

英国における機関投資家のエンゲージメント ——ハードローとソフトローによるスチュワードシップの推進——

Institutional Investors' Engagement in the UK:

Promotions of the Stewardship through Hard Law and Soft Law Approach

博士後期課程 商学専攻 2017年度入学

村 澤 竜 一

MURASAWA Ryuichi

【論文要旨】

英国における機関投資家のエンゲージメントは、2006年会社法改正でのステークホルダーの考慮義務とそのエンフォースメントとしての開示義務の成文化が、現在の議論や潮流を方向付けた。英国会社法改革の目的は、株主のエンゲージメントと長期的投資文化の促進であり、機関投資家には受益者に対する責任とともに、企業経営に対する長期的なエンゲージメントへの移行が求められてきた。英国のコーポレートガバナンスの枠組みは、ハードローと補完的な関係にあるソフトローによって、企業行動の柔軟性を考慮しつつ、情報開示による規律の意図を有する。

機関投資家のエンゲージメントは、ソフトローであるスチュワードシップ・コードによってベストプラクティスが推進されており、受託者としてのスチュワードシップ活動が評価され得ることを目的とした情報開示が求められている。本稿では、英国 FRC および Investment Association に対するインタビューを通じて、スチュワードシップの深化を考察した。投資運用のメカニズムに鑑みると、機関投資家のインセンティブ構造の分析に基づき、エンゲージメントの在り方を理論的に説明する必要がある。

【キーワード】 機関投資家、エンゲージメント、英国会社法、ソフトロー、スチュワードシップ

【目次】

はじめに

1. 英国における機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与
2. 2006年英国会社法と機関投資家のエンゲージメント
3. ソフトローによるスチュワードシップの推進

おわりに

はじめに

機関投資家の経済機能から求められる役割の一つに、ステークホルダー間の利害調整機能がある¹。この役割は、わが国のコーポレートガバナンス改革においては、機関投資家と投資先企業との建設的な目的を持った対話（以下、エンゲージメント）として捉えることができる²。機関投資家は、投資先企業の価値向上と持続的成長の促進を、エンゲージメントを通じて果たすことが期待されている。

機関投資家による実効的なエンゲージメントの実現においては、日本版スチュワードシップ・コードの策定時に参考とされた英国スチュワードシップ・コード（以下、英国コード）の推進や、英国における機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与の把握は有益な示唆を得られると考えられる。

本稿の目的は、英国でのスチュワードシップの推進のアプローチを考察し、機関投資家によるエンゲージメントの在り方を検討することである。機関投資家によるコーポレートガバナンスへの関与についての先行研究は制度的側面からの考察が多いのに対し、本稿は、英国 FRC および Investment Association に対するインタビューに基づき実践としてのスチュワードシップの深化を考察する点が特徴であり、実効的なエンゲージメントに向けた研究の新たな展開に結び付けるうえで意義がある。第1章で英国における機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与の歴史的背景を概観し、第2章で英国での機関投資家のエンゲージメントに係る枠組みを考察し、第3章でスチュワードシップの深化と機関投資家による実効的なエンゲージメントを検討する。

¹ 村澤 [2018] p171. 「機関投資家は、顧客や他のステークホルダーへの説明責任を果たしつつ、個人の間接的な市場参加を媒介することで家計のリスク負担能力を高め、所有仲介機能を発揮して企業経営の規律付けに加担し、ステークホルダー間の利害調整を通じて企業価値の最大化に貢献する。」

² 村澤 [2018] p178. 「エンゲージメントは、ステークホルダー間の利害調整であり、スチュワードな機関投資家としての責任である。」

1. 英国における機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与

英国でコーポレートガバナンスが議論されるにあたっては、取締役会構成や社外役員の関与などの企業内部のモニタリングシステムや役員報酬を含む経営者の動機付けシステムといった内部コントロールによる規律のみならず、株主による経営への直接的な関与など外部コントロールによる規律として、機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与が推奨されており、従来から機関投資家のスチュワードシップの在り方にも焦点が当てられている。

その歴史を概観すると、英国企業による不祥事や経営破綻が続いたことを背景に、財務会計報告書とコーポレートガバナンスについて審議され、1992年に公表されたキャドバリー報告書³では、取締役会の構成と責務、監査人の役割、株主の権利と責務の内容が最善慣行規範（Code of Best Practice）として上場規則化され、“comply or explain”のアプローチが提唱されるとともに、機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与に対する期待が明記された。同報告書の立場を踏襲したハンペル報告書⁴でも、機関投資家と企業は相互理解に基づく対話（dialogue）を行うこと、年金基金に対してファンドマネジャーが長期的視野に基づく運用を促すことを要請した。ここでの勧告を反映した1998年の統合規範⁵では、議決権行使、企業との対話、コーポレートガバナンスに関する開示情報の評価が機関投資家に要求されることとなった。また、2001年のマイナース報告書⁶では、機関投資家の受託者責任について勧告がなされた。

その後、2008年の金融危機と英国銀行の経営危機を踏まえ作成された2009年のウォーカー報告書⁷では、コーポレートガバナンスにおける機関投資家の役割が再認識され、対話（communication）とエンゲージメントが推奨された。さらに同報告書には、FRC⁸の役割として機関投資家によるスチュワードシップのベストプラクティスの遵守を発展・推奨することを明示的に拡大すべきである⁹、またISC¹⁰による「機関投資家の責任に関する規範¹¹」は独立性と権限を有するFRCが

³ Cadbury, A. [1992]. キャドバリー委員会（「企業統治の財務的側面に関する委員会」）による報告書。

⁴ Hampel, R. [1998]. キャドバリー委員会の後継委員会であるハンペル委員会（「コーポレートガバナンスに関する委員会」）による報告書。

⁵ Combined Code [1998]. キャドバリー報告書、グリーンブリー報告書（Greenbury, R. (1995). グリーンブリー委員会（「取締役の報酬に関する研究グループ」）による、役員報酬に関する望ましい慣習を定め、英国企業のための最善の慣行を定めることを趣旨とした報告書）、ハンペル報告書の内容を規範化。英国コードの基礎となっている。

⁶ Myners, P. [2001].

⁷ Walker, D. [2009]. 銀行およびその他の金融機関のガバナンスに関する報告書。

⁸ Financial Reporting Council. 英国財務報告評議会。

⁹ Walker, D. [2009] P17. Recommendation16. 当該箇所では上記に加え、この新しい役割は、現行の統合規範における「コーポレートガバナンス・コード」の部分とは分離させ、「スチュワードシップ・コード」として明確化されるべきであることも勧告している。

¹⁰ The Institutional Shareholders' Committee. 機関株主委員会。

¹¹ The Code on the Responsibilities of Institutional Investors.

批准しスチュワードシップ・コードとして展開されるべきである¹²との勧告が含まれていた。これらの勧告に従い、2010年の英国コードの制定以降、FRCがコーポレートガバナンス・コードとともに両コードの制定・改廃を所管¹³している。

また、英国コードが制定された後も、ケイ報告書¹⁴は、インベストメント・チェーン¹⁵を再構築し、カルチャーを変革することが重要であることを主張している。同報告書では、信頼関係に重点を置いたカルチャーが、短期的なトレーディングに重点を置いたカルチャーに取って代わられた結果、市場の利用者（上場企業と最終投資家）よりも市場参加者に利益をもたらし、英国企業は資金調達のために株式市場を利用することがほとんどなくなってしまったと述べられている。信頼関係に基づく株式のインベストメント・チェーンを再構築するためには、アセットオーナーとアセットマネジャーの取組み方に大きな改革が求められ、良い慣行を奨励し発展させることや、ファンドマネジャーによる集団的行動を奨励することが重要であるとの主張から、機関投資家のスチュワードシップを深化させるべきとしており、英国コードの改訂に反映されている。

図表1 英国における機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与

	報告書等	機関投資家の関与に係る主な内容など
1992年	キャドバリー報告書	<ul style="list-style-type: none"> “comply or explain”アプローチの提唱 機関投資家のコーポレートガバナンスへの関与に対する期待を明記 機関投資家の企業に対する影響力を認識し、議決権の積極的な行使、投資対象企業の経営陣との定期的な会合、取締役のチェック機能などの確認を行うことを勧告
1995年	グリーンプリー報告書	<ul style="list-style-type: none"> グリーンプリー委員会（「取締役の報酬に関する研究グループ」）による、役員報酬に関する望ましい慣習を定め、英国企業のための最善の慣行を定めることを趣旨とした報告書
1998年	ハンベル報告書	<ul style="list-style-type: none"> キャドバリー委員会の後継委員会であるハンベル委員会（「コーポレートガバナンスに関する委員会」）による報告書 ボックス・ティッキング・アプローチによる議決権行使への批判、機関投資家に対して柔軟性を持った企業とのコミュニケーションに努めることを要請
1998年	統合規範	<ul style="list-style-type: none"> 議決権行使、企業との対話、コーポレートガバナンスに関する開示情報の評価を機関投資家に要求
2001年	マイナース報告書	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の受託者責任についての勧告
2002年	ISC（機関株主委員会）	<ul style="list-style-type: none"> 機関投資家の責任に関する規範
2009年	ウォーカー報告書	<ul style="list-style-type: none"> コーポレートガバナンスにおける機関投資家の役割の再認識 対話（communication）とエンゲージメントの推奨 FRCの役割として機関投資家によるスチュワードシップのベストプラクティスの遵守を奨励・推奨することを明示的に拡大すべきである、またISCによる「機関投資家の責任に関する規範」はFRCが批准しスチュワードシップ・コードとして展開されるべきであると勧告
2010年	スチュワードシップ・コード制定	<ul style="list-style-type: none"> FRCがコーポレートガバナンス・コードとともに両コードの制定・改廃を所管
2012年	ケイ報告書	<ul style="list-style-type: none"> インベストメント・チェーンの再構築、カルチャーの変革 機関投資家のスチュワードシップの深化

（出所）筆者作成

¹² Walker, D. [2009] P17. Recommendation17. 当該箇所では上記に加え、FRCへのコードの監督権限の移管は、スチュワードシップ・コードの重要性を大いに高めることになるとも述べている。

¹³ 2003年の統合規範の改訂時に、FRCがコードの監督責任を持つようになった。

¹⁴ Kay, J. [2012]. ビジネス・イノベーション・技能省（BIS: Department of Business, Innovation and Skills）からの、英国株式市場が英国企業のパフォーマンス向上等にどのような影響を与えているかについての調査・報告依頼に基づく報告書。

¹⁵ 顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ。投資家の投資対象となる企業が中長期的な価値向上によって利益を拡大し、それに伴う配当や賃金の上昇が最終的に家計にまで還元されるという連鎖。

このように、英国では、コーポレートガバナンス改革の長い歴史において、当初から機関投資家が関与しており、機関投資家自身も期待される役割に応じた対応が求められてきた。また、2009年のウォーカー報告書での勧告に見られるように、英国では金融危機後の経験を背景として、スチュワードシップ・コードが策定された経緯があり、株式の発行会社としての金融機関を含む英国企業にとっては、株主である機関投資家の関与によるコーポレートガバナンスの規律付けが期待された。

2. 2006年英国会社法と機関投資家のエンゲージメント

前章で述べた1992年のキャドバリー報告書では、コーポレートガバナンスを「会社が指揮され統制されるシステムで、取締役がその責任を負う¹⁶」ものとしている。取締役の責任に関しては、2006年の英国会社法の改正で取締役の一般義務が成文化された¹⁷。株主である機関投資家とのエンゲージメントの関連で注目すべきは、取締役によるステークホルダー関連要素の考慮義務（第172条第1項）と、そのエンフォースメントとしての開示義務（第471条）である。本章では、2006年の英国会社法改正の中でも、特に機関投資家とのエンゲージメントに関係する主要な論点を整理する。

2.1 ステークホルダーの考慮義務

(1) 第172条：会社の成功を推進する義務

第172条では、取締役の一般的義務の一つとして、会社の成功を促進する義務を新たに規定し、その義務の履行において株主以外の従業員や取引先、地域社会等の利害関係者（stakeholders）の利益が考慮される必要がある旨を明言している¹⁸。株主である機関投資家との関係においては、取締役によるステークホルダーの利益の考慮義務の性質を明らかにする必要があるため、以下では、その改定の経緯を概観する。

¹⁶ Cadbury, A. [1992] para.2.5. “system by which a company is directed and controlled, and directors are responsible”

¹⁷ 2006年会社法は、コモン・ロー（判例）に委ねられていた取締役の義務を条文化（第170～177条）、従来も条文が設けられていた取締役の義務規定を改正した規定が第172条である。

¹⁸ 中村・田中 [2008] p192. は、「株式会社は社会的公器であり、もはや単なる株式会社ではないとの株式会社観がその背景にあるのであろう。もっとも、この規定は、1985年会社法第309条が取締役に社員の利益と同程度に考慮すべきことを義務付けていた従業員の利益の法的位置づけをやや後退させている憾みがあるほか、その強制方法も取締役の会社に対する他の受託者の義務と同様の方法でこれを enforcement しようとしているため、そうした enforcement の権利を持つのが基本的に会社とされるイギリス法においては、どの程度の実効性があるのか疑問なしとしない」と論じている。1985年会社法第309条と比べると、従業員の利益保護の点では後退しているとの評価もあったが、近時においては、第172条の内容は常識的なものとの評価がなされている。

図表2 取締役によるステークホルダーの考慮義務

第172条	<p>会社の成功を促進する義務 (Duty to promote the success of the company)</p> <p>(1) 会社の取締役は、当該会社の社員全体の利益のために当該会社の成功 (success) を促進する可能性が最も大きいであろうと誠実に考えるところに従って行為しなければならない。且つ、そのように行為するに当たり (特に) 次の各号に掲げる事項を考慮しなければならない。</p> <p>(a) 一切の意思決定により長期的に生じる可能性のある結果 (the likely consequences of any decision in the long term)</p> <p>(b) 当該会社の従業員の利益</p> <p>(c) 供給業者、顧客その他の者と当該会社との事業上の関係 (business relationship) の発展を促す必要性</p> <p>(d) 当該会社の事業 (operations) のもたらす地域社会 (the community) および環境への影響</p> <p>(e) 当該会社がその事業活動 (business conduct) の水準の高さに係る評判を維持することの有用性 (desirability)</p> <p>(f) 当該会社の社員相互間の取扱いにおいて公正に行為する必要性</p> <p>(2) 会社の目的 (the purposes) が、その社員の利益以外の目的から成るとき、または社員の利益以外の目的を含む限りにおいて、第1項は、当該会社の社員の利益のために当該会社の成功を促進するとは、当該目的を達成することをいうものとしてその効力を有する。</p> <p>(3) 本条により課される義務は、取締役に対し一定の状況において当該会社の債権者の利益を考慮しまたは当該会社の債権者の利益において行為することを要求する一切の法規 (enactment) またはコモンロー・ルール (rule of law) に従うことを条件として、効力を有する。</p>
-------	--

(出所) 中村・田中 [2008] に基づき筆者作成¹⁹

(2) 2006年会社法改正に至る背景

1998年3月、当時の貿易産業省（以下、DTI²⁰）によって会社法の大幅な改正が必要であるとする諮問文書²¹が作成された。前述のハンベル報告書の刊行がこの改正の動きを促したが、その背景には、英国企業の国際化や技術進歩への対応が急務であるとの認識があった。同諮問文書は、コーポレートガバナンスの分野においては、キャドバリー報告書同様、この問題は最善慣行規範であり、法による規制は好ましくないとした。しかし、取締役の責任対象を株主以外の利害関係者まで広げて検討することや、取締役報酬に係る株主の関与などに関しては、新たな法制度が必要であるとの考え方を明らかにした。取締役の責任については、英国企業の国際化や環境問題など複雑になる社会との関わりから、従来の会社法の規定が不十分である、との議論が進められた。

企業活動を促進し、透明性と公正取引を助長する会社法の枠組みを工夫するため、1998年にDTIによって諮問機関 The Company Law Review（以下、CLR）が設置された。CLRでは、誰の利益のために会社は運営されるべきかという、会社法の射程範囲（scope）を確立することが目的とされ、1999年2月の諮問文書²²では以下の論点が提示された。

「会社の事業活動における関係者間の関係において、株主からの短期的圧力、またはそのような圧力に対する経営者の理解が、有形資産および他の無形資産に対すると同様、価値を創造する内部的・外部的関係に対する長期的投資を抑制してきた。そのような関係すべてが協力的で、かつ長期的である必要はない。しかし、この種の関係は非常にしばしば成功の重要な要因である。たとえ

¹⁹ 条文和訳は、「イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ早稲田大学教授）」に準拠した。第172条については、中村・田中 [2008] 「イギリス2006年会社法(2)」 「比較法学」41巻3号 p.203.

²⁰ Department of Trade and Industry.

²¹ 「競争経済のための現代の会社法：Modern Company Law — For a Competitive Economy —」。

²² CLR [1999] “Modern Company Law — For a Competitive Economy — The Strategic Framework”。

ば、相互信頼に基礎を置く関係は、会社の従業員がとくに企業特有の種類の高い水準の技能と知識を獲得する可能性を高める。^{23]}

(3) 包括的アプローチと多元的アプローチ

取締役の責任は、会社法改正作業において重点的に取り組むべき問題の一つであるとして、CLRは1999年2月の諮問文書の中で、取締役の義務を定める基準として包括的アプローチ (Inclusive Approach) と多元的アプローチ (Pluralist Approach) の二つの選択的モデルを提示した。包括的アプローチは、取締役が英国会社法の伝統的枠組みに従って株主全体の利益を第一に追求しつつ、それ以外の利害関係者の存在を認識しその利益にも相応の配慮を払うことを求めるものである²⁴。一方、多元的アプローチは、会社の繁栄のためには取締役は株主とその他の会社利害関係者の利益をバランスよく調整することを求めるものである。前者が株主の利益が優先すべきとするのに対し、後者は株主の利益に自動的に優先権を与えずに、取締役は関連する利益を比較考量すべきとするものである。

2000年3月の諮問文書²⁵では、「圧倒的多数が、取締役が構成員（株主）のために会社を運営すべきであるとの基本原則を維持することに賛成したが、この原則は『包括的』な方法で作られる必要があるとの見解に対して非常に強い支持があった²⁶」としている。また、「社会が会社の活動の外部的影響について、取締役のみならず株主にも説明責任を負わせることができるようにする手段として、会社の透明性とパブリックなアカウンタビリティの重要性²⁷」、「人的資源、長期的影響を適切に考慮に入れる前向きの戦略、顧客および供給業者との関係の責任ある促進、ならびに社会および環境に対する会社の影響についてのアカウンタビリティ²⁸」も強調した。CLRは、伝統的あるいは規範的な株主利益最大化主義が陥りやすい短期主義の弊害が大きいとみており、その弊害を緩和するためには、株主にエンゲージメントを行う責任を課す必要性を指摘した。

結論的に、「包括的アプローチでは、株主と事業の参加者の間で多くの共通利益があること、株主の利益になる会社の成功は、同時に会社の利害関係者との建設的で、長期的な関係発展に結びついており、その利益にもなること、会社の長期的生産性は、会社が倫理的、社会的および環境など

²³ CLR [1999] pp.36-37 (para. 5.1.10). 和訳は川内 [2009] p.109.

²⁴ 杉浦 [2007] pp.218-219は、「『株主利益を優先して行動すべき』とはいえ、伝統的な考えのように、株主利益を他のグループの利益と比べ本質的に保護に値すると認めるわけではなく、したがって純粋株主利益主義（ここでは、取締役が、機関投資家や短期で株式を売買する株主の圧力をうけて、会社の長期的な観点からの投資資金を、これらの株主のために配当するなど、短期的な観点から利益増加を図るような行為を正当化する主張を指す）を否定する」としている。

²⁵ CLR [2000a] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— Developing the Framework”.

²⁶ *Ibid.*, p.10, para.2.11.

²⁷ *Ibid.*, p.9, para.2.9.

²⁸ *Ibid.*, p.9, para.2.9.

責任ある政策に依存することを認めること」であり、包括的アプローチをとる会社法は、「このような重複メリットを最大限に享受しようというものといえる²⁹⁾」として、CLRは包括的アプローチを採用した。さらに、杉浦〔2007〕によると、CLRが多面的アプローチを否定し、包括的アプローチを採用した理由として、以下の点を挙げている³⁰⁾。

- 多元主義的アプローチは取締役がステークホルダー間の利害調整を行う義務を課しているが、これは取締役の主観的な裁量に依るものであり、適切なバランスがとれていると客観的に判断されるべきものではない。つまり、ステークホルダー間の利害をどのように調整するか基準がないという執行面での困難がある。
- 取締役の裁量となると他のステークホルダーを犠牲にする行動をとることもあり得るため、包括的アプローチに従った場合よりも悪い結果になる可能性がある。取締役が株主利益のために行動する場合のインセンティブおよび圧力と比べても、企業の行動を大きく改革するとは考えられない。

取締役のパフォーマンスを判断するための明確な基準は存在しないため、多元主義的アプローチによる見方は、取締役を誰に対しても説明責任を負わせないようにするというリスクを孕むであろう。また、ここで言及されているステークホルダー間の利害調整を、「ステークホルダーとの協調によるエンゲージメントを通じて、企業価値の配分を調整する役割³¹⁾」と捉えたとすると、この機能は他のステークホルダーの利害に影響を及ぼす市場の代表的プレーヤーである機関投資家が担うべき役割であると考えられる。

(4) 長期的視点でのエンゲージメント

CLRは包括的アプローチによる取締役の一般義務の成文化を勧告した³²⁾。この包括的義務 (inclusive duty) は、CLRが2000年11月の諮問文書³³⁾で提案した報告制度である、公開会社と大規模非公開会社への「経営・財務報告書」(Operating and Financial Report, 以下、OFR)の義務化と結び付いている。2001年7月の諮問文書 Final Repot³⁴⁾では、会社の成功とその結果としての株主にとっての利益は、その事業におけるその他の経済的関係者との間の会社の関係の質、会社がそのように幅広い社会的・環境的影響を管理する方法に依存しているという「包括性」(inclusivity)の原則に従い、取締役の義務の成文化と法によって強制されるOFR制度について検討された。その報告を受けて、DTIは2002年7月、最終報告の勧告をいかに実行するかを諮問するために政府

²⁹⁾ CLR [1999] para. 5.1.24.

³⁰⁾ 杉浦 [2007] pp.223-224.

³¹⁾ 村澤 [2018] pp.181.

³²⁾ Keay [2010] などは、同172条を Enlightened Shareholder Value の導入と呼んでいる。

³³⁾ CLR [2000b] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— Completing the Structure”.

³⁴⁾ CLR [2001] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— Final Report”.

図表3 2006年英国会社法改正の経緯

年	月			会社の成功を促進する義務、取締役報告書の内容に関連する内容
1998年	3月	DTI	諮問機関The Company Law Review (CLR)を設置	
1999年	2月	CLR諮問文書 (政策段階)	Modern Company Law –For a Competitive Economy – The Strategic Framework公表	<ul style="list-style-type: none"> • 会社の目的と取締役の義務を規定するため、以下二つのアプローチを提案 <ul style="list-style-type: none"> – 包括的 (Inclusive) アプローチ – 多元的 (Pluralist) アプローチ
2000年	3月	CLR諮問文書 (発展段階)	Modern Company Law –For a Competitive Economy – Developing the Framework 公表	<ul style="list-style-type: none"> • 包括的アプローチに対する強い支持 • 株主にも説明責任を負わせる手段としての開示制度の重要性を強調
	11月	CLR諮問文書 (完成段階)	Modern Company Law –For a Competitive Economy – Completing the Structure 公表	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役の義務を明確化 • 公開会社と大規模非公開会社への「経営・財務報告書」 (Operating and Financial Report, OFR) の義務化を提案
2001年	7月	CLR諮問文書 (最終段階)	Modern Company Law –For a Competitive Economy – Final Report 公表	<ul style="list-style-type: none"> • 取締役の一般義務 (general duties) の成文化 • OFRへのステークホルダー、環境、地域社会への会社の活動の影響の記載を勧告
2002年	7月	DTI政府白書	Modernising Company Law	<ul style="list-style-type: none"> • CLRのFinal Reportの結論を支持
2003年	4月	下院貿易産業委員会白書	The White Paper on Modernising Company Law	<ul style="list-style-type: none"> • CLRと政府の結論を支持
2005年	3月	DTI政府白書	Company Law Reform	<ul style="list-style-type: none"> • 長期的投資文化 • 株主のエンゲージメント (shareholder engagement) の重要性
	11月	DTI	OFRの義務化撤回	
2006年	11月		会社法改正	<ul style="list-style-type: none"> • OFRの代替としてビジネスレビュー (事業評価) 導入

(出所) 筆者作成

白書³⁵を公表した。また、2003年4月の下院貿易産業委員会白書³⁶では、取締役の義務の明確化から非執行取締役とOFRの役割の増加まで、白書の強調点は株主に対する透明性と説明責任に置かれているとしている。つまり、OFRの導入をステークホルダーに対する配慮義務のエンフォースメントの方策として勧告した。この点については次節で述べる。

機関投資家に対しては、受益者に対する責任として、短期主義から企業経営に対する長期的なエンゲージメントへの移行が求められた。政府は2005年3月の白書³⁷で、「取締役と構成員（あるいは株主）の各自の役割と責任が明確に理解され、取締役と株主の間での有効なコミュニケーションとエンゲージメントがあり、そして会社の経営に決定的に重要な判断を行う効率的なメカニズムがあるときに、会社は最もうまく機能するということを信じる³⁸」として、株主のエンゲージメントと長期的投資文化の促進が会社法改革の目的であることを示している。

最終的に、2006年11月8日に現行の英国会社法が可決されたが、重要な点の一つは、長期主義の強調である。第172条(1)項(a)のとおり、取締役が考慮しなければならない第一の要素は、意思決定により長期的に生じ得る結果である。同項は、2005年の政府白書で公表された見解、すなわち、「取締役にとって選択可能な行為の起こりそうな結果（短期および長期の）」を考慮することの

³⁵ DTI [2002] “Modernising Company Law”

³⁶ House of Commons Trade and Industry Committee [2003] “The White Paper on Modernising Company Law”

³⁷ DTI [2005] “Company Law Reform”.

³⁸ *Ibid.*, p.16.

図表 4 取締役義務の開示

<p>第417条 取締役報告書の内容：事業報告 (business review)</p> <p>(1) 小会社の基準を満たす会社を除いて、取締役報告書には、事業報告を記載しなければならない。</p> <p>(2) 事業報告の目的は、取締役が第172条に定める義務（会社の成功を促進する義務）を如何に果たしたかについて、会社の構成員に情報を開示し、構成員の評価を助けることである。</p> <p>(3) 事業報告には、次の各号に掲げる事項を記載しなければならない。</p> <p style="margin-left: 20px;">(a) 会社の事業に関する公正な分析 (a fair review)</p> <p style="margin-left: 20px;">(b) 会社が直面する主な危険および不確実性に関する事項</p> <p>(4) 要求される事業報告は、事業の規模と複雑さに応じて、次の各号に掲げる項目に関するバランスの取れた総括的な分析でなければならない。</p> <p style="margin-left: 20px;">(a) 当該事業年度を通じた当該会社の事業の発展と成果（パフォーマンス）</p> <p style="margin-left: 20px;">(b) 当該事業年度の末尾における当該会社の事業の状況</p> <p>(5) 上場会社の場合には、事業報告は、当該会社の事業の発展、成果および状況を理解するために必要な限りで、次の各号に定める項目を含まなければならない。</p> <p style="margin-left: 20px;">(a) 当該会社の事業の将来的な発展、成果および状況に影響すると思われる主な潮流および要因</p> <p style="margin-left: 20px;">(b) 次の事項に関する会社の方針および当該方針の効果に関する情報を含めて、次の事項に関する情報</p> <p style="margin-left: 40px;">(i) 環境に関する事項（環境に対する会社事業の影響を含む）</p> <p style="margin-left: 40px;">(ii) 会社の従業員、および</p> <p style="margin-left: 40px;">(iii) 社会および地域社会に関する事項</p> <p style="margin-left: 20px;">(c) 第11項に該当する場合を除いて、会社の次号にとって必須の契約またはその他の取り決めを結んだ相手方に関する情報</p> <p style="margin-left: 20px;">事業報告に、第 (b) 号の (i) ないし (iii) および (c) 号に定めるいずれかが含まれないときは、含まれない情報の種類を記載しなければならない。</p> <p>(6) ～ (11) 省略</p>
--

(出所) 中村・川島・菊田 [2010] に基づき筆者作成³⁹

要請からの明らかな変化をもたらしている。この変化は、政府が「長期主義」を現代会社法に導入することにおいて重要性を強調しているといえる。

2.2 エンフォースメントとしての開示義務

(1) 第417条：取締役報告書の内容

第417条は、第172条の取締役によるステークホルダーの考慮義務の履行を適切に評価するために、取締役報告書において事業報告の開示を求めている。同条第2項では、事業報告の目的は、取締役が第172条の義務をいかに遂行したかを株主が評価することを助けることとしており、同報告書は、株主とのエンゲージメントのツールとして位置付けられる。また、上場企業に対しては、同条第5項において、取締役は、会社事業が影響を与えうる環境事項、従業員および社会・地域問題に関する情報など、幅広いステークホルダーの情報を必要な範囲で開示しなければならないとしている。これにより、第172条の取締役の義務の履行を支えたとともに、会社が包括的アプローチに沿って事業を推進していることをステークホルダーが評価できることになる。

³⁹ 条文和訳は、「イギリス会社法制研究会（代表者 川島いづみ早稲田大学教授）」に準拠した。第417条については、中村・川島・菊田 [2010]「イギリス2006年会社法(7)」「比較法学」43巻3号 pp.283-284。

(2) 非財務情報の開示要請

前節で概観した CLR の各報告書および DTI の2005年3月の白書では、企業の社会的な利益配慮の観点から、OFR という強制的で包括的な情報開示を一定以上の規模の会社に一律に義務付けようとしたが、負担の重さから強い反対を受け、政府は OFR 報告書の義務化は断念した。しかし、2010年8月、BIS はナラティブ・レポーティング⁴⁰を高度化する方向性についての調査を公表し、再度 OFR の要素を導入することの是非についてのパブリック・コメントを求めた。これを端緒に、2011年に諮問とコメントへの対応を行い、2012年10月、ナラティブ・レポーティングを高度化するための2006年会社法の改正案を公表し、2013年に会社法が改正された⁴¹。同改正では、取締役報告書の一部としての事業報告を廃止する代わりに、事業報告の内容を、廃止された OFR に近付ける方向で高度化した戦略報告書⁴²を作成する報告枠組みを新設した。これにより、小規模企業を除き、戦略とビジネスモデル、主要なリスク、環境、社会、従業員、人権、ガバナンス等に関する重要情報を開示することが求められるようになった。

当時の会社法制の所轄官庁であったビジネス・イノベーション・技能省⁴³は、「2006年会社法（戦略報告書・取締役報告書）2013年規則」の実務適用上の指針の作成を FRC に要請し、FRC は2014年6月、戦略報告書のガイダンス⁴⁴を公表した。このガイダンスは、年次報告書の構成内容を図表5のように整理している。上場会社に対する開示規制には、ソフトローとされているコーポレートガバナンス・コードも含まれているが、会社法やその他の規制との関係が相当程度に明確であり、ソフトローのハードローとの補完的な関係や協調的な関係が特徴的である⁴⁵。

2017年8月15日、FRC は戦略報告書ガイダンスの改定案を発表した。この改定は、すべての企業に対して、企業の長期的な戦略に関わる意思決定をする際に、取締役会がどのように幅広いステークホルダーを考慮したかを開示するよう促しており、2006年会社法第172条の実効性を高めようとする FRC の意図が反映されたものである。また、欧州委員会により採択された非財務情報開

⁴⁰ 記述情報開示。財務諸表以外の企業情報開示であり、その定義は財務報告制度によって様々であるが、広義には、財務諸表を補完する定性的（記述的）情報や非財務パフォーマンスに関する情報を含むものと捉えることができる。

⁴¹ 「2006年会社法（戦略報告書・取締役報告書）2013年規則」(The Companies Act 2006 (Strategic Report and Directors' Report) Regulations 2013)

⁴² Strategic Report. 2006年会社法第172条の取締役の義務の履行状況を株主が評価し得るようにすることを目的として、必要情報の開示を行うものとされている（2006年会社法第414条1項）。

⁴³ 現在はエネルギー・気候変動省（Department for Energy and Climate Change）との統合により、ビジネス・エネルギー・産業政策省（BEIS, The Department for Business, Energy and Industrial Strategy）が会社法制を管轄している。

⁴⁴ FRC [2014] “Guidance on the Strategic Report”.

⁴⁵ 日本におけるソフトローは、会社法や金融商品取引法との関係や位置付けが明確ではないが、英国におけるソフトローは、例えば、英国コーポレートガバナンス・コードのどの規定を遵守することで、DTR のどの条項の要件を満たすかが明示されており、ハードローとソフトローが交錯した枠組みとなっている。

図表5 英国年次報告書の構成と内容

文書	年次報告書 (Annual Report)				
	目的	・株主に資源配分の意思決定と経営者の受託責任 (Stewardship) の評価に有用な情報を提供すること			
構成要素	戦略報告書	コーポレートガバナンス報告書	役員報酬報告書	財務諸表	取締役報告書
目的	<ul style="list-style-type: none"> 関連する財務諸表のコンテキストの提供 会社のビジネスモデル、主な目的と戦略のインサイトの提供 会社が直面する主要なリスクと将来の見通しに及ぼし得る影響の記述 会社の過去業績の分析の提供 補足情報の記載箇所の提供 	<ul style="list-style-type: none"> 会社のガバナンス構造と組織が、目的の達成を支援する方法を説明するために必要な情報の提供 	<ul style="list-style-type: none"> 役員報酬の方針に関するすべての要素、同方針策定において考慮した主要な要因の提供 役員報酬に関する方針の適用状況の報告 役員報酬の支払額、業績との関連に関する詳細情報の提供 	<ul style="list-style-type: none"> 会計基準に準拠した財務状況、業績および発展の表示 	<ul style="list-style-type: none"> 会社のその他の法規制に関する情報の提供
上場会社に対する開示規制	<ul style="list-style-type: none"> The Act s414C The Code, Provision C.1.2 DTR 4.1 	<ul style="list-style-type: none"> The Code Schedule B LR 9.8.6(5)-(6) DTR 7.1, 7.2 	<ul style="list-style-type: none"> SI 2008/410 Schedule 8 The Code Section D 	<ul style="list-style-type: none"> 会計基準 The Act SI 2008/410 	<ul style="list-style-type: none"> SI 2008/410 Schedule 7 DTR 4.1 DTR 7.2
	・LR 9.8はannual report and accountsで特定事項の開示を含めることを要求				

(出所) FRC [2014] p10.⁴⁶ に基づき筆者作成

示ガイドラインの内容も反映している。欧州委員会指令は、従業員数が500人以上の企業に対し、企業の環境保全や人権保護、汚職や贈賄の禁止、取締役のダイバーシティといった非財務情報の開示を2018年以降の年次報告において義務付けている。

前述の通り、金融危機の経験を踏まえ、株主としての機関投資家による英国企業のコーポレートガバナンスの規律付けが期待されていた。機関投資家の関与により、企業のリスクを効果的にコントロールすることが求められてきたといえるが、機関投資家にとっては、企業活動に伴うリスクを把握する必要があり、それは財務情報のみならず、ビジネスモデルが抱える脆弱性や脅威、そのリスクへの対応も含む非財務情報、さらには、その開示事項がどのように相互に関わりあっているのか、開示情報の一貫性とリンクページなど、幅広い情報に基づく判断が必要となる。

英国では、取締役の義務の履行状況を株主が評価し得ることを目的として、非財務情報の開示が制度として整備されている。

2.3 コーポレートガバナンスの枠組みの特徴

2006年会社法改正では、取締役にステークホルダーの考慮義務を課したものの、包括的アプローチを採用し、英国の伝統的な枠組みに従ってあくまでも株主全体の利益を第一に追求するものであった。しかし、2016年11月29日に公表されたグリーンペーパー⁴⁷では、2006年会社法第172条の規律を前提に株主以外の労働者・顧客その他の広範なステークホルダーの意見を取締役会レベルの意思決定等に適切に反映させるための新たな枠組み作りが検討項目の一つとして掲げられた。ま

⁴⁶ Table 1 の年次報告書の概要。図表中の規制の説明は次のとおり。DTR: Disclosure Rules and Transparency Rules, LR: Listing Rule, SI 2008/410: Large and Medium-sized Companies and Groups (Account and Reports) Regulations 2008.

⁴⁷ BEIS [2016] “Corporate Governance Reform Green Paper”. その後、BEIS [2017a], BEIS [2017b] での会社法の改正案とともに、FRC による英国コーポレートガバナンス・コードの改訂も併せて議論されている。

た、ステークホルダー考慮義務のエンフォースメント手段についての実効的な施策も検討されており、事業活動のステークホルダーへの影響や、長期的に企業の成功に貢献する要因を考慮することを求めるなど、取締役が会社法第172条に基づく義務をどのように考慮したのか、株主やその他幅広いコミュニティに情報提供することが奨励されている。

英国のコーポレートガバナンスの枠組みは、取締役によるステークホルダーの考慮義務とその実績の開示および報告をハードローで定めるとともに、コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードといったソフトローが補完する形で機能している。ソフトローはそれ自体に柔軟性を有しており、原則の提示のもとで企業行動についての情報開示を促進させるプリンシプル・ベースに依拠している。そして、英国の規範の特徴は、「理論を極力避け、規範的な会社運営に努める英国企業の好ましい実務慣行を集大成して最善慣行規範（Code of Best Practice）として示した点にある⁴⁸」。「One size fits all」の強制では良いコーポレートガバナンスは達成できないとの認識に基づき、最善慣行規範を適用しない場合にはその理由を開示する“comply or explain”アプローチにより、その妥当性の判断を市場に委ねることで柔軟性を持たせている。

このように、英国のコーポレートガバナンスは、ハードローとソフトローを組み合わせることで、市場からの圧力を高め、ステークホルダーの考慮義務とそのエンフォースメントを確保する枠組みに基づいている。したがって、英国コーポレートガバナンスにおけるソフトローは、企業行動の柔軟性を考慮しつつ、情報開示による規律をもたらす意図を有しているといえよう。

3. ソフトローによるスチュワードシップの推進⁴⁹

本章では、機関投資家のエンゲージメントに関し、英国におけるハードローと補完的な関係にあるソフトローによる規律を考察する。また、機関投資家によるエンゲージメントの在り方を検討するという本稿の目的に鑑み、英国 FRC および Investment Association に対するインタビューに基づき実践としてのスチュワードシップの深化を考察する。

3.1 FRC によるスチュワードシップの推進

(1) FRC の役割と問題意識

英国スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードとともに両コードの制定・改訂を FRC が所管⁵⁰している。FRC は、ソフトローを管轄する自主規制機関であり、高品質なコーポレートガバナンスと投資促進のための企業による情報開示の推進をミッションとする。スチュワードシップに関しては、コードの制定・改訂が直接的な役割となるが、その他の会計・監査基

⁴⁸ 日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 [2001] p21.

⁴⁹ 本章で取り上げる FRC と Investment Association に対しては、2017年11月にインタビューを行った。詳細は三和・村澤 [2018]。

⁵⁰ 2003年の統合規範の改訂時に、FRC がコードの監督責任を持つようになった。

準の制定、戦略報告書のガイダンス策定、財務・監査報告のモニタリングなどについても、エンゲージメントの基盤を形成するものとして投資に深く関係する⁵¹。これらの役割を FRC が担うことで、コードの効果の把握とともに、コードの継続的な改善につなげることができると考えられる。

FRC は、スチュワードシップ・コードの原則に対する署名機関のステートメント（受入表明）に係る報告書につき、毎年サンプルで評価しているが、2010年にコードが導入されて以降、スチュワードシップ活動は改善されているものの、報告書の質には差があり、すべての署名機関がコードへのコミットメントを十分に示しているとは言えないという問題意識があった⁵²。2016年に、FRC は署名機関に対して、スチュワードシップに対するアプローチの報告によって彼らのコミットメントを示すよう求めるとともに、その報告が十分な署名機関と改善が必要な署名機関とを区別するために、Tiering（階層化）を実施することとした。

FRC の役割として、投資家による企業との個々のエンゲージメントを評価する立場にはないものの、投資家のコードに対するステートメントは、スチュワードシップに対するアプローチを示すものである。そのため、Tiering には、署名機関が報告を改善することで、スチュワードシップへのコミットメントの再確認を促すという意図がある。つまり、FRC による Tiering の目的は、コードに対する報告の質を向上させることで、市場の透明性を高めるとともに、コードの信頼性を維持することであり、ソフトローが意図する情報開示による規律である。

(2) FRC による評価の視点

FRC による Tiering の評価は、署名機関がスチュワードシップに対する十分なアプローチを示し、関連するコードの原則をカバーし、適宜“comply or explain”に基づき説明がなされていることに焦点が当てられた。英国コードは“comply or explain”の考え方に基づいている。特定の原則を遵守しない、または推奨する開示をしない場合、コードに署名する機関としては十分な説明が必要である。コードに署名する以上、コードの精神をどのように満たし続けるのかを説明するためにも、原則を遵守しない場合の理由の説明や代替アプローチの詳細情報の提供は、その妥当性の判断を市場に委ねるという英国コーポレートガバナンスの枠組みであることに鑑みると、署名機関に求められる責任と言える。

FRC は、この Tiering の目的と報告の改善について議論するために、署名機関と200回以上のミーティングを重ねた⁵³。FRC は当初 Tier1 と Tier2 の2つの階層での分類を想定していたが、Tier2 に分類されたアセットマネジャーの中でも、報告の質に大きな乖離が存在していたことから、アセットマネジャーには Tier3 の階層を導入した。FRC による評価の結果、当初の Tier2 か

⁵¹ FRC は、会計基準違反の財務報告を行った会社に対する是正勧告や裁判所の是正命令への付託権限を持つ団体として、会社法上位置付けられる。

⁵² FRC へのヒアリングによると、直近の評価では全体の35～40%が不十分であった。

⁵³ FRC へのヒアリングによると、実質2.5名が4～5カ月で約250回のミーティングを実施した。

図表6 FRCによるTieringの評価と署名機関数⁵⁴

階層	報告内容の評価	署名機関数(2017年12月時点)		
		アセット オーナー	アセット マネジャー	サービス プロバイダー
Tier1	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ活動に関する取組みについて、その報告書が良質であり、透明性がある。 	68	105	12
Tier2	<ul style="list-style-type: none"> 報告書は多くの点で期待される水準に達しているが、スチュワードシップ活動に関して、その報告書の透明性が不十分であるか、コードを遵守しない場合の説明がない、または不十分である。 	23	57	—
Tier3	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ活動に関する取組みについて、説明を一層透明化するには、顕著な改善が必要である。 記載内容を改善するためのプロセスの問題ではない。記載内容が概括的かつコードを遵守していない場合の説明がない、または不十分である 	アセットマネ ジャーのみ	2017年8月 除名	アセットマネ ジャーのみ

(出所) 三和・村澤 [2018], p32, FRC ウェブサイトにに基づき筆者作成

ら Tier1 となった署名機関は大幅に増加した。FRCによる Tiering と署名機関との議論によって、コードに対する透明性と報告の質は改善された。一方で、報告の改善機会が与えられたものの、不十分な報告を続け Tier3に残っていたアセットマネジャーは、2017年8月にFRCが署名機関から除名した。

スチュワードシップ活動には、企業の戦略、業績、リスク、資本構造、コーポレートカルチャーや報酬を含むコーポレートガバナンスなどの問題をモニタリングし、企業に対してエンゲージメントを行っていくことが含まれる。Tieringの実施を通じて報告を改善した署名機関も多く、その特徴として、報告に環境・社会に関する情報を含めるようになったことが挙げられる。前章で述べた通り、機関投資家による英国企業のコーポレートガバナンスの規律付けが期待されているという背景から、開示制度として整備されている非財務情報を含む企業の幅広い情報に基づき、企業のリスクを効果的にコントロールすることが機関投資家に求められている。

(3) ソフトローによるエンゲージメントの推進

FRCによる Tiering は、署名機関のスチュワードシップ活動に係る報告書に対しての評価であり、その具体的な行動を含む実効性までは評価していない。しかし、報告の質を改善し、スチュワードシップに対するアプローチの透明性を向上させることは、ソフトローが意図する情報開示による規律であり、コードの信頼性の維持にもつながるといえる。また、Tieringは長期的なスチュワードシップ推進の第一歩としてFRCは捉えており、今後は更なる報告の改善に加え、スチュ

⁵⁴ アセットマネジャーの Tier3 は、FRCの当初の評価では約20社存在したが、自発的に署名撤回、またはその他の署名機関は除名。現在 Tier3 は存在しない。

ワードシップのベストプラクティスの実現を視野に、適宜英国コードの改訂に反映されることになる。

前述の通り、英国では原則の提示のもとに企業行動についての情報開示を促進させるプリンシプル・ベースの方式に依拠しており、ソフトローによる規律は、企業行動の柔軟性を考慮しつつ、情報開示による規律をもたらす意図がある。機関投資家に対しても同様に、スチュワードシップ・コードによってベストプラクティスを推進し、受託者としてのスチュワードシップ活動が評価され得ることを目的として必要な情報開示が求められており、それによりエンゲージメントを推進している。

3.2 実効的なエンゲージメントの推進

英国スチュワードシップ・コードは法的拘束力のないソフトローであり、投資先企業とのエンゲージメントを投資家の自発性に委ねている。そのため、スチュワードシップ活動に伴うコストによる制約などにより、機関投資家が投資先企業に対して積極的に関与するインセンティブに乏しい場合には、コードが意図する目的が達成されないことも想定される⁵⁵。例えば、個々の機関投資家がスチュワードシップ活動のために負担できる費用に制約がある場合、実効的なスチュワードシップ活動の有効な手段として、集团的エンゲージメントが考えられる。単独では費用を上回る便益を得ることができないとしても、持株割合が一定程度に高い株主が協調行動をとり費用を分担することで、集団として費用を上回る便益を得ることができると考えられる。

英国スチュワードシップ・コードでは、適切な場合には他の機関投資家と協働して行動すべきであるとして、集团的エンゲージメントが推奨されている。集团的エンゲージメントには幾つかの形態が考えられるが、英国では Investor Forum というプラットフォームを活用した集团的エンゲージメントの取組みが進んでいる。本節では、効果的なエンゲージメントの推進の選択肢の事例として、英国におけるプラットフォームを活用した集团的エンゲージメントの背景と取組みについて検討し、ソフトローによるスチュワードシップの深化を考察する。

(1) エンゲージメントに係る問題意識

英国の投資運用会社の業界団体 Investment Association が実施したアンケート調査⁵⁶によると、英国のアセットマネジャーがエンゲージメントにおいて最も重要と考える論点は、企業業績、リーダーシップ、カルチャー・戦略、取締役会構成/サクセッションなどである一方、最も頻繁に扱われた論点は、経営者報酬であったという結果であった。これは、経営者報酬が株主総会議案とされ

⁵⁵ 機関投資家のエージェンシー問題やインセンティブ構造に係る近年の分析としては、Lucian, Bebchuk et al. [2017], 加藤 [2018] がある。

⁵⁶ The Investment Association [2015] “Adherence to the FRC’s Stewardship Code at 30 September 2014,” pp.20-21.

た背景もあるが、投資家が最も重要と考える論点が、実際のエンゲージメントにおいて議論されているとは限らないことを示している。英国の投資家は、偏ったテーマでの議論ではなく、より幅広い論点を含むエンゲージメントが必要であると考えていた。

また、2015年に英国政府は、“Fixing the foundations: Creating a more prosperous nation”を公表し、英国の長期的生産性向上に向けたアジェンダを提示した⁵⁷。これを受けて Investment Association は、会員である投資運用会社が、長期的投資によって生産性を高めることを目的としたアクションプランを作成した。特に近年のエンゲージメントに関する問題点⁵⁸として、国際的な株式所有および分散した株主の増加、集团的エンゲージメントに関連する規制の認識、長期的・サステナブルな価値創造の観点からのエンゲージメントの欠如などが挙げられている⁵⁹。英国では、機関投資家がスチュワードシップ活動によって企業の生産性向上と競争力を促すためには、エンゲージメントを長期的な価値創造のドライバーとして捉える必要があるという問題意識があった。

(2) Investor Forum による集团的エンゲージメント

英国における上記問題を解決する手段として、ジョン・ケイ教授は報告書⁶⁰の中で、スチュワードシップへのアプローチが必要であり、複数の長期投資家が集団でエンゲージメントを行うこと、そして、そのための枠組みを構築することを提言した。ケイ教授の提言を受けて、2014年10月、英国内外のアセットオーナーおよびアセットマネジャーで構成する Investor Forum が設立された。Investor Forum は、株主のスチュワードシップの強化を通じて、長期的な投資パフォーマンスに貢献すること、また、ステークホルダーの様々な見解を取り入れたソリューションにより、エンゲージメントの障害を取り除くことを意図している。

Investor Forum による集团的エンゲージメントの主な特徴としては、第一に、エンゲージメントのエスカレーションの手段であることが挙げられる。長期的な価値創造に向けたエンゲージメントのためには、企業と投資家はともに相応の時間とリソースを割く必要がある。Investor Forum に集团的エンゲージメントが提案された案件の多くは、対話に相当の時間とリソースを費やしたものの、望ましい成果が得られなかったケースである。Investor Forum は、すべての状況におけるアプローチとしてではなく、複雑な問題の解決に向けた効果的なエスカレーションの手段として、集团的エンゲージメントを推進している。第二に、幅広い投資家との協働を行っている点である。2017年に協働した投資家31機関には、Investor Forum のメンバー以外の投資家が2機関含まれている。Investor Forum では、対象企業の多くの株主から広範な見解を求めるために、メンバー以

⁵⁷ HM Treasury [2015].

⁵⁸ ウォーカー報告書は、エンゲージメントの量の障害を克服することに焦点を当てていたが、ケイ報告書 (Kay, J. [2012]) は、エンゲージメントの有効性を阻害する主要な構造上の問題を強調した。

⁵⁹ The Investment Association [2016] p.26.

⁶⁰ Kay, J. [2012].

外の重要な株主とも協働している。

(3) 集团的エンゲージメントによるスチュワードシップの深化

Investor Forum による集团的エンゲージメントの結果⁶¹ から判明した特筆すべき事項として、次の2点が挙げられる。第一に、活動を受け入れた企業は価値を享受したという点である。集团的エンゲージメントの対象企業の大半は、当初は躊躇していたものの、Investor Forum の活動を受け入れたとされている。加えて、対象企業の多くは、幅広い投資家からの多様かつ客観的な視点に価値を認識するとともに、投資家とのコミュニケーションの向上に役立ったと感じているようである。Investor Forum は、企業が抱える問題に対して建設的な道筋を提供するプラットフォームとして、重要な役割を果たしていると考えられる。第二に、幅広い論点でのエンゲージメントが実施されている点である。Investor Forum のアプローチは、複数の投資家による包括的な視点を通じて、問題解決に貢献することが意図されている。また、投資家は、エンゲージメントにおいては財務面のみならず、より広範なステークホルダーの視点を組み込むことが重要であると考えている。英国では、エンゲージメントにおけるテーマの偏りやサステナブルな価値創造の観点の欠如が懸念されていたが、Investor Forum によるエンゲージメントが複数の異なる論点に及んでいることが報告されている⁶²。

プラットフォームを活用した集团的エンゲージメントは、株主アクティビズムとは異なり、複数の投資家との協働によって企業の問題解決を目指すものである。企業の長期的な視点からの問題解決は、業績への貢献や、受益者の利益にも結び付くと考えられる。エンゲージメントを通じてサステナブルな価値を効果的に創出するためには、企業と投資家双方の積極的な関与が必要である。

また、スチュワードシップ活動の費用と便益という理論的側面では、単独の株主では費用を上回る便益を得ることができないとしても、持株割合が一定程度に高い株主が協調行動をとり費用を分担することで、集団として費用を上回る便益を得ることができる可能性がある。個々の株主の持株比率が高まれば、協調行動に参加する株主の数が少なくとも、協調行動をとるための費用が減少し、投資先企業に対して効果的な活動を行うことが可能になる。

おわりに

本稿では、英国におけるスチュワードシップの深化につき、機関投資家のエンゲージメントに着目して検討した。英国のコーポレートガバナンスの枠組みは、ハードローとソフトローを組み合わせるアプローチによって、ステークホルダーの考慮義務とそのエンフォースメントを確保しており、ソフトローによるエンゲージメントの推進がスチュワードシップの深化に結びついていること

⁶¹ Investor Forum では、2016年までの2年間で16社、2017年の1年間で14社の企業を対象に、集团的エンゲージメントを提案・実施した。

⁶² The Investor Forum [2017] p.5.

も確認できた。機関投資家のエンゲージメントに関する研究上は、制度的側面のみならず、実践としてのスチュワードシップの深化を明らかにした。ただし、投資運用のメカニズムに鑑みると、スチュワードシップ活動の費用と便益のみならず、様々なレベルにおいて所有と支配に関するエージェンシー問題が発生していることが想定される。よって、機関投資家のインセンティブ構造の分析に基づき、エンゲージメントの在り方を理論的に解明する必要がある、今後の優先的な研究課題とする。

以上

参考文献

- Andrew R. Keay [2010], “Moving Towards Stakeholderism? Constituency Statutes, Enlightened Shareholder Value and All That: Much Ado about Little?,” University of Leeds, Working Paper.
- BEIS [2016] “Corporate Governance Reform Green Paper”
- BEIS [2017a] “Corporate Governance Third Report of Session 2016–2017”
- BEIS [2017b] “Corporate Governance Reform, The Government response to the green paper consultation”
- Cadbury, A. [1992] “Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance,” The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance and Gee and Co. Ltd.
- CLR [1999] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— The Strategic Framework”
- CLR [2000a] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— Developing the Framework”
- CLR [2000b] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— Completing the Structure”
- CLR [2001] “Modern Company Law —For a Competitive Economy— Final Report,” VOLUME I.
- Combined Code [1998] “Combined Code, Principles of Corporate Governance,” Gee & Co. Ltd, London.
- DTI [2005] “Company Law Reform”
- DTI [2002] “Modernising Company Law”
- Ferran, Ellis [2001] “Company Law Reform in the UK,” University of Cambridge.
- FRC [2012] “Comply or Explain ~ 20th Anniversary of the UK Corporate Governance Code”
- FRC [2014] “Guidance on the Strategic Report”
- FRC [2015] “Developments in Corporate Governance and Stewardship 2014”
- FRC [2015] “Clear & Concise, Developments in Narrative Reporting”
- FRC [2016] “The UK Corporate Governance Code”
- FRC [2017a] “Developments in Corporate Governance and Stewardship 2016”
- FRC [2017b] “Proposed Revisions to the UK Corporate Governance Code”
- FRC [2017c] “Lab project report: Risk and viability reporting”
- Greenbury, R. [1995] “Directors’ Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury,” Gee & Co. Ltd, London.
- Hampel, R. [1998] “Committee on Corporate Governance, Final Report”
- House of Commons Trade and Industry Committee [2003] “The White Paper on Modernising Company Law”
- HM Treasury [2015] “Fixing the foundations: Creating a more prosperous nation”
- John Parkinson [2003a] “Model of the Company and the Employment Relationship,” *British Journal of Industrial Relations*, Volume 41, Issue 3, pp.481–509.
- John Parkinson [2003b] “Disclosure and Corporate Social and Environmental Performance: Competitiveness and Enterprise in a Broader Social Frame,” *Journal of Corporate Law Studies*, Volume 3, Issue 1, pp.3–39.
- Kay, J. [2012] “The Kay Review of UK Equity market and Long-term Decision,” Investor Management Association

Kay, J. [2014] “Building a Culture of Long-Term Equity Investment-Implementation of the Kay Review: Progress Report,” BIS

Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen, and Scott Hirst[2017] “The Agency Problems of Institutional Investors,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31. No. 3, Summer 2017, pp.89-112.

Myners, P. [2001] “Institutional Investment in the United Kingdom: A Review,” HM Treasury, London

Paul L. Davies et, al, Gower And Davies [2008] *Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell

PRI [2013] “Introductory Guide to Collective Engagement- How Institutional Investors can Effectively Collaborate in Dialogue with Companies”

TCU [2016] “All Aboard: Making worker representation on company boards a reality”

The Investment Association [2015] “Adherence to the FRC’s Stewardship Code At 30 September 2014”

The Investment Association [2016] “Supporting UK Productivity with Long-Term Investment”

The Investment Forum [2017] “The Investor Forum Review 2015-2016”

Walker, D. [2009] “A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities, Final recommendations”

加藤貴仁 [2018] 「スチュワードシップ・コードの理論的考察 —機関投資家のインセンティブ構造の観点から」『ジュリスト』No.1515 (2018年2月), pp16-21.

川内克忠 [2009] 「イギリス会社法における取締役の義務 —企業の社会的責任を確保するための会社法改革—」『英米会社法とコーポレート・ガバナンスの課題』成文堂, pp.100-141.

杉浦保友 [2007] 「イギリス新会社法制下での取締役によるステークホルダーの利益考慮義務」松本恒雄・杉浦保友編『EU スタディーズ4 企業の社会的責任』勁草書房, pp.197-228.

中村信男・田中庸介 [2008] 「イギリス2006年会社法(2)」『比較法学』41巻3号, pp.189-233.

中村信男・川島いづみ・菊田秀雄 [2010] 「イギリス2006年会社法(7)」『比較法学』43巻3号, pp.269-309.

日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム編 [2001] 『コーポレート・ガバナンス —英国の企業改革—』商事法務研究会

三和裕美子・村澤竜一 [2018] 「英国におけるスチュワードシップ・コードの推進」証券アナリストジャーナル第56巻第3号 (2018年3月), pp.28-37.

村澤竜一 [2018] 「わが国における機関投資家の役割の再考 —ステークホルダー間の利害調整機能に着目して—」明治大学大学院商学研究科 商学研究論集 第48号 (2018年2月), pp.167-183.