

スチュワードシップ・コードの 再改訂について

—英国と日本—

村 田 敏 一*

目 次

- I はじめに
- II 英国スチュワードシップ・コードの再改訂
 - 1. パラダイムシフト
 - 2. ポイントと評価
- III 日本版スチュワードシップ・コードの再改訂
 - 1. ポイントと評価
 - 2. ESG 要素と機関投資家
- IV 将来展望

I はじめに

2019年から2020年にかけて、英国と日本のスチュワードシップ・コード（以下、スチュワードシップ・コード一般につき「SSC」という）が相次いで改訂された。いずれも2回目の改訂となる。従来、両国のSSCは、プリンシプルベース・アプローチとコンプライ・オア・エクスプレイン規範の結合したソフトローとして、その基本的性格を共通のものとしていたが、今回の改訂により、両国はその袂を分かつこととなった。

英国では、しばしばパラダイムシフトとも称されているように、今回、

* むらた・としかず 立命館大学大学院法務研究科教授

極めてドラスティックな改訂が行われた。Comply or Explain 規範（遵守せよ、もしくは遵守しない場合はその理由を説明せよ。）としての基本的性格はかなぐり捨てられ、新たに、Apply and Explain 規範（例外なく適用する、そしてその適用状況につき説明せよ。）へと根本的変容を遂げた¹⁾。英国の機関投資家の間では、想像を上回る混乱と当惑、そして諦めが広がっているようである²⁾。一方で、日本における改訂内容は、英国におけるようなドラスティックなものとはならず、規範の基本的性格は従来のそれを踏襲する中での比較的小規模な改訂に止まるものとなった³⁾。

もっとも、両国の改訂内容には共通する点もみられる。それを象徴する改訂点は、スチュワードシップ責任の中身として、投資先企業のサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）への考慮が強調されるようになった点である⁴⁾。

SSC とはごく簡単にいうと、上場企業の持続的成長を通じた経済の持続的発展を目的として、機関投資家に投資先企業との目的をもった対話（エンゲージメント）と「責任ある」議決権行使を求めるものであり、直接的に発行体企業を名宛人とするコーポレートガバナンス・コードと併せて、しばしばダブル・コード体制あるいは車の両輪とも称されるソフトロー規範である。ダブル・コードの中で、コーポレートガバナンス・コード（以下、コーポレートガバナンス・コード一般につき「CGC」という）においては、発行体企業を直接の名宛人として、当該企業のガバナンスの改革を通じた企業価値の持続的増大が指向される。一方の SSC では、コードの

1) Financial Reporting Council (FRC), The UK Stewardship Code 2020. FRC は、2019年10月24日に再改訂版を公表し、2020年1月1日にそれが発効した。

2) 英国では、2021年3月31日に、英国 SSC (2020) に基づく機関投資家から FRC へ宛てた報告書の第1回提出締め切りを迎える。

3) 「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～（2020年3月24日）。金融庁により、2020年3月24日に、再改訂版が確定・公表された。

4) ただし、ESG 要素の位置付け方は両国で相当に異なっており、この点については本稿のⅢ章でふれる。

名宛人はガバナンス改革の主体である発行体企業ではなく、あくまで機関投資家である。つまり SSC では、発行体企業のガバナンス改革の目的に、機関投資家というワンクッションが入ることである種のねじれが生じており、この点に SSC の性格とエンフォースメントのあり方を理解するうえでの困難さがある⁵⁾。もっとも、今回の改訂により——特に英国の場合——SSC の性格は、直接的に——発行体だけではなく——機関投資家そのもののガバナンスを規律する指向性を強めているようにみとれ、規範の性格は一層複雑化し分かりにくいものとなっている。英国の再改訂コードにおける規範の性格の抜本の変容は、ソフトローとしての SSC とコンプライ・オア・エクスプレイン規範の必然的結合というエンフォースメントのあり方についての一般的理解に衝撃を与えたが、その背景には、SSC の規範性(エンフォースメント)の際立った弱さに対する英国規制当局の焦りがみとれる。英国も日本もその SSC の性格は、「上からのソフトロー」に分類される⁶⁾。上からのソフトローの本質は、——たとえ有識者会議といった隠れ蓑をまとっていたとしても——規制当局による取締規範である。英国での今回の改訂は、その意味で、規制法としての性格がより露骨に現れたものともいえる。もっとも、エンフォースメントの強化を図り規制色を強めたとしても、しよせんは——特に外国機関投資家にとり——サイン・アップの実質的強制力はないことから、エンフォースメントの強化ではなく、その偏頗性=ある意味での弱化というパラドックスが生じることとなる。

5) 日本の SSC の前回改訂(2017年改訂)までの状況に基づき、その規範としての特性を踏まえつつ、CGC や英国 SSC との比較を試みた論稿として、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年)16頁を参照されたい。

6) 各国の SSC の類型化については、陳楠「スチュワードシップ主義に対する比較法的考察」一橋法学18巻3号(2019年)1149頁を参照。なお、FRC につき「自主規制機関」とする文献が——主に経済学者の間で——みられるが、同機関の本質はまぎれもない規制当局である。

本稿では、英国におけるパラダイムシフトと改訂内容を概観・評価したうえで（Ⅱ章）、日本における改訂内容につき概観・評価する（Ⅲ章）。そして、SSCの将来展望を試みることにしたい（Ⅳ章）。なお、ESG要素への考慮については、まとめてⅢ章のなかで扱うこととする。

本稿では特にことわらない限り、英国のSSCにつき、当初のそれを「英国SSC（2010）」と、第1回改訂版を「英国SSC（2012）」と、今回の第2回改訂版を「英国SSC（2020）」と呼び、日本版のSSCにつき、当初のそれを「SSC（2014）」と、第1回改訂版を「SSC（2017）」と、今回の第2回改訂版を「SSC（2020）」と呼ぶ。

Ⅱ 英国スチュワードシップ・コードの再改訂

1. パラダイムシフト

英国SSCの再改訂内容は、過去との連続性のもとではもはや捉えられず、新たな規範が策定されたに等しいものとの理解が可能である。つまり、パラダイムシフトの発生である。

まず、こうしたパラダイムシフトの枠組み・骨格について鳥瞰することとする。枠組みの変更は大きく次の6項目にまとめられる。

① 規範の構成につき、(旧)原則(Principles)とガイダンス(Guidance)の2層構成から、(新)原則(Principles)と期待される報告水準(Reporting Expectations)の2層構成へと変更。② 適用される投資主体につき、(旧)アセットオーナーとアセットマネージャーを基本とし、サービスプロバイダーへのBy Extensionを認める構成から、(新)アセットオーナー・アセットマネージャー・サービスプロバイダーへと変更。③ 投資対象につき、(旧)英国上場株式から、(新)英国上場株式以外のアセットクラス(非上場株式、債券、インフラ、英国以外の株式を例示)も対象としてbe expectedへと変更。④ エンフォースメントにつき、(旧)PrinciplesにつきComply or Explain規範、GuidanceにつきRecommend規範から、

(新) Apply and Explain 規範へ、また、期待される報告水準は「スチュワードシップ報告書」に記載すべき内容として整理。⑤ FRCへの報告につき、(旧) 受入機関投資家が、SSCの適用状況について Statement を公表するとともに FRC に通知し、FRC は公表投資家をリストアップする方式から、(新) 受入機関投資家は、毎年 FRC にスチュワードシップ報告書を提出する義務があり、かつ、FRC は、期待される報告水準を充たす機関投資家のみをサイン・アップ投資家として認定してリストアップする方式へと変更⁷⁾。⑥ ESG 要素につき、(旧) Principles ベースでは ESG 要素への言及はない⁸⁾から、(新) Principle 7 で、署名機関投資家 (Signatory) は、重要な (material) ESG 要素 (environmental, social, and governance issues) と気候変動 (climate change) を含めてスチュワードシップと投資をシステムティックに統合する責任があるものと規定化。以上の6項目である。

こうしたドラステックなパラダイムシフトの背景と狙いはどこにあるのか。背景にある FRC サイドの問題意識は大きくは次の点からなる。① 企業不祥事の頻発の背景の一つとして、機関投資家の、発行体企業のガバナンスへの不十分な関与がある。② 署名機関投資家は、その方針の実行状況や成果の有無について開示する必要がない。③ Comply or Explain 規範のもとでは、Explain が選ばれた場合のその理由が実効的でなく、「決まり文句」(boilerplate) となっている。④ 英国の株式市場で海外投資家のウェイトが増すなかで⁹⁾、SSC が英国機関投資家のみを対象としていることでは実効性に欠ける¹⁰⁾。

7) 機関投資家が最初に SSC を受け入れる際のステートメントの提出義務は廃止されており、つまり、FRC としては、——たとえ受け入れていても——毎年の報告書が (FRC から見て) 期待水準を充たさない場合は、サイン・アップ投資家として認定せず公表リストに記載しないということである。

8) Guidance には、投資先への Intervene の例として記載されている。

9) 2016年には、50%超の英国上場株式を非居住者が保有するに至っている (ONS, "Ownership of UK Shares" (2016))。

10) FRC and FCA, Building a Regulatory Framework for Effective Stewardship Feedback to DP19/1 (Feedback Statement) October 2019. また、いわゆるキングマンレポート

今回のパラダイムシフトの特色を一言でいいあらわすと、「成算なき FRC 帝国主義」となろう。パラダイムシフトの中では、投資主体・投資対象の両面にわたり無謀ともいえる拡大が図られている。特に、FRC の直接規制が及ばない海外機関投資家が大きなコストを負担してまで英国 SSC（2020）を遵守する動機は見出しがたい（④）¹¹⁾。むしろこんなことを続けていけば、資本の英国からの逃避が助長される危惧がある。①については、そもそも、機関投資家の SS 活動に企業不祥事の抑止効果を期待することはお門違いと考えられる¹²⁾。②・③については、Apply and Explain 規範に変更したところで、「決まり文句」が解消される保証はなにもない。機関投資家は、実効性があるように FRC に評価される「作文」に悪戦苦闘することにより、一層のコスト負担を強いられるだけであろう。

なお、FRC は、今回改訂以前の2016年から署名機関投資家の格付け制度（Tiering System）を運用し、その結果を公開しており¹³⁾、今回の改訂後も一定期間（1年）経過後に新しい格付け制度が導入される予定である。

↳ト（John Kingman, Independent Review of the Financial Reporting Council（2018）も参照。なお、英国 SSC（2020）につき、コードの実効性確保の観点から積極的に評価するものとして、安井桂大「スチュワードシップ・コードの実効性の確保——英国におけるコード改訂等の動向を踏まえて——」商事法務2212号（2019年）24頁。

- 11) 英国からみた海外機関投資家の英国 SSC 上の位置づけが、今回の改訂で特に変化しているわけではない。ただ、実効性のある SSC を作成すれば、きっと多くの海外機関投資家もサイン・アップしてくれるだろうという——見当違いな——英国規制当局の願望があるにすぎない。
- 12) 機関投資家の SSC に基づくエンゲージメント活動のメインターゲットは、発行体企業の資本効率の改善にある。企業不祥事の抑止といったガバナンスは、ボードや監査機関の担うべき機能といえる。この点につき、日本私法学会シンポジウム「株主総会の変容と会社法制のあり方」私法81号（2019年）51頁以下における質疑内容（村田敏一発言、武井一浩発言）を参照のこと。
- 13) 導入当初（2016年）は、Tier 1（透明性と質が高い）、Tier 2（普通）、Tier 3（要改善）の3ランク、その後2017年からは、Tier 1、Tier 2の2ランクで運用されている。

2. ポイントと評価

(1) プリンシプルの内容

プリンシプル(原則)は、英国 SSC (2012) の7項目から、今回改訂で12項目へと増加し、またその内容も、to fulfil their responsibility (Principle 7) といった表現に象徴されるように強圧性を帯びた言い回しが多用されている。

12項目のプリンシプルズ¹⁴⁾の概略は以下のとおりである。① 投資目的・理念・戦略・文化と顧客・受益者への長期的価値の創造、経済・環境・社会の持続的利益とのステュワードシップ活動における整合性、② 機関投資家のガバナンス・経営資源・インセンティブとステュワードシップ活動との相関性、③ 顧客・受益者の利益を最優先するための利益相反管理、④ 市場全体のリスクとシステムックリスクへの対応、⑤ 自己の方針の継続的な見直しと自己評価の必要性、⑥ 顧客・受益者に対するステュワードシップ活動とその成果のレポート、⑦ 重要な ESG 要素や気候変動を含めてステュワードシップ活動と投資をシステムティックに統合する責任、⑧ アセットマネージャー及びサービスプロバイダーへのモニタリング責任、⑨ 投資資産価値の維持または向上のための発行体 (issuers) とのエンゲージメント、⑩ 発行体への影響力行使のための必要に応じた集団的エンゲージメントへの参加、⑪ 発行体への影響力行使のための必要に応じたステュワードシップ活動の強化 (escalate)、⑫ 署名機関の能動的 (actively) な権利行使と責任遂行、の以上12項目である。なお、①～⑤が

14) なお、この12項目のプリンシプルズは、アセットオーナーとアセットマネージャー向けのものであり、サービスプロバイダー向けについては別途、6項目のプリンシプルズが規定される。それは、① 署名機関の目的・戦略・文化と効果的なステュワードシップ活動の促進、② ガバナンス・従事者・リソース・インセンティブと効果的なステュワードシップ活動の促進、③ 利益相反の特定・管理と顧客利益の最優先、④ 市場全体のリスクとシステムックリスクへの対応、⑤ 重要な ESG 要素の考慮と、クライアントのステュワードシップ活動と投資の統合のサポート、⑥ 自己の方針のレビューとそのプロセスのアシユアランス、の6項目である。

Purpose and Governance に、⑥～⑧が Investment Approach に、⑨～⑪が Engagement に各々グルーピングされている。

英国 SSC (2012) の 7 項目が、いずれも、機関投資家のスチュワードシップ活動の在り方について、エンゲージメントを中核としてブレイクダウンするものであったこととの対比において、今回改訂における 12 項目は、特に①～②で際立っているように、極めて抽象的・理念的な色彩を帯びている。換言すれば、機関投資家のパフォーマンス確保とはおよそ無縁な（むしろ場合によっては負相関するような）項目が見いだされる。

英国 SSC は、その冒頭 (Introduction) でスチュワードシップ活動の総合的な目的を述べる。英国 SSC (2012) では、“Stewardship aims to promote the long-term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper” と機関投資家と投資対象企業の長期的発展を指向する合理的なものであった。ところが、英国 SSC (2020) では、“Stewardship is the responsible……leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society” とされ、ESG 要素が究極の目的として位置づけられることにより、企業利益＝機関投資家の投資収益から乖離した焦点のぼやけた目的に変容・退化した。

(2) 期待される報告水準の内容

各プリンシプルについては、各々期待される報告水準（以下、「RE」という）が附される。FRC は、RE を満たさないと判断するとサイン・アップ機関投資家として公表しないため、実務上は重要な基準となる。ここでは、Engagement に関するプリンシプル 9 に関する RE について簡単に見てみよう。RE は、活動 (Activity) とその結果 (Outcome) にわけて規定される。活動としては、エンゲージメントの選択及び優先順位付けの方法、エンゲージメントの手法とその使用頻度、エンゲージメントについてのアプローチ選択の理由の説明などが規定される。結果としては、現在進行中または過去 12 か月間に完了したエンゲージメントの結果を説明すべき

ものとされる¹⁵⁾。

このように、プリンシプルごとに詳細・具体的なREが定められ、その遵守状況がFRCによる機関投資家の適格性認定やランク付けと直接的に連動する制度設計のもとでは、もはや、英国SSC(2020)の性格につき、プリンシプルベース・アプローチが維持されているかについても疑問が生じるものといえる¹⁶⁾。

(3) 英国上場株式以外のアセットへのSSC適用対象範囲の拡大

英国SSC(2020)はそのイントロダクションで、「……どのような形態の投資であろうと、利用可能なリソース・権限・影響力を行使してスチュワードシップ責任を果たすべきである」と高らかにうたいあげる。そして、プリンシプル12のREでは、listed equity および、fixed income investments については必ずスチュワードシップ責任の遂行・報告を求め、その他のアセットクラスについては、——それが可能な場合に (have the ability to do so) ——同責任の遂行・報告をもとめる。つまり、流通性のある投資対象については、エクイティだけではなくデッドも含めてSS活動の必須の対象とし、その他の流通性のないアセットについては任意の対象と位置づけるものである。なお、その他のアセットには、プライベートエクイティ(PE)、融資、インフラ投資、不動産などありとあらゆるアセットが含まれるようである。流通性の有無で一つの線引きを行った点には一定の合理性が見いだされる。もっとも、エクイティに関するスチュワードシップ活動の中核が、株主総会での議決権行使を後ろ盾としたエンゲージメントに求められる中で、デッドである上場社債に関するスチュワードシップ活動は具体的にイメージしづらい。デッドについては、基本

15) 結果については、さらに発行体をとった行動やその行動の変化、エンゲージメントの結果の投資決定(買い、売り、保有)への影響などが例示される。また、具体例の開示については、望ましい結果の未達成のケースも含めてバランスがとれていることを要求する。

16) 裏を返せば、フォーミュラ(ルール)ベース・アプローチへの近接が生じているものといえる。

的にはデフォルトしない限り元利金の支払いが保証されているため、アセットオーナーへの還元（株式配当）の合理的増加を目的とするエンゲージメントは観念できない。そうすると、上場社債におけるエンゲージメントの出口は、市場での売買によるキャピタルゲインの確保に向かう。つまり、エクイティにおけるエンゲージメントの目的が長期保有を前提としたインカムゲインの増大とショートターミズムの是正に求められることとの対比においては、やはり、デッドにおけるエンゲージメントは全く異質なものといえよう。

（4） サービスプロバイダーとスチュワードシップ活動

英国 SSC（2020）が、そのプリンシプルズにつき、アセットオーナー・アセットマネージャー向けと、サービスプロバイダー向けを明確に区別して規定したことは、一定の合理性を有するものと評価しうる¹⁷⁾。サービスプロバイダーに関しては、議決権行使助言会社に対する規制のあり方が、とりわけ焦点となる¹⁸⁾。もっとも、議決権行使助言会社に対する規制のあり方としては、ハードローによる規制が規制手法としてより適合すると考えるのが世界の趨勢といえ、その意味では、英国 SSC（2020）が未だにソフトローによる規制に止まっていることはさほどの評価に値しないものといえよう¹⁹⁾。

17) サービスプロバイダーには、議決権行使助言会社のほかに、年金基金等に投資に関するアドバイスを行う投資コンサルタントやデータ・リサーチサービス提供会社等が含まれるが、もとよりその範囲が法的に明確なわけではない。

18) 議決権行使助言会社の実態と規制のあり方については、少し古いが高橋真弓「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年）441頁、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」『会社・金融・法（上）』（商事法務・2013年）102頁を参照。

19) 村田・前掲注 5）23頁。また、米国と EU の動向につき、井上ほか・後掲注 20）24頁。

Ⅲ 日本版スチュワードシップ・コードの再改訂

1. ポイントと評価

(1) 経緯

2019年4月24日、「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」(事務局は、金融庁・東京証券取引所)は、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」名の意見書を公表したが、この提言を受け、金融庁において2019年10月から有識者検討会が開催され、パブリックコメント手続きを経て、今回のSSCの再改訂がなされたものである(2020年3月24日に公表)。SSC(2020)の策定に向けては、国内外からSSC(2017)に対する次のような指摘がみられたものと——事務局(金融庁)によれば——される²⁰⁾。①企業との対話の中身が依然として形式的なものにとどまり、中長期的な企業価値の向上に十分つながっていない。②企業開示の充実を求める一方で自らの説明責任を果たすことには必ずしも積極的ではない例がある。③コンプライ・オア・エクスプレインの意義の認識不足等からコードの遵守状況の把握が機械的である。こうした発言主体の不明確な「声」を受けて、コーポレートガバナンス改革の実効性をより高めるために、今回の再改訂の検討がなされたものとされる。こうした「声」については、英国における再改訂の背景にあったFRCサイドの問題意識のデジャヴのごとき思いがするが、ここでは、②について少しコメントしておきたい。機関投資家はその投資対象である発行体に対して開示の充実を求めるのは、パフォーマンス確保のための(あるいは、アセットオーナーへのフィデューシャリー・デューティーを果たす前提として)当然の行為である。一方で、発行体が、機関投資家に説明責任を求めるのは本末転倒の要請であり単なる感情論に

20) 井上俊剛=島貫まどか=山田裕章=西原彰美「スチュワードシップ・コードの再改訂の解説」商事法務2228号(2020年)14頁。

すぎない。とはいえ感情論は、ときには——その方向性が規制当局の方針と合致した場合に——政策を動かすこともある。SSC をツールとした機関投資家への説明責任を求める声の高揚には、このような背景があることを看過してはならない²¹⁾。

(2) 概 要

SSC (2020) の改訂ポイントにつきみてみよう。「プリンシプルベース・アプローチ」および「コンプライ・オア・エクスプレイン」の枠組みは——英国とは異なり——維持されており、また、プリンシプルズの数も7から一つだけ増加して8となった（英国では、7から12へと増加²²⁾）。

改訂ポイントを、事務局の整理に従って列挙すると次のとおりである²³⁾。

I. 全体に関する改訂として、① サステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮、② 上場株式以外の資産に投資する機関投資家へのコードの適用、③ 「中長期的な企業価値の向上及び持続的な成長」という目的への意識、II. 運用機関の建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実として、④ 議決権の行使結果の公表の充実、⑤ 運用機関の自己評価およびスチュワードシップ活動の結果の公表、III. ⑥ 企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動の後押し、IV. 機関投資

21) 筆者は、かつて企業価値研究会（経済産業省・平成17年）において、「発行体企業が機関投資家に対して説明責任の充実を求めるのは「感情論」としてはよく理解できるが、株主総会における議決権行使に関する説明責任と開示を充実すれば、その行きつく先は、会社提案議案への反対率の増加であり、結局、発行体企業は困るのではないか。」と発言したことがある。発行体企業が、感情にまかせて機関投資家に説明責任の強化を求めた場合に、結局苦しむのは発行体企業なのである。

22) プリンシプル（原則）1～6の表現に改訂はなく、同7につき、「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」の文言が付加されている。新設された原則8は、機関投資家向けサービス提供者（議決権行使助言会社など）を名宛人とするものである。ただし、原則1～5の各指針については、相当程度の見直しがなされている。SSC（2020）の重要改訂ポイントにつき、有識者検討会の座長が解説するものとして、神作裕之「再改訂された日本版スチュワードシップ・コード」金融・商事判例1590号（2020年）1頁。

23) 井上ほか・前掲注20) 16頁。

家向けサービス提供者のサービスの質の向上として、⑦ 機関投資家向けサービス提供者に関する原則の新設、⑧ 議決権行使助言会社による助言の透明性の確保、V. その他として、⑨ 機関投資家内部での連携、⑩ 機関投資家の株式の保有状況、⑪ 対話の相手方、以上である。

(3) 英国との対比

これらの改訂点の中には、少し先行して検討がなされた英国 SSC (2020) の影響がみられる項目が複数存在する。その代表例は、① サステナビリティ (ESG 要素など) の考慮であるが、わが国では、あくまで顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るという SSC の統合的目的は維持されており、英国 SSC (2020) において、経済・環境・社会への持続的な利益を生むための責任をもスチュワードシップ責任として位置づけられたこととは一線を画するものとされる²⁴⁾。つまり、英国では、ESG 要素そのものが SSC の究極的な目的の一つに「格上げ」されてしまったのに対して、わが国では、ESG 要素の位置づけは、中長期的・持続的な企業 = 投資家利益の拡大という SSC 本来の統合的目的を達成するための——ただし必須の——考慮要素・手段に踏みとどまったものと——あくまで英国と比べての相対的評価ではあるが——肯定的に評価できる。次に、② (対象資産の上場株式以外への拡大) についても英国の影響がみられる。ただし、わが国では、日本の上場株式以外の資産にも SSC の適用が可能とするに止まり、上場株式以外には適用しない場合にもエクスペインを求めるものではないとされる²⁵⁾。一方、英国 SSC (2020) では、上場株式以外に社債についても SSC の適用対象として義務づけており、社債に対する機関投資家のアプローチとしては、契約条項の見直しや目論見書 (reviewing prospectus) 等の見直しが規定される (Principle 12の RE)。このように英国との対比においては、わが国のスタンスは、機関投資家に

24) 井上ほか・前掲注 20) 18頁。

25) 井上ほか・前掲注 20) 19頁。

「あまり無理筋なことは求めない」ものとなっており、①と同様に相対的には評価に値しよう。さらに⑦・⑧（議決権行使助言会社等のサービスプロバイダー関係）についても、英国と日本では方向性を同じくする改訂が行われた。もっとも英国では、サービスプロバイダーについても、SSCの署名機関（Signatory）として明確に位置づけられているのに対して、日本では、サービスプロバイダーは、SSCの適用可能対象ではあるものの、金融庁の議決権行使助言会社等に対するグリップは弱いものとなっている。

このように、英国との対比において、わが国のSSCの改訂スタンスは、いずれも相対的には漸進的・現実的なものとなっているが、こうした相違については、上記の①・②についてはポジティブに評価され、⑦・⑧についてはネガティブに評価されよう。

（4）議決権行使の賛否の理由の開示

（3）では取り上げなかった他の重要な改訂ポイントにつきみてみたい。機関投資家の実務上もっとも関心が高い改訂ポイントは、④議決権の行使結果の公表の充実である。前回改訂時（SSC（2017））には、個別の投資先企業・議案ごとの議決権行使結果の公表（以下、「個別開示」という）の義務付けの是非が大きな論点となった。SSC（2017）では、「個別開示をすべきである」としつつ、「それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別開示が必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである」とし、explainの余地を認める形で決着した²⁶⁾。今回の改訂でもこの枠組みについては特に変更はない。改訂点は、議決権行使結果の賛否の理由の説明（開示）について、SSC（2017）では、「可視性を高

26) 筆者は、個別開示の弊害として、①個別開示した場合、賛否の結果のみに関心が集まり建設的な対話（エンゲージメント）の阻害要因となる。②経営改善促進のメッセージである経営者の再任議案への反対が売却憶測をよび、株価の下落につながる。③機関投資家の保有ポートフォリオの全貌をあかすことによりフロンティングの温床となる。ことを指摘した（村田・前掲注5）22頁）。

めることに資すると考えられる。」と謙抑的な表現に止まっていたところ、「特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。」と一歩踏み込んだ指針となった点である。一応、限定は付されているものの、理由の開示対象範囲はなお抽象的であり、実務は苦心を強いられるであろう²⁷⁾。「議決権行使の方針に照らして説明を要する判断」とは、例えば、配当性向につき客観的な反対基準を設定しながら当該基準に未達であるにもかかわらず賛成したようなケースをさすのであろうが、要は、基準の設定のあり方にかかわる問題であり、精査を要するグレーゾーンを設定していた場合に、当該ゾーンに該当しただけで賛成理由の開示を行う必要はないものと考えられる。典型的なエンゲージメント・プロセスで説明すると、配当性向精査基準は下回るものの、対話の結果、企業価値向上に資する合理的な投資計画が確認され、当該計画が実現した場合の増配見込みが展望されるケースでは、議案に賛成しても賛成理由開示の必要性はないものと考えられる。ブラックゾーンに明らかに抵触するにもかかわらず賛成したような場合には理由の開示が求められることとなる。

2. ESG 要素と機関投資家

今日において、中長期的なスタンスに立つアクティブな機関投資家が、ESG 要素を中核とする発行体のサステナビリティを考慮しないということはおよそ考えられない²⁸⁾。弁護士によるメインストリームの機関投資家

27) 井上ほか・前掲注20)21頁は、外観的に利益相反が疑われる議案として、親会社など、運用機関と同一グループ内の企業における議案を例示する。

28) メインストリーム機関投資家のひとつである生命保険会社(生命保険協会)のESG重視の投資姿勢につき、松永陽介「株式市場活性化に向けた企業・投資家調査による生保協の提言 ESGを踏まえ、対話と開示双方の促進を」金融財政事情2020年7月20日号36頁。ここでは、特に気候変動をテーマとする対話の深化の必要性が指摘されている。気候変

へのヒアリングを通じて、企業の成長戦略とサステナビリティにつき機関投資家の関心が特に高いことが示される²⁹⁾。問題は、一口に ESG 重視といってもその具体的な投資スタンス・手法には大きな幅があることであり、また、インデックス運用を中核とするパッシブ運用における ESG 考慮のあり方である。ESG 要素は、あくまで持続的な発行体の企業価値の向上と機関投資家の投資収益の持続的増加のための一つの重要な（もはや無視できない）要素として位置づけられるべきものであり、英国のように、ESG 要素それ自体が究極の目的とされるべきものではない。この点を錯覚しないことが何よりも重要といえる³⁰⁾。

ESG 要素を重視した投資は、大きくは以下の二つのスタンスに類型化できる（もちろん、①と②の中間型もある）。①丁寧なエンゲージメント・プロセスを通じ、たとえば環境・気候変動要因に配慮したビジネスモデルや技術開発と成長戦略の適合性を検証し、そうした発行体への積極投資を行うといったポジティブ型の投資スタンス、②典型的には、ESG 委員会を設置しているか、ESG を専管する役員がいるかといったガバナンスの「外形」のみに着目し、そうした「外形」を充たさない発行体をインデックスの対象から排除するといったいわば排除型の投資スタンス³¹⁾、の二つである。いうまでもなく、②は、インデックスによるパッシブ運用に結び

↘動は、ビジネス上、リスクと収益機会に直結する要因である。なお、銭谷美幸「機関投資家から見た SDGs・ESG 投資の現状と弁護士に対する期待」自由と正義2020年7月号33頁は、サステナビリティ自体を——英国のように——究極の目的としているかに理解される。投資収益確保を離れたサステナビリティの自己目的化は、投資活動ではなく社会活動である。

29) 澤口実＝兼松勇樹＝南田航太郎「投資家のスチュワードシップ活動のいくつかの断面——「機関投資家に聞く」第一期をふりかえって——」商事法務2237号（2020年）28頁。

30) なお、米国では、ERISA 法（連邦法）の規則において、ESG 要素それ自体を目的としてはならず、投資収益の極大化を目標とする方向を義務づける検討がなされているようである。

31) ②では、開発途上国での低賃金労働や人権問題への対応等も考慮されることがある。しかし、当該国で適法とされる労働条件を前提に、低賃金労働は、企業の収益力・国際的競争力に資するはずである。

つくし、実効性あるエンゲージメントを重視する SSC は、本来、①に適合する。もっとも、コストパフォーマンスに優れるパッシブ運用の比率が增高していく現状のもとでは、②が主流となる蓋然性は否定しがたい。

②のタイプの ESG 投資スタンスとパッシブ運用、さらには議決権行使助言会社の形式的な助言が結合するとき、「外形」によりインデックスから排除された発行体の株価水準は下落し、その収益力・成長性との乖離（マーケットの歪み）が顕在化するであろう。

IV 将来展望

わが国の SSC の将来はどのような姿になるのだろうか。日本版 SSC は、おおむね3年毎を目途として定期的な見直しを検討することが予定されている。そうすると、今後も基本的には改訂プロセスが進行することが見込まれる。そうした前提のうえで、その将来シナリオ（改訂の方向性）を大まかに類型化すると次の3パターンが展望される。シナリオⅠ：英国 SSC（2020）に追随し、パラダイムシフトを実行する方向。シナリオⅡ：英国 SSC（2020）には追随せず、SSC（2020）の定着状況を見極めつつ、漸進的に必要な見直しをすすめる方向。シナリオⅢ：基本的に更なる改訂は実施せず、静かに SSC のフェードアウトを待つ方向。

筆者は、日本経済の持続的成長確保の観点から、機関投資家による息の長いエンゲージメント活動を中核とした SSC 策定の意義をポジティブに評価している。その意味では、策定当初の SSC（2014）の内容を最も高く評価するものであり、2017年の改訂時には、その改訂内容をネガティブに評価するとともに、将来的な改訂により不可逆的に規範性が弱化することを危惧した³²⁾。SSC（2020）における改訂は、こうした危惧が現実化したものともいえる。

32) 村田・前掲注 5) 23頁。

シナリオⅠの可能性は低い。さすがに、有識者検討会において機関投資家や発行体の委員の良識が機能し、英国追随型のドラスティックな改訂は阻止されるであろう。もっとも、「上からのソフトロー」がその凶暴性を発揮し、政治主導でドラスティックな改訂がなされてしまう一抹の不安も残る。たとえば、イカロスの飛翔である。

シナリオⅡは、もっともあり得るメインシナリオといえる。しかし、自己目的化した改訂を重ねるごとにその規範性は弱化し、丁寧なエンゲージメントという核心事項の焦点はぼやけていくであろう。

シナリオⅢの可能性も否定はされない。機関投資家と発行体との対話はSSCを一つの起爆剤として定着しており、今日ではSSCのあるなしにかかわらず、発行体企業はその自衛のために積極的な機関投資家との対話を行う。むしろ、「ためにする」改訂は有害無益ともいえる。筆者は、シナリオⅢがもっとも望ましいと考える。

* 本稿は、科学研究費補助金（基盤(B)・課題番号17H02469）「株主権の変容に適合した会社法制のあり方」の研究成果の一部である。