

# 博士論文 概要書

コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割と課題

—機関投資家に関する英米法制との比較を中心に—

Shareholders' Roles and Challenges in Corporate Governance

—comparison with the UK and U.S. legal framework of institutional investors—

早稲田大学大学院社会科学部

政策科学論専攻 企業法制研究

森啓悟

## I 本論文の問題意識と検討点

2014年、日本では、英国のステュワードシップ・コード（以下、「UKSSコード」という）を参考に、日本版ステュワードシップ・コード（以下、「JPSSコード」という）が策定された。両コードは、機関投資家に対して、積極的な議決権行使や会社の監視、会社経営陣との対話など（いわゆる、エンゲージメント）を求め、機関投資家がコーポレート・ガバナンスに関与することを期待している。

このように、近年、コーポレート・ガバナンスにおいて株主が一定の役割を果たすことが期待される一方、検討すべき課題もある。本論文では、コーポレート・ガバナンスにおける株主（特に、機関投資家）の役割と課題について、英米の法制を研究し、この研究を基に、日本への示唆を得た。その際の視点・問題意識・検討点として以下の3点がある。

（1）第一に、機関投資家に、どのような理由から、どのような役割が期待されているのか、そして、その役割をどのような方法で規定・規律すべきなのかという問題がある。

JPSSコードは、英国を参考に、機関投資家の役割を規律している。会社法上、株主は株主権を行使する義務を負うわけではないにもかかわらず、なぜ、機関投資家はガバナンスに関与すべきと考えられているのか。その根拠を明らかにする必要がある。また、日本では、ステュワードシップという用語に馴染みがなく、その正確な意義が明らかでないように思われる。JPSSコードを通じた規制は適切なのかという問題もある。

そこで、まず、本論文は、日本に影響を与えたUKSSコードの沿革を研究することにより、英国において、機関投資家が期待されるようになった背景や機関投資家に期待されている役割、その役割がなぜ、どのように変化したのか、その役割を規律する上で、UKSSコード（ステュワードシップ）がどのような意義を有しているのかという点を考察した。

また、米国の研究も重要である。JPSSコードとUKSSコードは、法的拘束力のないソフトロー（本論文と本概要書では、日英のSSコードとCGコード、これらの元となった原則やコードを「ソフトロー」という）である。一方、米国では、業法（ハードロー）が、受託者義務（fiduciary duty）を機関投資家に課しており、その義務の中に、議決権行使などをする義務が含まれると解されている。つまり、日英と米国の間には相違がある。そこで、本論文は、米国のコーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の法的義務について研究し、英米を比較した。これによって、ステュワードシップの意義を明らかにした。

最後に、以上の英米の研究と比較しながら日本の研究をした。日本の受託者責任について検討したほか、JPSSコードの策定経緯や内容を検討し、日本が英国におけるステュワードシップの意義を適切に理解し、体现できているのか、日本が英国を参考にすることは望ましいのか、参考にすべきでない点や改善すべき点があるのかなどといった点を、日英米の環境の相違を踏まえながら考察している。

（2）第二に、日本では、コーポレート・ガバナンスにおける株主の役割について、実務や経営学の側面からの研究が多く、法学的な側面からの研究が十分に行われていないという問題があると思われる。

法学的側面から見た株主の役割には、会社法が大きく関係している。すなわち、会社法

や米国連邦規則上の株主権（たとえば、議決権行使を通じた取締役の選解任、株主提案権など）と株主の位置づけ（会社法や連邦規則は株主に何を期待しているのか）が重要になる。そこで、本論文は、受託者義務や受託者責任に加えて、日英米（特に英米）における法制度上の株主権や株主の位置づけも研究している。そして、この株主権や株主の位置づけが、SSコードや受託者義務とどのように関係しているのか考察するとともに、日英米を比較し、それぞれの特徴を明らかにしている。

（3）第三に、機関投資家は法制が想定している役割を果たしているのかという疑問がある。そこで、本論文は、実務における機関投資家の動向、投資家の消極性の原因、この原因の解消・軽減方法について検討している。

## II 本論文の構成

### 第1編 序説

第1章 はじめに

第2章 機関投資家の定義

### 第2編 金融危機前までの英国におけるソフトロー

第1章 1990年代前半のソフトロー

第2章 1990年代後半から金融危機前までのソフトロー

第3章 1985年英国会社法と旧コードの関係

第4章 機関投資家の動向

第5章 旧コードの問題点

第6章 小括

### 第3編 金融危機後の英国におけるソフトロー

第1章 UKSSコードの策定過程

第2章 2010年UKSSコードと2012年UKSSコード

第3章 UKCGコード

第4章 2020年UKSSコード

第5章 2006年英国会社法とUKSSコードの関係

第6章 機関投資家の動向—UKSSコードの遵守状況

第7章 エンゲージメントに対する法制度上の障壁への対応

第8章 小括

### 第4編 英国のコーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の法的義務

第1章 職域年金スキーム（投資）規則の改正

第2章 株主権指令の改正

第3章 ハードローとソフトローの関係

### 第5編 米国のコーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の法的義務

第1章 米国市場における機関投資家

第2章 企業年金運用機関の義務

第3章 投資会社と投資顧問の義務

#### 第4章 英米の比較と考察

### 第6編 米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権

#### 第1章 委任状勧誘規則の萌芽と株主提案権制度の概要

#### 第2章 取締役の選任と候補者指名

#### 第3章 会社の業務執行事項への株主の関与

#### 第4章 役員報酬への株主の関与

#### 第5章 株主の権利強化に対する反対意見

#### 第6章 英米の比較と考察

### 第7編 日本への示唆

#### 第1章 日本市場の株主構成

#### 第2章 日本のコーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の法的義務

#### 第3章 JPSS コード

#### 第4章 エンゲージメントに対する法制度上の障壁

#### 第5章 日本のコーポレート・ガバナンスに関する株主権

#### 第6章 小括

### 第8編 結び

#### 第1章 まとめ

#### 第2章 今後の課題

## III 本論文の概要

### (1) 第1編：序説

第1編では序説として、まず、第1章で、本概要書のIで説明した本論文の問題意識や検討点について述べている。

第2章では、本論文における機関投資家の定義を行っている。実務では、様々な種類の機関投資家が存在し、形態や規模、戦略、資産の運用方法、顧客との契約内容などに応じて、各投資家の活動内容は異なり、求められる役割も異なり得る。もっとも、UKSSコードとJPSSコードは細かい分類をしていない。また、細かい分類をすると非常に複雑な検討が必要になると思われる。したがって、本論文では細かい分類をしていない。本論文では、多数の個人や法人から多額の資産を集め、それをまとめて運用する法人などが、機関投資家であると大まかに定義した上で、必要に応じて、機関投資家を、資産の保有者であるアセットオーナーと資産の運用者であるアセットマネージャーに分けている。

### (2) 第2編：金融危機前までの英国におけるソフトロー

第2編では、金融危機前まで、すなわち、UKSSコードが策定される前までの英国のソフトローについて研究している。

まず、第1章と第2章では、ソフトローが策定された経緯やそのソフトローにおいて機関投資家にどのような役割が求められていたのか検討した。英国では、1990年代前半、企業不祥事の多発を発端に、民間主導のキャドベリー委員会が、上場会社を規律するソフトロー（最良慣行コード）を策定した。キャドベリー委員会の構想では、機関投資家は会社

を監視し、会社が説明した情報に基づき、最良慣行コードが適切に遵守されているか（会社の統制や業務執行者の監視、非業務執行取締役の確保などができているのか）確認する。適切に遵守されていない場合や説明が不十分な場合、機関投資家は、会社との個別対話を通じて遵守や更なる説明を求めるか、または、議決権行使によって不適切な取締役を解任し、新たな取締役を選任することで、取締役を規律付けるという役割を果たすことが期待されていた。

そして、このような機関投資家の役割を規定していたのが、民間の投資家団体である機関株主委員会（ISC）が策定したソフトロー（RIS）であった。RISは、機関投資家が会社の戦略や業績、経営の質について対話をすることも求めており、企業不祥事の防止のみならず、経営への関与を通じた会社業績（投資リターン）の維持・向上も目的としていた。

2001年には、ISCが新たなソフトロー（RISA原則）を策定し、機関投資家には、単に議決権行使や監視、対話をするのみならず、その方針を策定することや、介入を拡大すること、活動内容を受益者・顧客に報告することが求められるようになった。

次に、第3章では、これらのソフトローが策定された際に施行されていた1985年英国会社法について研究した。株主の権利として重要な議決権と株主提案権、取締役の義務について、会社法の内容と立法の経緯について検討した。その結果、英国会社法は、会社が開示する情報をもとに、株主が、株主提案や取締役の選解任、取締役報酬報告書に対する議決権行使などを通じて、取締役を規律付けたり、役員報酬に異議を唱えたりすると想定していることが明らかになった。これは、ソフトローが機関投資家に求めていることと合致する。つまり、ソフトローは、英国会社法が想定する株主像を導き出し、会社法を補完する役割を果たそうとしていた（ソフトローと会社法には連関性がある）と考えられる。

しかし、第4章で、1990年代から金融危機前までの実務における機関投資家の動向を検討すると、エンゲージメントを行う機関投資家も存在していたが、それは一部であることが明らかになり、ソフトローは十分に機能していなかったと考えられる。

この原因について考察したのが、第5章であり、第5章では、以上のような機関投資家の役割を導き出す根拠を考察した。その結果、その根拠が、受認者義務であることが明らかになった。受益者の利益を維持・向上させるために、機関投資家は、エンゲージメントをして、投資先会社の企業不祥事の防止や業績の向上を図るのである。

しかし、受益者の利益を実現する手段はエンゲージメントに限られず、株式の売却（退出）や、何もせずに他の投資家のエンゲージメントの成果にフリーライドするという選択肢もある。株式が分散した状況では、費用対効果が不明確な前者よりもコストがかからない後者が選択されやすい（合理的無関心の問題、フリーライド問題）。また、アセットオーナーやアセットマネージャーが介在し、インベストメントチェーンは複雑化しているが、すべての仲介機関が受認者義務を負うのかという問題がある。加えて、英国の受認者義務は議決権行使をするといった積極的な義務ではなく、利益相反行為などを禁止するという禁止的な義務である。つまり、信託法の射程の問題もあることを明らかにした。

### （3）第3編：金融危機後の英国におけるソフトロー

第3編では、金融危機後の英国におけるソフトロー、すなわち、UKSSコードについて、

第2編で研究した時代のソフトローとの相違を意識しながら研究した。

第1章と第2章では、UKSS コードの策定経緯や内容、スチュワードシップの意義について検討した。UKSS コードは、機関投資家に、対話と監視、議決権行使、場合に応じた協働を通じて、個々の会社の状況を踏まえながら、会社を対象にしたソフトロー（コーポレートガバナンス・コード）の適切な遵守と説明を会社に促したり、取締役を選解任したりすること、その際の方針を作成すること、その活動について報告することを求めた。

このように、UKSS コードが掲げる原則は RISA 原則と似ているが、このような役割を導き出す根拠や実現すべき目的が変化したと考えられる。従来のソフトローと異なり、UKSS コードは、新たにスチュワードシップ（責務）という概念を導入し、受託者義務に依拠しない形でコーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割を導き出したのである。

当初、スチュワードシップの解釈は分かれていたが、スチュワードシップは、受益者と顧客の利益になる限りで、会社の成功や公益の実現を図ることも機関投資家の役割であると捉え、受益者の利益と会社の利益・公益の両立を図ったものであると考えられる。これは、機関投資家が自らの短期的利益を優先させたり、エンゲージメントではなく退出を優先させたりしたことが金融危機を深刻化させたという反省に基づいている。

また、スチュワードシップはアセットオーナーとアセットマネージャー、サービスプロバイダーを適用対象としており、射程の問題が生じない。さらに、スチュワードシップは受益者の利益を実現する手段をエンゲージメントに限定している。これによって、スチュワードシップは、第2編第5章で明らかにした受託者義務が抱えていた問題の解決を図ろうとしていると考えられる旨を明らかにした。

第4章では、2020年のUKSS コードの大幅改訂について研究している。2020年UKSS コードでは、スチュワードシップは、受益者・顧客の長期的利益を最優先にしているが、その利益を実現するためには、環境や社会、経済といったステークホルダーの利益も踏まえる必要があるとし、受益者の利益とステークホルダーの利益の両立を図っていると考えられる。その他、2020年UKSS コードは、アプライ・アンド・エクスプレインの採用や開示規制の充実、機関投資家自身のガバナンス体制の整備などを求め、実効性の確保を図った。

第5章では、UKSS コードの策定時に施行されていた2006年英国会社法について検討した。2006年英国会社法が株主を通じた取締役の規律付けを想定している点は、1985年英国会社法と同様であり、ソフトローと会社法に連関性がある点は変わらない。これに加え、2006年英国会社法は、環境や地域社会などのステークホルダーへの配慮は会社（株主全体）の利益につながるとの認識に基づき、株主全体の利益になる限りで、ステークホルダーも考慮する義務を取締役に課した（2006年英国会社法172条）。これは、啓発的株主価値アプローチ（Enlightened Shareholder Value Approach）と呼ばれている。

この啓発的株主価値アプローチを機能させるために（取締役がステークホルダーへの配慮をさせるために）、英国会社法は、ステークホルダーへの配慮に関する情報開示を会社に求めており、その後の会社法改正やコーポレートガバナンス・コードの改訂により、この開示の充実が図られている。そして、この開示情報を受領する者として想定されているのが、株主である。すなわち、株主は開示された情報を基に、取締役が啓発的株主価値を実現できているのか評価・監視するのである。このように、取締役の義務を果たさせる者

として、株主が想定されていることを明らかにした。

一方、機関投資家は受益者の短期的利益のみを実現しようとする傾向にある。そこで、UKSS コードが、前述のように、受益者の利益になる限りで、会社の長期的利益やステークホルダーを考慮することを機関投資家の役割としている。つまり、UKSS コードは、取締役求められることと機関投資家が取締役に求めることを合致させ、英国会社法が理想とする株主像を導き出すことにより、会社法を補完していると考えられる旨を明らかにした。

第6章では、2020年 UKSS コードの遵守状況を検討した。2020年 UKSS コードの署名機関は増加しており、その遵守状況を高く評価する声もあるが、エンゲージメントをする上でリソース不足や情報開示の負担が大きいなどの問題も報告されている。

第7章では、エンゲージメントに対する法制度上の障壁として、共同行為者規制とインサイダー取引規制があるところ、これらへの対応について確認した。

UKSS コードでは、機関投資家同士の協働（協働的エンゲージメント）が推奨されているが、協働をすると、各投資家の持株を合算して大量保有報告書を提出することになり得るほか、公開買付の強制が求められることにもなり得る（共同行使行為者規制）。これに対して、EU の解釈が公表されており、その内容について検討している。

また、投資家がインサイダー情報の受領をおそれ、会社との対話を行わないおそれがある。インサイダー取引自体は違法であるが、インサイダー情報の受領は違法ではないため、英国では、会社との長期的関係（株式を売買しないこと）を前提に、インサイダー情報を踏まえた質の高い対話を望む投資家もいるようであり、その動きが歓迎されている。

#### （4）第4編：英国のコーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の法的義務

第2編と第3編では、ソフトローについて検討したが、近時の英国では、ハードローが機関投資家に対してコーポレート・ガバナンスに関する法的義務を課している。第4編では、その内容について検討し、ソフトローとの関係について考察している。

まず、第1章では、英国の職域年金（企業年金）基金について規制した、職域年金スキーム（投資）規則（The Occupational Pension Schemes (Investment) Regulations 2005）の改正について検討している。この改正によって、職域年金基金にとって ESG が経済的に重要な要素になることが明示された上で、ESG の考慮方針を開示することが実質的に強制された。また、議決権行使のみならず、会社の監視や会社との対話といった幅広い行為を含めたエンゲージメントに関する方針を開示することも求められた。

次に、第2章では、英国でも国内法化された EU の改正版株主権指令（Shareholder Rights Directive: SRD II）について検討した。SRD II は、機関投資家に対して、エンゲージメントの方針のほか、社会的・環境的要因をどのように監視するのかといった情報などを開示することを求めた。また、アセットマネージャーに、長期的にエンゲージメントをするインセンティブを付与するために、アセットオーナーの役割を重視した。

第3章で、これらのハードローと UKSS コードの関係を考察すると、双方には重複する部分がある。もっとも、すべてが同じなわけではなく、適用対象や、求められている内容の細かさは異なる。ハードローを適用する上で、UKSS コードが補足になっているという指摘もある。逆に、ハードローが、ESG が経済的に重要であることを示すことにより、同じく

ESG を重視する UKSS コードがより機能すると考えられる。つまり、ハードローとソフトローがお互いに補完しあっていることを明らかにした。

しかし、複数の規範が存在すると、投資家の混乱や負担の増大を招くという指摘もあり、ソフトローとハードローの関係を整理する必要があることが明らかになった。

#### (5) 第5編：米国のコーポレート・ガバナンスに関する機関投資家の法的義務

第5編では、米国の業法（ハードロー）が機関投資家に課しているガバナンスに関する法的義務について研究している。ソフトローを採用する英国とハードローを採用する米国を比較することによって、両者の特徴を明らかにすることを目的としている。

まず、第2章では、企業年金運用機関を規制しているエリサ法（Employee Retirement Income Security Act: ERISA）について検討している。エリサ法上、企業年金を運用する機関には、受託者義務が課せられている（エリサ法 404 条(a)）。受託者義務は、受託者に対して、専ら受益者の利益のみのために義務を果たすこと（忠実義務）、注意を払い、技能、慎重さおよび勤勉さを備えること（注意義務）を求めている。

米国の労働省は、1988 年以降、この義務の中には、受益者の利益のために議決権行使をする義務が含まれると解してきた。また、労働省は、1994 年に、議決権行使以外にも、議決権行使方針を策定することや、会社の監視や会社経営陣とのコミュニケーションを図ることなども受託者義務の一要素であるとする解釈通達を公表した。

一方、その後の変遷を研究していくと、企業寄りの共和党政権の下では、受託者が、議決権行使などに要するコストと議決権行使によって得られるリターンを分析すること（コスト・ベネフィット分析）がより強く求められるなど、議決権行使が抑制されていることが明らかになった。また、ESG の考慮も抑制される。すなわち、受託者義務が受益者の利益を最優先にしている以上、費用対効果が必ずしも明確でない議決権行使などに余計なコストをかけるべきでなく、また、受益者の利益に関係していないように見える ESG（特に E と S）の考慮もすべきでないと考えられるのである。これは、第2編で明らかにした、金融危機前までの英国のソフトローが抱えていた問題と同様であるといえる。

次に、第3章では、投資会社と投資顧問の義務について検討している。

投資会社と投資顧問の保有株式の増加や利益相反への懸念を背景に、2003 年以降、管理型投資会社には、議決権行使の方針と手続き、議決権行使記録を開示する義務が課せられた。また、投資顧問には、議決権行使の方針と手続きの採用・履行・開示と、議決権行使結果の開示をする義務が課せられた。

投資会社や保険会社、年金基金などの資産を運用する投資顧問には、投資顧問法上、受託者義務が課せられている（投資顧問法 206 条 1 項、2 項）。これらの規制を導入するに当たり、SEC は、受託者義務には注意義務と忠実義務が含まれるところ、注意義務は、投資顧問が会社を監視すること、議決権行使をすることを要求し、忠実義務は、顧客の最善の利益のために投資顧問が議決権を行使することを要求すると位置づけている。

つまり、エリサ法が規制する企業年金運用機関のみならず、投資顧問に関しても、受託者義務を根拠に、コーポレート・ガバナンスに関する義務が導き出されていることが明らかになった。投資顧問に関しては、SEC のガイダンスが公表されているが、ここでは、あ



くまでも受益者の利益が最優先であり、コスト・ベネフィット分析が求められている。

そして、第4章では、以上の米国の研究と、第2編と第3編の英国の研究を基に、英米を比較している。第2編で検討したように、金融危機前までの英国は、受託者義務を根拠に機関投資家の役割を導き出しており、英米は同じであったといえる。しかし、金融危機後、英国は、スチュワードシップという概念を導入している。また、第4編で研究した職域年金スキーム（投資）規則とSRD IIは、受託者義務とは別の枠組みで、エンゲージメントに関する義務を課している。つまり、英米には相違が生じている。

この相違が意味することを考察すると、まず、受益者の利益の実現を目的とする点は受託者義務もスチュワードシップも同じである。一方、第3編と第4編で明らかにしたように、スチュワードシップや職域年金スキーム（投資）規則、SRD IIは、受益者の長期的利益を目的としており、その利益を実現する過程で、会社の長期的利益やステークホルダーの利益を実現することも機関投資家の役割であるとみなしている。したがって、米国（受託者義務）と異なり、エンゲージメントやESGの考慮が抑制されにくいといえることが明らかになった。なお、近時の米国においても、ESGが経済的に重要であるとの認識が示され、スチュワードシップのような考え方が広まりつつある。

しかし、このような考え方には、以下の課題がある。

第一に、受益者の利益につながるESG問題の見極めが難しい。あらゆるESG問題があらゆる会社の利益（ひいては、受益者の利益）につながるわけではなく、つながるか否かは個々の状況に応じて決まると思われる。そこで、機関投資家は、個々の会社ごとにESGが利益につながるか否か見極めてエンゲージメントをする必要があるが、これは容易ではない。したがって、会社のESGに関する情報開示の充実や、ESGの定量化の普及・信頼性向上、機関投資家の理解力・分析力の向上といった改革をする必要があると考えられる。

第二に、スチュワードシップは、受託者義務に抵触しないように、あくまでも受益者の利益を最優先にしていると捉えるならば、コストを踏まえると、機関投資家が消極的になるおそれがあるという問題は、結局、解決されていない。そこで、エンゲージメントコストの削減が必要である。たとえば、英国では、情報開示の充実や株主権行使プロセスの電子化、協働的エンゲージメントの推奨（投資家団体の設置や共同行為者規制に関する解釈の公表）などが行われており、これらの改革を推し進めることが重要であると考えられる。また、コストを負担する対象の見直しなども考える余地がある。

#### **（6）第6編：米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権**

第2編と第3編で検討したように、英国では、ソフトローのみならず、会社法も株主が取締役を規律付けると想定しており、ソフトローと会社法の連関性がある。第5編で検討したように、米国でも、政権によって差があるとはいえ、業法上、機関投資家に対する期待がある。第6編では、米国のコーポレート・ガバナンスに関する株主権（株主提案権、取締役の選任と候補者指名、会社の業務執行への関与、役員報酬への関与）について検討する。そして、米国でも英国のような連関性があるのかという点について考察するとともに、第2編と第3編で検討した英国の株主権と比較をする。

まず、第1章では、委任状勧誘規則の萌芽と株主提案権制度の概要について検討してい

る。米国では、1930～40年代に、株主の声を確保して会社の民主主義を実現することなどを目的に委任状勧誘プロセスが規制され、株主提案権制度も導入された。しかし、後に、株主提案権については、提案可能な数が最終的に1つに制限されたほか、行使要件の厳格化も図られた。また、会社が株主提案の委任状資料への記載を拒否することができる排除事由が設けられていき、最終的には13個の排除事由が設けられた。

一方、英国の株主提案権制度は、行使要件が米国と比べ厳しいものの、提案可能な数は制限されておらず、提案できる内容も、濫用的な提案を除き、特に制限されていない。

第2章では、取締役の選任と候補者の指名について検討している。米国の州会社法上、取締役は株主総会で選任されるが、その選任の方法として、過半数投票ではなく、相対多数投票が採用されている。相対多数投票は多くの得票があつた候補者から選任される方式であるため、取締役会の残りの員数と候補者の数が同じ場合、1票でも賛成があれば、取締役として選任されることになる。これに対して、新たな候補者を提案すれば、競争を生じさせることができるが、株主提案の排除事由には、取締役の選任に関する株主提案（プロキシアクセス）が含まれている。この排除事由の変遷を研究すると、何度か、この排除事由の削除が検討されたが、結局、プロキシアクセスは認められず、指名委員会などに関する情報開示の充実が図られている。しかし、開示された情報をもとに株主が何をするのかという点が明確でなかったと思われる。最終的に、2010年以降、プロキシアクセスについて定款で規定するよう求める旨の株主提案が認められるにとどまった。

一方、英国では、取締役の選任に関する会社法上の規定はなく、モデル定款上、取締役または株主総会が取締役を選任し、再任の場合には株主総会の決議が必要であると規定されている。この株主総会の決議は、過半数の賛成をもって行われる。また、プロキシアクセスは、1948年に株主提案権制度が誕生して以降、当然、認められてきた。

第3章では、株主による会社の業務執行事項への関与について検討している。取締役会が経営権限を有するという州会社法の規定を反映させるために、株主提案の排除事由には、会社の通常の事業運営に関する株主提案が含まれている。この排除事由の変遷を研究すると、1970年代以降、重大な政策上の問題を提案する場合、会社をマイクロマネジメントしない提案をする場合には、通常の事業運営に関する株主提案が認められるとする旨の解釈が公表されてきた。しかし、何が重大な政策上の問題なのか、また、どのような提案が会社をマイクロマネジメントすることになるのか、必ずしも明確でない。この解釈は首尾一貫せず、混乱を招いていることが明らかになった。

一方、英国では、定款変更をすれば、株主総会で業務執行事項に関する株主提案や決議をすることができる。

第4章では、株主による役員報酬への関与について検討している。米国では、役員報酬に関する株主提案も通常の事業運営に該当するため、排除されてきた。提案内容によっては、株主提案が認められることもあつたが、その内容は制限されており、かつ、勧告的な提案であつた。一方、2010年以降、役員報酬パッケージ全体に対して株主総会での決議を行う制度（Say on Pay）が導入された。もともと、この決議は、勧告的であり、かつ、3年に1度行われるにとどまる。したがって、Say on Pay に対する評価は分かれており、その効果について否定的に捉える者もいる。実務では、役員報酬が増加し続けている。

一方、英国では、役員報酬に関する株主提案は特に制限されていない。また、英国では、2002年の会社法改正により、取締役報酬報告書に対する勧告的決議が必要になり、2013年の法改正により、将来の報酬方針については3年に1度の法的拘束力がある決議が必要になった。さらに、2016年にも、報酬規制の強化が検討され、2018年のコーポレートガバナンス・コード改訂により、上場会社は、株主総会のすべての議案について、20%以上の反対の議決権行使があった場合、対応を図ることが求められるようになった。

このように、英国と比較すると米国では株主の権利が制限されていることを明らかにした。つまり、米国には英国のような連関性がなく、機関投資家に対する業法上の期待がある一方、株主が具体的に何を実現できるのかという問題が生じているといえる。

そこで、第5章では、米国における株主の権利強化に対する反対意見を検討した。この反対意見を踏まえた上で、第6章では、英米で株主権の強さに相違が生じている理由について考察し、その理由として、以下の4点があると考えられる旨を示した。

第一に、米国では、十分な情報を有しておらず、思いつきで議決権を行使するような株主の権利を強化する必要はないという、株主の能力に対する懸念がある。一方、英国では、政府やFRCが機関投資家の能力を高く評価しており、有能な株主に強い権利を付与して経営者を規律付けるべきだと考えられている。特に、英国では、機関投資家が協働してきたという歴史があり、協働する機関投資家の能力の高さを強調する者が多い。

このように、株主に対する評価・イメージの差が株主権の強さに関係している。しかし、近時の米国では、大規模機関投資家やヘッジファンドの能力を高く評価する者がいるほか、多数の株主提案を行っている個人株主は、実は会社の利益に関係するような提案を行っているという評価する実証研究も存在する。これが正しければ、誤った評価・イメージに基づいて株主権が制限されているといえる。つまり、株主に対する評価・イメージは、株主の実態とは異なるおそれがあることに留意し、実態を適切に把握する必要があると考えられる旨を明らかにした。

第二に、米国では、大量の株主提案が行われており、会社への負担を懸念する声がある。また、社会・環境問題に関する提案も数多く行われており、それらは、会社の利益に関係していないと捉えられ、株主の権利濫用を懸念する声が多い。一方、英国では、行使要件が厳しいこともあり、株主提案はあまり行われておらず、会社の負担や株主の権利濫用を懸念する声は少ない。また、第5編第4章で明らかにしたように、英国では、ステークホルダーへの配慮は会社の利益につながると捉えられている一方、米国（特に、共和党政権下）では、会社の利益につながらないと捉えられる傾向にある。一方、近時の米国では、ステークホルダーへの配慮が会社の利益につながるとの考え方が広まりつつある。

第三に、英米では、株主総会と取締役会の権限分配に相違がある。歴史的な経緯を辿ると、英国では、法人格のないpartnershipが漸次、法人的属性を獲得していったため、依然、会社法は組合的原理に依拠している。したがって、会社法には管理・運営組織や権限分配に関する規定はほとんど存在せず、定款に委ねられている。したがって、株主は、定款を通じて株主から取締役会に権限を委譲する一方で、その定款を変更して株主の権利を取り戻すこともできるといえる。

一方、米国では、比較的容易に会社の設立が認められていたため、法人が念頭に置かれ

た上で会社法の立法が行われた。また、19世紀末から20世紀初頭、会社の数と規模、株主数の増大に伴い、株主と会社の結合関係が弱まり、経営の権限を取締役に集中させる必要性が生じた。そこで、各州会社法は、会社の設立誘致のために規制緩和を行い、株主の権利を縮減する一方、取締役の権限を強化した。米国の取締役会は州法によって権限を付与されており、その権限は根源的なものであり、委譲されたものではない。したがって、取締役会の権限が強く、株主はそれを侵害できないと考えられている。

もともと、近時の米国では、定款自治（私的自治）が認められるようになるという変化が生じていることが明らかになり、英国にやや近づいているとも考えられる。

第四に、英米の株主代表訴訟のハードルには差がある。英国では、株主代表訴訟のハードルが高く、取締役の責任を後から追及することが難しい。したがって、責任を追及せずにすむように、事前に対応できるための権利を株主に付与していると考えられるかもしれない。一方、米国では、英国ほど株主代表訴訟のハードルは高くなく、訴訟社会という背景もあり、訴訟件数が多い。つまり、株主は、事前に権利を行使するというより、事後的に取締役の責任を追及すればよいと考えられているのかもしれない。

#### （7）第7編：日本への示唆

第7編では、第2編から第6編までの英米の研究を基に、日本への示唆を述べている。

まず、第2章では、日本において、機関投資家が負っている法的義務について検討した上で、その義務の中に、米国のように、ガバナンスに関する義務が含まれているのか検討した。日本では、信託法や信託業法、金融商品取引法、年金に関する業法、投資信託及び投資法人に関する法律（投信法）が、機関投資家に忠実義務や注意義務を課している。しかし、投信法が議決権行使の指図をする義務を一部の機関投資家に課しているにとどまり、機関投資家が投資先会社のガバナンスに関与する義務やESGを考慮する義務を負っているのか、必ずしも明確でないと考えられることが明らかになった。

第2編から第6編で研究した英米を参考にすると、この不明確な点を解消する（ガバナンスにおける機関投資家の役割を規定する）方法としては、①米国のように、解釈によって既存の義務（受託者義務）の中にエンゲージメントをする義務が含まれると解して、ハードローによりその具体的な内容を定める、②職域年金投資規則やSRDⅡのように、受託者義務とは別の枠組みでハードローにより具体的な内容を定める、③ソフトローを導入する、④英国のように、これらを組み合わせる（英国は②と③の組み合わせ）という4つの方法が考えられる。日本は、③を選択したが、第3章では、これが正しいかどうかを含めて、JPSSコードの策定経緯やスチュワードシップの意義、コードの内容、課題を検討している。

日本では、安倍政権の下、経済成長政策の一環として、コーポレート・ガバナンスの強化が掲げられ、機関投資家が受託者責任を果たすための原則として、JPSSコードを策定すべきと提言された。このように受託者責任という米国的な観点からJPSSコードの導入が提言されたが、実際に参考にされたのは、UKSSコードであった。また、策定の提言時には、企業の中長期的な成長や社会面での貢献を促すことが目的とされたにもかかわらず、受益者の利益を最優先にする受託者責任が意識された。このように、提言には問題があったと

いえることが明らかになった。

実際に策定された JPSS コードは、スチュワードシップ責務とは、機関投資家が ESG を踏まえたエンゲージメントを通じて、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責任を意味すると定義した。つまり、最優先の目的は受益者の中長期的利益であり、これを実現する手段が、ESG を踏まえたエンゲージメントであるとされている。これは、会社の長期的繁栄やステークホルダーへの配慮が、受益者の利益につながるとしている（受益者の利益と会社・ステークホルダーの利益の両立を図っている）英国と同様であると考えられる。これを実現する上で、受託者責任とは別の概念（スチュワードシップ）を導入したことは望ましかったと思われる。

しかし、この場合、第5編第4章で明らかにした、英国と同様の課題が日本にも当てはまる。また、上記の提言の影響を受けてか、日本では、受託者責任とスチュワードシップの相違が必ずしも明確でないという問題がある。さらに、日本では、ステークホルダーへの配慮を重視する上で、英国の啓発的株主価値アプローチのような法的基盤（会社法との関連性）が存在しないため、法的基盤の整理について検討する必要がある。

次に、日本におけるハードロー規制の必要性についても検討している。日本では、JPSS コードの署名機関数が多く、ある程度の効果が出ている部分がある。このような状況でハードローを導入すると混乱や負担の増大を招くおそれがあり、実際に、第4編で明らかになったように、英国では混乱が生じているとの指摘がある。また、日本では海外投資家が上場株式の約30%を保有するところ、その海外投資家は日本のハードローの適用対象とならないおそれがある。さらに、日本の機関投資家は、過去、法的拘束力のない検査マニュアルを形式的に遵守していると問題視されており、ハードローが導入されると、法的義務を果たすための形式的な行為がなされるおそれがある。ハードローを通じた規制がなされている米国においても、形式的な議決権行使が問題視されており、ハードローであろうとソフトローであろうと、その実効性を確保することが重要である。以上の理由から、ハードローを導入する必要性はないと結論付けている。

その他、UKSS コードや英米のハードローを参考に、JPSS コードが掲げる原則と指針において見直すべき点を検討している。

第4章では、エンゲージメントに対する法制度上の障壁について検討している。日本でも、インサイダー取引規制や共同行為者規制があるほか、重要提案行為等をする、大量保有報告書の特例報告制度の適用が受けられなくなるという障壁がある。

まず、重要提案行為等については、どのような提案をすれば、当該行為に該当するのか、政令の列挙する事項のみでは、やや具体性に欠ける。したがって、少なくとも、日本のコーポレートガバナンス・コードが規定しているような事項や、気候変動への対応などといった近時関心を集めている事項については、より具体的な解釈を設けるべきであると考えられる。また、そもそも、政令の列挙する事項は広範であるため、エンゲージメントが推奨されているという現状を踏まえた上で、政令を再検討する必要があると思われる。

共同行為者規制については、金融庁が解釈を公表しており、その解釈に従えば、規制の適用を受けることはあまりないと思われる。しかし、実務では、同規制の適用をおそれ、協働的エンゲージメントを控える投資家が存在しており、解釈の普及が望まれる。

インサイダー情報の受領については、日本では慎重な姿勢が取られているが、前述のように、英国では、インサイダー情報を受領した上での会社との質の高い対話を歓迎する動きもあり、日本でも、英国を参考にする余地がある。

第5章では、日本のコーポレート・ガバナンスに関する株主権について検討している。取締役の選任と株主提案、株主総会の権限について、日本では、英米以上に強い権利が株主に付与されており、JPSS コードと会社法との連関性があるといえる。

近時、欧米と比べ、日本の株主権は強いため、制限すべきとの指摘もあるが、見直しをする際には、この連関性のほか、株主の実態（米国のように、誤った株主への評価・イメージで株主権が制限されることにならないか）、近時の米国の変化（定款自治に寛容になっている）といった点を考慮する必要がある。そして、これらを考慮すると、現状では、株主の権利を制限する必要はないと思われると結論付けている。

その他、米国の通常の事業運営に関する解釈を参考に、取締役会と株主総会の権限分配について若干の示唆を述べている。

## （8）第8編：結び

第8編では、結びとして、第1章で本論文の総括をしている。本論文で明らかにしたことをまとめると以下ようになる。

第一に、機関投資家に、どのような理由から、どのような役割が期待されているのかという点を明らかにした。まず、役割に関して、英国のソフトローと業法、米国の業法では、議決権行使、会社の監視、会社の経営陣との対話が求められており、かつ、これらの行為をする上での方針や利益相反管理体制の構築・開示が求められることによって、これらの行為が適切に行われるようになってきている。米国では、議決権行使と比べ、監視や対話がやや軽視される傾向にあるが、細かな点を除くと、英米は同じであるといえる。

そして、英米ともに、企業不祥事の多発が、機関投資家の役割が注目される一因になっており、監視や対話の対象として取締役会の監督機能や取締役の独立性などが挙げられている。英国会社法と FRC は、経営の裁量を有する取締役が株主の利益にならない行為をする場合があるため、株主に権利が付与されているとする。つまり、以上の行為を通じた企業不祥事の防止が機関投資家の役割として期待されているといえる。

また、英米ともに、会社の業績や戦略、事業プランなども監視や対話の対象となっており、金融危機後には長期的な業績のためにエンゲージメントをすることの重要性が強調された。英国会社法と EU の欧州委員会は、株主が取締役に事業戦略や業績に関する責任を取らせることが、効果的なガバナンスにとって重要であるとしている。米国では、その時々政権によって差があるが、労働省と SEC も、議決権行使などは、会社の業績や将来に影響を与え、株価や投資価値の向上につながるとしている。つまり、取締役の選解任や経営への関与を通じた会社業績の維持と向上を図ることも機関投資家の役割として期待されている。ただし、投資家が経営の細部にまで関与することは求められていない。

一方、機関投資家が、どの程度積極的に以上で挙げた行為・役割を果たせる、または、果たすべきかという点、および、会社が抱える環境問題や社会問題にも対応すべきなのかという点が、英米で異なる。この原因は、以下のような、機関投資家の役割を導き出す方

法・根拠の差にある。

米国と金融危機前までの英国では、受託者義務から機関投資家の役割が導き出されている。すなわち、受益者の利益のために、機関投資家はガバナンスに関与して会社の利益の維持・向上を図る。しかし、この場合、費用対効果が明らかでないエンゲージメントや、受益者の利益とのつながりが見えづらい ESG の考慮が抑制されるおそれがある。

一方、金融危機後の英国と日本では、スチュワードシップ（責務）という新たな概念が導入された。スチュワードシップは、受益者の長期的利益を実現するには、会社の長期的繁栄やステークホルダーへの配慮が必要との考え方の下、受益者の長期的利益になる限りで、会社の長期的繁栄やステークホルダーの利益を考慮してエンゲージメントをすることも機関投資家の役割であると捉えている。したがって、機関投資家がエンゲージメントや ESG の考慮をしやすいといえる。

そして、このようなスチュワードシップの解釈からすると、機関投資家にスチュワードシップ責任を負わせる（エンゲージメントを求める）理由は、エンゲージメントが受益者の長期的な経済的利益につながり、かつ、その過程で、会社の長期的利益とステークホルダーの利益も実現されるからということになる。

もっとも、ESG を踏まえたエンゲージメントが会社の利益（ひいては、受益者の利益）につながるか否かに関して、実証研究の結果は分かれており、採用される分析手法やスコアによって、結果がかなり異なる。

そこで、英米における、歴史的経緯や理論的な側面を見ると、前述のように、取締役が株主（受益者）の利益にならない行為をすることがあるため、企業不祥事の防止や経営への関与を通じた会社業績の維持・向上を図ることが機関投資家の役割であると捉えられている。すなわち、株主権を有する株主（特に、影響力が強い機関投資家）が、議決権行使や監視、対話を通じて、取締役の不適切な行為を抑止したり、取締役や監督機関を選解任したり、会社が抱える問題や業績不振への対応を求めたり、会社の事業戦略などについて代替案や修正案を提案したりすることで、会社の業績の向上と維持、損害の食い止めを図る。これによって、株主と受益者の利益の向上と維持が図られる。退出という選択肢もあるが、安易な退出が金融危機の深刻化を招いたほか、直接的・具体的に会社に変化を求めるエンゲージメントと比べ、退出というシグナルの効果は弱いと指摘されている。会社が退出を気にしないおそれや、退出のみでは具体的な問題点が会社に伝わらないおそれがある。そして、会社の業績、特に、長期的な業績や将来投資する会社を含めた投資先会社全体の業績には、従業員や環境・社会問題への対応、地域社会からの評判、市場経済の安定、訴訟リスクなども関係しているため、ステークホルダーにも配慮する必要があると考えられている。

ただし、実態は複雑であり、第5編第4章で指摘したように、受益者の利益につながる ESG 問題を見分けることが難しいという問題や、エンゲージメントコストに関する問題があるため、対応する必要がある。

第二に、会社法や米国連邦規則上の株主権や株主の位置づけ、および、それらとソフトローや業法との関連性について明らかにした。英国では、ソフトローと業法以外に、会社法も、株主による取締役の選解任などを通じた取締役の規律付けを想定しており、双方に関連性がある。また、英国会社法は、啓発的株主価値アプローチを採用し、ステークホル

ダーへの配慮を促しており、UKSS コードもステークホルダーへの配慮を機関投資家に促しているという連関性もある。

一方、米国では、業法上の機関投資家への期待があるが、会社法上、株主の権利は制限されてきた。このように連関性がないと、機関投資家は株主として具体的に何を実現できるのかという問題が生じる。もともと、米国でも、近時では定款自治が認められ、株主の権利が強化されつつある。

日本では、以上のような連関性があるが、ステークホルダーに関する連関性はないと考えられるため、意識する必要があるといえる。

第三に、実務において、機関投資家は法制が想定している役割を果たしているのかという点や、機関投資家が消極的になる原因の解消方法について明らかにした。

現在でも、日英米において、必ずしも十分なエンゲージメントが行われているとはいえないだろう。一方、エンゲージメントが全く行われていないわけではなく、従来と比べると、機関投資家が積極的にエンゲージメントをするようになってきているという事実もある。

機関投資家の実態は非常に複雑であり、エンゲージメントをしている、または、していない、という単純な二者択一で捉えるべきではないと思われる。

確かに、機関投資家の消極性の原因を完全に解消して、すべての機関投資家が、すべての投資先会社に関して、個々の状況を十分に踏まえた上で、有事のみならず平時にもエンゲージメントをすることは困難だろう。しかし、消極性の原因を解消するのではなく、軽減し、このようなエンゲージメントができる投資家の数や、このようなエンゲージメントの対象となる会社の数を少しずつ増やしていくことは可能であると思われる。

したがって、まず、機関投資家の消極性の原因として、合理的無関心の問題やフリーライド問題、リソース不足問題などがあることを認識した上で、できる限りこれらの原因を軽減することが重要である。そのためには、エンゲージメントコストの削減、協働的エンゲージメントの促進（共同行為者規制に関する解釈の普及、投資家団体の設置）、エンゲージメントコストの負担対象の見直し、運用者の報酬構造の見直しなどが必要である。

最後に、第2章では、今後の課題として以下の5点を挙げている。

第一に、コーポレートガバナンス・コードの内容を個別具体的に踏まえた上で、同コードが規定する各々の要素を評価・監視する上で機関投資家がどのような役割を果たすべきなのかという、個別具体的な検討をする必要がある。

第二に、ヘッジファンドの研究をする必要がある、第三に、インデックスファンドの研究をする必要がある。本論文は、機関投資家について大まかな定義を設けて研究をしたが、このように投資家は種類ごとに分けられる。また、個人株主も存在する。今後、このような様々な株主像を意識した研究をする必要がある。

第四に、議決権行使助言会社に関して研究する必要がある。

第五に、ステークホルダー主義などに関する検討を通じ、会社の目的を再考するとともに、併せて、機関投資家の目的も再考し、両者が目指す方向を一致させる必要がある。

このような課題と本論文の内容を踏まえながら、今後、理想とすべき株主像を確立することを最終的な目標としたい。