

なぜイギリスでは議決権行使助言会社の影響力がアメリカほど大きくないのか

梅本 剛正

1 はじめに

議決権行使助言会社に対する規制が各国で議論になっている⁽¹⁾。最近では、二〇二〇年にアメリカにおいて議決権行使助言会社の開示規制などを定めるSEC規則が設けられたものの、民主党政権への政権交代により新しく就任したSECのゲンスラー委員長が二〇二一年一月一七日に二〇二〇年規則を大幅に変更する規則改正案を公表している⁽²⁾。

議決権行使助言会社の規制が議論されるのは、上場会社に対して議決権行使助言会社が強い影響力を持つと考えられているからである。わが国においても、株主総会において大きな争点のある議案においては、必ず議決権行使助言会社の推奨がいずれであるかについて報道されるのが常である。

議決権行使助言会社の上場会社に対する影響力とは、上場会社の株式保有比率を拡大している機関投資家が、議決権行使助言会社の推奨に従って、同じ方向で議決権を行使していることによるものといつてよい。

ところで、議案に関する情報収集や分析など議決権行使助言会社の提供するサービスは、他の組織・機関では代替できないのだろうか。かりに助言会社以外の機関が、機関投資家に対して同種のサービスを提供すれば、議決権行使助言会社の上場会社に対する影響力は小さなものに留まり、議決権行使助言会社の規制自体大きな議論にならないかもしれない。イギリスの状況は、このことを示唆している。

本稿では議決権行使助言会社の規制論から一歩引いて、議決権行使助言会社が影響力を持つ背景事情に焦点を当てて検討を加えてみたい。議決権行使助言会社の影響力を支える条件は幾つかあるが、中には当該条件を満たさず、イギリスのように議決権行使助言会社が大きな影響力を持たない国もある。

以下ではAndrew Tuch⁽³⁾の分析を参考にしながら、議決権行使助言会社の影響力が強いといわれるアメリカと、助言会社の影響力はさほどのものとは見られていないイギリスとを比較し、その違いが生まれる理由を検討することとしたい。

わが国の議決権行使助言会社の規制を考えるに当たっても、単に他国の規制内容を参照するだけでなく、議決権行使助言会社の力の背景も知ること、より広がりのある議論ができると考えられる。

2 議決権行使助言会社の影響力とその背景

議決権行使助言会社の規制を考えるに当たり、なぜ議決権行使助言会社が影響力を持つと評価されるのか、アメリカを例にとつてその背景を見ておくこととしたい。やや言い尽くされた感があるが、次のようなものである。

(1) 機関投資家の株式保有の拡大と受託者責任

アメリカにおいて議決権行使助言会社の影響力が大きくなったのは以下の事情によるところが大きい。

第一に助言を受ける機関投資家の株式保有の拡大である。今日では上場会社株式の六〇％から七〇％を機関投資家が保有し、ほぼすべての株式の議決権が行使されている。機関投資家の上場会社の株式の保有比率が大きくなるに従って、彼らの上場会社の株主総会や会社経営陣に対する影響力が増大するのは必然的といつてよい。

第二に機関投資家の契約者・受益者等に対する受託者責任の内容に、保有株式の誠実な議決権行使が含まれるようになってきたことが挙げられる。アメリカにおいては、一九八〇年代後半のERISA法解釈通牒エイボンレターや一九四〇年投資顧問法規則改正など一連の規制改正により、受託者責任の1内容として、保有する株式の議決権行使が求められるようになってきていることは周知のとおりである。

アメリカ以外の国においても、法律上の義務ではないにせよ、スチュワードシップ・コードなどのソフトローにおいて機関投資家の議決権行使は規範として確立しているといつてよい。⁽⁴⁾

以上のとおり、保有する株式数が増大し、受託者責任に基づいて当該株式の議決権行使を求められているのが、機関投資家の潜在的影響力および議決権行使助言会社の影響力拡大の背景である。

(2) 機関投資家の集合行為問題

機関投資家が保有する上場会社の株数・保有比率が増大したといつても、個々の機関投資家の保有株式数は限定的であり、投資先企業に対して大きな影響力を持つとは必ずしもいえない。

そもそも、機関投資家が保有株式について議決権行使をする動機があるとすると、それにより投資先企業の企業価値が上昇する(あるいは下落を阻止する)ことが期待されるからである。しかし、機関投資家にとって悩みとなるのは、いわゆる集合行為問題、すなわちガバナンスに関与することによるコストは自らが負担するのに対して、その成果はガバナンスに関与しない株主も含めてすべての株主に及ぶため、そもそもコスト負担をするインセンティブが生まれにくいという問題が存在することである。

(3) 機関投資家の活動の調整機関としての議決権行使助言会社

ところで、機関投資家が議決権行使助言会社を利用するのは議決権行使のためにかかる手間暇当のコストを低減させるサービスを提供してくれるからである。依然として六月下旬に上場会社の株主総会が集中的に開催されるわが国はもちろんのこと、アメリカにおいても株主総会の開催は四月・五月のシーズンに集中している。自らの議案については、議決権行使助言会社にアウトソーシングするのが合理的であり、実際にそのような実務が行われているようである。

このように、多くの機関投資家が議決権行使助言会社の推奨に従って、上場会社の株主総会において同じ方向で議決権を行使することは、結果的に前述した集合行為問題を解決していることと見ることが出来る。議決権行使助言会社の議決権行使方針・ガイドラインは、あるべきガバナンスについて、機関投資家などステークホルダーの意見が反映されており、最良慣行に沿った議案に賛成、それに反した議案に反対する形で協調的な投票行動が採られることにより投資先企業への影響力が担保され、機関投資家の意図が実現することになる。

機関投資家の実際の利用目的は別として議決権行使助言会社を利用することにより、投資先企業のガバナンスの改善と企業価値の向上が図られるのであれば、議決権行使助言会社が集合行為問題を事実上解消ないし緩和しているという見方外的外れとはいえない。

(4) 議決権行使助言会社の影響力と制度比較

① アメリカの実証研究

議決権行使助言会社が上場会社の株主総会の議案の成否にどれだけの影響力を与えているのかについては、アメリカにおいて幾つかの実証研究がある。しかし、大きな影響力があるとするものからさほど大きな影響力はないというものまで評価にバラつきがある。^⑤

評価が難しい理由の一つは、相関関係があることが、因果関係があることを必ずしも意味しないことにある。というのは、議決権行使助言会社の推奨内容と同じ議決権行使を機関投資家がしていればたしかに相関関係はあるといえる。実際に議決権行使助言会社の推奨内容と機関投資家の議決権行使内容が異なることはさほど多くない。しかし、影響力があるといえるためには、議決権行使助言会社の推奨と機関投資家の議決権行使に因果関係がなくてはならないはずである。たとえば機関投資家が賛成投票することを検討していたが、議決権行使助言会社が反対推奨をしたのでそれに従った場合などでなくてはならないが、それを調査することは容易ではないからである。

② 間接的な影響力

とはいえ、議決権行使助言会社の影響力という場合、それは単に機関投資家の投票行動を直接左右するものに限られない。^⑥たとえば、助言会社の議決権行使方針が上場会社の側の行動を変える可能性がある。議決権行使助言会社は事前に関係者の意見を聴取したうえで、定期的に議決権行使方針の改訂作業を行っている。株主総会で会社議案に反対推奨を受けたくない会社経営陣が議案提出段階において、議決権行使助言会社の議決権行使方針の内容を考慮する、ということがありうる。

さらに、世間が注目する議案については、議決権行使助言会社の推奨内容がメディア等で取り上げられることが少なくない。その内容が個人投資家を含めて機関投資家以外の株主の判断に影響することもありうる。

これら間接的な影響力を含めて総合的に捉えるなら、アメリカにおいて議決権行使助言会社はかなりの影響力を持つと見ることはできそうである。

③ イギリスとの違い

このように、アメリカでは議決権行使助言会社の影響力は相当程度大きいものに対して、イギリスにおいてはアメリカほど大きな影響力は持たないといわれている。⁽⁷⁾これはなぜか。

もちろん、取り巻く環境が異なる国であれば、このような疑問は生まれようがない。たとえば、個人や事業会社が多くの株式を保有する国において、議決権行使助言会社の役割や影響力は限定的であろう。法律や規制が議決権行使助言サービスの提供を禁止していたりすると、議決権行使助言会社そのものが存在しないことになる。

ところが、イギリスとアメリカは様々な点で似通っており、質的というよりも程度に差がある程度だといわれる。イギリスもアメリカと同様、金融市場は発展しており、市場の流動性は高い。年金基金や投資信託などの機関投資家が多く株式を保有しており、資産運用産業の規模はアメリカに次いで世界で二番目に付けている。上場会社の株式保有が分散している点でも共通する。イギリスの法体系は、EUの大陸諸国よりも、アメリカに近いといってもよいかもしれない。これほど類似する両国において、議決権行使助言会社の影響力に違いが生ずる理由はどこにあるのだろうか。

3 アメリカとイギリスとでなぜ違いが生じたのか？

Tuchはアメリカとイギリスとで議決権行使助言会社の影響力の違いが生じた理由として、双方の国における①機関投資家の業界団体の果たしている役割、②ガバナンスの最良慣行に関する社会的合意の有無や株主権の強さ⁽⁸⁾の違い、③規制の違いを挙げている。以下順にみていくこととしよう。

(1) 機関投資家の業界団体

機関投資家がコーポレートガバナンスに関与するうえでついでに回る集合行為問題については、イギリスでは、機関投資家の業界団体が古くから重要な役割を果たしてきた。今日活動している業界団体としては、保険業における英国保険協会、年金基金におけるPLSA、投資運用業の投資会社協会、投資協会などがある。

これら機関投資家の業界団体⁽⁹⁾の上部組織として、一九七三年に設立された、機関投資家委員会（ISC）がある。当初は後述する「ケース・コミティ」設置の役割を担うなど個別企業のガバナンスへの関与を試みたこともあったが、一九八〇年代後半からガバナンスの最良慣行基準を定めるなど産業全体のガバナンスに活動を移していった⁽¹⁰⁾。

業界団体の具体的な活動内容については、個別企業への対応と産業横断的な対応に区別することができる。前者は経営危機など問題の生じた企業に対して、機関投資家の業界団体が「事故処理委員会（ケース・コミティ）」⁽¹¹⁾というものを作り経営陣と機関投資家の対話を仲介するなどして対応するものである。現実に行われているもの、多くは表ざたにならない形で処理されるので、詳細は明らかとはならない。

これに対して、機関投資家団体による業界横断的な対応としては、議決権行使ガイドラインの作成などがあ

(12) 株主総会が近くなつた時に個々の企業のガバナンスが最良慣行に沿っているか等の分析も行い会員に示すが、議決権行使助言会社の活動と異なり、議案の賛否推奨などは行わない。

また、古くからのものとして、上場会社に無議決権株式の発行をさせないための活動も業界団体が行ってきた。イギリスのスチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンスコードの改定等でこれら業界団体の見解が反映されるのはいうまでもない。

近年イギリスでは二〇一四年に設立された非営利法人のインベスターフォーラム (Investor Forum) と同団体による活動が注目されている。イギリスの証券市場の問題を検討した、二〇一二年のケイレビュー (Kay Review) において、イギリスの上場企業への機関投資家の関与をさらに促すものとして、創設が提言されたものである。近年はイギリスの上場企業に対する機関投資家のエンゲージメントではインベスターフォーラムが主導的役割を担っているようである。(13)

以上に対してアメリカではイギリスの機関投資家団体のような活動は見られない。イギリスの業界団体に対応するものとしては、公的年金基金を中心に一九八五年に創設された機関投資家理事会 (CII) があり、ガバナンスに関する活動を行っているがアメリカのコーポレートガバナンスにおいて、大きな影響力はない。

イギリスの業界団体によるガバナンスに関する活動と、議決権行使助言会社の活動との間には違いもある。前述したように、議決権行使助言会社は個別会社の総会における議案の賛否推奨を行うのに対して、業界団体はそのようなことは行わず、情報分析等を行うだけである。

他方で、業界団体は構成メンバーである機関投資家らのために、投資先企業の業務やガバナンスの問題に関わることがあり、機関投資家の行動を調整したりするが、議決権行使助言会社はそのような活動はしない。(14)

いずれにせよ、イギリスでは業界団体が、アメリカの議決権行使助言会社と同等以上の機能を果たしてきたため、議決権行使助言会社の役割は相対的に小さなものとなる。

(2) 株主権の強さとガバナンスの最良慣行に関するコンセンサス

① 株主権の強さの違い

アメリカでは会社法は各州で分かれており、州間競争により経営者に都合のよいものになっているため、株主の権利が比較的弱い (race to the bottom)。これに対して、イギリスでは、株主の権利は会社法等の規制において、相当程度保護されている。

たとえば、株主提案権 (proxy access) について、アメリカでは一株主一提案とされるのに対して、イギリスでは制限はない。提案できる事項についても、イギリスでは法令定款等に反しない限り原則的に自由であるが、アメリカでは役員候補者を提案することは基本的に不可能である。

さらに、イギリスの会社法では多数決 (majority voting) により役員は選任されるが、アメリカにおける役員選任要件は、定款の定めによることになり、相対多数決 (plurality voting)、すなわち、相対的に多数の賛成票を得た者が選任されるものが多い。近年は多数決による会社が増えてきているが、株主してみると、株主提案権で役員候補が提案されないのであれば、事実上会社提案候補しか選任できないことになる。

株主権の強弱は、株主がガバナンスに関与するインセンティブの強さを左右する。強い株主権は、機関投資家らが株主として影響力を行使するインセンティブとなりえるが、アメリカのように株主の権利が相対的に弱ければ、ガバナンスに関わろうとするインセンティブも弱くなるのは確かである。

② ガバナンスの最良慣行についての合意の有無

イギリスにおいては、会社法やコーポレートガバナンスコードなどにより、上場会社の最良慣行なるものについて一定のコンセンサスが形成されており、株主が株主総会の個々の議案の分析・判断をするうえでコストが高くなかった。

たとえば、CEOと取締役会長職の分離について、アメリカでは州会社法も連邦法も規制はなく、実際に双方の地位を兼ねているCEOがアメリカでは珍しくない。ところが、イギリスでは会社法上に規定はないものの、コーポレートガバナンスコードにおいて双方の分離が望ましい旨の記述があるために、ほとんどの上場会社においてCEOと取締役会議長は別の人物が就任している（その他役員報酬や役員の任期などについて最良慣行に相当する規定がコードに盛り込まれているのは日本と同じ）。

コーポレートガバナンスコードは遵守するか説明するかを選択を認めるもの（comply or explain）ではあるが、事実上規範であると同時に最良慣行を示していると理解されているのはわが国と同様である。

良きガバナンスの姿を機関投資家間で共有できていれば、機関投資家間の調整コストは低くなり、議案に対する投票行動は一致する傾向がある。これに対して、アメリカのように上場会社について最良慣行が存在しなければ、株主総会の個別の議案等について情報収集・分析するコストが高くなり、議決権行使助言会社のような組織にアウトソーシングする必要性が高くなり、結果的に議決権行使助言会社の役割が大きくなる。

(3) 法規制の違い ～大量保有報告制度

アメリカにおいては、機関投資家らが協調的にガバナンスに関わるにあたっては、法律上の障害が存在する。

規制上の障壁で最も大きなものは、大量保有報告制度であり、アメリカとイギリスの規制の違いが機関投資家間の調整活動の有り様を分けたといえる。

アメリカの証券取引所法一三条（d）項は、投資家が上場株式の5%超を取得した場合には、一〇日以内にSECや発行会社等に届け出ることを求めている。

この大量保有報告制度には共同保有者（共同行為者）の開示義務が定められている。つまり、複数の株主が対象会社の株主権行使について共同して行うことを合意している場合等には、他の株主の保有分も合算して届け出る必要があるのである。ところが、共同保有者の保有株式を合算して開示することは、機関投資家にとってはほぼ不可能なほどの事務負担をもたらす。保有株式の対象会社に対して協調して株主権行使をしたり、業界団体を通じて活動したりすることは、共同保有者としての開示リスクを負うことになるため、アメリカの機関投資家が行うことは考えられない。

加えて、機関投資家のように原則的に支配権取得を行わない特定の投資家については、開示規制が緩やかになっているが（スケジュール一三G）、経営に関与する場合は、この簡易化された手続きを使うことができない。アメリカにおいては、機関投資家がイギリスで行っているような協働エンゲージメントを行う場合には、共同保有者に該当すると同時に簡易な報告書の提出もできなくなるという不利益を被ることになる。

これに対して、イギリスにおいて大量保有報告制度を定める「UK Listing Authority（上場審査局）の定めるDisclosure Rules and Transparency Rules（DTR）では、「協調して議決権行使をすることにより、当該発行者の経営陣に対し長期的な共通の方針（lasting common policy）を採る」ことを互いに義務づける合意をした場合」（5.21（a））には、他方の株主の保有する議決権数を合算することが求められる。単に個々の株主総会において同

一の議決権行使をするだけでは、これに該当しない⁽¹⁵⁾。イギリスの大量保有報告制度では、保有目的の開示も求められていない。アメリカと異なり業界団体を通じて株主総会における共同行為を行ったとしても、大量保有報告制度による開示の強化にはつながらないのである。

さらに注目すべきは、イギリスの規制は偶々このような形をとったのではなく、規制の作成・改正において、機関投資家による伝統的な集団的スチュワードシップ活動を阻害しないように、国が配慮してきたことが影響しているといわれる⁽¹⁶⁾。イギリスにおいては、政府が機関投資家による協調的なガバナンスへの介入を奨励する傾向があった。

(4) 海外投資家保有株比率の増加

イギリスの機関投資家の集合行為問題を業界団体が解決してきたとして、将来的にもそれが維持されるであろうか。国内の機関投資家が協調エンゲージメントにより上場会社に影響を与えとしても、海外の投資家までこれに加わることは考えにくい。年々、イギリスの上場会社の海外投資家比率が上昇している中、従来の協調エンゲージメントを支えてきた地盤が崩れ、機関投資家の影響力が失われてしまうのではないのだろうか。

ただし、イギリスにおいて海外投資家が何を意味するのかは慎重に見極める必要がある。というのは、海外投資家の中には従来イギリスを地盤として活動してきた金融機関が外国企業に買収された結果、「海外投資家」に分類されているものが少なくないからである⁽¹⁷⁾。

イギリスにおける急激な海外投資家の株式保有比率の拡大の背景には、国内機関投資家がアメリカを始めとした外資に買収された結果、海外投資家にカウントされたに過ぎない側面がある。これら「海外投資家」は従来通

りイギリスに拠点を置く国内機関投資家と変わらない。

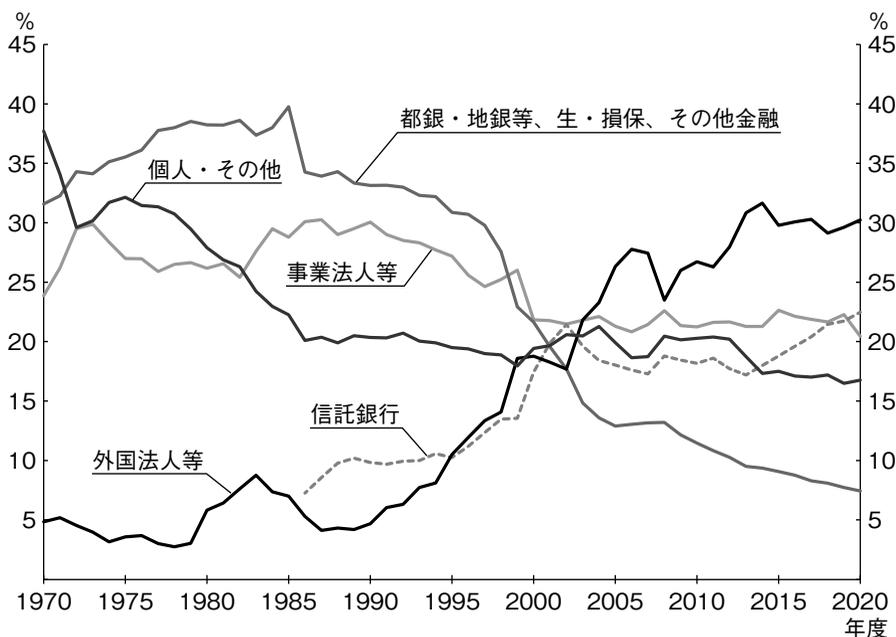
とはいえ、そうであっても、グローバル化の進展に伴って純粋に海外投資家の比率が増えていくことは予想されることであり、イギリス市場の国際化が従来の機関投資家の活動にいかなる影響をもたらすかは注視しておく必要がある。

4 日本法への示唆

(1) わが国の株式分布状況

わが国においても、他国と同様に信託銀行などの機関投資家による上場会社の保有株式が拡大してきている(図参照)。また、外国法人等の株式保有比率が上昇しているのはイギリスと類似しているといえよう。

図 主要投資部門別株式保有比率の推移



- (注) 1. 1985年度以前の信託銀行は、都銀・地銀等に含まれる。
 2. 2004年度から2009年度まではJASDAQ証券取引所上場会社分を含み、2010年度以降は大阪証券取引所または東京証券取引所におけるJASDAQ市場分として含む。
 (出所) 東京証券取引所等「2020年度株式分布状況調査の調査結果について」資料集2頁

(2) イギリスとの異動

スチュワードシップ・コードにより機関投資家のスチュワードシップ責任という見地から機関投資家による議決権行使が求められている点や、制定法により株主権が保護され、コーポレートガバナンスコードにより最良慣行がある程度明確化されていることなど⁽¹⁸⁾、わが国はイギリスと類似するところが少なくない。

ところが、機関投資家間の協働エンゲージメントの歴史のあつたイギリスと異なり、わが国においては機関投資家のガバナンスへの関与はほとんどなされてこなかった。理由として容易に思いつくのは、日本ではメインバンク制度が発達していたため、機関投資家が株主権を行使する余地が小さかつたことである。

メインバンク制度が過去のものとなり、会社経営者に対する規律が、資本市場を通じたものに変容する中で、わが国においても機関投資家らが上場会社のガバナンスに一定の役割を求められるようになってきた。

(3) 協働ガバナンスを阻む大量保有報告制度

わが国においても、イギリスのように機関投資家が業界団体等を通じて、積極的に上場会社を規律するという可能性も考えられそうだが、アメリカと同様に法規制の問題が横たわっている。

わが国の大量保有報告制度は、アメリカの証券規制をモデルにしているため、わが国の機関投資家が協調的な行動を取るにあたっては、アメリカと同じく重要提案行為と共同保有⁽¹⁹⁾への該当性が問題となりうる⁽²⁰⁾。

そもそも、わが国のスチュワードシップ・コードはイギリスのコードのように「他の投資家と協調して個別先企業に対して行動を起こすこと」を促す原則を採用しているわけではない⁽²²⁾。二〇一七年・二〇二〇年の改定で、「機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機

関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合もあり得る」（原則四・指針四―五）との規定が加わったが、イギリスほど踏み込んだものとはなっていない。せいぜい株主権行使に関わらない程度の話し合いを前提とするのであるから、共同保有についても重要提案行為についても該当しないとの解釈が示されている。⁽²³⁾ 逆に言うと、現行規制を前提とするなら、わが国の機関投資家がイギリスのように業界団体を通じて議決権行使助言会社の代替的な活動を行うことは難しいことになる。

とはいえ、イギリス型の機関投資家の活動が議決権行使助言会社の影響力を低下させる効果があるとしても、そうすることが望ましいかは自明とはいえない。さらに、かりに機関投資家の協調的なガバナンス関与を促すとしても、将来的にもそれが持続可能かは必ずしも明らかではない。日本の海外投資家は、二〇二〇年度段階で上場会社株式の約三〇%を保有しており部門別では最も大きな比率を占めている。国内の機関投資家以外の上場会社株式保有比率が拡大していくとなると、わが国においては従来通り議決権行使助言会社が影響力を維持することになるのかもしれない。

注

- (1) 梅本剛正「議決権行使助言会社の規制」証券レポート一七一九号（二〇一九）三九頁参照。
- (2) この間、二〇二〇年に業界最大手のISSがドイツ取引所の子会社となった。規制との関係では、ISSの本社は従前と同じくアメリカのメリーランド州ロックビルなので、アメリカ法の規制は及ぶ。
- (3) Andrew Tuch, Proxy Advisor Influence in a Comparative Light, 99 B. U. L. Rev. 1459 (2019).
- (4) マイナス委員会報告書において、アメリカのエイボンレーターを参考に、イギリスでも年金基金の義務として、議決

権行使することを、法律で定めるべきであるとの提言があったが、政府は敢えて規定を置かなかったという興味深い歴史がある。年金基金ではなく、すべての機関投資家について、議決権行使ではなくスチュワードシップ責任という、より包括的な責任を負わせた点がイギリスの特徴だといわれる。今日においても、スチュワードシップ・コードには議決権を行使する義務は置かれていないが、事実上、スチュワードシップ責任の一環として誠実な議決権行使が求められていると考えられている。Tuch, supra note (3) 1475-1476.

- (5) 近時の控えめな評価をする研究「*Stephen Choi, Jill Fisch and Marcel Kahn The Power of Proxy Advisors: Myth or Reality?* 59 EMORY L.J. 869, 871 (2010)参照。(ISSAの推奨が影響を与えるのは、六〇一〇%程度とする)。
- (6) Tuch, supra note (3) at 1466.
- (7) Tuch, supra note (3) at 1481.
- (8) Tuchはガバナンスのコンセンサスと株主権の強さを別個のものとして検討を加えているが、本稿ではまとめることとした。
- (9) これまでガバナンスに関わる活動をしてきた具体的な業界団体としては英国保険業協会(ABI)、年金基金協会(NAPF)、投資トラスト会社協会(AITC)、ユニットトラスト・投資ファンド協会(AUTIF)などがあった。今日では、NAPFは「年金および生涯貯蓄協会(PLSA)」に、AITCは投資会社協会(AIC)に、AUTIFはABIIの投資部門などと統合して投資協会(Investment Association)となっているが、依然として積極的な活動を行っている。

(10) 梅本剛正『現代の証券市場と規制』(二〇〇五)二二七頁以下参照。

(11) イギリスの機関投資家による個別企業への経営介入については、ノーリッチ・ユニオンによるテイス社経営陣の刷新

が失敗した事例のように、機関投資家の間で意見が一致せず、不成功に終わることもある。梅本、前掲注(10) 二二七頁。

(12) イギリスにおいては、議決権行使助言会社の議決権行使ガイドラインは、業界団体の議決権行使ガイドラインとほぼ同じものに過ぎないといわれる。

(13) Tuch, supra note (3) at 1485.

(14) 英米において機関投資家業界団体の活動がこれほど異なる理由は、イギリスでは機関投資家が地理的近接した場所で開催していることや、イギリス政府が機関投資家による上場会社の監視を強く支持してきたこと、後述するとおり、アメリカと異なりイギリスでは機関投資家の業界団体による活動が法規制等により阻害されることはなかったことなどが挙げられている。Tuch, supra note (3) at 1489.

(15) Tuch, supra note (3) at 1499.

(16) Tuch, supra note (3) at 1500.

(17) Tuch, supra note (3) at 1502.

(18) ただし、わが国のコーポレートガバナンスの主たる関心がかつては、利益供与や粉飾決算などの違法抑止に主眼が置かれ監査役制度の改革に議論の力点が置かれてきたことも無関係とはいえない。コーポレートガバナンスの議論が、機関投資家らに関心をもつ企業価値の向上や取締役会制度改革に向かうのは、バブル経済が崩壊して長期間日本経済が低迷するようになってからである。

(19) 特例報告は、「当該株券等の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政令で定めるもの(第四項及び第五項において「重要提案行為等」という。)を行うことを保有の目的としないもの」に適用さ

れる（金商法二七条の二六第一項）。

- (20) 「共同保有者」とは、株券等の保有者が、当該株券等の発行者が発行する株券等の他の保有者と共同して当該株券等を取得し、若しくは譲渡し、又は当該発行者の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場合における当該他の保有者をいう」（金商法二七条の二三第五項）。

- (21) 金融庁が二〇一四年に公表した「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」（以下「法的論点整理」）において、スチュワードシップ・コードのエンゲージメント活動に関連して、機関投資家の活動が特例報告の適用を受けられない重要提案行為に該当するか、合算を求められる共同保有者に該当するのかについて検討が加えられている。

- (22) 「法的論点整理」八頁参照。

- (23) 「法的論点整理」四頁以下、八頁以下参照。しかし、個々の機関投資家の立場からすると、投資先企業の具体的な行動を促すことなく、わざわざ他の機関投資家と一緒にあって、ただの話し合いをするメリットはほとんどないのではあるまいか。わが国のスチュワードシップ・コードが、協働エンゲージメントに抑制的なトーンになっているのは、現行の大量保有報告制度と抵触しないように配慮したものと考えられる。しかし、もし機関投資家による協働エンゲージメントが上場会社のコーポレートガバナンスを改善するに当たり、有益で効果的であるなら、大量保有報告制度の枠内に押しとどめるのは本末転倒であり、金商法の定める大量保有報告制度の規定の方を改正すべきであろう。

（つめもと よしまさ・甲南大学教授）