



—連載（第29回）—

2019年施行される、改正・株主権利指令のご紹介

■ 1. はじめに

欧州における株主権利強化の近年の動きは、2003年、欧州委員会(European Commission、以下EC)が「会社法の近代化とコーポレートガバナンスの向上(Modernising company law and enhancing corporate governance)」という報告書を策定、翌年(2004年)、欧州議会がその報告書を指示する旨を決議したことがきっかけとなり、株主権利指令(Shareholder Rights Directive、以下SRD)が施行されたことが始まりと言われている(注1)。同指令は、企業に対して、株主総会における出席及び議決権行使について、全ての(同じ地位にある)株主を公平に扱うことを求めた上で、具体的には、①総会情報の早期提供(及び総会情報へのアクセスの容易化)、②株主総会で質問する権利、③議決権の代理行使、等を求める内容であった。

2008年、金融危機を機に、欧州では、(最終)

株主のショートターミズムが運用会社(アセットマネージャー)に影響し、企業を近視眼的経営に走らせたとの議論が起こり、その後、株主(・投資家)と企業間の対話(エンゲージメント)の必要性の認識が急速に高まったことを受けて、2014年頃から改正作業は本格化した。

改正・株主権利指令(以下、改正SRD)は、2017年6月10日、欧州議会において成立した。この改正SRDの施行は、EU各加盟国の国内法化の手続き(2019年6月10日までに実施することが求められている。)を経て、2019年内にも行われる。

なお、本稿の意見にわたる部分はすべて筆者の私見である。

■ 2. ECが当初目指した主要ポイント

当初、ECがSRDを改正するにあたって目指した主なポイントは以下の5つだった(注2)。

I. アセットマネージャー及び機関投資家に



における投資・エンゲージメント政策の公表義務付け

- II. 株主の議決権行使を容易にすることを目的とし、企業が株主を容易に特定できるためのフレームワーク作り
 - III. 議決権行使助言会社（“Proxy Advisor”）に対し、助言の決定方法、及び利益相反に関する対応方法の公表義務付け
 - IV. 企業に対して、自社の役員報酬政策について、株主同意取得の義務付け
 - V. 当該役員報酬政策の中で、役員報酬と平均的従業員給与との比較情報の公表義務付け
- 以上5つのポイントを踏まえたECの改正SRD案は、各加盟国の大臣が構成するEU理事会において問題なく了承されたが、2015年3月に始まった欧州議会では、審議が難航し、ECとの間の調整^(注3)は2年にも及んだ。

この結果、上記IV.（企業に対する、自社の役員報酬政策についての株主同意取得の義務付け）については、EU内で一律義務化にするのではなく、各加盟国の規制当局の判断に委ねられたほか、I. アセットマネージャー及び機関投資家のエンゲージ戦略の公表が、義務から「Comply or explain」方式となり^(注4)、ECの当初の改正SRD案のいくつかの点は緩和が余儀なくされた。

■ 3. 最終化された改正SRDの主要ポイント（2007年版SRDに追加された6つの権利・義務）

2. でみた経過を経て、改正SRDは策定さ

れた。

改正作業は、それまでの直近版にあたる2007年版SRDに、主要ポイント（権利・義務）を追加する形式で進められた。その6つとは以下のとおりである^(注5)。これらにある基本的な考え方は、株主と企業との間のエンゲージメントを促進することである。

1) 株主の特定：

企業は、一定数（保有比率で0.5%）以上の株主を特定するための権利が与えられた。そして、EU加盟国は、企業（又は企業が指定した第三者）が株主特定のために関連仲介機関（Intermediaries）に情報提供を要求した際には、関連仲介機関が遅滞なくその企業（又は企業が指定した第三者）に対して情報提供を行うように、万全を期さなければならない。

2) 議決権行使に関する必要情報：

関連仲介機関は、企業から株主（又は株主が指定した第三者）に対して、議決権行使に関する必要情報（必要情報が企業のウェブサイトに掲載される場合は、その掲載場所を記した通知）を遅滞無く提供することが義務付けられた。

3) 議決権行使の促進：

関連仲介機関は、同機関を利用する企業における株主の権利（議決権、総会出席等）行使が促進されるための取組みが義務付けられた。具体的には、株主が、指定した第三者を介して権利行使をできるようにしたこと、または、株主の明確な承認と指図のもと、関連

仲介機関が当該株主の利益のために権利行使を行うこと等が該当する。

4) 機関投資家、アセットマネージャー及び議決権行使助言者に関する透明性向上：

① 機関投資家及びアセットマネージャーは、

➤ (a) 投資戦略の中で、株主とのエンゲージメントをどのように行うかのエンゲージメント政策を策定・公表し、(b) 毎年その政策の実行状況を公表しなければならない。(Comply)

➤ ただし、(a) 及び、又は (b) を行わない場合、その合理的な理由を公表しなければならない。(Explain)

② アセットマネージャーは、機関投資家からの依頼を受けて投資運用を行っている場合、機関投資家に対して、アセットマネージャーの投資戦略及びその実行が、中長期的な運用成果にどのように結びつくかの説明が義務付けられた。

③ 議決権行使助言会社は、業界で作成した行動規範^(注6)に署名、その旨を公表するとともに、その規範の執行状況を公表しなければならない。規範の中で遵守しないものがある場合、合理的な説明によって代えることができる(Comply or explain)。また、議決権行使助言会社は、助言の決定方法や主たる情報ソースを毎年公表しなければならない。

5) 役員報酬：

企業は、“役員報酬政策”を策定し、この政策に基づき、個別の役員報酬を決定、支払わなければならない。この役員報酬政策については、改正SRD上、株主総会で株主が“採決”することが明確にされた。

しかし、上記2. でも述べたように、『企業に対する、自社の役員報酬政策についての株主同意取得の義務付けについては、EU内で一律義務化にするのではなく、各加盟国の規制当局の判断に委ねられた』ことを受けて、役員報酬政策に関する採決は、株主承認という形式でなくとも、加盟国の判断によっては、株主の意思表示(advisory)という形式でよいこととなった。

役員報酬政策の株主総会への提出は、重大な変更がある場合はその都度、また、そうでない場合でも、少なくとも4年に1回は行わなければならない。役員報酬政策には、役員報酬と従業員給与の比較、及び企業のパフォーマンスがどのように報酬に影響しているかの説明を含めるように義務付けられた。

なお、企業は、毎年、前年の役員報酬案に対する株主の意思表示を行うことも義務付けられた。

6) 関連当事者取引：

企業は、少数株主への配慮から、関連当事者取引を行う場合はその完了前に発表することが義務付けられた。

改正SRD	英国での類似規定	比較・検証内容
1) 株主の特定	Companies Act 2006 (注7) Section 793	英国でも、企業は株主を知る権利がある。
2) 議決権行使に関する必要情報の提供	なし	—
3) 議決権行使の促進	なし	—
4) 機関投資家、アセットマネージャーに関する透明性向上	UK Stewardship Code (注8)	①、②：英国では、機関投資家は、議決権行使結果、及びエンゲージメント結果の公表が義務付けられている。また、アセットマネージャーは、顧客に向けた責任履行の方法に関する説明が義務付けられている。
4) 議決権行使助言者に関する透明性向上	なし	③：英国に該当規制はない。しかし、英国の議決権行使助言者は、既に行動規範に署名しており、SRDと同内容のものが実質的に適用されていると言える。
5) 役員報酬	Companies Act 2006 Section 439, 439A	英国では、企業は、毎年、前年の役員報酬案に対する株主の意思表明、及び3年に1回、役員報酬政策に関する決議を行い、株主の承認を得ることが義務付けられている。
6) 関連当事者取引	Listing Rule 11 (注9)	英国では、企業は、関連当事者取引を行う前に、株主の承認を得ることが義務付けられている。

4. 英国への影響

改正SRDの国内法化の義務付けは英国のEU離脱後となるため、英国が新規制を導入するかどうかは依然不明だ。しかし、英国の規制当局は現在のところ、EUの規制を参考にしていく方針を示している。

この項では、英国の既存制度と改正SRDの制度の比較・検証を筆者の理解の下、行ってみた。

上表のとおり、英国は、役員報酬と関連当事者取引に関する既存のルールが改正SRDよりも厳しい内容になっている。株主の特定については、英国は、企業が会社法の下、株主を知る権利を持っていることが明確にされているが、企業が指定した第三者まで、その権利が認められているかは明確になっておらず、私の調べた限り、この点の明確化は検討されていないようだ。

次に、議決権行使関係では、英国には該当規制がないが、上表のとおり、英国の議決権行使助言者は既に行動規範に署名しており、現状の実務慣行に影響はなさそうだ。

もう1点、議決権行使関係で言うと、英国では、多くの（個人）投資家の株主名義は、取引先のブローカーになっており、ブローカーが実質的にノミニニーとなっているのだが、2016年の政府の調査によると、4分の3のブローカーは顧客から依頼を受ければ、顧客の依頼にもとづき権利行使を行うと回答しつつも、実際は依頼されることがほとんどないほか、積極的に顧客に議決権行使を働きかけてない実態が浮き彫りになった。仮に、英国が改正SRDを採用することになれば、この点の実務への影響はありそうだ。

5. EU加盟各国への影響

EU加盟各国は、2019年6月10日までに改

~~~~~

正SRDを国内法に置き換えることになっている。現在、各国の既存制度はまちまちで、準備作業はなかなか大変なようだ<sup>(注10)</sup>。

- ・例えば、「株主の特定」に関しては、ESMAの調べでは①企業がいつでも株主を特定する手続きを開始する権利が法的に認められているのが14カ国、②株主総会やコーポレートアクションの際に株主情報を受け取る仕組みになっているのが13カ国、③全く異なる仕組みが存在しているのが3カ国、④関連した仕組みが存在しないのが1カ国（ベルギー）であった。このことから、EU加盟国の半数は、既存制度を一部、又は抜本的に変える必要がある。
- ・また、役員報酬については、現在、役員報酬について株主が承認・意思表示を行う制度を導入している国は13カ国しかなく<sup>(注11)</sup>、この点の抜本的な対応を迫られる国は多そうだ。
- ・最後に、関連当事者取引については、世界銀行のリサーチレポート<sup>(注12)</sup>（2014年）によれば、EU加盟国において、関連当事者取引を行う時、改正SRDが求める公表が必要な国は14カ国（株主承認を求める国は6カ国）あったものの、EUのリーダーであるドイツが、自国制度のほうが良いとして長らく反対の立場をとってきた。ドイツの制度は、「Enterprise agreement」といって、親会社と子会社の間の取引が少数株主の利益を毀損せずに行える内容のものだ<sup>(注13)</sup>。この点、今後、ドイツが改正SRD

の国内法化をするにあたって、国内の議論が紛糾し障害になる可能性があり、要注目である。

## ■ 6. 最後に

株主の権利という、EU内で、加盟各国における既存制度に違いの多いテーマを議論し、金融危機がきっかけとは言え、規制強化の方向で、改正SRDが成立した事実は大変興味深い。

今回の改正SRDを成立にあたって、ECは機関投資家等の透明性確保については、ルール施行の数年後にレビュー<sup>(注14)</sup>を行い、必要に応じて更なるルール改正を行う考えを明らかにしており、試行錯誤を繰り返して、制度全般を最適なものにしていく流れのようだ。

株主のショートターミズムが運用会社（アセットマネージャー）に影響し、企業を近視眼的経営に走らせたとの議論はEU以外でも聞かれる論点であり、EUの今回の試みがどのような結果を導くのか注目していきたい。

<sup>(注1)</sup> <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2007:1840017:0024:EN:PDF>

<sup>(注2)</sup> [http://europa.eu/rapid/press-release\\_IP-14-396\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_IP-14-396_en.htm)

<sup>(注3)</sup> 長期保有の株主の議決権数を増加させる内容（double-voting rights）の提案も議論されたが、コーポレートガバナンスを悪化させるとして見送りとなった。<https://www.ft.com/content/ab7ece92-c343-11e4-9c27-00144feab7de>

<sup>(注4)</sup> <https://www.ipe.com/news/esg/eu->





negotiators-reach-agreement-on-revised-shareholder-rights-directive/10016620.article

(注5) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>

(注6) 欧米の大手議決権行使助言会社（Glass, Lewis & Co., Institutional Shareholder Services Inc., IVOX GmbH, Manifest Information Services Ltd, PIRC Ltd, Proxinvest）は、2014年、ESMAの要求を受けて、共通の行動規範を作成した。<https://bppgrp.info/the-principles/>

(注7) <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

(注8) [https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-\(September-2012\).pdf](https://www.frc.org.uk/getattachment/d67933f9-ca38-4233-b603-3d24b2f62c5f/UK-Stewardship-Code-(September-2012).pdf)

(注9) <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR/11/1.html>

(注10) <https://www.esma.europa.eu/sites/default/>

files/library/esma31-54-435\_report\_on\_shareholder\_identification\_and\_communication.pdf

(注11) <http://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20150504IPR49621/give-shareholders-more-say-on-directors-pay-urge-legal-affairs-committee-meps>

(注12) [http://www.esed.org.gr/documents/10180/1946322/12\\_20\\_Jean\\_Michel\\_Lobet.pdf/e5c99729-2100-4f96-92e2-b5931b41deef](http://www.esed.org.gr/documents/10180/1946322/12_20_Jean_Michel_Lobet.pdf/e5c99729-2100-4f96-92e2-b5931b41deef)

(注13) <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2017/02/related-party-transactions-revised-shareholder-rights-directive>

(注14) ECは、2022年6月10日までに機関投資家及びアセットマネージャー、2023年6月10日までに議決権行使助言会社の透明性義務に関するレビュー結果を公表する考えを示している。

