

# 資料

平成29年2月17日  
金融庁

## 目次

### I. 議決権行使助言会社

1. 議決権行使助言会社に関するスチュワードシップ・コードの記載 (P3)
2. 議決権行使助言会社の利用の状況 (P4)
3. 欧米における議決権行使助言会社に対する規制の導入に向けた動き (P5～6)

### II. 集团的エンゲージメント

1. 集团的エンゲージメントに関するスチュワードシップ・コードの記載 (P8)
2. 集团的エンゲージメントをめぐるスチュワードシップ・コード策定時の議論 (P9)
3. 法的論点に係る考え方の整理 (P10～11)

# I . 議決権行使助言会社

---

## I-1 議決権行使助言会社に関するスチュワードシップ・コードの記載

前文8. 本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。

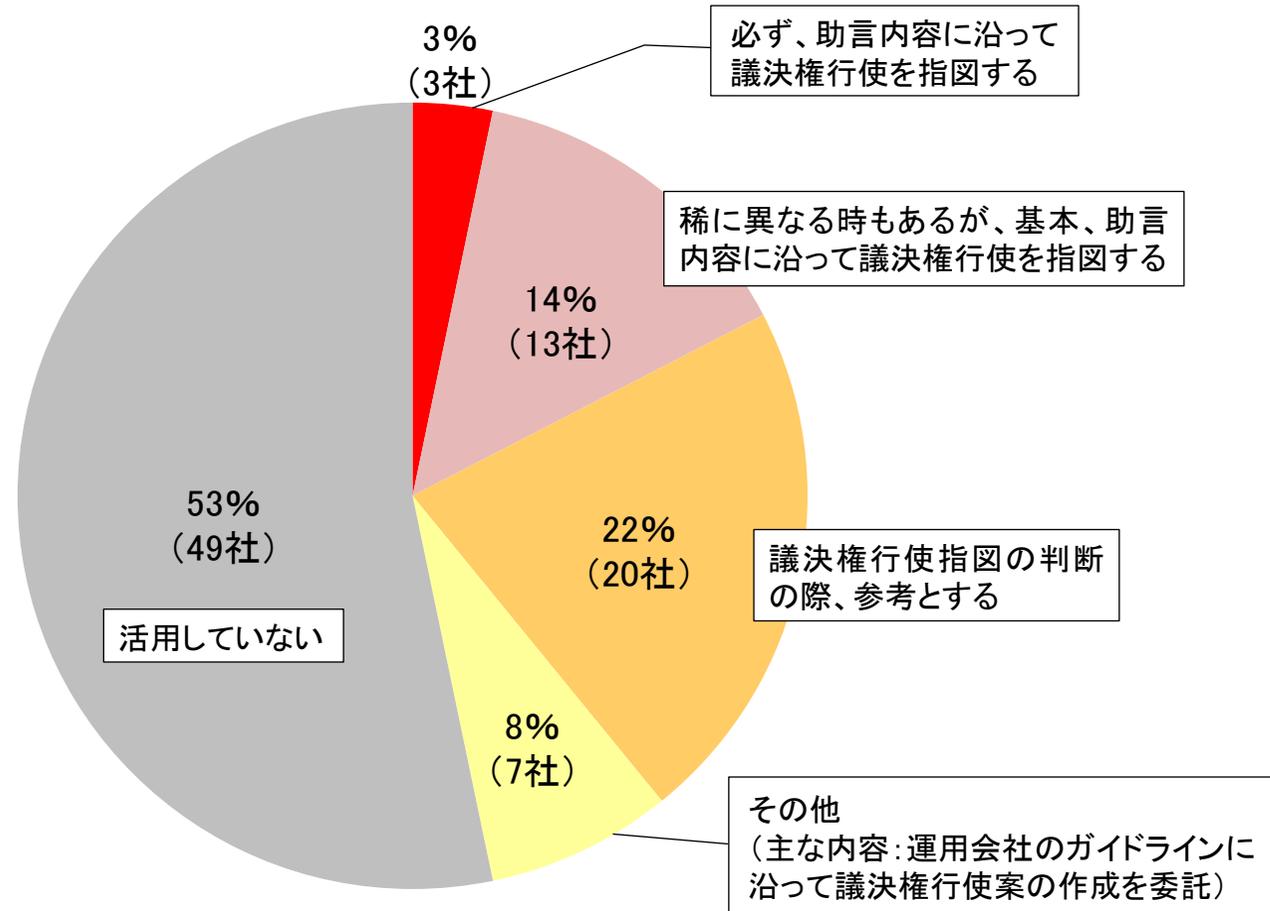
原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

指針5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

## I-2 議決権行使助言会社の利用の状況

### <日本投資顧問業協会による会員アンケート結果>

※ 関連する質問に回答した126社中(調査対象212社)、日本株投資残高がある92社



(注)議決権行使助言会社を活用している社(計43社)の中には、  
外国株式にのみ活用している社が11社含まれる

# I-3 欧米における議決権行使助言会社に対する規制の導入に向けた動き①

## 米国

米国においては、議決権行使助言会社を登録制とし、利益相反管理方針の策定、十分なスタッフの確保、対象企業による助言案へのコメントの機会の付与等を含む体制の整備等を義務付ける法案を審議中。

### 根拠法令

Financial CHOICE Act of 2016法案(下院に提出済(2016年9月))

### 概要

説明責任・透明性等を促進することにより、議決権行使助言会社の質を向上させることを目的とするもの。

#### 【登録制】

議決権行使助言等を行う場合には、登録が必要。

登録申請に際しては、以下の情報をSECに対して提出しなければならない(情報はSECのウェブサイト等で開示)。

- ・ 十分な財務・経営資源を有していることの証明
- ・ 議決権行使助言の策定の手続・方法(対象企業の規模の考慮の有無・方法を含む)
- ・ 組織体制
- ・ 倫理規程の有無(設けていない場合はその理由)
- ・ 助言サービスに影響を与える可能性のある利益相反等(潜在的なものを含む)の内容及び管理方針

#### 【体制等の整備義務】

- ・ 書面による利益相反管理方針の策定・執行
- ・ 正確かつ最新の情報に基づき議決権行使推奨を行うための十分なスタッフの確保
- ・ 対象企業による助言案へのコメントの機会の付与する手続の整備
- ・ 助言の際に用いられた情報の正確性に関する不服を受け付けるオンブズマンの設置及び行使前の不服の解決
- ・ コンプライアンス・オフィサーの設置

#### 【報告義務】

- ・ 助言の対象議案数、対応したスタッフ数等を含む年次報告書のSECへの提出

(参考) 現状では、2014年に、SECの投資運用担当部署が、投資顧問業者向けに法的拘束力のないガイダンスを公表しており、投資顧問業者が議決権行使助言会社のサービスを利用する際には、十分な分析能力の有無(スタッフ・利益相反管理方針等を含む)を確認し、継続的に監視する等の対応が求められるとしている。

## I-3 欧米における議決権行使助言会社に対する規制の導入に向けた動き②

### EU

EUにおいては、議決権行使助言会社に、スタッフの資質の確保のための手続、企業を取り巻く個別事情の考慮・企業との対話の状況、利益相反への対応等について開示させるとの内容の指令改正案を審議中。

**根拠法令** 株主権利指令改正案(欧州連合理事会・欧州議会間で暫定合意済(2016年12月))(注)

**概要**

**【行為規範の開示】**  
各加盟国は、議決権行使助言会社に、行動規範の有無・適用状況(設けていない・規範に沿わない対応をした場合は理由の説明)を、毎年、ウェブサイト上で開示させるものとする。

**【体制等の開示】**  
各加盟国は、議決権行使助言会社に、顧客に対して自らの活動の正確性・信頼性に関する情報を提供する観点から、調査・助言・議決権行使推奨に関する以下の情報を、少なくとも毎年、ウェブサイト上で開示させるものとする。

- ・ 利用している方法・モデルの特徴
- ・ 主な情報源
- ・ サービスの質及びスタッフの資質を確保するための手続
- ・ 各国市場、法規制、対象企業に係る個別事情の考慮の有無・内容
- ・ 市場ごとの議決権行使助言方針の特徴
- ・ 対象企業・ステークホルダーとの対話の有無・内容
- ・ 利益相反管理方針

**【利益相反への対応状況等の開示】**  
各加盟国は、議決権行使助言会社に、サービスに影響を与える可能性のある利益相反・事業上の関係(潜在的なものを含む)の内容、及び利益相反の管理等のために実施している対応内容を、顧客に開示させるものとする。

(注) 「指令」とは、EU加盟国を拘束するもの(ただし、その具体的な形式及び手法は加盟国に委ねられる)であり、適用にあたっては、加盟国内での実施手続(担保法の制定等)が必要とされる。

## Ⅱ. 集团的エンゲージメント

---

原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

指針7－3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。(後略)

## Ⅱ-2 集团的エンゲージメントをめぐるスチュワードシップ・コード策定時の議論

### コード策定時の議論

- 大量保有報告制度上、
  - 株券等の保有者の保有割合を算出するに際しては、「共同保有者」の保有分も合算する必要があるところ、機関投資家が他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすに際し、他の投資家が「共同保有者」に該当する場合には、当該他の投資家の保有分も勘案しながら、大量保有報告制度に対応する必要がある
  - 日常の営業活動等において、反復継続的に株券等の売買を行っている金融商品取引業者等に対しては、大量保有報告書とその後の変更報告書の提出頻度や期限を緩和するための特例報告制度（通常：提出事由が生じた日から5営業日以内⇒特例報告：月2回の基準日において判断）が設けられているところ、株券等の保有者が投資先企業に対し「重要提案行為（注）」を行う場合には、特例報告制度を利用できない
    - （注） 投資先企業の株主総会において、または、その役員に対し、発行者の事業活動に重大な変更を加え、又は重大な影響を及ぼす行為として一定の事項（重要な財産の処分または譲受け、代表取締役の選解任等：金商法施行令において列挙）を提案する行為。
- これらについて、スチュワードシップ・コード策定時の有識者検討会においては、機関投資家と投資先企業の対話が円滑に行われるようにするとの観点から、
  - ・ 具体的にどのような場合に「共同保有者」に該当するか
  - ・ 具体的にどのような行為が「重要提案行為」に該当するか等について、解釈の明確化を図る必要があるとの指摘がなされた。

### 「法的論点に係る考え方の整理」の公表

- これを受け、金融庁において、平成26年2月、「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表し、解釈の明確化を図った。

## Ⅱ-3 法的論点に係る考え方の整理①:「共同保有者」について

(問)株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、特定の投資先企業に対する議決権行使の方針について意見交換を行う場合や、投資先企業に対話の場を設けるよう共同で申し入れることや投資先企業の経営方針等の変更を共同で求めることを合意した場合、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

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

当該「株主としての議決権その他の権利」とは、「議決権の他、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など、株主としての法令上の権利」を指すものと考えられます。

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

(問)株券等の保有者が、「他の投資家」との間で、特定の投資先企業の株主総会における議決権行使の予定を伝え合い、その内容が一致した場合、当該「他の投資家」は、大量保有報告制度における「共同保有者」に該当しますか。

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

ここでいう「合意」は、単なる意見交換とは異なり、相互又は一方の行動を約する(文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か黙示的かを問わない)性質のものを指すものと考えられます。

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

(出所)「日本版ステュワードシップ・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日公表)

## Ⅱ-3 法的論点に係る考え方の整理②:「重要提案行為」について

(問) 投資先企業との対話にあたり、株券等保有割合が5%超である機関投資家が、以下のような行為を行うことは、「重要提案行為」に該当しますか。

- ① 投資先企業の経営方針等(ガバナンス・資本政策などに関する方針を含む)の説明を求める行為
- ② 自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為
- ③ 前記②の説明に対する投資先企業のスタンスの説明を求める行為
- ④ 株主総会において、質問を行う行為
- ⑤ 株主総会において、具体的な事項の決議を求める行為
- ⑥ 前記③、④の投資先企業の説明が、自らの方針と一致しない場合に、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為
- ⑦ 前記⑥のほか、投資先企業の経営方針等の変更を求める行為

(答) 1. 「重要提案行為」に該当するためには、以下の3要件を全て満たす必要があります。

- (i) 提案事項の客観的内容が、政令(令第14条の8の2)で列挙された事項に該当すること
- (ii) 発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること
- (iii) 「提案」に該当すること

2. この点、前記①～④の行為は、投資先企業との間で認識の共有を図る行為であり、(iii)の「提案」に当たらないと考えられることから、基本的には、「重要提案行為」に該当しない可能性が高いものと考えられます。

3. 他方、前記⑤～⑦の行為は、いずれも株券等保有割合が5%超である大株主が、投資先企業の経営方針等の変更や、株主総会での決議を求めるものです。

したがって、内容が(i)「政令で列挙された事項」に該当するものである限り、基本的には、(ii)「発行者の事業活動に重大な変更を加え、また重大な影響を及ぼすことを目的とする」(iii)「提案」に該当する行為として、「重要提案行為」に該当する可能性が高いものと考えられます。

4. ただし、前記⑥、⑦の行為であっても、その個別の態様によっては、「重要提案行為」に該当する可能性が低いものも想定されます。

5. 具体的には、例えば、発行者から意見を求められた場合に、株主が、これに応じて受動的に自身の意見を陳述するといった行為や、発行者が主体的に設定した株主との対話の場面(注)での意見陳述等は、「株主の意見を聴取し、これを参考にしよう」、「自社の業績や戦略等について、対話を通じ、株主の理解を深め、その支持を得よう」といった発行者の主体的意思に基づく要請を踏まえ、これに応じることを目的とする行為であることから、(ii)「発行者の事業活動に重要な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とする」行為に該当する可能性は低くなるものと考えられます。

(注) 決算報告会、IRミーティング(スモールミーティングを含む)等