金融庁委託調査

調査報告書

「EU 大陸諸国におけるスチュワードシップ・コードの受止め・
それに対する取組みの実態に関する調査」

2013 年 11 月

株式会社日本投資環境研究所

目次

I. 概要	1
II. 各国の状況	4
1. 英国.....	4
(1) FRC	4
(2) 機関投資家.....	5
2. オランダ	5
(1) オランダ・コーポレート・ガバナンス・コード.....	5
(2) 機関投資家.....	6
3. ノルウェー	6
4. ドイツ.....	6
5. フランス	7
6. 欧州委員会	7
7. スイス.....	8
III. スチュワードシップ・コードの論点について.....	10
1. エンゲージメントにおけるインサイダー情報の取扱い	10
(1) インサイダー情報の取扱い.....	10
(2) 投資先企業のインサイダーとなる場合の対応	10
2. 集团的エンゲージメントと共同行動 (acting in concert)	11
(1) 共同行動 (acting in concert) の定義.....	11
(2) 集团的エンゲージメントの実務.....	12
3. スチュワードシップ活動とアセット・オーナーの関与	13
(1) 欧州各国の状況	13
(2) 英国の状況.....	14
4. スチュワードシップ・コードに関連する手続き	14
(1) スチュワードシップ・コードの適用対象.....	14
(2) 海外コードとの協調	15
(3) コードの改正手続き	15
(4) 英国コードの課題.....	16

I. 概要

今回の調査にあたっては、スチュワードシップ・コードを巡る欧州の対応状況を調査するため、オランダ、欧州連合（EU）、フランス、英国の公的機関を訪問した。また、機関投資家については、オランダ、フランス、スウェーデン、ドイツ、英国を本拠とするアセット・オーナー、アセット・マネジャーおよび金融機関等を訪問した。具体的な訪問先は図表 1 の通りである。

図表 1 委託調査におけるヒアリング先

国	名称	分類	概要
オランダ	PGGM Investments	アセット・オーナー	医療関係の年金を母体とする年金基金（加入者 230 万人）の運用部門が独立。運用資産は約 1330 億ユーロで、ESG を運用に統合した責任投資で知られる。
オランダ	Eumedion	投資家団体	オランダ株式市場の 22.5%を占める機関投資家 70 社を会員とする非営利団体。
オランダ	コーポレート・ガバナンス・コード監視委員会（オランダ財務省）	当局	オランダ財務省の中に事務局が設置され、オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードの運用と監視を行う。
欧州委員会	欧州委員会	当局	
フランス	フランス資産運用協会（AFG: Association Française de la Gestion Financière）	投資家団体	会員 1006 社の投資家・関連機関が所属する団体。フランスの運用会社 600 社中 421 社が加盟。
フランス	フランス経済財務省（MINEFI: Ministère de l'Economie et des Finances）	当局	
スウェーデン	Cevian Capital	アセット・マネジャー	スウェーデンが本社のエンゲージメントを取り入れた運用手法に強みを持つ運用会社。運用資産約 2 兆円、投資先 14 社うち 7 社に役員を派遣。ロンドンの運用拠点では、英国スチュワードシップ・コードを採用。
ドイツ	ドイツ銀行	金融機関	ドイツ国内は主に商業銀行業務に特化し、投資銀行業務はロンドンが本拠地。運用子会社は英国 FCA に登録するが、ドイツ銀行本体は支店として英国で登録はない。
ノルウェー	ノルウェー中央銀行投資運用部門	アセット・オーナー	北海油田の資金で構成される政府年

	(NBIM: Norges Bank Investment Management)		金基金を運用する。運用資産額約 59 兆円、国家予算の約 3.8 倍、GDP の約 1.3 倍の規模。株式 60%、債券 35%、不動産 5%の資産配分で、国際投資を行う。
英国	F&C Asset Management	アセット・マネジャー	952 億ポンドを運用する運用会社。ESG を統合した投資手法で知られ、中小機関投資家からエンゲージメント業務を受託する事業も行う。
英国	RPIM (Railway Pension Investments)	アセット・オーナー	英国鉄道年金基金の運用部門が独立。加入者 50 万人、180 億ポンド。エンゲージメント活動に熱心なアセット・オーナーとして有名。
英国	財務報告評議会 (FRC)	当局	
英国	Legal and General Investment Management (LGIM)	アセット・マネジャー	保険会社 Legal and General 社の運用子会社で、4330 億ポンドを運用する。ESG を運用に統合した投資手法で知られ、エンゲージメント活動でも定評がある。
スイス	Pictet Asset Management	アセット・マネジャー	200 年の歴史を有するスイスのプライベート・バンクの運用部門。ロンドンの運用拠点では、英国スチュワードシップ・コードを採用。

欧州大陸においては全体的に、スチュワードシップ・コードなどの機関投資家の役割や責任を明確にするルール作りを重要な課題として受け止めているという印象であった。とくに、国債のデフォルトリスクを抱える欧州においては、2007 年以降の金融危機に対する懸念が現在も根強く、コーポレート・ガバナンス強化と機関投資家に対する規律付けは最優先の問題として理解されているようである。そのため、欧州委員会においては、スチュワードシップ・コードの概念を強行法規としてルール化することを企図している。

しかしながら、個別の国の反応は、多少の濃淡がある。

スチュワードシップ・コードに対して積極的な立場をとっているのは、英国、オランダ、ノルウェー、欧州委員会である。オランダでは、財務省内部にコーポレート・ガバナンス・コード監視委員会が設置され、また機関投資家団体 Eumedion が積極的にエンゲージメント活動を行っている。ノルウェーは、政府系ファンドとして知られるノルウェー政府年金基金がロンドン市場を運用の事実上の拠点としていることから、英国財務報告評議会 (FRC) が懸念する外国人投資家の一つであるが、このような懸念に対抗するため、保有株式の状況等について透明性の高い情報開示に取り組んでいる。欧州委員会は、金融危機に対する懸念を現在でも強く持っており、このような観点から機関投資家に対する規律付け

を進めるべく、指針等の改正に着手している。

これに対して、ドイツやフランスでは、スチュワードシップ・コードのような機関投資家の積極的活動に対しては、必ずしも前向きではない。これらの国では、投資家よりも企業経営者の方が社会的な地位が高く影響力が強いため、外国人投資家の多くを伝統的な社会構造に対する攪乱要因として認識しているような発言が見られた。

スイスではすでに機関投資家の権利行使に関するガイドラインが公表されているが、プライベート・バンキング業務が金融機関の主要な業務であることから、銀行家協会もその策定に関与している点に興味深い。資産運用業の信頼性確保に対する意識が高いことが背景にあると考えられる。

II. 各国の状況

1. 英国

(1) FRC

英国 FRC によれば、2013 年はスチュワードシップ・コードの実態調査を行い¹、2014 年に意見照会手続きを経て改正を行う予定である。コーポレート・ガバナンス・コードについても並行して手続きが行われることとなっているが、今回は say on pay の問題などコーポレート・ガバナンス・コード関連で問題が山積していることから、スチュワードシップ・コードについてはステートメントの質や保証報告など 2012 年改正の効果の調査に努めている段階である。

スチュワードシップ・コードは実務に定着し、中小規模の機関投資家にも拡大しているため、今後はこれらの質の向上が課題であるとする。また、アセット・オーナーとして保険会社の署名が少ないこと、外国人投資家を網羅できないことは、FRC 単独では処理できない問題であり、金融当局や各国当局との間でも情報交換を行っているようである。

次回改正に際して現時点で検討予定とされる項目の一つは、開示対象となるアドバイザーの拡大である。現行コードでは議決権行使助言機関 (proxy advisor) について名称や利用方法等の情報開示が要請されているが、最近では、エンゲージメント活動を受託する業務を手掛ける機関も増加している。例えば、Hermes や Governance for Owners、F&C 等の運用会社では、エンゲージメントのリソースが十分ではない中小の運用会社や年金基金から、議決権行使を含めたエンゲージメント活動を受託する業務 (proxy pool fund) を行っている。すでに Hermes や Governance for Owners は、サービス・プロバイダーとしてもコードに署名をしているが、今後はこのようなエンゲージメントの受託業務についても情報開示の必要性や透明性の確保をコード上で議論するべきであるとする。

また、英国 FRC は、この分野での最先進国としての自負から、欧州委員会をはじめとして南アフリカ、イタリア、マレーシア等がスチュワードシップ・コードを策定する上での協力も行い、スチュワードシップ・コードおよびコーポレート・ガバナンス・コードの拡大には大変積極的である。わが国のスチュワードシップ・コードについても大きな関心を持っているようで、背景やスケジュールについて詳しく質問を受けた。

さらに、英国からわが国に対して、コード策定のみならず将来の改正手続きについても経験に基づく様々な示唆を得た。英国では、政治の関与から 2010 年コード策定に十分な時間がとれず、また市場環境が目まぐるしく変化するという反省に基づいて、2 年毎の定期的な見直しをコード内に盛り込んだ。しかしながら、実際には 2 年毎の見直しはかなり時間的に厳しく、改正の翌年には、実態調査と関係者へのヒアリング等により課題を洗い出し、ワーキンググループを組織して改正案を作成し、その後意見照会を経て改正に至るとのスケジュールに追われているのが実態のようである。このような経験に基づいて、わが国のコード策定に対しては、「コードは 2 年後に改正し、その後定期的に見直す」という文言を入れたらどうかとの助言があった。

¹ FRC, "Developments in Corporate Governance 2012: The impact and implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes" (2012.12).

(2) 機関投資家

英国のアセット・オーナーやアセット・マネジャーでは、スチュワードシップ・コードに積極的な投資家とそうではない投資家との差が明確になっているようである。資産運用会社 F&C や LGIM では、ESG（環境、サステナビリティ、ガバナンス）等のスチュワードシップ活動を資産運用に統合しており、これらの活動により顧客であるアセット・オーナーから高い評価を得ている。これに対して、ESG と資産運用が統合されていない運用会社では、コーポレート・ガバナンス・チームの活動を利益につながらないコストとみなす傾向がある。また、ファンド・マネージャー等の運用チームとコーポレート・ガバナンス・チームが投資先企業に対してそれぞれ異なる要望や発言を行うことから、投資先企業において混乱が生じる場合があるとの指摘もなされた。また、中小規模の運用会社では、スチュワードシップ活動は営業上ステートメントを公表しても、実際の対応は困難との意見もある。他方、このようにスチュワードシップ活動に積極的ではない投資家は、積極的な投資家の成果や効果にただ乗り（フリーライド）する問題が認識されている。

2. オランダ

(1) オランダ・コーポレート・ガバナンス・コード

スチュワードシップ・コードに対するオランダの対応は、コーポレート・ガバナンス問題に当局が関与している点、「オランダ・コーポレート・ガバナンス・コード」²において上場企業および株主の両方について網羅している点の二点において特徴的である。オランダでは、わが国の監査役制度に近い二層制のコーポレート・ガバナンス・システムを有しており、今年になってわが国の委員会設置会社に近い一層性のシステムを導入したばかりである。伝統的なガバナンス・システムを維持しながらも、同コードを核としたコーポレート・ガバナンス活動の評価は高く、株主のコーポレート・ガバナンスへの関与についても経験を積んでいる。

オランダでは、上場会社および登録機関投資家の双方に同コードの適用が求められる。財務省の中にコーポレート・ガバナンス・コード監視委員会が設置され、定期的を選任される外務有識者がコードの運用や見直しについて議論する。また、同委員会は、上場会社の機関投資家の双方について、コーポレート・ガバナンス・コードの実施状況についての監督を行っている。

オランダ・コーポレート・ガバナンス・コードは、株主に関する部分として、個人も含めて全株主を対象とする規定と機関投資家だけを対象とする規定とを含める。同コードは実務的にも定着しており、運用上の問題もないことから、今後も会社と株主に関する部分とを区分することは予定されていない。

他方、欧州委員会で株主権指令や透明性指令等が改正された場合にはコードのみならず法改正も含めて検討する必要があるため、欧州当局の動向を注視している。

² Corporate Governance Monitoring Committee, “Dutch Corporate Governance Code” (2009).

(2) 機関投資家

コーポレート・ガバナンス・コードについては、機関投資家に関する規定をより詳細かつ実務的に対応するため、主要投資家をメンバーとする投資家団体 Eumedion は「エンゲージメントを行う株主のためのベストプラクティス」³を公表した。Eumedion は、オランダ株式市場の 22.5%を保有する機関投資家 70 社が参加する非営利団体であり、メンバー投資家のエンゲージメントに資する情報提供などを行っている。

このような背景から、コーポレート・ガバナンスの分野では、オランダの年金基金の積極性はよく知られている。本調査の面談先である PGGM は投資先全企業の株主名簿に株主として登場し、議決権行使を含むエンゲージメント活動を行っており、日本企業においても議決権行使など株主として行動している。また、当局に対するエンゲージメントにも熱心で、日本のスチュワードシップ・コードにもぜひ意見を出したいとの強い意向であった。

3. ノルウェー

ノルウェーについては、政府年金基金を運用するノルウェー中央銀行投資運用部門 (NBIM) が、その規模の大きさとコーポレート・ガバナンスを含む積極的運用で有名である。政府年金基金は北海油田からの資金を財源として将来に備えた資金であり、2012 年末の運用資産額は 59 兆円に上る。この金額はノルウェーの国家予算や GDP を超えるため、ノルウェー国内では十分な運用が行えないため、巨大市場を抱えるロンドンに資産運用の拠点を置く。そのため、ロンドンをはじめ欧州での存在感は大きく、FRC が中東やアジアとともに FRC が注視する政府系ファンドの一つである。このような見方に対しては、ファンドの情報開示の透明性を高め、最近では英国のコーポレート・ガバナンス分野での重鎮をアドバイザーとして招聘するなどの取組みを行ってロンドン市場を席卷するとの懸念を払しょくすることに努めている。

NBIM のアドバイザーからは、真面目で厳格な組織なので、スチュワードシップ・コードに真剣に取り組むために気軽な気持ちでは署名しないという指摘があった。実務的に対応可能だと判断すれば、コードに署名することもあるだろうとのことである。しかしながら、これに対して、FRC からは、外国政府関係者はロンドン市場を利用しても規制に準拠するつもりはないとの理解であった。NBIM は運用部門として独立性が認められているものの、中央銀行の一部門であり、ノルウェー議会への報告が必要とされることから、英国のコードに対して署名する可能性は低いと思われる。

4. ドイツ

ドイツでは、銀行や保険会社などが国内上場会社株式のほとんどを売却しており、株主としてではなく、取引金融機関として上場会社と接していることから、以前ほどの影響力は見られないようである。ドイツを代表する金融機関であるドイツ銀行は、金融市場に関する投資銀行部門はロンドン拠点が中心であり、ドイツ国内では主に商業銀行業務を行っ

³ Eumedion, “Best Practice for Engaged Share-Ownership Intended for Eumedion Participants” (2011).

ている。しかしながら、英国 FCA で登録は行わず支店として事業を行っており、英国の規制には服していない。資産運用子会社については、業務上必要であることから英国で登録しているが、スチュワードシップ・コードは採用していない。

オランダやフランスなどの周辺諸国の関係者によれば、ドイツでは機関投資家に対しては大変厳格なスタンスであり、エンゲージメントの観点からの共同行動の拡大に対しても消極的であるという指摘が多い。金融危機後の欧州中央銀行を通じた金融支援の負担に対する批判から、ヘッジファンドや短期投資家への懸念が強く、機関投資家一般に対する許容度が小さいようである。

5. フランス

フランスには、企業連合 (AFEP および MEDEF)⁴ やフランス投資運用協会 (AFG)⁵ それぞれがコーポレート・ガバナンス・コードを策定しているが、機関投資家に対するスチュワードシップ・コード等はない。将来の導入について否定はしないものの、行政や投資家主導で導入する予定はなく、欧州委員会や動向次第という立場である。一方、フランス下院においてスチュワードシップ・コードに関する報告があったため、政治主導の動きも注視しているようである。

アングロサクソン型のコーポレート・ガバナンスの仕組みや機関投資家の活動については、フランスの企業や市場の慣習とは異なるという批判的見解が根強い。他方で、株式市場における外国人投資家（多くはアングロサクソンだとのこと）の存在感が大きいことから、これら投資家の主張にも対応せざるを得ないとの消極的関与の姿勢である。欧州委員会における機関投資家に関する法改正については、あまりに進歩的な場合には、今後改正手続きの中で意見を出していきたいとの意向である。

主要なフランス国内投資家は、銀行や保険会社の系列の投資家であるが、これらは金融機関グループとして上場会社と様々な取引関係があることから、コーポレート・ガバナンスやエンゲージメント活動についてはあまり積極的ではない。これに対して、フランスのアセット・マネジャーには、法律上議決権行使が義務付けられており、議決権行使を行わない場合には顧客等に対する説明を行わなければならないとされる⁶。

フランス資産運用協会では、投資先企業に求める独自のコーポレート・ガバナンス・コードを公表し、協会員への注意喚起のために、ABF120 社の株主総会議案がコードに該当するか否かの情報提供を行う。

6. 欧州委員会

欧州委員会においては、現在でも金融危機に対する懸念と対応策の必要性が強く共有されており、喫緊の課題として取組んでいる。コーポレート・ガバナンスの改善と機関投資家の役割については、金融危機直後は金融機関を対象とした議論であったが、現在では上場会社全体に拡大して議論している。このような背景から、2012 年 12 月には「会社法と

⁴ ASEP+MEDEF, “Corporate Governance code of listed corporations” (2013.6).

⁵ AFG, “Recommendations on corporate governance” (2012.1)

⁶ Code Monetaire et Financier, Article L533-22.

コーポレート・ガバナンスの近代化に関するアクションプラン」⁷を公表してその中で機関投資家の透明性と規律付けの強化について意見照会を行った。また、欧州証券市場監督局（ESMA）は2012年の議決権助言葉に対する分析と意見照会⁸を経て、2013年2月には「議決権行使助言葉の役割に関する意見照会についてのフィードバック」⁹を公表した。これらの意見照会の結果に基づいて、現在は欧州委員会において株主権指令および透明性指令について改正草案を作成する手続きに入っている。来年以降、欧州理事会、欧州議会の承認を経て施行を目指す。加盟国間における温度差もあり、様々な意見が寄せられるであろうとの認識である。

欧州委員会では、金融危機への猛省と再発への懸念、および加盟国の法制度に鑑みて、スチュワードシップ・コードの内容をソフトローではなくハードローとして強行法規的に導入する予定である。コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップに関して、現在改正が検討されている論点は以下の通りである。

- ① アセット・オーナーとアセット・マネジャーに対し、エンゲージメントおよび議決権行使の方針および結果について、情報開示の義務付け。
- ② 議決権行使助言機関（Proxy Advisor）については、利益相反の管理方法、メソドロジーについて開示の義務付け。利用する投資家の側も、レコメンデーションの利用方法について開示を求める。
- ③ Say on pay の導入。

欧州委員会は、コーポレート・ガバナンスやスチュワードシップに関しては英国の制度を参考にしつつ、加盟国で受け入れ可能な制度設計に腐心している様子である。今後スチュワードシップ・コードに関して欧州委員会の指令が改正された場合であっても、英国はすでに対応しているので全く影響はないとの判断である。これに対して、フランスやオランダは、欧州委員会の指令改正に対する関心は高く、自国の実務に沿った形での共同行動の定義の明確化や議決権行使に関する開示など要望も多い。

7. スイス

スイスでは、2013年1月に年金基金や企業連合、銀行家協会が参加して「公開有限責任会社における株主参加権の行使に関する機関投資家ガイドライン」が公表されている。策定にあたって銀行家協会が関与していることが他の国とは異なる。背景として、スイスではプライベート・バンキング業務が金融機関の主要な業務であり、顧客の資産を運用する機関投資家としての信頼の確保が不可欠であることが考えられる。

今回の調査の結果、スイスにおいては、金融が大きな産業であることから、一般的に金融機関の情報管理や顧客サービスに対する金融機関自身の意識も顧客からの信頼感も大変

⁷ European Commission, “Action Plan on European company law and corporate governance” (2012.12.12).

⁸ ESMA, “Discussion Paper: An Overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options” (2012.3.22).

⁹ ESMA, “Final Report: Feedback statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry” (2013.2.19).

高いために、制度的な手当てとして、リスク等の顧客に対する説明責任については法律上整備が遅れている部分があるとの実態について説明を受けた。このようなスイスの特徴は、ガイドラインの原則 4 の株主参加権の行使方針やプロセスに関して、一般公衆に対する情報開示よりも顧客に対する説明責任を強化するように要請している点に表れている。

Ⅲ. スチュワードシップ・コードの論点について

1. エンゲージメントにおけるインサイダー情報の取扱い

(1) インサイダー情報の取扱い

今回の調査先の機関投資家の多くは、売買等の市場取引が制約されることを理由に、インサイダー情報を受領することおよびインサイダーになることのいずれも求めないと回答した。投資先企業との面談においては、あらかじめ口頭あるいは文書でインサイダー情報を受領しない旨を伝えることがある。また、面談後は、一両日中に社内的に報告を行い、面談先や面談目的、受領した情報について社内を確認する手続きを取っている投資家もある。

また、職域年金の場合には、投資先企業の経営者が年金基金の理事に就任している場合があり、理事退任の理由として経営者退任の予定を告げられる場合もある。経営者退任は任期満了など公に知られている場合を除いてはインサイダー情報に該当するため、このような場合には、年金基金の理事会で得た情報を運用サイドとは遮断して管理している。

意図的な場合を除いて、インサイダー情報を誤って漏えいするケースはほとんどないようだが、万が一、インサイダー情報を受領した場合には、会社に対して直ちに当該情報の公表を求める。また、会社が公表しない場合には、投資家の側が公表するとする。

他方、チャイニーズ・ルールが機能していれば、コーポレート・ガバナンス・チームがインサイダー情報を得た場合であっても、運用チームは取引ができる。しかしながら、現実的には、小規模投資家では部門間での情報の遮断は難しい。F&C、LGIM、Hermes のように ESG と投資を統合している場合には、運用チームとコーポレート・ガバナンス・チームが一つの組織となるので、情報の遮断はそもそも困難である。そのため、このような場合には、個別に各社のポリシーや説明を検討する必要があるとする。

エンゲージメントの実効性向上の観点からは、ESG に関連する活動と資産運用とを統合することが望ましい。統合されていない場合の弊害として、投資先企業に対してコーポレート・ガバナンス・チームと運用チームとの間で異なる内容の発言を行い（例えば、経営者報酬の妥当性や取締役の評価等）、投資先企業が混乱する場合もあるとの指摘もあった。しかしながら、エンゲージメントを高めた場合には、会社の経営戦略に関する深い情報を得る場合もあることから、情報管理の面での体制整備が必要となる。

(2) 投資先企業のインサイダーとなる場合の対応

今回の調査先の中で、PGGM（オランダ）と Cevian（スウェーデン）はエンゲージメントの一環としてインサイダーになる場合があると回答した。これに対しては、インサイダーにならなくても実効的なエンゲージメント活動が行えるとして、インサイダーの問題はエンゲージメントの制約要因ではないとの意見もあった。

PGGM は、原則としてはインサイダーにならずにエンゲージメント活動を行っているが、過去に投資先の上場会社のインサイダーになった経験もある。その場合には、外部法律顧問の意見も聞いて、厳格な内部のコンプライアンス手続きが必要となる。インサイダーになると、市場取引ができずフレキシビリティを失う一方で、会社と深い関係を構築でき、情報も増え、エンゲージメントの質を高めることもできるメリットもある。

Cevian は、約 2 兆円の資産をエンゲージメントを核とする集中投資を行うファンドで

運用し、投資先 14 社のうち 7 社に役員を派遣している。その背景には、スウェーデンにおいては「所有者なき会社」(ownerless company)よりも積極的な株主(active shareholder)が存在する会社が評価され、制度的にもスウェーデン・コーポレート・ガバナンス・コードにより株主総会で選任される指名委員会制度が存在し、株主の経営関与の必要性が認められていることがある。また、長期投資家(保有期間 3~5 年)の場合には、一定期間は市場取引を行わないため、インサイダーとなっても売買への影響が少ないとする。Cevian は、従業員として資産運用の専門家以外にコンサルタント経験者も採用している。このように、インサイダーとなってエンゲージメント活動から投資リターンを獲得するためには、長期的投資であるとの前提とコンサルタント等リソースの整備が必要である。

また、極めて例外的な事例として、英国の会社で、経営者が変更される過程において、新たな経営者が確定するまでの間一時的に、主要株主であった機関投資家がインサイダーとなって経営に参加した例がある。

2. 集団的エンゲージメントと共同行動(acting in concert)

(1) 共同行動(acting in concert)の定義

共同行動の定義は、欧州では、TOB 指令¹⁰および透明性指令¹¹において制定され、加盟国はこれに基づいて定義を行う。オランダでは、金融監督法(Wet Financieel Toezicht) 5:45 条において共同行動の定義が定められる。また、英国では、Takeover Panel において、実務ステートメント¹²が公表されている。集団的エンゲージメントの増加に伴い、共同行動の定義は、大量保有制度とも関連して重要性が増している。また、集団的エンゲージメントが進むと、TOB 規制に該当する場合も出てくるとの指摘もなされる。

しかしながら、現在の指令による定義は不明確であり、投資家同士が共同して行動する場合にはグレーゾーンが存在するとの批判がある。英国では共同行動と判断されるか否かの境界線についてコンセンサスがあるため、投資家自身はあまり意識しないとの意見もあったが、市場が国際化する中で、明確な基準の策定が必要だという指摘が多い。投資家からは、エンゲージメントを阻害しないように、プリンシプル・ベースで判断してほしいとの意見もあった。また、オランダやフランスの当局者からは、投資家のエンゲージメントが増加していることから、欧州委員会で共同行動に関する明確な定義を確立してほしいとの要望が強い。この点については、欧州委員会でも、コーポレート・ガバナンスに関する投資家による集団的エンゲージメントと共同行動の定義について、検討の必要性を認識されている¹³。

¹⁰ EC Takeover Bids Directive Article 2 (1) (d), "natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, either express or tacit, either oral or written, aimed either at acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid" (Directive 2004/25).

¹¹ EC Transparency Directive Article 10(a), "a third party with whom that person or entity has concluded an agreement, which obliges them to adopt, by concerted exercise of the voting rights they hold, lasting common policy towards the management of the issuer in question"(Directive 2004/109).

¹² Takeover Panel Practice Statement No.26, "Shareholder Activism".

¹³ EC, "Action Plan: European company law and corporate governance - a modern legal

実務的には共同行動の判断基準としては、頻度と深度の二つの観点から判定される。頻度については、1 回だけの集团的エンゲージメントならば共同行動には該当しないが、複数回を共同して行動する場合には該当するとする。但し、調査先からは複数回の程度についての明確な回答は得られなかった。深度については、投資先企業との間で共同の会合を開く程度では集団行動とはならないが、株主総会で共同して株主提案を行う等の協力と関与の程度が強い場合には、集団行動とされるという意見があった。この点については、英国では一人の取締役の解任や選任ならば共同行動の基準に該当しないが、取締役会の支配に通じる場合には規制を受けるとの実務ガイドラインが策定されている¹⁴。実際には、個別事案ごとに判断される場合が多くなると想定される。

集团的エンゲージメントに関して投資家同士が協定や契約を締結している場合には、明らかに共同行動に該当する。しかしながら、明確な協定等を締結している場合はまれで、企業との面談や議論は一緒に行いつつも、議決権行使等の意思決定は個別投資家が個別に判断するとの形式がほとんどであるとの意見が多かった。

なお、2013 年 11 月 12 日に欧州証券市場監督局（ESMA）は、EU 企業買収指令に関して、集团的エンゲージメントにおける共同行動の定義を明確にするためのパブリック・ステートメント¹⁵を公表し、共同行動に該当しない「ホワイト・リスト」を明確にした。これによれば、取締役指名に関連する問題は共同行動に該当することが明確にされた。これに対して、例えば報酬、会社資産の譲受・処分、資本政策等の取締役指名以外の幅広い問題に関しては、株主提案、臨時総会の招集、議決権の共同行使を行ったとしても共同行動とはみなされないとされる¹⁶。集团的エンゲージメントにおいて共同行動と認定されるかの問題について、グレーゾーンを排除して定義の明確化を行うものであり、実務上は大変有意義であるとともに、各国の当局も注目している。

（２）集团的エンゲージメントの実務

集团的エンゲージメントの実務については、大きく分けて投資家団体が主導する場合と任意の投資家グループで行動する場合がある。

投資家団体が主導する場合について、オランダの Eumedion は、メンバーである機関投資家と上場会社とのエンゲージメントの促進が重要な目的であるとし、上場会社との対話の場を設置し、議決権行使時期には重要な議案について意見を集約して、メンバーで共有する。オランダ株式市場の 22.5%を保有する投資家団体として積極的に活動していることから、オランダ財務省のコーポレート・ガバナンス監視委員会からは、Eumedion の活動自体が共同行動に該当しかねないとの指摘もなされた。フランスは、企業や伝統的機関投資家である金融機関はコーポレート・ガバナンスの取組みやスチュワードシップ活動には消極的であるが、アセット・マネジャーは少しずつ積極的になっていることから、フラン

framework for more engaged shareholders and sustainable companies” (2012.12.12), para3.4, pp10-11.

¹⁴ 前掲 12 参照。

¹⁵ ESMA, “Information on shareholder cooperation and acting in concert under the Takeover Bids Directive” (2013.11.12).

¹⁶ 前掲, para4.1 参照。

ス投資運用協会（AFG）は、少ないコストで議決権行使を行える環境の整備を目指している。AFG は独自のコーポレート・ガバナンス・コードを策定し、上場会社 200 社を対象として全株主総会議案についてコードに合致するか否かをチェックし、メンバーに情報提供を行っている。

任意の投資家グループによる集团的エンゲージメントは、ロンドンにおいて活発に行われている。ロンドンは投資プロフェッショナルの関係が強い社会であることから、多くの非公式のグループが存在するとされる。例えば、Japan Focus Group と呼ばれる日本の市場やコーポレート・ガバナンスに関心があれば誰でも参加できるグループや、欧州銀行に関するグループもある。集团的エンゲージメントにおいては、グループの中で一番関心の高い投資家がリーダーシップを取り、時間やコストをかけて行動する。例えば、日本のオリンパス事件では、F&C が投資家 20 社を集めて、全体で 1%となり、会社に対して要請した。

この投資家グループによる集团的エンゲージメントの方法は、事案の期間により異なる。例えば、オリンパスのような短期のエンゲージメントでは、リード・スポンサーが存在することが多い。これに対して、1年を超える長期的なエンゲージメント（例：BP のメキシコ湾での油田流出問題）では、毎年リーダーが変わって対応した。しかし、長期的エンゲージメントでは、定期的な会合や議論など投資家側に努力が必要なので、大きな問題が中心となる。その他、EITI（採取産業透明性イニシアティブ：Extractive Industries Transparency Initiative）も長期的なエンゲージメントとして知られている。

英国における集团的エンゲージメントに対する企業側の対応としては、報酬制度の大きな変更等のコーポレート・ガバナンスに関する重要問題については、報酬委員長等の独立取締役が主要な株主と面会することもある。これに対して、あまり重要ではない問題の場合には、カンパニー・セクレタリーが対処することが多い。とくに報酬については大変微妙な問題なので、会社が株主の意見を取り入れようとして、主要な機関株主を集めて会議を開催する等のイニシアティブをとることがある。

集团的エンゲージメントの効果は、小規模な運用会社において大きいとの意見があった。規模の小さい運用会社では、投資先企業と十分にコミュニケーションを構築できず、情報も得られない場合が多いため、集团的エンゲージメントに参加することにより、会社と議論を行い、情報を獲得する機会が得られるとする。その反面、一部の投資家によるエンゲージメント活動にただ乗り（フリーライド）する問題も指摘される。

3. スチュワードシップ活動とアセット・オーナーの関与

（1）欧州各国の状況

オランダでは、PGGM や ABP 等の年金基金が積極的にエンゲージメント活動を行っている。PGGM によれば、エンゲージメントは投資家の責務であり、長期的な利益につながると確信しているとし、コストも当然負担している。

これに対して、フランスでは、主要な機関投資家としては保険会社が存在するが、上場会社との取引が大きいとため、エンゲージメント活動には消極的である。また、国内のアセット・マネジャーのエンゲージメント活動とは議決権行使が中心であるため、よりプロアクティブなエンゲージメント活動は外国人投資家が主流である。とくに、企業連合の AESP

と MEDEF が公表するコーポレート・ガバナンス・コードにおいて、say on pay が導入されたことは、英米を中心とする外国人投資家からの要請が働いている。そのため、来年以降は、フランスにおいても報酬問題がエンゲージメントの対象となる可能性がある。

(2) 英国の状況

スチュワードシップ・コードの実効性を確保するためには、実際に資産運用やエンゲージメントに従事するアセット・マネジャーのみならず、背後のアセット・オーナーの関与が必要である。

英国においては、アセット・マネジャーは FCA (金融行為規制機構) に登録されるため、業務行為規程によってスチュワードシップ・コードの採用を促進できた。これに対して、アセット・オーナーに関して、年金基金については TPR (年金規制機構) と、保険会社については当局である PRA (健全性監督機構) と折衝するなど、FRC は努力した模様である。その結果、年金基金についてはコード採用が進展したが、保険会社については顧客との関係からスチュワードシップ責任やエンゲージメント活動に対する懸念もあり¹⁷、コード採用は Aviva 社など数社に限られている。ABI (英国保険業協会) は、コーポレート・ガバナンスの推進に積極的な団体として知られるが、保険会社のロビー団体という性質も有していることから、スチュワードシップ・コードには必ずしも積極的ではない。また、英国においても、保険会社が法律上の受託者責任を負っているかについては厳密には明確ではないとされる。

このような背景もあり、2013年10月、英国の法律委員会 (Law Commission) は、投資連鎖における受託者責任のあり方について、意見照会を開始した¹⁸。

4. スチュワードシップ・コードに関連する手続き

(1) スチュワードシップ・コードの適用対象

スチュワードシップ・コードの適用対象は、第一義的には英国株式を運用する英国登録の機関投資家であり、拡大解釈として議決権行使助言機関等のサービス・プロバイダーを含める。英国株式以外の外国株式や債券等の資産についてもスチュワードシップ・コードの対象とする場合にはその開示を要請するが (コード「本コードの適用」10)、FCA 業務行為規程においてプライベート・エクイティはコード適用対象から除外される。この点については、アセット・オーナーからプライベート・エクイティこそがもっともエンゲージメントに注力しているとの批判があり、FRC や FCA に対して改正の要望が出されているが、現在のところ検討は行われていない。

また、コードの不採用の場合について、FCA 業務行為規程に基づいてスチュワードシップ・コードを採用しない場合には、代替的な投資戦略を開示することが義務付けられている。この場合には、何か一言でも説明を行えばよく、例えば「当社はテクニカル投資家で

¹⁷ Association of British Insurers (ABI), “Improving Corporate Governance and Shareholder Engagement” (2013.7).

¹⁸ Law Commission, “Consultation Paper No 215 Fiduciary Duty of Investment Intermediaries” (2013.10.22)

あるのでスチュワードシップ責任は適応しない」という内容でも構わない。FRC はコードを採用していない運用会社の情報も収集しているが、コード採用を拡大させるために、ウェブサイトでは採用している運用会社だけを開示している。

(2) 海外コードとの協調

英国スチュワードシップ・コードでは、海外の同様のコードについて尊重する旨を述べている（コード「本コードの適用」9.）。また、FRC は、マレーシアやイタリア等における機関投資家コードの作成にスタッフを派遣し、情報を提供する等の協力を行っている。欧州内においては、各国当局等のコーポレート・ガバナンス担当者による European Corporate Governance Network を組織し、情報や概念の共有に努めている。

機関投資家による海外コードの採用については、南アフリカ版スチュワードシップ・コードに署名している旨を公表している機関投資家が現在 5 社に増加している。

また、日本の運用会社の中にも、英国コードを採用する会社がある¹⁹。英国コードを採用している日本の運用会社によれば、現地で英国株式の運用を行っていたこと（現在は英国株式業務を縮小）や営業上望ましいことを理由に、議決権行使等については日本での対応状況を鑑みて英国コードへの対応も可能であると判断し、採用を決断したとのことである。

今回の調査先も、日本版スチュワードシップ・コードが公表された場合には、内容を吟味したうえで可能ならば尊重するとの意見があった。しかしながら、実際に署名を行うかについては明確な回答をする投資家はいなかった。

(3) コードの改正手続き

FRC の関係者によれば、2 年毎のコード改正は実務上大変厳しいスケジュールであるのが実態である。コードが定着した現在では、3 年くらいが適切であるが、政治的な圧力もあるので改正期間の延長はできない。日本版コードに対しては、策定に十分な期間をかけられないという制約を考慮して、例えば「第一回目の改正は 2 年後、その後は定期的に改正する」という文言を入れたらどうかという助言があった。

コードの改正は、意見照会（コンサルテーション）に基づく課題の洗い出し、その後は関係者の議論を経て、改正案の意見照会を踏まえた最終改正という流れで行われる。意見照会は、毎年の実態調査という形で運用上の課題を分析するものと、改正案を提示して改正コードの文言作成につなげるものとの二段階がある。この意見照会と並行して関係者と議論を重ねるが、その方法は、企業連合 CBI、主要機関投資家、専門家等との非公開の個別会合を設け、その後委員を選任してワークショップを開催して改正案の作成を行い、改正案に対する意見照会の結果に基づいて最後の改正文言作成を行うという手続きである。

また、スチュワードシップは英国の概念であり、日本ではなじみが少ないであろうから、日本が導入する場合には、背景や環境が異なり、理解を得るための苦労が多いだろうとのコメントも寄せられた。そのため、日本版コードの策定や改正においては、日本の文化に

¹⁹ FRC ウェブサイトによれば、2013 年 11 月 7 日時点で、大和住銀投信投資顧問、三菱 UFJ アセットマネジメント、野村アセットマネジメントが署名している。

合う形で進めることが重要であり、実務の積み重ねや意見照会などの手続きによりコンセンサスを得ていくことが必要だろうとの指摘がなされた。

(4) 英国コードの課題

英国では、中小のアセット・オーナーやアセット・マネジャーから保有株式の権利を預かり議決権行使を含むエンゲージメント業務を受託するビジネス（“proxy pool fund”）を行う運用会社が登場している。現行コードではこのような新しい業態は想定していないため、今後情報開示等について検討が必要である。コードに関連して様々な実務が進展することが予想されるため、制度設計においては将来の改正も想定しておくことが肝要であるとする。

また、FRC 関係者からは、英国のスチュワードシップ・コードは投資先企業に対する外部モニタリングについては定めているが、機関投資家の内部規律について規定していないことが問題との指摘があった。この点で、ICGN 機関投資家責任原則²⁰は、機関投資家自身が関与して作成しているため、外部モニタリングと内部ガバナンスの両方を網羅しているため実務的だとの評価であった。FRC としては、機関投資家の利益相反の管理体制が不十分なので、今後のコード改正で一層の透明性や体制の整備が必要であるとの認識があるが、この問題の根幹は機関投資家自身のガバナンスにあるとの認識を持っているようであった。

²⁰ ICGN, “ICGN Statement of Principles for Institutional Investor Responsibility” (2013.7).