことができる。

第一に、英米の場合、スチュワードシップ主義は、短期的な利益を過度に重視するという株主至上主義の副作用を克服するものであるといえる。他方、日本の場合、第二次世界大戦後、商法改正によって付与された強力な権限を株主が有していたにもかかわらず、日本企業の経営者は人為的に株主の影響力を排除し、株主を考慮の外に置いた経営を続けていた。そのため、日本の経営の手法は、株主価値よりも従業員、債権者、顧客そして会社自体の価値をより重視するものであるともいえる。こうした経営者の手法によって、過剰な設備投資がもたらされ、企業の収益力も悪化したのであるが、ここにおいて、日本におけるスチュワードシップ主義は、短期主義を克服するものではなく、経営者の株主価値への重視を喚起するものであると理解することができる。それゆえ、英米の学者が一般に指摘するスチュワードシップ主義における短期主義の懸念については、企業の環境が大きく異なる日本から見ると、その真相と本質がなにかという問題をよく意識する必要があると考える。

第二に、英米の場合、スチュワードシップ主義は株主至上主義から発生したものであって、経営者が株主価値を優先的に追求するという株主至上主義の特徴がよく見られる。すなわち、スチュワードシップ主義の下でも、経営者は株主価値を依然として追求している。日本の場合においては、伝統的に、株主を重視しなかったため、そのような経営者の考え方に改革をもたらすことがスチュワードシップ主義の目的であると推測することができる。この差異を念頭に置くと、スチュワードシップ主義によって期待される機関投資家の役割においても、相異なる点があるのではないかと考えられる。そのような相違点を踏まえると、日本にお

けるステュワードシップ主義の現れとしてのステュワードシップ・コードの諸原則は、英国版を模範とするものであるけれども、日本の実情や真の目的に相応しい規制の内容及び規制の手法を再検討する必要があるといえる。

### Ⅲ ステュワードシップ主義をめぐる各国の規制の動向

前章では、ステュワードシップ主義の登場の経緯を整理した。以下では、英国、日本、および米国について、ステュワードシップ主義に関する規制を相互に比較しながら、各国の規制に存在する問題点を見ていくこととする。

#### 1. 英国版ステュワードシップ・コード

##### (1) 英国版ステュワードシップ・コードの策定背景

英国のコーポレート・ガバナンスに関する歴史的沿革を見ると、下記のように所有と支配の分離が顕著であったということが出来る<sup>78)</sup>。すなわち、とりわけ英国の大規模会社において、支配株主は存在せず、外部的な株主は投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対して「放任主義 (hands-off)」を採用したのであって、こうした事情から、エージェンシー・コストの削減が英国のコーポレート・ガバナンスにおける重要な課題となる<sup>79)</sup>。これは、株主が会社のコーポレート・ガバナンスに対してオーナーとしての責務を担うことができれば、経営者が私益のために行動してしまうというエージェンシー問題を解決することができるという発想に基づいている。

第二次世界大戦後、大量の株式を所有していた個人株主は、高い税率が適用されたことから株式を売却し、英国の年金基金や保険会社が彼らの株式を吸収した<sup>80)</sup>。そして、機関投資家が自らの利益のため、投資先企業の経営陣との交渉

---

78) Brain R. Cheffins, CORPORATE OWNERSHIP AND CONTROL: BRITISH BUSINESS TRANSFORMED 19 (OUP, 2008).

79) Brain R. Cheffins, *The Undermining of UK Corporate Governance*, 33 OXF. J. LEG. STUD. 503, 503 (2013).

80) Brain R. Cheffins, *The Stewardship Code's Achilles' Heel*, 73 MOD. L. REV. 985, 1017 (2010).

を行い始め、やがて「エンゲージメント」というテクニックが用いられるようになった<sup>81)</sup>。ここでいうエンゲージメントとは、株主権行使や対話を含めて、直接的かつ柔軟に経営者の規律付けを可能にするものを意味する<sup>82)</sup>。そして、1980年代以降、英国の資産運用業者のほとんどはエディンバラの金融区に所在し<sup>83)</sup>、英国株式の3分の1を運用しており<sup>84)</sup>、彼らは緊密に繋がっていたため、互いに連携する形で会社の経営陣に対してエンゲージメントという集団行動をとった。これは1990年代から2000年代における英国の株主行動主義の特徴であるといえる。

しかし、上記のような私益を追求するというエンゲージメント活動の性格は、1990年代から徐々に変化していた。1992年、一連の企業不祥事の発生がコーポレート・ガバナンスの不備に起因すると考えられたため、英国のコーポレート・ガバナンス改革の嚆矢ともいわれるキャドバリー・レポートに基づいて、Code of Best Practiceが策定された。これは、ロンドン証券取引所に上場されている会社に対し、そのガバナンスの実施状況を開示すべきであると要求したほか、「コンプライ・オア・エクスプレイン」というアプローチを採用した。Code of Best Practiceは「エンゲージメント」に言及していないが、コードの実施状況が上場会社と機関投資家との間で話題に上ることから、事実上、取締役側と機関投資家とのコミュニケーションが促進されるようになり、機関投資家に上場会社のガバナンスを監視させるという目的は成功したとされる<sup>85)</sup>。その後、Code of

81) 一例として、無議決権株式の発行問題について、機関投資家がエンゲージメントを通じてこれを反対するため、無議決権株式株式が発行されなかった。Bernard S. Black and John C. Coffee, Jr., *Hail Britannia, Institutional Investor Behavior under Limited Regulation*, 92 MICH. L. REV. 2024, 2035 (1997).

82) 投資家が株式を売却することによって経営者に規律づけるという伝統的な市場によるパラダイムと対照的なものとして、1980年代から、株主提案や議決権行使などを通じて、投資先企業の経営により深く関与することになる方式、いわばアクティビズムが米国に発端した。しかし、上記の方式のみならず、非公式な対話や「目的を持った対話」を通じて企業の長期価値の実現を経営者に要求することも提唱される。三和裕美子「国内外の機関投資家のエンゲージメント活動に関する考察——機関投資家へのヒアリング調査をもとに」明大商学論叢 98 巻 3・4号 (2016) 18頁参照。

83) Cheffins, *supra* note 80, at 1019.

84) Cheffins, *id.*

Best Practice の改訂版である統合規範 (Combined Code) が<sup>85</sup>、1998年のハンベル・レポートに対応する形で、株主の役割を明文で強調した<sup>86</sup>。2002年、4つの組織からなるISCはガイドラインを策定し<sup>87</sup>、機関投資家が投資先企業のパフォーマンスを監督したり、必要のある時に介入や対話を行ったり、これらの行動の効果を評価して顧客に対して定期的に報告したりすべきであるとガイドラインが要求している<sup>88</sup>。

2008年から2009年の前半までの間、機関投資家は、銀行の経営者が闇雲に利益を追求して損害を与える状況を前にして、これを阻止するための措置を何も採らなかったで、世界金融危機の加担者であるとみなされた。Mynersは2009年4月の講演で、機関投資家だけではなく、ISCをも非難した(例えば、2008年の世界金融危機の当初、ISCのウェブサイトには世界金融危機に関する記事が何も掲載されていなかったなど)<sup>89</sup>。Mynersの非難を受けて、2009年7月にISCは、2002年策定のガイドラインを改訂し、これを「ISCコード」と命名した。改訂版ISCコードの序説において、このコードは、投資先企業とのエンゲージメントを行おうとする機関投資家にガイドラインを提供するものであり、コードの最終の目標は、株主の長期的なリターンを実現するために、株主エンゲージメントを発展させ、不正な経営戦略の「壊滅的な結果」をもたらすリスクを減少させることであると述べられている<sup>90</sup>。

---

85) 江口高顕「エンゲージメントの時代における機関投資家の役割——スチュワードシップとコンプライ・オア・エクスプレインを巡って」宍戸善一＝後藤元編『コーポレートガバナンス改革の提言——企業価値向上・経済活性化への道筋』50頁(商事法務、2016)。

86) The Combined Code (2003), available at: [http://www.ecgi.org/codes/documents/combined\\_code\\_final.pdf](http://www.ecgi.org/codes/documents/combined_code_final.pdf) (last visited in August 3, 2019).

87) これらの4つの組織は、AIC (the Association of Investment Companies), ABI (the Association of British Insurers), IMA (the Investment Management Association), NAPF (the National Association of Pension Funds)であった。

88) Institutional Shareholder Committee, Responsibilities of Institutional Shareholders and Agents—Statement of Principles (2002), available at <http://www.ecgi.org/codes/code.php?codeid=122> (last visited in August 3, 2019).

89) Lord Myners, 'IMA Annual Dinner' (speech by the Financial Services Secretary) (19 May 2009), available at: [http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/200908050115534/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech\\_fsst\\_190509.htm](http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/200908050115534/http://www.hm-treasury.gov.uk/speech_fsst_190509.htm) (last visited in August 3, 2019).

90) Cheffins, *supra* note 80, at 1011.

その後、Walker Review は ISC コードを踏まえて、機関投資家の「スチュワードシップ責任」（受託者としての責任）という概念を明らかにしている。ここでは「責任」という言葉が使われているが、同報告は、機関投資家の他の株主や会社に対する「信認義務」の履行を強行法上の一般原則として義務付けることを要求せず、むしろ自分の顧客の利益のために企業に対して投資する機関投資家が、「コンプライ・オア・エクスプレイン」という形でスチュワード責任を負うかどうかを選択することができるようにするべきであるとし、また、ISC コードの原則を模範とすべきであることを提唱した。Walker Review が、公益に繋がる事項をもエンゲージメントにおいて取り上げるよう求めていることからすると、機関投資家の私益のために行われるエンゲージメントが、公共の利益の観点から見直されたということもできると指摘されている<sup>91)</sup>。その後 2010 年 7 月に、財務報告評議会（FRC）は Walker Review の提唱に応じて、スチュワードシップ・コードを公布した<sup>92)</sup>。英国のスチュワードシップ・コードは、政府の代表としての公的機関によって制定されたものである<sup>93)</sup>。2012 年には英国版スチュワードシップ・コードの改訂が行われた。

## (2) 英国版スチュワードシップ・コードの内容

英国におけるコーポレート・ガバナンスに不備があるという認識に基づいて、FRC は、上場会社と株主との関係を双方向で規制した。上場会社に対しては、コーポレートガバナンス・コード<sup>94)</sup>というソフトロー、ならびに、FCA が定めた規制集である Handbook、上場規則（Listing Rules）、開示および透明性規則

91) 江口・前掲注 85) 52 頁参照。

92) The UK Stewardship Code (July, 2010), available at [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf) (last visited in August 3, 2019). 2012 年改訂が行われ、現在、ウェブサイトに掲載されているのは 2012 年改訂版である。

93) 世界中のスチュワードシップ・コードは、以下の 3 つの種類に分けられる。デンマーク、香港、日本、タイなどを含め、政府という公的規制者また準規制者によって制定されるのは第一種類であり、韓国をはじめとして、機関投資家の自発性および投資先企業への管理の自由度を確保するため、様々な産業参加者によって制定されるのは第二種類であり、オーストラリア、カナダ、イタリアなどの国家において、機関投資者自身によって制定されるのは第三種類である。Hill, *supra* note 10, at 507-508.

(Disclosure Rules and Transparency Rules) というハードローが適用される。株主である機関投資家に対しては、業務行為規程 (Conduct of Business Sourcebook) というハードローとともに、スチュワードシップ・コードというソフトローも適用される。

スチュワードシップ・コードは、コーポレート・ガバナンスの不備に対応するため編み出されたものであり、コーポレートガバナンス・コードを側面から支えるものであると理解することができる。機関投資家 (とりわけ資産運用者) は、上場会社の株主として、年金基金や最終受益者の利益のために上場会社が運営されるべきことを積極的に求めることにより、これらの当事者によって構成される投資連鎖 (インベストメント・チェーン) を形成するという意義を持つものである。これによって、上場会社のコーポレート・ガバナンスが向上するとともに、株主である機関投資家のポートフォリオのリターンが向上し、株主価値が全体的に向上していくこととなり、最終的に、受益者である年金受給者ひいては国民全体の利益となる<sup>95)</sup>。

もともと、2010年スチュワードシップ・コードの適用対象は、英国上場会社の株式を保有する、英国で登録された機関投資家 (アセット・オーナーとアセット・マネジャー) であった。海外株式保有者には適用されないという点については、批判が多かった。なぜなら、1960年代から、海外投資家の英国上場会社の株式の保有比率がますます増えており、2008年末の時点で実に41.5%に達していたからである<sup>96)</sup>。スチュワードシップ・コードの実施が成功するかどうかは、適用対象である機関投資家 (英国で登録された機関投資家) が、投資先企業の経

---

94) 英国版コーポレートガバナンス・コードの前身は1998年の統合規範であった。2010年スチュワードシップコードを策定した時に、統合規範と呼ばれたが、2012年に名称を変更した。その後、2014年と2016年の改訂を経て、2018年7月16日の改訂が2019年1月1日以降開始する事業年度から適用されることとなる。須磨美月「英国コーポレートガバナンス・コードと改訂の概要——日本企業は英国コーポレートガバナンス・コード改訂から何を学ぶべきか」資料版商事法務414号(2018)24頁参照。

95) 上田亮子「英国スチュワードシップ・コードと日本への示唆」証券アナリストジャーナル52巻8号(2014)21頁参照。

96) Office for National Statistics, Figure 3 'Rest of the world shareholdings (1963 to 2010)', available at: <https://www.ons.gov.uk/economy/investmentspensionsandtrusts/bulletins/ownershipofquotedshares/2012-02-28> (last visited in August 3, 2019).

営者に対して有する影響力の大きさによって決まるといえる。当然のことながら、経営者に対する影響力は持株比率に左右される。しかし、英国の機関投資家がたとえ積極的にエンゲージメントを行ったとしても、投資先企業は機関投資家の意見に耳を傾けない。それに加えて、海外投資家側から見れば、自らのポートフォリオにおいて、英国企業への投資が小さい割合しか占めていなければ、投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対して関心をあまり持たず、スチュワードシップ活動を怠るという懸念が生じうる<sup>97)</sup>。そのため、スチュワードシップ・コードの適用対象を広く設定することが必要であるとの意見が出された。

このような意見の下で、2012年改訂版スチュワードシップ・コードには、「コードの適用」という節が新設され、投資家の範囲を「第一義的には英国上場会社株式を保有する機関投資家」としている。また、序論の第9パラグラフは、海外機関投資家が、スチュワードシップ・コード以外の、他国のまたは国際的な規範・原則等を採用している場合には、それを尊重するため、英国のスチュワードシップ・コードの適用を強く要求しないとしている。しかし、他国の、または国際的な規範が適用される場合、これらのルールの間相互認識を高める措置などを引き続けて検討する必要があるとされる<sup>98)</sup>。また、海外のアセット・オーナーに対しては、英国のアセット・マネジャーに業務を委託すれば、スチュワードシップ・コードへの署名などをする必要があるという条件を設定することで、英国スチュワードシップ・コードの適用も実質上可能になると指摘されている<sup>99)</sup>。

スチュワードシップ・コードで提唱される「スチュワードシップ」の意義に関して、2012年改訂版の序論において、「スチュワードシップおよびコード」という節が新設され、そのパラグラフ4で、「投資家にとって、スチュワードシップは、単に議決権の行使だけを意味するものではない。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といえる。エンゲージメントとは、こうした事項や次期株主総会の議案を巡り会社との間で目的あ

97) Cheffins, *supra* note 80, at 1020.

98) 上田・前掲注95) 29頁参照。

99) 上田・前掲注95) 29頁参照。



る対話を行うことを指す」としている<sup>100)</sup>。

英国スチュワードシップ・コードは、「遵守せよ、さもなければ説明をせよ」という「コンプライ・オア・エクスプレイン」のアプローチを採用しているところ、このような温和なアプローチにより、スチュワードシップ・コードを受ける者が、遵守を優先することよりも、むしろ不適用を選択することに偏るかもしれないこと、および不適用を選択するときに、その理由の説明が不十分かつ形式的なものになるリスクを増やすことになるかもしれないという指摘がある<sup>101)</sup>。このような問題提起を受けて、2012年改訂版は、まず、スチュワードシップ・コードのある指針に従わない場合には、単純な「説明」では足りず、「有意義な説明 (meaningful explanation)」を求めることとした。また、FRCは従来からスチュワードシップ活動の質を重視しており、2010年版導入以降、FRCは、スチュワードシップ・コードに署名する機関投資家のステートメントにかかる報告書を、毎年サンプル抽出して評価している。

英国版スチュワードシップ・コードは、①スチュワードシップ方針の開示、②利益相反の管理についての方針の開示、③投資先企業に対するモニタリング、④スチュワードシップ活動を強化する方法やタイミングに関するガイドライン、⑤集团的エンゲージメント、⑥議決権行使結果の開示方針の明確化、⑦委託者に対する定期的報告に係る7原則を含む。以下では、日本へ一定の示唆を与えることができると思われる原則とその実施状況を見ていく。

原則①は、機関投資家がスチュワードシップ活動をどのように行っていくかに関する方針を開示する文書(ステートメント)の作成を求める。当該文書において、アセット・マネジャーとアセット・オーナーの性質が異なることを踏まえて、開示内容は、投資連鎖(インベストメント・チェーン)における立場の違いを反映しなければならない。2016年から、英国FRCは、署名した機関投資家のステートメント報告書に対して、Tiering という階層評価を行っている。自主規制機関としてのFRCは、機関投資家のスチュワードシップ活動(エンゲージメント、

---

100) 金融庁、「英国スチュワードシップ・コード(仮訳)」(2012年9月)、1頁、<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20131018/04.pdf>により入手可。

101) Cheffins, *supra* note 80, at 1013.

投資先企業へのモニタリングなど) を評価する立場にないが、ステートメントにはスチュワードシップ活動をどのようなアプローチで展開していくのかが開示されるため、ステートメントを評価・階層化することで、スチュワードシップ活動のアプローチの改善を促すことができる。これによって、ステートメントの質を向上させることができるし、コードへのコミットメントを再確認することもできる<sup>102)</sup>。このように、英国の Tiering は、コンプライ・オア・エクスプレインという規制手法を同じくする日本のスチュワードシップ・コードと、策定機関としての金融庁に対して、示唆を与えるものと考えられる。

原則②は、機関投資家がスチュワードシップに関する利益相反を管理するための方針を策定・公表することを求めるものである。投資先企業のコーポレート・ガバナンスの向上を図るために、企業との対話を通じて機関投資家の役割が期待されるが、機関投資家自身は資金拠出者ではないため、投資先企業への関与のインセンティブが高くないという点が、スチュワードシップ活動を消極的にさせることの要因になる。そのため、英国版スチュワードシップ・コードは、機関投資家の義務を再確認するとともに、もし利益相反が不可避である場合には、利益相反の管理方針の策定・保持・開示を求めている。日本版スチュワードシップ・コードの原則 2 はこれとほぼ同じ内容である。

原則③は、機関投資家が投資先企業をモニタリングすることを求めるものである。モニタリングの方法は、主として株主総会に参加することであるとされるが、モニタリングの対象は、会社の業績、リスクに影響を及ぼす会社内外の状況、リーダーシップ、コーポレートガバナンス・コードに対する忠実性、開示の品質などの幅広い範囲に及ぶ。英国投資運用協会の調査によれば、全投資先企業へのモニタリングを行っているとする機関投資家の比率は、2010 年は 67% にとどまるのに対し、2012 年には 76% に達した<sup>103)</sup>。

原則④は、機関投資家の投資先企業に対するエンゲージメントの実施を求める

102) 三和裕美子=村澤龍一「英国におけるスチュワードシップ・コードの推進」証券アナリストジャーナル 56 巻 3 号 (2018) 30 頁参照。

103) Investment Management Association, Adherence to the FRC's Stewardship Code at 30 September 2013, table 15, available at: [https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20140501-01\\_stewardshipcode.pdf](https://www.theinvestmentassociation.org/assets/files/surveys/20140501-01_stewardshipcode.pdf) (last visited in August 3, 2019).

ものである。前述のように、エンゲージメントは主として株主総会の議案をめぐる会社との対話を指し、スチュワードシップの核心であるともいえる。英国投資運用協会の調査により、エンゲージメントの目的となる問題は、主として取締役報酬、事業戦略、取締役会のリーダーシップ、取締役会等の構成に集中している<sup>104)</sup>。また、英国の実務においては、誰が投資先企業を代表してエンゲージメントに対応するかについては、業務執行取締役、取締役会議長、各種委員会の委員長、会計監査に関連する事項については、監査委員会の委員長が対応している<sup>105)</sup>。また、英国コーポレートガバナンス・コードでは、非業務執行取締役は、重要な株主が希望する時には、株主との対話（エンゲージメント）に参加すべきであると定められている<sup>106)</sup>。これによって機関投資家側は、取締役の指名プロセスを客観的に評価し、実効的に関与を行っていくことができる。英国の非業務執行取締役（社外独立取締役）がエンゲージメントの実効性についての重要な役割を果たすという点は、日本のスチュワードシップ活動にも示唆を与えるものと考えられる。

原則⑤は、集团的エンゲージメントに関わるものであり、適切と判断される場合<sup>107)</sup>には、機関投資家の協調的行動を認めるものである。これは、英国の機関投資家の行動パターンを考慮したものである。前述のように、英国型エンゲージメントの最も顕著な特徴は「集合性」であり、とりわけ1980年代に、相互に緊密に繋がっていた英国の中小機関投資家の間で団体が形成されて協働的に投資先企業へのエンゲージメントが行われてきた。集团的エンゲージメントによって、投資先企業に対する影響力が高まり、実効的な経営関与を実現することができる<sup>108)</sup>。また、英国は、投資家の連合の形成（coalition formation）に関して、米

---

104) Investment Management Association, *id.* table 20, at 24.

105) 神作裕之「建設的対話の実務と法的論点——比較法的観点から」商事法務2168号(2018)10頁参照。

106) UK Corporate Governance Code, Code Provision E. 1. 1, p. 22, available at: <https://www.frc.org.uk/getattachment/ca7e94c4-b9a9-49e2-a824-ad76a322873c/UK-Corporate-Governance-Code-April-2016.pdf> (last visited in August 3, 2019).

107) ここでいう「適正と判断される場合」は、会社に重大な問題が存在したり経済情勢に問題が存在したりする場合や、発生したリスクが企業価値の重大な毀損に繋がる恐れがある場合等である。

国よりも規制が緩やかであるというイメージがあるとされる<sup>109)</sup>。例えば、FSAは、集团的エンゲージメントおよび一個の議案に対する議決権の協働行使がTakeover Codeにおける「共同行為 (acting in concert)」には該当しないと解している。ちなみに、日本の2010年版スチュワードシップ・コードは上記の原則を含んでおらず、2017年の改訂で当該原則が追加されたが、日本の金商法上の規制との関係ではいくつかの問題が生じている。

原則⑥は、議決権行使結果の開示に関するものであるが、議決権行使は株主の影響力行使のための重要な行為であるため、その透明性確保が重要な論点とされる。機関投資家は取締役会に自動的に賛成してはならず、議決権行使をするよう努めるべきであり、議決権を行使したならば、その結果を開示すべきであるとされる。それ以外に、議決権行使助言会社を利用した場合に、その旨、業者の名称、目的、賛否推奨に対する準拠の程度などの事項の開示も求められる。しかし、原則⑥を实践する機関投資家の数は、2011年の73%から2013年の65%に低下し、その理由の説明も行われていない<sup>110)</sup>。また、個別議案ごとの開示は減少し、概要の開示にとどまる機関投資家が増加している<sup>111)</sup>。

原則⑦は、スチュワードシップ活動および議決権行使の結果を、定期的に資金拠出者としての顧客に対して報告書の形で開示することを求めるものである。IMAの調査によれば、機関投資家の過半数は四半期に1回の頻度で報告を行う<sup>112)</sup>。また、機関投資家がエンゲージメントおよび議決権行使プロセスに関する独立した「保証報告書 (assurance report)」を取得したならば、その旨を公示すべきであり、顧客の要求があれば、保証報告書を開示する必要もある。

108) しかし、現在、英国では、外国投資家が国内機関投資家に代わって主たる株式保有者になったという状況から鑑みれば、国内機関投資家の連結性が極めて弱体化されたという反論も主張される。Cheffins, *supra* note 80, at 1019-1020.

109) Eguchi and Shishido, *supra* note 54, at 565.

110) Investment Management Association, table 25, *supra* note 103, at 37.

111) Investment Management Association, table 26, *supra* note 103, at 37.

112) Investment Management Association, table 28, *supra* note 103, at 38.

(3) 英国版スチュワードシップ・コードにおける問題

もともと、英国2010年版スチュワードシップ・コードの「コンプライ・オア・エクスプレイン」という規制手法は、英国版コーポレートガバナンス・コードにおけるものとは異なるものである。上場規制（Listing Rules）により、上場会社は、コーポレートガバナンス・コードをどこまで遵守したのか、また、遵守しない場合にはその理由を説明することが義務付けられ、エンフォースメントはかなり担保されている。2010年版スチュワードシップ・コードの規制手法は、個々の金融機関の任意の採用に委ねて、自己拘束させることであり、当時、エンフォースメントを行う機関はなかった。その後、2010年7月に、当時の金融サービス機構であったFSA（なお、2013年にFSAはFCAとPRAに分離した）は、Walker Reviewの推奨20に対応して、ハードローとしての業務規程（Conduct of Business Sourcebook）のうちRule 2.2.3の追加修正案を提出した。現在、Rule 2.2.3により、英国で投資運用業務を行う運用会社は、スチュワードシップ・コードの実施状況、スチュワードシップ・コードにコミットしない場合にはその代替的な投資戦略などを公表しなければならず、これが機関投資家に対してコードの基準項目を実施させる強い圧力となり<sup>113)</sup>、機関投資家自身がスチュワードとしての規律に服するよう求められることとなった。

確かに、このような方法によれば、スチュワードシップ・コードのエンフォースメントは高まるといえるが、例えば、ある機関投資家が短期的に株式を保有するとか、当該機関投資家の投資戦略が株式の取引にとどまる場合であっても、このような機関投資家もまた、コードを遵守しないのであれば、その理由を開示しなければならない。もし機関投資家が、短期投資の戦略をとるものであることを正直に開示すれば、社会からの激しい批判を招くことになってしまう（英国において、短期主義への批判は強いからである）<sup>114)</sup>。そのため、今後、英国版スチュワードシップ・コードの内容と、FCAの業務規程における開示基準の客観化・明確化との間の整合性確保が望まれる。

---

113) Financial Conduct Agency, Conduct of Business Sourcebook, Rule 2.2.3, available at: <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COBS.pdf> (last visited in August 3, 2019).

114) Lee Roach, *The UK Stewardship Code*, 11 J. CORP. L. STUD. 463, 475 (2011).

## 2. 日本版スチュワードシップ・コード

### (1) 日本版スチュワードシップ・コードの目的とその問題点

会社法上、取締役会設置会社において、会社の経営にかかる意思決定を行う権限は、基本的に取締役会に属している（会社 295 条 2 項・362 条 2 項 1 号・399 条の 13 第 1 項 1 号・416 条 1 項 1 号）。そして、会社法は、株主に対して株主総会を通じて取締役の選任等にかかる権利を付与することで、残余請求権者としての立場から、取締役の行動をコントロールさせている。しかし、株式の分散の程度が極めて高い上場会社では、株主総会の機能が形骸化しているため、取締役は、株主の支持を得なくても地位を維持することが可能であり、外部的な規律づけを欠いたまま会社の意思決定をすることになる。

長い間、日本企業はこうした外部的な規律づけを欠く経営を維持したため、過剰な設備投資がもたらされることになった。過去 20 年以上の間、日本の株式市場は、他国の株式市場に比べて著しくパフォーマンスが低かったため、多くのグローバルな機関投資家は日本企業に中長期の投資をあまりしてこなかった。一方、上場企業の経営者は、機関投資家が短期利益だけに囚われ、彼らに中長期的な価値を説明してもらえないと意識していて、企業と投資家は、互いに不満を抱いているように見える<sup>115)</sup>。

このような背景の下で、上場企業の実務と株主との関係の変容が企業法制的な重要な課題となる。経営陣と株主との関係は一般に会社法などの強行規定によって規制されているが、会社法のみによって決まるわけではない。また、日本の会社法は英米に比べると、株主に対して強い権利を与えているように思われ、経営陣と株主の関係の変容について、会社法には株主の権利の強化の余地が残されていないともいえる。そこで、会社法改正によらず、取締役と株主との関係を変えるために、2014 年のスチュワードシップ・コードと 2015 年のコーポレートガバナンス・コードが策定されたのである。すなわち、ダブルコードの目的は、取締役と株主との関係を変えていくことで、コーポレート・ガバナンスの変容を図り、上場会社の持続的な成長を達成したりその競争力を高めたりすることにある<sup>116)</sup>。

115) 大場昭義「コーポレートガバナンス・コードの検討——機関投資家の立場から」ジュリスト 1484 号 (2015) 36 頁参照。

日本版スチュワードシップ・コードは、企業の持続的な成長を実現するために、機関投資家（株主）に一定の役割を担わせようとするものである。英国版コードと同じように、日本版コードは、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。すなわち、エンゲージメント（目的を持った対話）によって、投資先企業の価値が向上すると、株主の利益につながり、株主が機関投資家である場合には、投資を行っているアセット・マネジャーを通じて、資金を拠出しているアセット・オーナー（年金基金・保険会社等）に利益がもたらされ、さらに、アセット・オーナーの資金は、究極的には年金基金の加入者や保険会社の顧客などの受益者の財産であることから、これらの最終受益者の利益が実現するという、インベストメント・チェーンが念頭に置かれており、機関投資家の投資先企業のコーポレート・ガバナンスの向上への役割が期待されている。

外部的ガバナンスを欠いたままのコーポレート・ガバナンスにより、日本企業の競争力と収益性が低下したという認識に基づいて、日本版スチュワードシップ・コードは、機関投資家（株主）が良好なコーポレート・ガバナンスの構築において重要な役割を果たしていくべきであるという観点から策定されたものであり、企業側の行動を規律するコーポレートガバナンス・コードの実効性確保に資することがスチュワードシップ・コードに期待される。そうであるならば、一定の持株比率を有する個人株主についても、投資先企業のコーポレート・ガバナンスへの関与も肯定すべきこととなる。ここで、なぜスチュワードシップ・コードがその適用対象を機関投資家に限定しているのかについて考えるに、投資先企業の持続的成長だけではなく、経済全体の成長をも企図するものであるという点を指摘することができる。機関投資家が積極的なスチュワードシップ活動を行えば、企業の価値が増大し、同時に機関投資家のリターンの増加につながり、ひいては最終受益者・顧客の中長期的リターンの増加が実現することとなる。

しかし、上記の2つの目的（「顧客の中長期的リターンの拡大」および「投資先企業の価値の向上」）の間にトレードオフがないわけではない。もしリターン

---

116) 加藤貴仁「コーポレートガバナンスと2つコード——スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コード」法の支配186号(2017)83頁参照。



が資本コストを下回るならば、最終受益者の利益のために、機関投資家は、中長期的投資活動に反する増配、自社株買いや事業縮小を会社に要求したり、他の会社に資金を投資したりすることを望むかもしれない<sup>117)</sup>。この意味では、スチュワードシップ・コードの目的が達成されるかどうかについて疑問が残されている。

## (2) 規制手法とその問題点

金融庁の有識者会議を経て策定されたという「上からの策定」の経緯から見れば、スチュワードシップ・コードはハードローの制定に類似するが、エンフォースマントを行う国家機関がない点では、ソフトローに属するのは明らかである。また、英国版スチュワードシップ・コードと同じく、日本版スチュワードシップ・コードの特徴は、「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法を組み合わせ採用する点にある。「プリンシプル・ベース」は、強行法規におけるような細目的な規則を定める「ルール・ベース」とは異なり、解釈の幅の大きい抽象的規範である。「プリンシプルベース・アプローチ」を採用するのは、詳細なルールを設けていても、それが実情に合わなくなる可能性が高くなることによるものである<sup>118)</sup>。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法の下で、機関投資家には、コードを受け入れるかどうかについての判断が委ねられる。コードを受け入れることを選択すれば、その旨と各原則に基づく公表項目を自らのウェブサイトで公表し、そのウェブサイトのアドレスを金融庁に通知することなどが推奨されている。コードを受け入れることは、全ての原則を一律に実施しなければならないということを意味するものではなく、自らの投資の状況やビジネスモデルなどに照らして、個別の原則を実施することが不適切であると考えられる場合には、その原則を実施しない理由を十分に説明することをもって、当該原則を実施しないことも許される。こうした規制手法は、とりわけ機関投資家の外縁がスチュワードシッ

117) 田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの検討——機関投資家の役割についてのアンビヴァレントな見方」月刊監査役 629号 (2014) 69頁参照。

118) 大崎貞和「プリンシプル・ベース規制の意義と課題——コーポレートガバナンス・コードとエクイティ・ファイナンスのプリンシプルを中心に」(2015) 3頁参照、<https://www.jpx.co.jp/regulation/seminar/files/201402oosaki.pdf> により入手可。

プ・コードにおいて明確にされておらず、インベストメント・チェーンにおける異なる性質を有する関係者がコードの対象者になりうるため、なすべき行為を一義的に定めがたいところに理由があると思われる<sup>119)</sup>。

上述のように、日本版スチュワードシップ・コードは機関投資家の自己拘束に属するものであり、また、こうしたソフトローは慣習に由来するものではなく、国家の政策目的を実現するために人為的に選択されたものであるから<sup>120)</sup>、そのエンフォースメントの質が低いという問題が生じてくる。

両コードはソフトローとして同じ規制手法をとっているが、コーポレートガバナンス・コードの場合には、拘束力とエンフォースメントがかなり担保されている。拘束力についていえば、上場会社と金融商品取引所との間の契約において、有価証券上場規程、上場業務規程などの諸原則に従うことが定められるため、上場会社は、「別添『コーポレートガバナンス・コード』の趣旨・精神を尊重してコーポレート・ガバナンスの充実に取り組むよう努める」ものとされる（東証・有価証券上場規程445条の3）。

また、コーポレートガバナンス・コードのエンフォースメントは金融商品取引所によって確保される。金融商品取引所は自主規制機関として、金融商品取引法により、上場会社にかかる情報の開示またはそれに対する審査および上場会社に対する処分に関する業務を行う（金商法84条2項3号、金融商品取引所等に関する内閣府令7条4号）。そのため、東京証券取引所の有価証券上場規程436条の3は、上場会社はコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレート・ガバナンスに関する報告書において説明するものと定めている。もしこれに違反すれば、東京証券取引所は、改善報告書の提出、公表、違約金、上場廃止措置などのサンクションを講じることができる（有価証券上場規程601条1項12号<sup>121)</sup>）。上記の点に照らすと、コーポレートガバナンス・コードには、契約の遵守という民事的な側面と、自主規制機関が策定した自主規制の遵守という2つの面がある<sup>122)</sup>。

---

119) 加藤・前掲注116) 88頁参照。

120) 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲治郎先生古稀記念『企業法の進路』1015頁（有斐閣、2017）。

これに対して、スチュワードシップ・コードは自己拘束に当たるものであり、機関投資家はコードを受け入れるかどうかを自己判断して、受け入れる場合には、その受け入れる旨を表明する。しかし、機関投資家がコードを受け入れないこと、コードの各原則の実施や説明を行わないことに対して、顧客・受益者の監視が十分でないとなれば、スチュワードシップ・コードのエンフォースメントは、確保され難いという指摘がある<sup>123)</sup>。また、アセット・オーナーがアセット・マネジャーに資産運用を委託する場合に、アセット・オーナーが中長期的価値を志向せず、短期的利益の実現のみで満足することもありうる。従って、スチュワードシップ・コードの実効性の確保を図る上で、アセット・オーナーの行動にも注意を払う必要がある。この点について、改訂版スチュワードシップ・コードの原則②に追加指針が設けられ、アセット・オーナーになるべくスチュワードシップ活動に取り組むようと要求されるだけでなく、アセット・マネージャーに対する監視を強化すべきことも求められる。

問題となるのは、日本の機関投資家（株主）の影響力は、従来から、株式の持ち合いなどの方法を通じて経営陣に対して消極的に行使されるものであるため、英国の機関投資家のような、私益の追求のためにエンゲージメントを行うという慣行が形成されていないということである。日本版スチュワードシップ・コードが、「企業の持続成長」という政策目標を、あまり積極的に行動しない機関投資家に直ちに要求するならば、資産運用者に対する監視強化のみではスチュワードシップ・コードの目的が達成されない恐れがある。そのため、英国のFRCのように、法律に基づく公的独立機関の監督とフォローアップが必要であると考えられる。また、英国の業務規程のRule 2.2.3のように、自主規制に基づくエンフォースメントの対策（例えば、スチュワードシップ・コードの実施状況の強制開示義務、

121) しかし、理由の説明を拒絶する、また、理由の説明が虚偽であるという特定の場合のみに、このような実効性確保措置を講じる点からみれば、サンクションの発動要件は限定されているといえる。佐藤寿彦「コーポレートガバナンス・コードの策定に伴う上場制度の整備の概要」商事法務 2065号（2015）59頁参照。

122) 神作・前掲注120) 1018頁参照。

123) 高橋真弓「ソフトローとしてのコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コード」自由と正義 2016年7月号 45頁参照。

実施しない場合の代替戦略の公表などの措置)の導入も、スチュワードシップ・コードの実効性を向上させるのに役立つものと考えられる<sup>124)</sup>。

「コンプライ・オア・エクスプレイン」という手法は、両コードに共通している。コーポレートガバナンス・コードの中で、それを遵守するかどうかの選択権を会社に与える一方、会社が遵守しない場合、株主に対して説明を強行的に行わせることで、株主に対して情報を提供し、株主はこれらの情報を用いて会社に対して修正を迫るとともに、コードのエンフォースメントを強化し、コードの遵守が上場会社にとって標準的な事柄であるという効果をもたらすことができる<sup>125)</sup>。スチュワードシップ・コードにおいて、コンプライ・オア・エクスプレインが採用されるのは、機関投資家の投資ビジネスモデルが様々であり、そのベスト・プラクティスが存在しているわけではないことに基づくものであり、上記の手法によれば、情報の透明性が確保されるとともに、一般原則からの離脱という選択肢を認めることで、機関投資家のニーズに適合した柔軟的な適用が可能となる。

しかし、コンプライ・オア・エクスプレインという手法にはいくつかの懸念も示されている。第一に、コーポレートガバナンス・コードについては、エクスプレインの形式化、つまり、会社側の説明の質の低下と機関投資家側の機械的な点検という形式化の問題が指摘されている<sup>126)</sup>。スチュワードシップ・コードについても、たとえば、議決権行使助言会社の勧告に単純に従うという形式化の遵守が懸念されるが、コストからの制約や顧客の意向からの制約がある時には、形式化の問題を払拭することに努めるだけでなく、適切な運用についての共通理解を運用関係者の中で醸成していくべきであるとの見解がある<sup>127)</sup>。また、ある原則を適用しない場合の理由の説明が、形式主義に陥りがちであるということになれば、スチュワードシップ・コードの目的の実現が危うくなる。第二に、一部のへ

---

124) この点について、スチュワードシップ・コードについては、投資ビジネスモデルが多様であるため、統一的機関によるエンフォースメントは事実上困難であるという反論が見られる。神作・前掲注120) 1020頁参照。

125) 野田博「コーポレート・ガバナンスにおける規制手法の考察——ソフトローの側面を中心として」商事法務2109号(2016)16頁参照。

126) 野田・前掲注125) 18頁～19頁参照。

127) 野田・前掲注125) 19頁参照。

ッジファンドなどのアクティビストにおいては、コンプライ・オア・エクスプレインという制度を利用し、機関投資家の説明によって提供される情報を用いて、投資先企業の企業価値を低下させるといった問題も指摘されている<sup>128)</sup>。

### (3) 日本版スチュワードシップ・コードの諸原則

日本版スチュワードシップ・コードも、英国版と同様に7つの原則を定めているが、個別原則の内容は英国版コードと異なるところがある。原則①について、2014年版は、機関投資家がインベストメント・チェーンの中における自らの位置を認識した上で、スチュワードシップ責任を果たすための方針を策定すべきであるとするが、実効的なスチュワードシップ活動を促すため、2017年改訂版は、原則①において、アセット・オーナーが可能な限り自らスチュワードシップ活動に取り組むこと、および運用委託契約の締結や運用機関に対するモニタリングに際してのアセット・オーナーの役割を要求するとの新たな指針を盛り込んでいる。

原則②については、2017年に、2014年版コードの指針2-1、指針2-2に関連して、運用機関のガバナンスと利益相反管理の強化を図るための改訂がなされた。運用機関が利益相反をコントロールした上で、最終投資家のためにスチュワードシップ活動を行っていくことを確保するために、「運用機関は利益相反が生じう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公表すべきである」という見直しが行われた。このような措置として、例えば、独立性のある取締役会や第三者委員会を設け、業務関係、株式持合い関係などの利害関係を有しない担当者や機関において、スチュワードシップ活動にかかる意思決定をしていくことが重要であるとされる。

原則③の内容（企業状況の把握）は、英国版のそれ（投資先企業をモニタリングすること）とは異なるが、実質的に同じであるといえる。しかし、英国の場合、ガイダンス・ノートに相当程度把握しておくべき項目が挙げられているが、日本では、抽象的に記載されているのみであり、原則的な定めがあるにすぎない。ち

128) 神作・前掲注120) 1022頁参照。

なみに、2017年改訂版は、ESG要素が「事業におけるリスク・収益機会」であると述べて、機関投資家がスチュワードシップ責任に照らして、自らどのような要素に着目すべきかを決定すべきであるとしており、ESG要素をより重視していくことが明らかにされている。

原則④は、エンゲージメント（建設的な目的を持った対話）に関するものである。2017年改訂版コードは、原則④において2つの指針の追加見直しを行っている。一つは、パッシブ運用を行う機関投資家のエンゲージメントに関するものであり（指針4-2）、もう一つは、集団的エンゲージメントに関するものである（指針4-4）。

日本では、パッシブ運用機関投資家が大きな割合を占めており<sup>129)</sup>、スチュワードシップ活動の実効性の確保について、中長期的な保有を前提としたパッシブ機関投資家の役割が期待される。そのため、指針4-2を追加し、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ことがパッシブ運用機関投資家に要求される。

2014年版コードにおける英国版との相違点の一つは、集団的エンゲージメントを採用していないということである。前述のように、英国で集団的エンゲージメントの原則が掲げられているのは、英国の国内機関投資家間の緊密な関係を考慮したものであるが、これに対して、日本では、そのような機関投資家間の実務は一般的に行われていない。また、法的には、日本で集団的エンゲージメントを行うことが金融商品取引法上の「共同行為」にあたる恐れがある。

しかし、パッシブ運用手法を用いる機関投資家は日本の資本市場で大きな割合を占めているものの、彼らは分散投資を行っており、特定の投資先企業における持株比率は低い。集団的エンゲージメントがないと、機関投資家の連合形成はより難しくなり、経営者に対する影響力を強化して脅威や圧力を加えることは事実上困難となる。すなわち、コードで推奨される「目的を持った対話」の実効性に

---

129) 例えば、日本の公的年金としての年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、近年国内株式の8割以上をパッシブ投資に投じている。年金積立金管理運用独立行政法人、「パッシブ運用およびアクティビスト運用の割合の推移（2016年）」、『平成27年度業務概況書』108頁、[https://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h27\\_q4.pdf](https://www.gpif.go.jp/operation/state/pdf/h27_q4.pdf)を参照。



は疑問が残る。そのため、2017年改訂版は集团的エンゲージメントに関する指針4—4を追加した。集团的エンゲージメントと金融商品取引法上の規制との整合性については、次の小節で触れることとする。

特に留意すべきであるのは指針4—5であり、当該指針に照らせば、機関投資家が公表された情報に基づき、投資先企業との「目的を持った対話」を行うことが可能であるとして、未公表情報を受領することについて慎重であるべきことを要求している。ここでは、エンゲージメントと株主平等原則との間の関係、およびインサイダー取引規制との間の関係という法的論点を整理する必要がある。

原則⑤は、議決権行使の方針と結果の開示を求めるものである。改訂前には議決権の行使結果は議案の種類ごとに開示するよう求められていたのに対して、改訂版は、個別の投資先企業および議案ごとの開示をベストプラクティスとしている。これは、個別開示により利益相反をコントロールすることができるからである。さらに、議案に対する賛否について、理由の説明をすることが望ましいとされる。理由の説明は、機関投資家が公表された議決権行使方針に忠実に従って行使したのかとか、最終投資家の利益に叶うのかについての外部評価に資することが期待される。また、議決権行使助言会社の業務実態<sup>130)</sup>を勘案しつつ、原則⑤では、議決権行使助言会社が利益相反管理、策定プロセス、業務体制などに関する取り組みを公表すべきであるという指針が新設されている(指針5—5)。

原則⑥は、機関投資家に対し、どのようにスチュワードシップ責任を果たしているのかについて顧客・受益者に対する定期的な報告を求めるものである。ここでの報告は直接の顧客に対して提出されるものであり、直接の顧客であるアセット・オーナーの意向に従っていることを表明するものであるといえる<sup>131)</sup>。

原則⑦では、スチュワードシップ活動に関する判断を適切に行う能力を具備することができるよう、機関投資家が一定の取り組みをすることが必要であるとされている。これに基づいて、例えば GPIF(年金積立管理運用独立行政法人)は、

130) 議決権助言会社の業務実態とその問題点について、高橋真弓「議決権行使助言会社の法的規制論に関する研究」一橋法学11巻2号(2012)441頁以下、尾崎悠一「機関投資家による議決権行使と議決権行使助言会社」岩原紳作=山下友信=神田秀樹「会社・金融・法(上)」(2013)192頁以下において詳細な紹介と分析がされている。

131) 紳作・前掲注120)1020頁参照。

運用受託機関に対するヒアリングを実施して評価を行うとともに、必要に応じて各方針の見直し等の実施を行っている<sup>132)</sup>。

#### (4) 各原則における法的問題点

A. 原則④と、大量保有規制上の「共同保有」および「重要提案行為等」との関係

株券や株券関連有価証券の保有割合が5%を超えた時、株式保有者は大量保有報告書を提出しなければならない、さらに、この者と共同保有関係にある者が保有する株券の数は、これを上記の数に合算しなければならない(金商法27条の23第1項第4項)。共同保有者とは、会社の株券等を他の保有者と共同して取得・譲渡することを合意している者、および、議決権などの株主権の行使を他の保有者と合意している者をいう(同条5項)。

2017年改訂版コードは、集团的エンゲージメントに関する指針の追加見直しを行っており、将来、集团的エンゲージメントは、機関投資家の実効的なエンゲージメントを行う際の選択肢の一つになると予測される。しかし、問題となりうるのは、ある機関投資家が他の投資家と連合してエンゲージメントをするときに、金商法27条の23第5項の「共同保有者」に該当するのかということである。もし当該機関投資家が「共同保有者」であると判断されれば、当該機関投資家には他の投資家の保有分も算入した、大量保有報告書の提出義務が課される。

集团的エンゲージメントを行うに当たって、どのような場合に「共同保有者」となるのかについて、金融庁が公布した「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」は解釈の明確化を行っているが、当該資料は司法判断を拘束するものではなく、また、個別事案の法令適用に対する回答ではない。

金融庁は、金商法27条の23第5項のうち、「株主としての議決権その他の権利」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」であるとしている<sup>133)</sup>。そのため、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

---

132) 『平成27年度業務概況書』(GPIF)、前掲注129) 38頁参照。

が行われているにすぎない場合には、基本的に共同保有の合意があるとはいえないとされている。集团的エンゲージメントにおいて、①他の機関投資家と共同してエンゲージメントを行うことを合意している場合のほか、②機関投資家間に投資先企業に関する議決権行使の予定を伝え合う場合も、同様である<sup>134)</sup>。なお、①の場合、企業と非公式な対話を行うときに、投資先企業の考え方について説明を求める可能性がある。ここでは、会社法における取締役等に対する説明請求権（取締役等の説明義務。会社法 314 条）との関係が問題となりうるが、法令上の権利に該当しないと解すべきであるとされる<sup>135)</sup>。しかし、集团的エンゲージメントを行う際に、共同して株主提案権や会計帳簿閲覧権を行使することは、法令上の権利の行使にあたるため、そのことについて共同の合意がなされたものと評価すべきである。②の場合、金融庁の解釈に照らせば、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すぎないのであれば、共同保有の合意がある場合に該当しない。しかし、参加機関投資家間で議決権行使の共通見解を策定したような場合には、当該共通見解の帰結としての議決権行使に関して共同保有の合意がなされたと評価される可能性を否定することができない<sup>136)</sup>。

以上を整理すると、集团的エンゲージメントが単に意見交換にとどまる限り、共同保有の合意がなされたと評価されないこととなる。そのため、機関投資家が集团的エンゲージメントを行うに際して、弁護士などの専門家の助言を得ながら慎重な対応をとることが必要になってくるが、そのことはエンゲージメントを抑制する要因として働く恐れがある<sup>137)</sup>。

133) 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」(平成 26 年 2 月 26 日) 11 頁参照、<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legallissue.pdf> により入手可。

134) 谷口達哉「集团的エンゲージメントに関する金融商品取引法上の諸論点」商事法務 2158 号 (2018) 16 頁参照。

135) 具体的には、株主総会で説明を求める場合にのみ、取締役等の説明義務が発生し、それ以外の場における説明義務の発生を認めるわけではない。谷口・前掲注 134) 17 頁参照。

136) 谷口・前掲注 134) 17 頁参照。

137) この問題について、より明確なルール（例えば、機関投資家が他の投資家に自分の意向に合致する議決権の行使を強制させることなどの禁止ルール）を求める見解が多い。村田敏一「機関投資家の議決権行使——スチュワードシップコード導入の光と影」商事法務 2175 号 (2018) 25 頁参照。

また、大量保有規制において、機関投資家が頻繁に株式を売買しているものの、会社の事業に対する影響力の行使等（重要提案行為等）を目的としておらず、かつ、その保有する株券等の割合が発行会社の発行済株式総数の10%を超えないときには、機関投資家の大量保有報告等による開示ではなく、通常の場合に比べて緩やかな特例報告制度が適用される。裏返していえば、もし機関投資家が重要提案行為等の実施を目的として5%以上の株券等を保有すれば、特例報告制度を利用することができなくなり、通常の大量保有開示義務が課されることになる。通常の大量保有開示義務は、ポートフォリオにおける膨大な銘柄の株式を投資している機関投資家にとっては、履行が困難である。また、5%をわずかに超えているにすぎない機関投資家に対して頻繁な開示を求めると、エンゲージメントをも萎縮させる恐れがある。それゆえ、機関投資家のエンゲージメントのうち、どのような行為が重要提案行為に該当するかが問題になる。

金融庁の解釈によれば、「重要提案行為等」とは、①金商法施行令148条の8の2第1項各号に定められたものであること、②投資先企業に対して重大な影響を及ぼすものであること、および③「提案」であることという、3つの要件を満たすものであるとされている<sup>138)</sup>。また、投資先企業との共通認識を図るために行われた行為（例えば企業経営方針の説明の請求、自ら議決権行使方針の説明など）は重要提案行為等に該当しない可能性が高いが、他方で、共通認識が図られない場合において、投資先企業に対して経営方針等の変更を請求することなど、具体的な解決策を求めることは「重要提案行為等」に該当する可能性が高い。

さらに、集团的エンゲージメントを行うこと自体が、「重要提案行為等」に該当する可能性もある。すなわち、機関投資家が投資先企業に対して影響力を及ぼすために、他の投資家と集团的エンゲージメントを行う場合、投資先企業の反発を受ける可能性があることから、彼らがそのような集团的エンゲージメントに参加したこと自体が、「重要提案行為」を目的としていると評価されるおそれがある<sup>139)</sup>。そのことは、集团的エンゲージメントに参加するにあたって、機関投資

---

138) 「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」、前掲注133) 6頁～7頁参照。

139) 谷口・前掲注134) 17頁参照。

家が特に注意を払うべき点である。

上記の解釈を見る限り、大量保有報告規制上の共同保有規制および特例報告制度の除外規制は、日本版スチュワードシップ・コードに期待される実効的な対話の実現を阻害する恐れがあると考えられ、今後、共同保有規制の緩和や重要提案行為等といった要件の削除が必要であると指摘されている<sup>140)</sup>。

#### B. 原則④とインサイダー取引規制との関係

指針4-5は、エンゲージメントを行うに当たって、未公表の重要事実の伝達・受領を慎むべきであるとしているが、このような場合にはインサイダー取引規制（金商法166条3項）が適用され、機関投資家は当該重要事実の公表前に、当該企業の株式等の売買等の停止など、インサイダー取引を防止するための一定の措置を講じなければならないが、また、企業の関係者は機関投資家に利益を得させる等の目的をもって、情報伝達・取引推奨を行ってはならない。ここで問題となるのは、エンゲージメントの際にどのような事実がインサイダー取引規制上の「重要事実」に該当するかということである。

金融庁の解釈に照らせば、エンゲージメントについて、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ものと考えられる<sup>141)</sup>。しかし、機関投資家が、剰余金配当など<sup>142)</sup>の企業政策にかかる情報を受領するときには、「重要事実の受領」に該当する可能性が相当程度高いといえるため、エンゲージメントの進行中、エンゲージメントの企業側担当者がインサイダー取引規制に関する注意

140) しかし、現行の金商法特例報告制度における「重要提案行為等」に関するルールは、必ずしも不合理ではないとする見解がある。田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの改訂」資料版商事法務398号10頁（2017年）参照。

141) 「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」、前掲注133）14頁参照。

142) とりわけ、1株当たりの剰余金配当額の前年同期比増減額が20%を超える政策という情報を伝達する場合である。金融庁総務企画局市場課「インサイダー取引規制の概要」（平成23年7月8日）6頁参照、[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/insider/siryoku/20110708/03.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/insider/siryoku/20110708/03.pdf)により入手可。

喚起文書を機関投資家に交付することなど、配当方針を明言しないように工夫することなどの対策が必要である<sup>143)</sup>。

### C. フェア・ディスクロージャー・ルールおよび株主平等原則をめぐる問題

2016年4月18日の「金融審議会ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告——建設的な対話の促進に向けて」という報告書では、他の国家の規制に留意しつつ、企業による公平公正な情報開示を通じて、建設的な対話の促進および市場参加者の信頼の維持を実現するために、フェア・ディスクロージャー・ルール（FDルール）の導入を検討すべきであるとの主張がなされた<sup>144)</sup>。しかし、FDルールの導入により、企業の情報開示が消極的になる恐れがあるとの指摘や、アナリストなどによる取材が困難になる可能性があるという指摘がある。その後、2017年12月27日に金融商品取引法改正に係る政令・内閣府令が公布された。当該政令・内閣府令では、上場会社によるFDルールに関する規定が盛り込まれており、改正金商法27条の36第1項は、上場会社等が意図的な情報伝達を行った場合に、当該伝達と同時に重要情報を公表しなければならない旨を規定している。

前述のように、FDルールは、企業側の情報開示を消極化させ<sup>145)</sup>、アナリストの利益予想の精度を低下させる<sup>146)</sup>と指摘されているものの、そのような負の効果は実証されていないとの主張が優勢であるとされる<sup>147)</sup>。また、米国SECの

---

143) 村田・前掲注137) 25頁参照。

144) 金融審議会、「ディスクロージャー・ワーキング・グループ報告——建設的な対話の促進に向けて」（平成28年4月18日）1頁参照、[https://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20160418-1/01.pdf)により入手可。

145) 例えば、米国投資運用リサーチ協会（Association for Investment Management and Research）の調査によれば、アナリストやポートフォリオ投資者の過半数は、企業が米国レギュレーションFDを言い訳にして情報開示を回避すると感じている。Laura S. Unger, *Special Study: Regulation Fair Disclosure Revisited* (2001), available at: <http://www.sec.gov/news/studies/regfdstudy.htm> (last visited in August 3, 2019).

146) See e.g. Stephen J. Choi, *Selective Disclosure in the Public Capital Markets*, 35 U. C. DAVIS L. REV. 533, 541-548 (2002); Mark Bagnoli, Susan G. Watts and Yong Zhang, *Reg-FD and the Competitiveness of All-Star Analysts*, 27 J. ACCT. & PUB. POL'Y 295, 297-298 (2008).



レギュレーション FD と類似した日本 FD ルールは、スチュワードシップ活動に関して、米国の規制に比べて、投資先企業との対話を促進することを目的としている点が大きく異なる。ワーキング・グループ報告は、FD ルールにより、「早耳情報」に基づく短期的な株式売買取引を抑制させ、中長期的な視点に立った投資を行うべきであるという投資家の意識を喚起させることができるとしている<sup>148)</sup>。現行 FD ルールにおける「重要情報」は、公表されれば有価証券の価格に重要な影響を及ぼす蓋然性のある情報であるため、「今後の中長期的な企業戦略・計画等に関する経営者と投資家との建設的な議論の中で交わされる情報は、一般的にはそれ自体では本規則の対象となる情報に該当しない」とされている<sup>149)</sup>。この点で日本 FD ルールは、スチュワードシップ活動を抑制させないように設計されたものであるといえるため<sup>150)</sup>、エンゲージメントに関する法的論点はさしあたり見当たらない<sup>151)</sup>。

また、エンゲージメントにおける重要情報の伝達・受領は、会社法上の株主平等原則（109 条 1 項）と関係するものでもある。すなわち、エンゲージメントに際して、会社側の対話担当者（取締役等）は、株主平等原則に違反しないように留意すべきであるが、これは会社側の積極的なエンゲージメントを萎縮させる要因となりうる。しかし、この点については、もしエンゲージメントにおける情報伝達が会社の利益に資するのであれば、株主平等原則の違反事由にならないとする考え方もある<sup>152)</sup>。

---

147) 神作裕之「フェア・ディスクロージャー制度の導入とスチュワードシップ活動」商事法務 2135 号（2017）26 頁参照。

148) 神作・前掲注 147) 23 頁参照。

149) 金融庁総務企画局、「金融商品取引法第 27 条の 36 の規定に関する留意事項について（フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン）」5 頁参照、<https://www.fsa.go.jp/news/29/syouken/20180206-2.pdf> より入手可。

150) 神作・前掲注 147) 27 頁参照。

151) しかし、集団的エンゲージメントを行うときに、FD ルールに対する対応の方向性が、各参加機関家において齟齬している可能性があり、これは、集団的エンゲージメントを阻害する原因の一つになるとの実務上の指摘がある。谷口・前掲注 134) 21 頁参照。

152) 神作・前掲注 105) 13 頁参照。

D. 原則⑤「議決権行使の開示」における問題点

指針5—3の目的は、とりわけ日本の金融グループ内の運用機関における利益相反に対する懸念が強いことを意識して、個別開示により開示の透明性を高めるとともに、こうした懸念を払拭することにあるとされている。

しかし、個別開示については活発な反対意見が見られる。個別開示により行使結果と行使判断根拠が明らかになるため、機関投資家が賛否の結果のみに関心を持ち、議決権行使基準に機械的に準拠するのではないかとの懸念が生じ、建設的な対話を阻害するのではないかと指摘<sup>153)</sup>や、個別開示が機関投資家のみに要求されるため、他の事業法人等である株主に比べると、機関投資家の議決権行使のコストが高くなるとの指摘<sup>154)</sup>がある。また、実務面からも、個別開示が一定の悪影響をもたらすと指摘されている。まず、経営陣の再任議案に対する反対が個別開示されれば、投資先企業の経営に対する不支持が明らかになる。その結果、当該機関投資家が対象投資先企業への何らかの懸念に基づいて保有株式を売却するとの憶測が生まれ、それを先取りした投資活動が行われ、株価が下落するという運用成果悪化の懸念もある<sup>155)</sup>。また、米国や英国の場合と同様、個別開示が、企業価値向上という動機に基づいて利用されるのではなく、他の政治利用などの目的で活動諸団体により利用されるという懸念もある<sup>156)</sup>。

上記のように、個別開示は、とりわけ金融グループ内の運用機関における利益相反を解決するためのものであるから、こうした運用機関のみが個別開示指針の遵守を選択するということになるはずであるが、ほとんどの受け入れ機関投資家が個別開示について遵守しており、非開示の機関投資家は少数にとどまると見られる。そのため、改訂版コードは、個別開示を遵守項目として位置付けるのではなく、利益相反の懸念が顕著である場合に、その解決策の選択肢として位置付けられるべきであるとされる<sup>157)</sup>。

---

153) 村田・前掲注137) 22頁参照。

154) 田中・前掲注140) 8頁参照。

155) 三瓶裕喜「議決権行使結果の開示」ジュリスト1515号(2018) 25頁参照。

156) 三瓶・前掲注155) 25頁参照。

157) 村田・前掲注137) 22頁参照。

## E. パッシブ運用について

機関投資家は多種多様な運用タイプに応じて、基本的にパッシブ運用投資家とアクティブ運用投資家の2種類に分けられるが、こうした機関投資家のタイプの違いは、コーポレート・ガバナンスへの影響力に関しても大きな違いを生じてくる。アクティブ運用投資家は、個々の投資先企業に関する情報を調査し、ポートフォリオへの組込銘柄を能動的に選別するタイプであるが<sup>158)</sup>、パッシブ運用投資家は、運用コストを抑えるために、市場のインデックスをそのままポートフォリオに反映し、組込銘柄の選別を行わないという手法を採用する。スチュワードシップ・コードの策定の発端となった「伊藤レポート」は、アセット・オーナーのインデックスへの偏重が、企業と投資家の「協創」や「対話」促進にはつながらないということを「日本型短期志向」の原因の一つとして指摘し、さらに中長期的な視点を通じて株式銘柄の選択を行う投資家の層を厚くすべきであると提言している<sup>159)</sup>。ちなみに2017年の統計によると、GPIFが国内株式の90%以上をパッシブ運用に投じているとされ、パッシブ運用の規模が相当程度のものであることが窺われる<sup>160)</sup>。

中長期的な保有を前提としたパッシブ運用投資家が投資先企業のガバナンスの担い手であることを考慮して、2017年改訂日本版スチュワードシップ・コードでは、パッシブ運用投資家の積極的なスチュワードシップ活動（エンゲージメント、議決権行使）の促進を求める指針4-2が追加されたが、そこには、いくつ

158) アクティブ運用において、少数銘柄を絞り込むタイプ（集中型投資）、幅広く銘柄を保有するタイプに分けられるという分類方法もある。近年、日本や英米のいずれかにおいても、集中型投資をとる機関投資家が少数に止まり、多数の機関投資家が後者の手法をとるため、英米においては、短期主義という懸念が生じる。江口高顕「多様な投資家、多様なガバナンス効果——パッシブ運用の拡大が意味するもの」神作裕之編集『企業法制的将来展望：資本市場制度の改革への提言（2018年度版）』421頁-425頁参照（資本市場研究会、2018）。

159) 経済産業省、『『持続的成長への競争力とインセンティブ——企業と投資家の望ましい関係構築』プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』（平成26年8月）15頁-16頁参照、[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyokukaikei/pdf/itoreport.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokukaikei/pdf/itoreport.pdf)により入手可。

160) 年金積立金管理運用独立行政法人、「GPIF業務概況書会見（平成29年度）」8頁参照、[https://www.gpif.go.jp/topics/2018/pdf/0706\\_kaiken\\_siryuu.pdf](https://www.gpif.go.jp/topics/2018/pdf/0706_kaiken_siryuu.pdf)により入手可。

かの疑問も見いだされる。

まず、パッシブ運用は、コストの圧縮を運用手法の特色としているのであるが、個別企業に深く立ち入ったスチュワードシップ活動などを行わせることは、パッシブ運用のビジネスモデルに矛盾するのではないかと考えられる。こうした指針は、逆にパッシブ運用投資家による形式主義のスチュワードシップ活動を助長するものであると予想される。スチュワードシップ活動の遂行とコストの節約を両立させるため、コードを受け入れたパッシブ運用投資家は一応集团的エンゲージメントを模索しているが<sup>161)</sup>、エンゲージメント・プロセスの実行は結局「ないものねだり」であると批判されている<sup>162)</sup>。

また、株式保有が拡大しているパッシブ運用投資家は、アクティビスト・ファンドと緊密に繋がっているといわれる<sup>163)</sup>。アクティビスト・ファンドは、株主提案や委任状勧誘を行うに際して、有力なパッシブ運用投資家の支持を自らの陣営に取り込むことに努めており、パッシブ運用投資家の議決権の帰趨が、アクティビスト・ファンドの成功の鍵であるといえる<sup>164)</sup>。米国において、株式の保有がパッシブ・ハウスと総称されるパッシブ運用に偏る機関投資家 (BlackRock, Vanguard, State Street) に再集中していることを背景に、パッシブ運用投資家が、コーポレート・ガバナンス上の改革 (例えばポイズンピルの廃止、独立取締役の設置など) に関して、アクティビスト・ファンドの提案を支持する傾向が見られる<sup>165)</sup>。問題となるのは、低いコストで、投資先企業の個別事情を考慮せず、「one-fits-all」というやり方でコーポレート・ガバナンスに関与することが、逆に企業価値に悪影響を及ぼすことになってしまうということである。上記のような

---

161) パッシブ運用投資家がフォーラムを設置し (機関投資家協働対話フォーラム)、他の機関投資家との共通見解をまとめて、投資先企業に対して意見書を送付する実践が見られる。田路至弘「本年定時株主総会に向けての留意点」商事法務 2159号 (2018) 9頁参照。

162) 村田・前掲注 137) 23頁参照。

163) 米国の実証研究によれば、パッシブ保有比率が高い会社では、アクティビスト・ファンドの行動が委任状勧誘に発展する可能性が高くなる。Ian Appel, Todd A. Gormley, and Donald B. Keim, *Standing on the Shoulders of Giants: The Effect of Passive Investors on Activism* (working paper 2018), pp.18-22. Available at: <http://www.nber.org/papers/w22707> (last visited in August 3, 2019).

164) 江口・前掲注 158) 431頁参照。

165) 江口・前掲注 158) 434頁参照。

パッシブ運用投資家のコーポレート・ガバナンスにおける役割に対する懐疑論や、アクティビスト・ファンドとの共生関係は、日本の場合にはまだ時期尚早ではないかとの見解<sup>166)</sup>には根拠があるといえるが、パッシブ運用投資家とアクティブ運用投資家を同一視し、同じ基準でスチュワードシップ活動の遂行を求めると、スチュワードシップ主義において求められる成果が得られない恐れがある。

### 3. 米国——投資会社に関わる規制を中心として

米国において、各種の規則の対象となる機関投資家は、法人格の有無に応じて概ね以下のように分けられる。まず、法人格のある機関投資家には、各州の法規制に服する保険業者、1940年投資会社法 (Investment Company Act) とSEC規則に服する投資会社<sup>167)</sup>、これよりも緩やかな投資顧問業法 (Investment Advisor Act) とそれに関連するSEC規則に服する投資顧問業者 (ヘッジファンド、PEファンド等)、商業銀行、およびその他の会社が含まれる。次に、法人格のない機関投資家として、1934年証券取引所法、自主規制機関である Financial Industry Regulatory Authority の規則に服する証券仲介ブローカーなどが挙げられる。さらに、年金基金や退職年金 (superannuation) などのように、年金スポンサーの性質によって、異なる法規制を受けるものがある。そのうち、一般的に信託契約に基づきその所有資産の運用を委託する年金基金は、従業員退職所得保障法 (ERISA)、関連する連邦労働法上の規制 (Department of Labor regulation)、連邦税法、および内国歳入庁 (IRS) の規制に服する<sup>168)</sup>。

米国の機関投資家における、ポートフォリオに組み入れた投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対する姿勢には、次のような傾向がある。まず、CalPERSを代表とする公的年金基金、ヘッジファンドなどは「物言う株主」として行動す

166) 村田・前掲注137) 24頁参照。

167) 投資会社には、オープン・エンド型 (いわばミューチュアル・ファンド)、クローズド・エンド型、ETF (Exchange Traded Fund) とユニット型投資信託という4種類がある。神作・前掲注120) 1034頁注86参照。

168) John C. Coates IV, *Thirty Years of Evolution in the Roles of Institutional Investors in Corporate Governance*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 81-83 (Edward Elgar, 2015).

るイメージが定着している。一方、ミューチュアル・ファンドをはじめとする投資会社は、投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対して、極めて消極的であると従来から評価されている<sup>169)</sup>。21世紀に入り、投資会社の株式保有割合と持分保有高は継続的に高まっており、そのコーポレート・ガバナンスにおける役割も期待されてきたため、2003年にSECは、議決権行使と行使結果の開示という、スチュワードシップ活動にも含まれる措置を講じるべき義務を投資会社に課することで、投資会社のアクティビズムへの道を開いたのであるが、ここには、スチュワードシップ主義の萌芽も窺える。

もっとも、この2003年の新規制は、単に議決権行使や議決権行使結果の開示など、機関投資家のスチュワードシップ活動に属する行為にかかる責任を規定しているにとどまり、エンゲージメントなどの投資先企業のコーポレート・ガバナンスへの関与活動まで求めるものではない。すなわち、政府主導で投資先企業とのエンゲージメント、企業に対するモニタリング、議決権行使などの一連のスチュワードシップ活動を要求しているところの英国版スチュワードシップ・コードと類似するソフトローは、米国においては存在していないのであり、英国版スチュワードシップ・コードに対して批判的な見解が、学説において有力である<sup>170)</sup>。

また、2017年には、米国の大手資産運用者と資産保有者からなるISGが、「スチュワードシップ・プリンシプル」と「コーポレートガバナンス・プリンシプル」という2つの要綱を策定し、2017年2月までに、世界の大規模資産運用者や資産保有者である26機関(BlackRock, State Street Advisors, CalPERS等)が同要綱への受け入れの署名をした。当該要綱は、2018年1月1日に発効した<sup>171)</sup>。

以下、重要な地位に占める登録投資会社を中心として、そのスチュワードシッ

---

169) See Mark J. Roe, *Political Elements in the Creation of a Mutual Fund Industry*, 139 U. PA. L. REV. 1469 (1991).

170) GilsonとGordonの理論によれば、ポートフォリオ理論の下では、コストの抑制のため、ポートフォリオに組み入れた企業のコーポレートガバナンスへの積極的な関与を行わない傾向が機関投資家にあるため、英国版スチュワードシップ・コードはうまく機能しない可能性が高いとされる。See Gilson and Gordon, *supra* note 44, at 906.

171) Investor Stewardship Group, *Stewardship Principles*, available at: <https://isgframework.org/stewardship-principles/> (last visited in August 3, 2019).



プ活動に関する規制と問題点を考察していく。

(1) 登録投資会社 (Registered Investment Company)

ミューチュアル・ファンドを始めとする投資会社は、米国資本市場において重要な地位を占めており、その投資先企業のコーポレート・ガバナンスにおける役割が期待されている<sup>172)</sup>。

しかし現実には、投資会社、とりわけミューチュアル・ファンドは、ポートフォリオに組み入れた投資先企業のコーポレート・ガバナンスには消極的であったと評価されている。この原因には、内部要因と外部要因があると考えられる。まず、ミューチュアル・ファンドには、短期利益の重視、他の機関投資家（公的年金、ユニオン・ファンド）へのフリーライド等が内部要因として存在すると指摘される<sup>173)</sup>。また、1940年投資会社法において、いくつかの規制がミューチュアル・ファンドのコーポレート・ガバナンスにかかる関与活動を制限しており、このことがミューチュアル・ファンドの消極化の原因の一つであると指摘されている。具体的には、投資会社法5条(b)項1号により、分散投資をとった投資会社は、一投資先企業の発行済株式の5%超を原則として保有することができない。5%超を保有することとなった場合に、1934年証券取引所法13条(b)項により、スケジュール13DをSECに届け出る義務が課される。また、分散投資をとらなかった投資会社が投資先企業の株式の5%を保有し、または、その経営に関与する場合には、当該投資先企業は当該投資会社の関係者であるとみなされ、投資会社法17条の利益相反規制に従わなければならない、SECによる適用除外命令を受けなければならない、投資先企業の株式の売買などを行うことができない。

上記の内部要因と外部要因の相互作用により、ミューチュアル・ファンドを始

172) 米国において、この10年間、投資会社の規模は倍増し、2017年末までに、投資会社の資産は49兆ドルに達しており、米国の株式市場において、19%弱の株式を保有するに至っている。Investment Company Institute, 2018 Investment Company Fact Book, p. 13-15, fig1.1, fig1.2, [https://www.ici.org/pdf/2018\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2018_factbook.pdf) (last visited in August 1, 2019)

173) 清水真人「米国投資会社によるアクティビズム促進のための投資会社法改革論の展開」徳島大学社会科学研究所 30号 (2016) 49頁-53頁参照。

めとする投資会社は、投資先企業に対して消極的な行動をとるにとどまったと評価することができる。しかし、2000年代初期のエンロン事件等の一連の企業不祥事をきっかけにして、投資先企業への関与の手段をより多く採用するようになった投資会社<sup>174)</sup>が、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの監視者として位置付けられるべきであると認識されるようになったほか、ミューチュアル・ファンドがその株主・持分所有者の利益に合致しない議決権行使をすることへの懸念を排除する必要があると考えられたため<sup>175)</sup>、2003年にSECは、ミューチュアル・ファンドをはじめとする登録投資会社が、ポートフォリオに組み入れた投資先企業の株式に関する議決権行使方針の策定および行使結果の開示等との義務を負うものとし<sup>176)</sup>、フォームN-5の対象である登録小規模投資会社でない限り、登録投資会社は、過去12カ月間の議決権行使記録等を記載するフォームN-PXを年1回SECに提出しなければならないという強制開示規制を策定した<sup>177)</sup>。ここで注意すべきことは、上記の強制開示義務が、投資会社に対してのみ課されているということである。

この2003年の新規制のメリットとして、まず、投資先企業における議決権行使結果の開示により得られる情報は投資家の判断指標となるため、投資先企業への監視に役立つこととなる<sup>178)</sup>。また、持分保有者・株主によるファンドマネジャーの議決権行使に対する監督を強化し、利益相反を払拭することができるのであり、この意味で、強制開示義務は、投資会社がその株主・持分保有者に対して負う信託義務を具体化したものであるともいえる<sup>179)</sup>。

---

174) ミューチュアル・ファンドのアクティビズムの進展の原因について、ミューチュアル・ファンドの規模の拡大とともに、ポートフォリオ証券の流通性が低くなること、社会責任投資ファンドが出現したことなどが挙げられる。清水・前掲注173) 103頁参照。

175) 2003年SEC規則の改正経緯を詳述しているものについて、野村亜紀子「機関投資家による議決権行使状況の開示について」野村資本市場クォーターリー2009年夏号ウェブサイト版2頁-3頁参照、<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009sum18web.pdf>により入手可。

176) 17 CFR 270.30b1-4.

177) OMB Number: 3235-0582, available at: <https://www.sec.gov/about/forms/formn-px.pdf#search=Form+NPX+Edgar+system+SEC> (last visited in 3 August 3, 2019).

178) Alan R. Palmiter, *Mutual Fund Voting of Portfolio Shares: Why Not Disclose?* 23 CARDOZO L. REV. 1419, 1472 (2002).

新規制の導入に向けた検討の当時、ミューチュアル・ファンドからは活発な反対意見が表明されたが<sup>180)</sup>、その後、ミューチュアル・ファンドに関する実証研究が盛んに行われるようになったという点に照らせば、研究者に対して有用な情報を提供しているというところに、強制開示の意義があるといえる。例えば、議決権行使助言会社の助言に対するミューチュアル・ファンドの依存の程度に関する研究<sup>181)</sup>、ミューチュアル・ファンドが投資先企業の年金基金運用の業務を受託する場合における、その取引関係と議決権行使との相関性に関する研究<sup>182)</sup>などが挙げられる。

## (2) その他の機関投資家にかかる規制

前述のように、投資顧問業者は、分散投資を要求したり投資先企業への関与を制限したりする投資会社法上の諸規則の適用除外対象であり、このことが、PEファンド、ヘッジファンドなどのアクティビストが隆盛に行動していることの原因となっている。1940年投資顧問業法に基づいて、投資顧問業者は、顧客の最善の利益を反映するように議決権行使の方針を定めなければならない、利益相反がある場合には、その管理方針に基づいて対処方法を定めなければならない。また、顧客が請求するときには、議決権行使の結果を当該顧客に開示しなければならないとされている<sup>183)</sup>。このような開示は、顧客に対して提供すれば足りるという点では、投資会社に課されている一般公衆への開示義務とは異なる。

179) 神作・前掲注120) 1035頁参照。

180) 例えば、投資会社の株主等は開示に対して関心を持っていないこと、開示費用の膨大、公的年金基金などと政治目的実現のため議決権を行使することになるということ、アクティビズムを逆に萎縮させることという反対意見が見られる。野村・前掲注175) 5頁参照。

181) この実証研究において、ミューチュアル・ファンドが議決権行使助言会社の勧告に依存する程度が高いとの結論が導かれる。James Cotter, Alan Palmiter and Randall Thomas, *ISS Recommendations and Mutual Fund Voting on Proxy Proposals*, 55 VILL. L. REV. 27, 29 (2010).

182) ミューチュアル・ファンドは、投資先企業のコーポレートガバナンスに関する事項について、経営陣に反対するという「ソフトなアクティビズム」を通じて、投資先企業との事業上の結び付けを持つ傾向を抑制したという積極的な評価がなされる。See Gerald F. Davis and E. Han Kim, *Business Ties and Proxy Voting by Mutual Funds*, 85 J. FIN. ECON. 552 (2007).

183) 17 CFR 275.206 (4)-6; 17 CFR 275.204-2 (c) (2).

1988年、ERISA法における「受託者 (fiduciary)」の義務の中に、従業員退職年金基金が保有する株式等の議決権行使が含まれるとする指針が、米国連邦労働省によって示された<sup>184)</sup>。2007年、連邦労働省は、議決権行使のコストが、議決権行使により得られる経済的な利益を超えるときには、信託義務に基づくところの議決権の行使について、これを行わないものとする義務が信託義務に含まれるとする修正解釈を出している<sup>185)</sup>。

#### 4. 小括

英米において、スチュワードシップ主義は短期主義を克服するために取り入れられたものであるが、英国のものと米国のものとの間にはいくつかの相違点がある。英国版スチュワードシップ・コードは、短期リターンを追求する機関投資家に長期的な利益の実現という目的を果たさせるために策定されたものである。しかし、米国では、事情がもっと複雑であるといえる。ミューチュアル・ファンドを始めとする投資会社、年金基金などの米国の伝統的な機関投資家のアクティビズムは、確かに1990年代から進展していたものの、それは、議決権行使を通じての立場表明にとどまっていたと考えられる。これに対して、ヘッジファンドなどのアクティビスト・ファンドは投資先企業の経営陣との個別交渉、株主提案権、委任状勧誘などの手段を用いることが一般的である。それゆえ、これらの相異なる形態のアクティビズムをどのように結合すれば、投資先企業のコーポレート・ガバナンスを改善することができるのかということが、米国の課題であるといえることができる。

他方、日本版スチュワードシップ・コードは、英米に比べて極めて消極的であった外部株主（機関投資家）の関与を取り戻すことを目指すものである。本章の分析によれば、現行の日本版スチュワードシップ・コードおよび他の法規制（会社法、金商法）においては、もともと行動してこなかった機関投資家のスチュワ

---

184) Letter from the Department of Labor to Helmut Fandl, Chairman of the Retirement Board of Avon Products, Inc., dated February 23, 1988; 29 CFR 2509.08-2—Interpretive bulletin relating to the exercise of shareholder rights and written statement of investment policy, including proxy voting policies or guidelines.

185) DOL, Advisory Opinion No. 2007-07A (2007. 12. 21).

ードシップ活動をさらに萎縮させる要因が存在しているため、今後、スチュワードシップ主義が日本において適合するという前提をとる限り、日本の課題は、こうした阻害要因を払拭することであると考えられる。しかし、日本において、スチュワードシップ主義は、日本企業の成長や収益力を高めるために導入されたのであるが、企業の収益力などの改善は、必ずしもスチュワードシップ主義によって実現されるものではない。こうした株主中心主義という英米型のコーポレート・ガバナンスへの変革を図る潮流の下で、日本型経営の特色が奪われてしまうのではないかとすることも懸念される。スチュワードシップ主義の外縁としての株主重視型コーポレート・ガバナンスの潮流が、日本に適合するののかについては、今後の研究を通じて引き続き考察していきたいと思う。

#### IV スチュワードシップ主義に対する批判

コーポレート・ガバナンスにおける主流機関投資家（年金基金、投資信託等）の関与を促進するスチュワードシップ主義は、「こうした機関投資家は良いものである」という前提に立つものである。しかし、資産規模、ビジネスモデルなどの違いによって機関投資家のタイプは異なるため、すべての機関投資家についてコーポレート・ガバナンスへのプラスの効果が認められるわけではない。例えば、短期主義に偏るという近視眼的なイメージが機関投資家にはあるし、主流機関投資家の消極性も指摘されているところであって、こういった点を考慮すると、スチュワードシップ主義に期待される効果は実現しないとする見解は、無視することができない。

しかし、このような個別の問題については、過度に危惧する必要はないと考えられる。なぜなら、前述のように、各国の法規制、歴史的変遷、コーポレート・ガバナンス慣行などの要素も、機関投資家の行動に対して一定の影響を及ぼすため、一国において指摘される機関投資家の問題は、他の国家において問題視されるほど深刻ではないからである。それゆえ、本章では、スチュワードシップ主義に対する代表的な批判を、日本と英米の場合に分けて検討していくこととする。

## 1. 短期主義の懸念

### (1) 英米における短期主義

英米、とりわけ米国では、この10年間、ヘッジファンドの急激な成長に伴って、アクティビスト・ファンドの功罪をめぐる議論が急速に発展した。1920年代にはすでにヘッジファンドが登場していたといわれるが、最初のもは、1949年に社会学者であった Alfred Winslow Jones によって創始された、値上がりが予想される投資商品を買付け一方、値下がりか予想される投資商品を空売りしておく（ロングとショートのポジション両立）というリスク回避手法を用いる、新型の投資パートナーシップにあるといわれる<sup>186)</sup>。1996年の投資会社法改正によって、規制の対象となる適格購入者という概念が導入されたが、ヘッジファンドはこの適格購入者に該当しないとされたことから投資会社法の適用を免れており<sup>187)</sup>、前章に述べた集中投資や投資先企業の関与を制限する諸規制に服しない。それにより、ヘッジファンドのアクティビズムが生み出される土壌が形成された。また、ヘッジファンドのマネジャーに対しては、運用報酬ベース（運用資産の2%）を基礎として、固定報酬ではなく、投資収益の20%が成功報酬として払われることから、彼らは自分の報酬を増やすために、市場インデックスと比較した相対的なリターンではなく、むしろ絶対的な高いリターンを狙うという戦略を取るようになる<sup>188)</sup>。上記の要因から、主流機関投資家と比べて、ヘッジファンドは投資先企業における関与活動をより積極的に行うようになった<sup>189)</sup>。

ヘッジファンドなどのアクティビスト・ファンドに対しては、英米学説上、短期主義の懸念というネガティブな評価が行われる一方で、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの改善というポジティブな評価が行われている。アクティビスト・ファンドは、様々な手段を通じて、投資先企業のコーポレート・ガバナンス

---

186) Frank Partnoy, *US Hedge Fund Activism*, in RESEARCH HANDBOOK ON SHAREHOLDER POWER 101 (Edward Elgar, 2015).

187) 清水・前掲注173) 77頁-80頁参照。

188) Partnoy, *supra* note 186, at 103-104.

189) しかし、ヘッジファンドの中でも、アクティビズムに熱心するアクティビスト・ファンドも少数にとどまる。Marcel Kahan and Edward B. Rock, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, 155 U. PA. L. REV. 1021, 1043 (2007).



における積極的な変革を起こすことを目指しており、アングロ・アメリカン型のコーポレート・ガバナンスに一貫する難問——エージェンシー・コストの削減——についての彼らの貢献が肯定的に評価されている<sup>190)</sup>。しかし、こうしたアクティビスト・ファンドは投資先企業やその株主の長期的利益を犠牲にして、短期リターンを追求することで、投資先企業ひいては米国の経済全体に対して危機をもたらしたとも批判されている<sup>191)</sup>。

ちなみに、アクティビスト・ファンドが短期主義を助長するののかという問題について、Bebchuk らの実証研究<sup>192)</sup>は、1994 年から 2007 年まで、ヘッジファンドが経営に介入したとされる 2000 社を対象にして、介入後 5 年間の企業業績や株価を検証し、トービンの Q と ROA を指標とする企業の業績は改善され、しかも長期収益の悪化の傾向が観察されなかったという結論を導いている。

確かに、本論文で検討しているスチュワードシップ主義は、主流機関投資家（年金基金、投資信託、保険会社等）が受益者のスチュワードとして、受益者等の長期的な利益を実現するために投資先企業のコーポレート・ガバナンスに関して一定の積極的な活動を行うよう求めるものであるから、ヘッジファンドなどのアクティビスト・ファンドは、そもそもスチュワードシップ主義の対象にはならないはずである。換言すれば、スチュワードシップ主義は、主流機関投資家の活動を喚起することで、会社の長期利益を犠牲にして短期リターンの実現を目指すアクティビスト・ファンドなど短期志向株主に対抗するためのものなのである。英米の学説上、主流機関投資家は「如才無いが無口」なものであるとみなされ、彼らは一般に会社経営への積極的な介入行為を行わず、むしろ同一の投資先企業の株式を保有する他のアクティビスト・ファンドの行動に対して議決権行使などを通じて意見を表明するにとどまっている<sup>193)</sup>。すなわち、主流機関投資家は、

190) See Alon Brau, Wei Jiang, Frank Partnoy and Randoll Thomas, *Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance*, 63 J. FIN. 1774 (2008).

191) Jack B. Jacobs, “Patient Capital”: *Can Delaware Corporate Law Help Revive It?* 68 WASH. & LEE L. REV. 1645, 1657-1663 (2011).

192) See generally in Lucian A. Bebchuk, Alon Brau and Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015).

193) Gilson and Gordon, *supra* note 44, at 867.

アクティビスト・ファンドの行動（株主提案）が企業価値の実現に資すると判断する場合には賛成し、そうでない場合には反対するという姿勢でアクティビスト・ファンドに向き合うことで、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの改善に対する相乗効果を果たすことができるのである。

問題となるのは、主流機関投資家においても、短期主義に対する懸念が決してないわけではないということである。まず、資産運用者がその短期的な業績に基づいて評価されるという点に照らすと、スチュワードシップ主義が提唱する「長期的な利益」は実現し難いと指摘される<sup>194)</sup>。すなわち、資産保有者（年金基金など）が運用業務を資産運用者に委託する場合には、四半期ごとに、市場インデックス（S & P 500, FTSE 100 など）の指標に照らして資産運用者の運用業績を評価するという体系が、投資業界の慣行となっているようである<sup>195)</sup>。そして、個々のマネジャーの報酬と賞与は業績に結び付けられており、とりわけミューチュアル・ファンドにおいて、個々のマネジャーの業績評価は、四半期ごとの市場インデックスに基づいて行われ、これが短期リターンを追求する誘因となっているのではないかと考えられる。また、スチュワードシップ主義においては、スチュワードシップ活動（議決権行使、エンゲージメント）の方針や結果を受益者等に対して開示させることにより、受益者等が、機関投資家の長期的利益の追求を検証する主体になるとの前提が置かれている。しかし、受益者等も短期的利益の実現を図ろうとするものであるならば、その受託者である機関投資家の短期主義への偏向を誘引することになる。このように、短期的利益に偏重する主流機関投資家は、増配、現経営陣の解任などを要求するアクティビスト・ファンドの行動に追従する恐れがあり、それに加えて、顧客・受益者が長期的利益の実現に対して無関心なままだと、投資先企業のコーポレート・ガバナンスに対してネガティブな効果が助長されるのではないかと考えられる。

上記の問題を解決するためには、まず、長期的利益の実現につながるスチュワ

---

194) Simon C. Y. Wong, *Why Stewardship is Proving Elusive for Institutional Investors*, BUTTERWORTHS JOURNAL OF INTERNATIONAL BANKING AND FINANCIAL LAW, July/August 2010, p. 406. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1635662>.

195) Wong, *id.* at 407.

ードシップ活動の遂行について、単に受益者・市場からの検証を受けるだけでは足りず、公的機関からの監督も必要となる。また、投資業界の業績評価体系についていえば、より長い期間を基軸とする業績評価も行われるべきであろう。さらに、主流機関投資家の個々のマネジャーに対して、そのスチュワードシップ活動にかかる業績に基づいて報酬を払うという構想も挙げられる<sup>196)</sup>。

## (2) 「日本型短期主義」の真相

上述の英米における短期主義のメカニズムは、以下のように総括することができると思われる。すなわち、①機関投資家の中には短期主義を志向するものが存在し、②これらの短期志向の機関投資家が株主としての立場から経営者に対して悪い影響力を行使する結果、③経営者もまた短期志向の経営をするようになるということである。英米におけるスチュワードシップ主義の目的は、機関投資家の短期的利益への偏向について自制を求めることであるといえるため、理論的には、スチュワードシップ主義の下での諸規制は、第一義には、そのような目的を果たすためのものであると捉えられる必要がある。このことは、投資家主導という英米型コーポレート・ガバナンスの特徴にも合致する。しかし、日本の場合、まず、短期主義に対する懸念が存在するかどうかを検証しなければならない。

一連のコーポレート・ガバナンス改革のきっかけとなった伊藤レポートで指摘されたように、日本においても、投資家の株式保有期間が短期化している傾向が観察されている<sup>197)</sup>。伊藤レポートの分析によれば、日本において投資家の短期主義の傾向が他の国と比べて高いとされる原因は、長期にわたり、株価上昇への期待が薄く、リターンを最大化するための短期売買が合理的であることにある<sup>198)</sup>。問題となるのは、こうした投資家の短期志向が、企業経営に対して影響を及ぼすのか、具体的には、企業経営も短期志向化しているのかということである。この点について、すでにⅡの2に整理したように、日本型コーポレート・ガバナンスにおいては、資金調達手段の銀行融資への偏重や、内部的ガバナンス・

196) Wong, *id.* at 410.

197) 伊藤レポート、前掲注159) 70頁参照。

198) 伊藤レポート、前掲注159) 72頁参照。

メカニズムの主導といった要因により、これまで、株主からの圧力が排除され、企業経営に対する投資家からの影響が限られていたという認識が一般的である<sup>199)</sup>。相対的にいえば、英米に比べて、日本企業は、長期的視野に立った経営が行われていると評価することができる。

しかし、日本型の中長期的時間軸に基づく経営方式は、むしろ短期的な資本市場に対して収益を約束する一方で経営を中長期的に行うという「ダブルスタンダード経営」であり、「真正な中長期主義の欠如」が問題であるとされる<sup>200)</sup>。日本型の中長期的な経営が資本効率追求を怠っていることこそが、「真正な中長期主義の欠如」の原因なのである。その点からすれば、日本におけるスチュワードシップ主義下の諸規制は、英米とは異なり、投資家の短期志向の抑制ではなく、むしろ投資家と経営陣との間の交流の強化、経営陣の考え方の変革の喚起に向けられるべきであると考えられる。すなわち、短期的利益に偏向する機関投資家が企業経営に対して悪影響を招致するといった意味での短期主義は、日本において問題視されることはないといえる。

## 2. 機関投資家の消極性

アクティビスト・ファンドとは異なり、主流機関投資家は一般に投資先企業における関与活動を行わない。主流機関投資家がなぜ消極的態度を取るのかについては、分散投資という手法の下では資源の制約があるというビジネスモデル上の原因のほか、インベストメント・チェーンの構造上の原因もあると考えられる。こうした原因は内在的なものであるため、スチュワードシップ主義をもってしても変えることは難しいと考えられる。

インベストメント・チェーンにおける構造的な問題は、投資損益の帰属主体と

---

199) しかし、伊藤レポートは、日本企業経営も投資家の短期志向からの影響を受けている現象が見られると指摘しており、例えば、研究開発投資等の大型投資案件が短期的な利益調整のために先送りになるケースや減益・減配を懸念する投資家の意向が株価に対してネガティブに作用するリスクを避けるため利益確保のために投資を次期以降に先送りにするケース等が報告されている。伊藤レポート、前掲注159) 76頁参照。

200) 柳明昌「ショートターミズム（短期主義）問題の真相と本質」森淳二郎先生退職記念『会社法の到達点と展望』469頁（法律文化社、2018）。

投資行動決定の主体が異なっているという点に起因する<sup>201)</sup>。インベストメント・チェーンにおいて、年金基金などのアセット・オーナーは、顧客・最終受益者の手から資金を集めて、その資金の運用をアセット・マネジャーに委託する。このように、顧客・最終受益者は資金拠出者として投資の損益を負担するが、投資先企業においてアセット・マネジャーなどの運用機関は顧客等に代わって株主としての地位を有する。顧客等と機関投資家との間には、利害関係不一致の場面がいくつか想定され、彼らの関係は経営者と株主の関係に類似するともいえるため、エージェンシー問題も出て来るようになる。これが機関投資家の消極性の本質的な原因であると考えられる。

利害不一致という問題を解決するため、現在、スチュワードシップ主義の下での諸規制において、利益相反に対する方策（例えば英国版と日本版コードにおける利益相反管理方針の開示などの指針）が設けられている。日本の改訂版スチュワードシップ・コードによれば、資産保有者としての年金基金等が、資産運用者に業務を委託する場合に当該資産運用者の運用実績をチェックすることにより、スチュワードシップ活動の実効性が相当程度確保されるはずであるが、資産保有者は、必ずしも顧客・最終受益者の利益最大化のために行動するとは限らないため、こうした消極性の内因の除去に対して一定の限界がある<sup>202)</sup>。

また、コストの観点からも検討される必要がある。具体的には、たとえ利益相反が解消されたり、機関投資家に対して資金拠出者の利益最大化のための動機付けが行われたりしたとしても、運用機関が投資先企業との対話のための費用を負担する場合には、収益性の観点から十分な費用が投じられない可能性があるため、投資先企業のコーポレート・ガバナンスの変容または企業価値上昇に繋がるとは限らない<sup>203)</sup>。結局、運用機関が投資先を変えるという選択が、資金拠出者において想定されることになる。

コストの節約策として、集团的エンゲージメントは良い選択肢であると評価す

201) 加藤貴仁「スチュワード・コードの理論的考察」ジュリスト1515号(2018)18頁参照。

202) 加藤・前掲注201)20頁参照。

203) Gilson and Gordon, *supra* note 44, at 892.

ることができるが、Ⅲで述べたように、とりわけ日本の場合、現行の法規制上、集团的エンゲージメントを萎縮させる要因が存在する。また、コストの低減を投資運用手法に当たって重視しているパッシブ運用機関投資家が存在感を増している日本と英米の現在の状況に鑑みれば、どのようにして彼らの消極性要因を除去していくべきかについて、もっと具体的な検討が必要である。

## V おわりに

1930年代から、企業規模の拡大に伴って株式保有分散の程度が高くなり、わずかな割合の株式を有するにすぎない個々の株主は、コーポレート・ガバナンスに対して無関心であった。その後、1970年代の新自由主義経済の到来により、株主利益最大化の実現を要求する株主至上主義が確立した。こうした思潮の中で、英米の会社法制においては、どのようにして経営者を株主利益最大化のために行動させるのかが永遠の課題となっている。

1990年代から2000年代初期にかけて、株主至上主義に潜んでいた問題が浮かび上がり、株主至上主義の理念の下、経営者の利益を株主の利益と一致させるための一連の対策がとられたが、このことが逆に経営者の不正行為を促し、企業不祥事の頻発を招くこととなった。この事態に対応するために、経営者に対する監督の強化が法制度改革の重点項目として行われたにもかかわらず、世界金融危機の発生という形で示されるように、経営者は依然として過度なリスクテイキングを追求しており、経営の短期主義化という問題が残されたままとなっている。

経営の短期主義化の発生原因は、短期的利益を志向するアグレッシブな株主（とりわけアクティビスト・ファンド）が自らの影響力を英米企業の経営者に及ぼすということにあると考えられる。すでに証明されているように、企業の持続的価値を実現するには経営者に対する監督の強化のみでは足りないことから、現今の英米企業の課題の一つは、どのようにして、株主（機関投資家）の経営者に対する短期的利益実現のプレッシャーを抑制するののかということであると考えられる。このような経営短期主義化に対応するために編み出されたスチュワードシップ主義の発想によれば、顧客・最終受益者との委託関係に基づいて顧客等の利



益のため行動しなければならないところの、アグレッシブでない主流機関投資家によって、投資先企業の経営の短期志向が抑制されることが期待される。

問題となるのは、スチュワードシップ主義を具体化したスチュワードシップ・コードおよびこれに類似する規制が、主流機関投資家の消極性を払拭することができるかということであり、また、主流機関投資家が顧客等の中長期的利益を追求するのかということである。英米におけるスチュワードシップ主義にかかる諸規制においては、機関投資家の短期志向を克服すること、および消極性を除去することに対する、当局の積極的な態度が窺える（例えば、英国におけるスチュワードシップ活動の遂行に対するFRCのフォローアップ措置、米国投資会社法における公衆に対するスチュワードシップ責任の開示義務など）。しかし、本論文で分析したように、機関投資家の消極性は、その業績評価体系やビジネスモデルに起因するものであるため、消極性を払拭していくにあたり、スチュワードシップ・コードなどのソフトローでは一定の限界があると考えられる。また、スチュワードシップ主義の発想に照らせば、機関投資家のスチュワードシップ活動の実施に対して、最も有効な監督主体といえるのは最終受益者・顧客である。しかし、顧客等の無関心あるいは短期的利益への偏向があれば、スチュワードシップ主義において望まれる目的が実現されるかは疑わしい。したがって、これらの問題に対する実効性のある解決策を引き続き検討することが期待されている。

こうした英米の会社法制における特有の問題を解決するための株主スチュワードシップ主義が世界的に普及してきたのは、驚くべきことである。とりわけ株主至上主義の影響を受けなかった日本において、なぜスチュワードシップ主義が受容されたのかについての検討は有意義なものであると考えられる。本論文で分析したように、日本企業では株主による外部的な規律付けが極めて抑えられた結果、従業員と経営者を中核とする内部的なガバナンス・メカニズムが採用された。こうした内部的なガバナンス・メカニズムは設備投資などのような長期的利益につながる経営活動を後押しするが、過剰な設備投資をやめさせることができないという欠点を有する。株主による外部的な規律付けの欠缺から、日本企業の経営者は資本効率の追求を怠るようになり、株価などの経営指標を重視しないいわゆる日本型経営を続けている。

2000年代に入ると、株式持合いの解消の進展に伴って日本株市場の株式所有構造に大きな変化が生じ、海外機関投資家の持株比率が急上昇する一方、日本企業のパフォーマンスが低いという状況に対する海外投資家の不満が大きくなった。英米の場合とは異なり、日本においてスチュワードシップ・コードが策定されたのは、資本効率への追求を経営者の意識の中で喚起すること、また、海外投資家にとって良好な投資環境を作成することを念頭に置いたからであると考えられる。すなわち、私見によれば、日本において、スチュワードシップ主義は、英米型株主重視主義への足がかりの一つとして位置付けられるものであると理解することができる。

日本に、英米型コーポレート・ガバナンスの潮流から発生したスチュワードシップ主義が順調に行われていく土壤がそもそもあるのかについては、疑問がある。まず、株主至上主義の影響を受けないことから、日本企業の経営者は、機関投資家のエンゲージメント等の活動を重視せず、むしろ漫然と「ダブルスタンダード」経営を継続する可能性があるのではないかと考えられる。現時点において、スチュワードシップ主義が日本企業に固有の問題を解決するのに有効であるかどうか最終的な結論を示すことはできないが、かりにスチュワードシップ・コードの背後にあるスチュワードシップ主義それ自体は有効であると解するならば、本論文で分析したように、単に機関投資家の実効性のあるスチュワードシップ活動の確保という措置で満足するのではなく、経営者の意識を根本的に変えていく必要があると考えられる。また、スチュワードシップ主義の発祥国である英国の場合、スチュワードシップ主義において期待されるスチュワードシップ活動は、コード制定のときに初めて導入されたものではなく、従来の機関投資家の慣行としてすでに普及していたものである。日本の機関投資家のスチュワードシップ活動の慣行が確立されていないという状況に鑑みると、改訂版スチュワードシップ・コードに一定の措置が設けられることでコードの実効性はかなり担保されているにしても、なおその他の措置を講ずる必要があることは否定することができないし、公的機関も実効性確保に努めるべきであると考えられる。

なお、本論文は、日本版スチュワードシップ・コードの諸原則について、日本企業に固有の問題に照らして、具体的にどれが適合し、どれが適合しないのかと

いった点について詳しい分析を行っていない。筆者がより重要であると考えるのは、日本にとり、英米型株主至上主義の延長線にあるスチュワードシップ主義が、果たして本当に必要なものであるのかということである。それゆえ、まずはこの問題について引き続き研究を続けていきたいと考えている。