

# 「日本版スチュワードシップ・コード」について

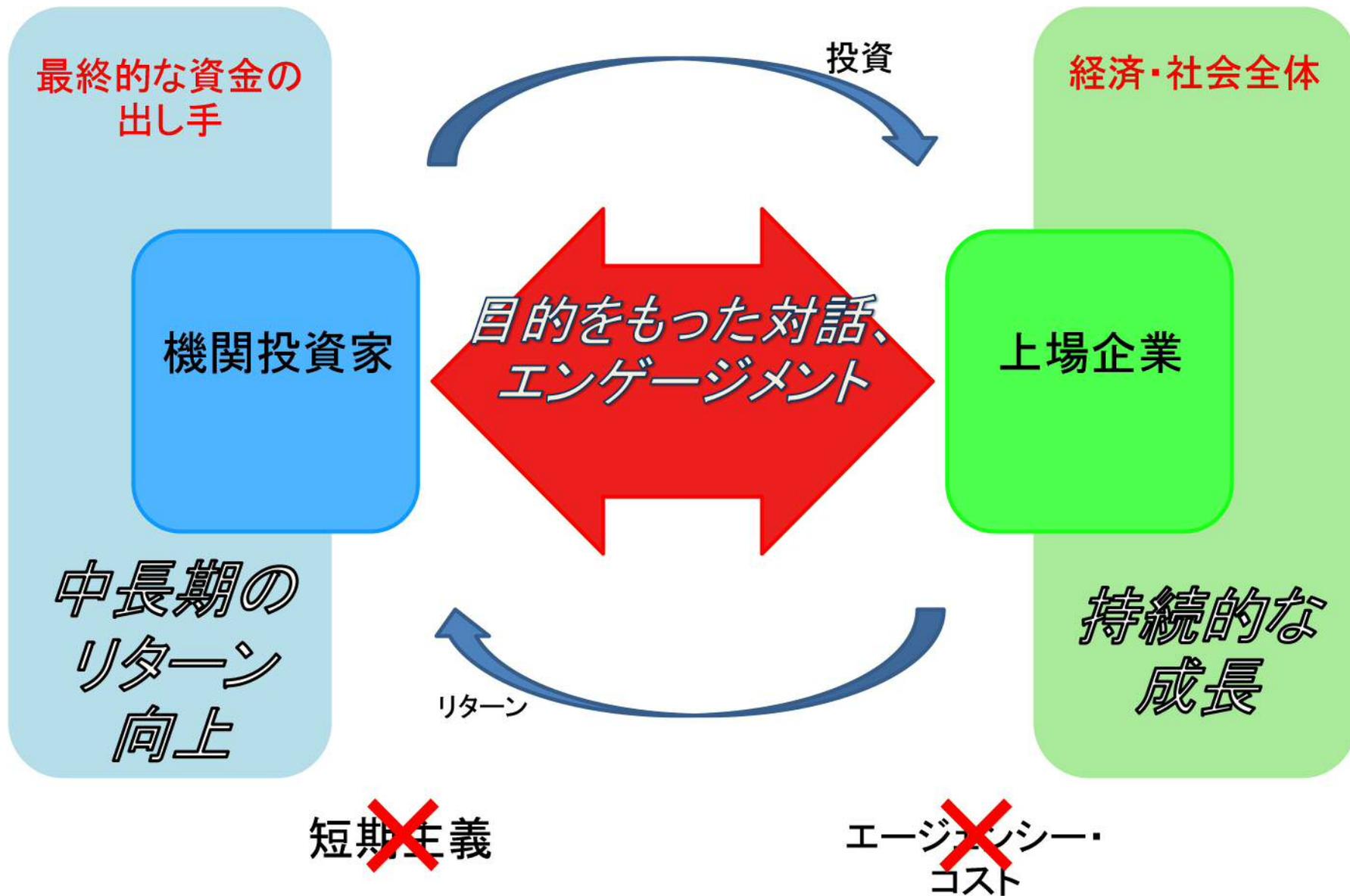


平成 26 年 9 月 11 日

金融庁 総務企画局 企業開示課長

油布 志行（ゆふ もとゆき）

# (日本版) スチュワードシップ・コード



# スチュワードシップ・コード：経緯等（産業競争力会議、日本再興戦略）

第4回産業競争力会議

平成25年3月15日

## ○ 民間議員提出資料（坂根主査取りまとめ）「産業の新陳代謝の促進」

### I. 業界再編・事業再構築の促進

国内での過当競争を回避し、スピード感を持って市場の変化への対応を要求されるグローバル競争へ対応する為、業界再編や事業の再構築を促進する仕組みづくりと民間の積極的運用の好循環が必要。

政/官

#### ④ 英国のスチュワードシップ・コードの日本版導入

日本再興戦略（抄）

平成25年6月14日 閣議決定

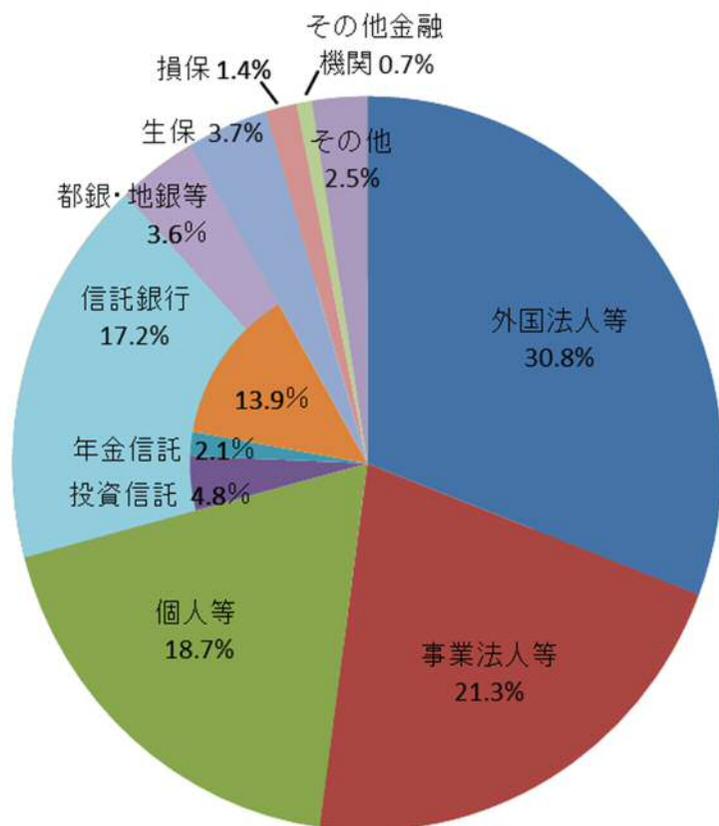
## 第I. 総論

### 「成長への道筋」に沿った主要施策例

- ・ 機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）について検討し、取りまとめる。

【年内に取りまとめ】

# 我が国の投資主体別株式保有比率（平成 25 年度、金額ベース）



	(兆円)	(%)
合計	445.4	(100.0)
a. 外国法人等	137.4	(30.8)
b. 事業法人等	94.8	(21.3)
c. 個人等	83.4	(18.7)
d. 信託銀行	76.6	(17.2)
e. 都銀・地銀等	16.0	(3.6)
(d+eのうち投資信託)	21.3	(4.8)
(d+eのうち年金信託)	9.2	(2.1)
f. 生保	16.6	(3.7)
g. 損保	6.4	(1.4)
h. その他金融機関	3.2	(0.7)
i. その他	11.0	(2.5)

（出典）東京・名古屋・福岡・札幌証券取引所「平成 25 年度株式分布状況調査」。

（注）・事業法人等とは、金融機関及び証券会社以外の法人格を有するすべての国内法人をいう。

・年金信託とは、企業年金等のうち、信託業務を営む銀行を名義人（受託者）とするものであり、公的年金の運用分については含まれていない。

・その他金融機関とは、金融機関から信託銀行、都銀・地銀等、生命保険会社、損害保険会社を除いたものをいう。

・外国法人等とは、外国法人、外国の政府・地方公共団体及び法人格を有しない団体、外国籍を有する個人をいう。

・個人等とは、日本国籍の個人及び国内の法人格を有しない団体をいう。

・その他とは、政府・地方公共団体及び証券会社の合算値。

・調査対象は、平成 26 年 3 月末現在において東京、名古屋、福岡、札幌の各取引所に上場している内国上場会社のうち、平成 25 年度中に到来した最終決算期末現在の上場普通株式。

・計数は、それぞれ四捨五入しているため、合計において 100%とはならない。

# 内外機関投資家の我が国における議決権の行使結果（ICJ データ）

## ● 議案種類別の反対率の状況（2013年6月総会 374社対象 4,670議案）

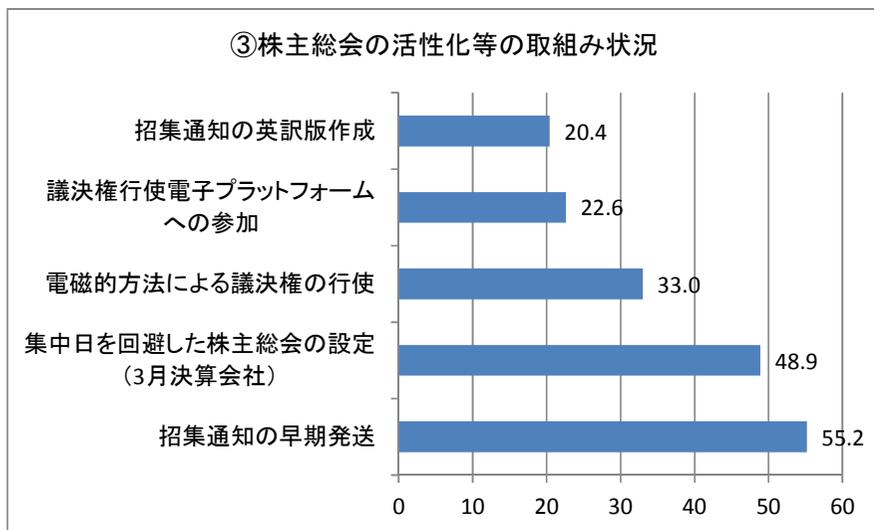
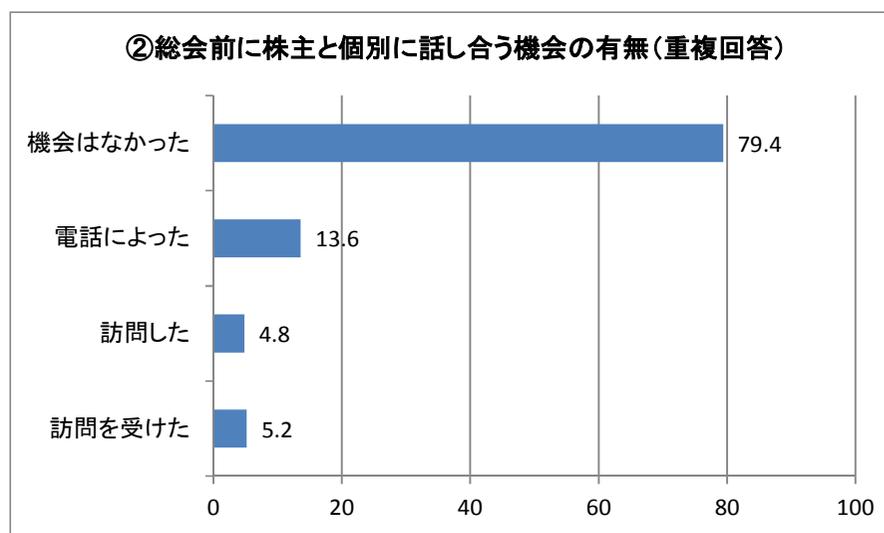
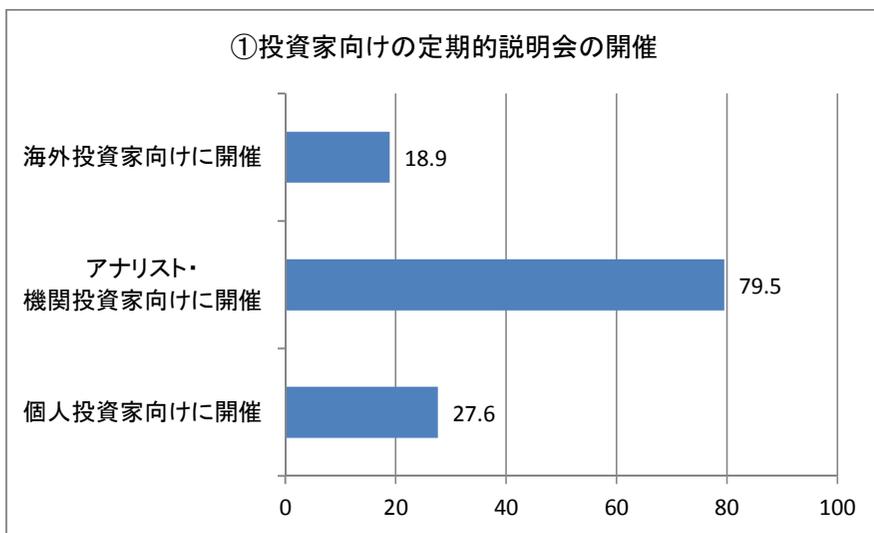
議案	議案数	国内機関投資家 反対率				海外機関投資家 反対率			
		最小	平均	最大	標準偏差	最小	平均	最大	標準偏差
剰余金処分	261	0.0%	2.4%	31.7%	4.8%	0.0%	1.4%	64.1%	5.1%
定款一部変更	104	0.0%	2.2%	49.4%	6.6%	0.0%	2.3%	57.7%	7.1%
取締役選任	3,547	0.0%	8.4%	96.7%	12.6%	0.0%	8.1%	95.2%	14.2%
監査役選任	347	0.0%	14.2%	98.4%	22.8%	0.0%	27.6%	98.8%	33.1%
退職慰労金支給	28	0.0%	29.3%	91.9%	33.9%	0.0%	43.0%	98.2%	31.9%
役員報酬額改定	82	0.0%	4.1%	22.4%	5.7%	0.0%	6.5%	68.0%	9.7%
ストックオプション	40	0.0%	12.4%	86.5%	17.6%	0.0%	16.9%	87.3%	23.0%
会計監査人選任	1	0.0%	0.0%	0.0%	—	0.3%	0.3%	0.3%	—
再構築関連※1	5	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%
買収防衛策	41	13.9%	48.0%	94.6%	16.5%	38.1%	90.8%	99.9%	15.0%
その他会社提案※2	103	0.0%	13.2%	97.1%	26.8%	0.0%	15.7%	99.1%	31.1%
会社提案総計	4,559	0.0%	8.9%	98.4%	14.7%	0.0%	10.2%	99.9%	19.4%
株主提案（賛成率）	111	0.0%	2.7%	56.0%	7.4%	0.0%	10.7%	88.4%	22.2%

※1「再構築関連」は、合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等を含む。

※2「その他会社提案」は、自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、役員賞与支給、補欠監査役選任を含む。

（出典）坂東照雄 ICJ営業部長「議決権電子行使プラットフォームからみた機関投資家の議決権行使動向－2012年との比較を踏まえて－」  
商事法務2020号（2013）

# 日本企業と機関投資家との対話の現状



(出典) ①、③「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2013」東京証券取引所、②「株主総会白書 2009 年版」商事法務 No. 1883 より作成。

(備考 1) ①、③については、2012 年 9 月 10 日現在で東京証券取引所に株式を上場しているすべての内国会社 2275 社の報告書データを対象として分析。このうち、東証第一部上場企業を抜粋。単位は%。

(備考 2) ②については、東京、大阪、名古屋等全国 5 証券取引所に上場されている国内会社（新興市場・外国企業を除く）2512 社を対象にアンケート調査を実施。1897 社が回答（回答率 75.5%）。単位は%。

# 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」メンバー名簿

座長	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー	石田 猛行	ISS エグゼクティブ・ディレクター
	江口 高顕	一橋大学大学院国際企業戦略研究科博士後期課程（経営法務） 在籍コンサルタント
	大場 昭義	東京海上アセットマネジメント投信(株)代表取締役社長
	小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役
	川田 順一	JX ホールディングス(株)取締役常務執行役員
	橘・ワタ・咲江	G&S Global Advisors Inc. 代表取締役社長
	田中 亘	東京大学社会科学研究所准教授
	徳成 旨亮	三菱 UFJ 信託銀行(株)専務取締役
	野口 亨	DIAM アセットマネジメント(株)専務取締役
	濱口 大輔	企業年金連合会運用執行理事チーフインベストメントオフィサー
	古市 健	日本生命保険相互会社代表取締役副社長執行役員
	堀江 貞之	(株)野村総合研究所上席研究員
	松島 俊直	大和証券投資信託委託(株)代表取締役兼専務執行役員
幹事	坂本 三郎	法務省民事局参事官
	白川 俊介	内閣官房日本経済再生総合事務局内閣参事官
	三浦 聡	経済産業省経済産業政策局産業組織課長
	安井 良太	東京証券取引所上場部長

（敬称略・五十音順）

## 「有識者検討会」のスケジュール

---

- 「有識者検討会」は8月に設置され、議論を開始（会議は公開）。
- 検討会（第5回会合）は、昨年12月26日に「日本版コード」の素案を取りまとめ。和英両文によるパブリック・コメントを実施。
  - ※ 海外投資家の関心も高いことから、英語版も作成。英語でのパブリック・コメントも実施。
- 国内外からのパブリック・コメントの結果を踏まえ、2月26日の検討会（第6回会合）において、コードを最終確定。

# GPIF 等の公的・準公的資金についての見直し（日本再興戦略）

---

## 日本再興戦略（抄）

平成25年6月14日 閣議決定

### 第Ⅰ．総論

#### 「成長への道筋」に沿った主要施策例

- ・ 公的・準公的資金について、各資金の規模・性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、提言を得る。  
【本年秋までに結論】

### 第Ⅱ．3つのアクションプラン

#### 一．日本産業再興プラン

##### 5．立地競争力の更なる強化

#### ○公的・準公的資金の運用等の在り方

- ・ 公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用（分散投資の促進等）、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。

# 「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の結論 ：「日本版スチュワードシップ・コード」関連部分

## 同有識者会議の報告書(平成 25 年 11 月 20 日公表)【一部抜粋】

### IV エクイティ資産に係るリターン最大化

各資金が株式などのエクイティ資産に投資を行う場合には、長期投資を前提としてリターンの向上を目指す必要がある、その目的の範囲内においては、公的・準公的な立場を有しているとしても、受託者として、運用受託機関を通じた投資先との緊密な対話や適切な議決権の行使などが求められる。このため、各資金において、金融庁で行われている日本版スチュワードシップ・コードに係る検討の結果等を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して当該方針にのっとった対応を求めるべきであるが、その一方で、各運用機関本体による過度な経営への関与や、一律の方針設定に基づく形式的な議決権行使が行われないう、留意が必要である。そうした観点から、必要に応じて、投資先企業との良好な関係に基づく対話により持続的な企業価値の向上を目指す運用受託機関への委託など<sup>(注)</sup>も考えられる。なお、財務的な要素に加えて、非財務的要素である「ESG(環境、社会、ガバナンス)」を考慮すべきとの意見もあり、各資金において個別に検討すべきものと考えられる。

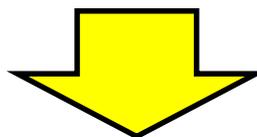
(注)我が国において、企業の経営実態を的確に把握し、適切なガバナンスの下で運営される議決権行使助言会社を利用可能な環境が整った際には、その活用も考えられる。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「前文」① –

## 1. 総論（コード「前文」）

### （1）「スチュワードシップ責任」

- 「英国コード」は、機関投資家の責任について、直接的な委託・受託関係を基礎とする「受託者責任」のみではなく、より広く、機関投資家が運用する資金の「根源的な提供者(ultimate providers)」に対する責任も含む概念として、「スチュワードシップ責任」という表現を使用。
- 「スチュワードシップ責任」という表現は、日本では馴染みがないため、「日本版コード」では工夫が必要。



- 「『日本版コード』という表題に加えて、その趣旨が伝わるような副題が必要」との検討会における意見を踏まえ、「日本版コード」のタイトルを「『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~」に修正。
- 「『日本版コード』が念頭に置く機関投資家の責任の内容はしっかり書き下す必要」との検討会における意見を踏まえ、「スチュワードシップ責任」という表現について、冒頭にBOXを設け、定義を強調・明確化。

### (2) 「日本版コード」策定の経緯・目的

- 「日本再興戦略」では、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について、取りまとめるとの記載（平成25年6月14日閣議決定）。
- 「英国コード」でも、スチュワードシップの目的について、機関投資家が運用する資金の「根源的な提供者(ultimate providers)も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある」とし、「実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、経済全体に恩恵を及ぼす」と記載。
- 両者の記述は互いに矛盾するものではなく、「日本版コード」の策定にあたっては、両者の趣旨を踏まえた内容を記載。

### (3) コードの対象とする機関投資家

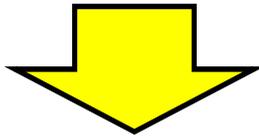
#### [機関投資家の範囲]

- 「日本版コード」はあくまでもソフト・ロー（法的拘束力のない規範）であり、法令のように必ずしも適用対象を明確に定義しなければならないわけではない。  
このため、より幅広い主体が「日本版コード」を受け入れることが可能となるよう、適用対象である「機関投資家」の外縁は敢えて明確にしない（定義は置かない）。  
（注）「英国コード」も、「機関投資家」の定義を置いていない。

## 「日本版コード」策定のポイント – 「前文」③ –

---

- 機関投資家として求められる役割は、
  - ・ 「資産保有者としての機関投資家（アセット・オーナー）」と、
  - ・ 「資産運用者としての機関投資家（アセット・マネジャー）」とでは、自ずと異なる場合がある。  
このため、「日本版コード」においても、必要に応じて両者の書分け。  
(注)「英国コード」も、こうした書分けを行っている。



- 「機関投資家の外縁を明確にしない。ただし、主として念頭に置く機関投資家についての例示は必要」との検討会における意見を踏まえ、機関投資家を書き分ける際に、
  - ・ 「資産保有者としての機関投資家（年金基金や保険会社など）」
  - ・ 「資産運用者としての機関投資家（投資運用会社など）」と例示を括弧書きで追加。

## 「日本版コード」策定のポイント – 「前文」④ –

- 議決権行使助言会社等は、機関投資家ではないものの、機関投資家が議決権行使や投資戦略を決定し「機関投資家としての責務」を果たすに際し、大きな影響力を有する。

こうした点に鑑み、「議決権行使助言会社等に対しても、『日本版コード』があてはまる」旨を、コードに記載。

(注)「英国コード」も、「議決権行使助言会社や投資助言会社等のサービス・プロバイダーに対しても拡大適用される」旨を記載している。

- 「スチュワードシップ責任」を果たすためには、ある程度のコストが発生するが、当該コストは、機関投資家の規模や運用方針（長期運用/短期運用、アクティブ運用/パッシブ運用等）によって、受容水準が異なるものと考えられる。

このため、「コード履行の態様は機関投資家の規模や運用方針により差があり得る」旨を、コードに記載（また、適正なコスト負担について特に付言）。

(注)「英国コード」も、「コードの全てがあらゆる署名機関にあてはまるものではない」旨を記載している。

### [国内外の別]

- 「日本再興戦略」では、「企業の持続的な成長を促す観点から、『日本版コード』を策定すべき」旨が示されている。

このため、「『日本版コード』は、日本企業の持続的な成長を促すという観点から、日本株に投資する『機関投資家』を念頭に置いて策定したものである」旨を、コードに記載。

(注)「英国コード」も、英国株に投資する機関投資家を対象としている。

## 「日本版コード」策定のポイント – 「前文」⑤ –

### (4) 位置付け等

#### [プリンシプルベース・アプローチ]

- 「ルールベース」の規律が一般的な日本においては、一見当たり前のような内容が多い「プリンシプルベース・アプローチ」は軽視されがちではないかとの懸念がある。

こうした点に鑑み、「日本版コード」では、「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を、コードに記載。

「本コードは、機関投資家が取るべき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

「プリンシプルベース・アプローチ」は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

## [コンプライ・オア・エクスプレイン]

- 「英国コード」同様、
  - ① まず、コードを受け入れるかどうか (Signatory)、
  - ② また、コードを受け入れる者も、すべてを実施する必要はなく、実施しない原則等があれば、その理由を説明すれば足りることとする (Comply or Explain)、との「2段階アプローチ」を採用。

## [受入れ機関投資家のリスト公表]

- 「機関投資家」によるコードの受入れ状況を可視化し、その周知性を高める観点から、コードを受け入れる「機関投資家」に対しては、
  - ・ 「コードを受け入れる旨」及び「コードの各原則に基づく公表項目(実施しない原則がある場合には、その理由の説明)」を自社のウェブサイトで公表すること、
  - ・ 当該公表を行ったウェブサイトのアドレス (URL) を金融庁に通知することを求める。その上で金融庁は、当該公表を行った機関投資家について、一覧性のある形 (リスト) で公表を行う。

## [定期見直し]

- 「日本版コード」について、その実施状況等を踏まえつつ、更にその内容の改善等を図っていくことが考えられる。  
こうした点に鑑み、「日本版コード」については、「定期的な見直しを検討する」旨を、コードに記載 (おおむね3年毎を目途)。

## 「日本版コード」の7つの原則

---

### 機関投資家は、

1. スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべき。
2. スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべき。
3. 投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべき。
4. 投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべき。
5. 議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべき。
6. 議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則1 –

## 各論（コード「各原則」）

### <「英国コード」の概要>

原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を開示すべきである。	
指	① 最終受益者・顧客にとっての価値を増大・保全するためにスチュワードシップをどのように適用しているのか、についての方針を開示すべき
	・ 当該方針は、インベストメント・チェーン内における各機関投資家の業務と当該業務に伴う責任を反映 ・ 当該方針では、投資プロセスを広めに捉え、その中でスチュワードシップを統合的なものとするための工夫について記述
針	② 業務を外部委託している場合、自らのスチュワードシップ責任の適切な発揮にどのように合致するのか説明すべき。また、自らのスチュワードシップのアプローチと一致する方法で外部委託業務が実行されるよう、どのような手段を講じたのか説明すべき



### <「日本版コード」の原則>

原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用。
  - ー ただし、他の部分における記載との統合を含め、記載の場所を整理。

○ [英指針②]資産保有者から資産運用者への業務委託については、前文で記載を行う。また、機関投資家から議決権行使助言会社への業務委託については、原則5の指針部分で記載を行う。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則2 –

## ＜「英国コード」の概要＞

**原則2：機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。**

**指** ① 顧客・受益者の利益を第一として合理的な範囲内であらゆる行動をとることを目指し、利益相反を特定して管理するための方針を策定、公表すべき

**針** ・ 顧客又は受益者間での利益が互いに一致しない場合にどのように対処するのかについて説明すべき



## ＜「日本版コード」の原則＞

**原則2：機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。**

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則3① –

## ＜「英国コード」の概要＞

<b>原則3：機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。</b>	
<b>指 針</b>	① 不断のモニタリングを実施し、定期的の実効性をチェックすべき
	② モニタリングに当たり、以下を追求すべき
	(a) 会社業績の最新状況の把握
	(b) 会社の価値、リスクを左右するような会社内外の状況変化の最新状況の把握
	(c) 会社内に実効的なリーダーシップが存在することの確認
	(d) 取締役等との面談を通じた会社の取締役会・委員会のコーポレート・ガバナンス・コードとの整合性の確認
	(e) 会社の開示・会計情報の品質の検討
	(f) 適切かつ実務的に可能な場合、自身が主要株主である会社の株主総会への参加
	③ コーポレート・ガバナンス・コードから乖離した場合に会社が行う説明については、慎重に検討し、合理的に判断すべき。 会社スタンスに同意できない場合の対話の準備すべき
	④ 投資価値に大きな損失をもたらすおそれがある事象を早期把握すべき。そうした懸念を有する場合には、投資先企業の経営陣と認識を共有すべき
⑤ インサイダーとなるよう希望することも、そうならないよう希望することも可能。インサイダーになっても構わない場合には、その意思・方法を明示すべき	



## ＜「日本版コード」の原則＞

**原則3：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。**

## 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則3② –

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用しつつも、以下の点を修正。
  - [英原則3本文]：「日本版コード」では、「企業の持続的な成長を促す観点」を追加しつつ、「モニタリング」という言葉の使用を避けるために、「機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである」という表現に修正。
    - ・ 「日本再興戦略」では、「企業の持続的な成長を促す観点から、『日本版コード』を策定すべき」旨の記載。
    - ・ 「『モニタリング』の語は、企業を一方向的に『監視』するとの印象が強いため、表現の工夫が必要」との検討会における意見。
  - [英指針②]：「英国コード」のように個別のモニタリング項目を細かく列挙することは回避。
    - ・ 個別のモニタリング項目を細かく列挙すると、かえって列挙項目のみに注力すれば足りるとの誤解を与えるおそれ。
    - ・ 投資先企業のモニタリングに当たり、様々な項目が考えられる中でどれに注目すべきかは、コードにおいて個別列挙するのではなく、機関投資家自身の判断で行うべき。
  - 「『日本版コード』が、日本の実情を勘案した独自のものであることを示すため、『資本効率性を高め』といった文言を盛り込んでどうか」との検討会における意見を踏まえ、「日本版コード」の原則3の指針3-1などにおいて、当該文言を記載。

## 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則3③ –

---

- [英指針⑤]：インサイダー情報（「未公表の重要事実」）の取扱いについて、「英国コード」はインサイダーになることを希望する特定の株主に選択的開示を行うことも想定しているが、第2回会合におけるヒアリング等では、我が国機関投資家は、「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能である」、「株主平等の観点等から、インサイダーになることを希望することはない」旨の意見。  
「日本版コード」では、こうした点を踏まえて記載。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則4① –

## < 「英国コード」の概要 >

<b>原則4：機関投資家は、ステュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていく (escalate) のかにつき、明確なガイドラインを持つべき</b>	
<b>指 針</b>	① どのような場合に積極的に「関与」(intervene)を行うのかを明示すべき ・ 「関与」を行おうとする場合の例としては、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク(社会問題・環境問題に関連するリスクを含む)へのアプローチに対して懸念を有する場合が挙げられる
	② 「関与」を行った場合における結果を定期的に評価すべき
	③ 「関与」は、アクティブ/パッシブの運用方針に関わらず、検討すべき
	④ 「関与」を行ったにもかかわらず会社が建設的に対応しない場合、例えば下記の方法で活動を強化するか検討すべき
	(a) 懸念事項のみに特化した議論のための経営陣との追加的な会合
	(b) 会社のアドバイザーを通じた懸念の表明
	(c) 取締役会議長その他の取締役との会合
	(d) 事項を特定し、他の機関投資家と協調した関与
	(e) 株主総会への意見公表
	(f) 株主総会への議案提出、意見表明
(g) [臨時] 株主総会の招集要求、必要に応じた経営陣の交代提案	



## < 「日本版コード」の原則 >

**原則4：機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。**

## 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則4② –

---

- 「英国コード」のように、投資先企業への関与（intervene）の結果を踏まえ、投資先企業に対する関与を更に「強めていく」（escalate）ことについての考え方。
  - － [英原則4本文]：「日本版コード」では、投資先企業に対する関与の結果を踏まえ、更に関与を「強めていく」ということよりも、「投資先企業との間での目的を持った対話を通じた『認識の共有』や『問題の改善』に努めることに重きを置くべき」旨を、記載。
    - ・ 第2回会合におけるヒアリング等では、「投資先企業において問題が生じた場合等には、より十分な説明を求める等の対応を図っているが、投資先企業に対する関与を更に『強める』といった対応は行っていない」旨の意見。
  - － [英指針④]：「英国コード」のように投資先企業への関与の方法を細かく列挙することの評価。
    - ・ 投資先企業への関与の方法を細かく列挙すると、かえって形式的な対応を招くおそれ。
    - ・ 投資先企業への関与に当たり、様々な方法が考えられる中でどの方法をとるべきかは、コードにおいて個別列挙するのではなく、機関投資家自身の判断で行うべき。むしろ、「日本版コード」では、「実際の局面に応じて、どのような方法で投資先企業への関与を行っていくかについて、明確な方針を持つべき」旨を、コードに記載。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則5 –

## ＜「英国コード」の概要＞

原則5：機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。

指  
針

- ① 集团的エンゲージメントに関する方針を開示すべき
- ② 当該方針では、必要な場合には他の投資家と協調して行動する用意がある旨を明らかにすべき  
また、どのような場合に集团的エンゲージメントへの参加を検討するかについても明らかにすべき

➤ 「英国コード」のように、他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすことについては、必ずしも日本の実情には馴染まない。

－ 第2回会合におけるヒアリング等では、

- ・ 「投資家間においては、個別の投資先企業に関する具体的な課題ではなく、議決権行使にあたっての一般的な考え方などについて、意見交換を行っている」旨の意見。
- ・ 「他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して何らかの行動を起こすことについては、投資先企業との信頼関係の維持や秘密保持の必要性等の観点から、実務では行われていない」旨の意見。



○ 英国の原則5はそのままの形では採用せず。ただし、「海外の動向も踏まえれば、『日本版コード』においても、何らかの形で『他の投資家との協調行動』もあり得る旨言及することは必要」との検討会における意見を踏まえ、原則7の指針7—3において、投資先企業との対話等をより適切なものにするための一助として、「他の投資家との意見交換やそのための場の設定」について記載。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則6 –

## ＜「英国コード」の概要＞

**原則6：機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。**

指	① 全ての保有株式について議決権を行使するよう努めるべき。自動的に取締役会に賛同すべきでない。積極的な対話で満足いく結果が得られない場合には、議案に対し棄権又は反対票を投じるべき
	② 議決権行使記録を公に公開すべき
針	③ 議決権行使の助言サービスを利用する場合には、その旨を開示すべき。また、その利用範囲・業者名の明示、当該業者の推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているのか、を開示すべき
	④ 貸株とその返済についてのアプローチを開示すべき



## ＜「日本版コード」の原則＞

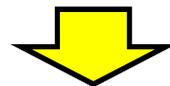
**原則5：機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。**

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用しつつも、以下の点を修正。
  - － [英原則6本文]：「日本版コード」では、議決権行使の「方針」は、「明確なものであること」に加え、「単に形式的な基準を定めるのではなく、投資先企業の持続的成長に資する『方針』となるよう工夫すべき」旨を記載。
  - － [英指針②]：議決権行使結果の公表については、「英国コード」でも個別の開示までは求めている。第2回会合におけるヒアリング等では、
    - ・ 英国でも、投資先企業の個社別開示を行っているのは一部にとどまるとの報告。⇒ 「日本版コード」では「議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべき」旨を記載。
  - － [英指針③]：「日本版コード」においては、「議決権行使助言会社を利用する場合でも、その推奨に機械的に依拠するのではなく、投資先企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断で行うべき」旨を明記。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「英国コード」原則7 –

## ＜「英国コード」の概要＞

原則7：機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、顧客・受益者に対して定期的に（個別）報告すべきである。	
指	① スチュワードシップ活動に関する明確な記録を保持すべき
	② アセット・マネジャーは、顧客・受益者に対し、責任をどのように果たしているか定期的に報告すべき
	③ アセット・オーナーは、少なくとも年に1度、スチュワードシップの方針とその実行について、自らが責務を負う相手方に報告を行うべき
針	④ アセット・マネジャーは、自らのエンゲージメント・議決権行使プロセスについて、独立した意見[保証報告書]を取得すべき。保証報告書を取得した場合、その旨を開示すべき。顧客の要求があれば、当該保証報告書は提供されるべき



## ＜「日本版コード」の原則＞

原則6：機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用しつつも、以下の点を修正。
  - ー [英指針②、③]：委託者への「個別報告」を基本。ただし、実務的には、委託者自身が「報告不要との意思を有している」場合もあり得る。また、最終的な受益者に個別に報告することが困難な場合なども想定されることを踏まえれば、このような場合には、「個別の報告」ではなく、一般に公開可能な内容を「公表」することを念頭に置いた記載に修正。
  - ー [英指針④]：いわゆる「保証報告書」の取得については、英国においても実態上ほとんど行われていない模様。この点に鑑み、「日本版コード」においては、保証報告書の取得を求める旨の記載は行わず。

# 「日本版コード」策定のポイント – 「日本版コード」独自の原則 –

## ＜「日本版コード」の原則＞

**原則7：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。**

- 「日本版コード」の「原則7」は日本独自の原則。
    - ・ 第2回会合では、「企業と実りある対話を行うためには、投資家側も相当程度の見識を持つことが重要である」旨の意見。
    - ・ これを踏まえ、「日本版コード」独自の原則として、「投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべき」旨を記載。
    - ・ その際、当該原則の指針として、
      - 投資先企業や投資先企業が属する業種についての深度ある理解に努めること、
      - 深度ある理解に基づき、適切な対話と判断を行うため必要な「体制整備」を行うこと、
      - 必要に応じ、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けること、
      - 過去の対話と判断の幾つかについて、適切であったか否かを適宜の時期に「省みる」こと、
- などを記載。

## 「日本版コード」の受入れを表明した機関投資家のリストの公表①

- 「日本版コード」では、
  - (1) コードを受け入れる「機関投資家」に対しては、
    - ・ ①「コードを受け入れる旨」及び
    - ・ ②「コードの各原則に基づく公表項目（実施しない原則がある場合には、その理由の説明）」を自社のウェブサイト<sup>1</sup>で公表すること、
    - ・ 当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと
    - ・ 当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知することを求めている。
  - (2) その上で金融庁において、当該公表を行った機関投資家を一覧性のある形（リスト）で公表。

- 公表リスト（金融庁）は、3ヶ月毎にまとめて更新。
- その際、株主総会対応に向けた業務が機関投資家に集中する通常<sup>2</sup>の四半期末を避ける観点から、例えば、2、5、8、11月末までの状況につき、翌月初めに更新・公表。
- 初回のリストは、「日本版コード」の最終確定後、最初に到来する株主総会（6月末）を視野に入れ、5月末までの状況につき、6月初めに公表。ただし、初回に限り、時間的な余裕があまり無いことや幅広い機関投資家の賛同を促す観点から、まずはコードの受入れ表明のみを行い、「コードの各原則に基づく公表項目」については、次回（9月初め）のリスト更新時までには公表を行っていただくことが可能。

## 「日本版コード」の受入れを表明した機関投資家のリストの公表②

- 平成 26 年 9 月 2 日、同年 8 月末までにコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」(第 2 回)を公表。
- 集計結果は、以下のとおり。

コードの受入れを表明した機関投資家数 : 160 【初回から <u>33 増加</u> 】	
内 訳	<b>【業態別】</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 信託銀行等 : 6 【初回から <u>変動なし</u>】</li> <li>・ 投信・投資顧問会社等 : 109 【初回から <u>23 増加</u>】</li> <li>・ 生命保険会社 : 17 【初回から <u>3 増加</u>】</li> <li>・ 損害保険会社 : 4 【初回から <u>1 減少 (合併)</u>】</li> <li>・ 年金基金等 : 17 【初回から <u>5 増加</u>】</li> <li>・ その他 (議決権行使助言会社他) : 7 【初回から <u>3 増加</u>】</li> </ul>
	<b>【国内外の別】</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 本邦系機関投資家 : 93 【初回から <u>16 増加</u>】</li> <li>・ 外資系機関投資家 : 67 【初回から <u>17 増加</u>】</li> </ul> <p>(うち、海外本部から受入れを表明した機関投資家 : 22) 【初回から <u>9 増加</u>】</p>

- 次回については、平成 26 年 11 月末までの状況について、同年 12 月上旬に公表する予定。  
 なお、自己のウェブサイトを持していない機関投資家に限っては、「受入れ表明」及び「コードの各原則に基づく公表項目」を、PDF 形式で、金融庁に送付することをもって、ウェブサイトでの公表に代えることも可能。

# 「日本版コード」で公表（開示）を求める情報 – 「英国コード」との対比 –

原則等	日本版コード		英国コード
	内容	備考	内容
前文	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ コードを受け入れる旨（賛同表明）</li> </ul>	—	—
原則 1	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ スチュワードシップ責任を果たすための方針</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・賛同表明時の公表を想定（*）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ スチュワードシップ責任を果たすための方針</li> </ul>
原則 2	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ スチュワードシップ責任を果たすにあたり管理すべき利益相反についての方針</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・賛同表明時の公表を想定（*）</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 利益相反を特定して管理するための方針（当該方針には下記も記載） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 顧客・受益者の利益が互いに一致しない場合の対処</li> </ul> </li> </ul>
原則 3	—	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ インサイダーになっても構わない場合、その意志と方法</li> </ul>
原則 4	—	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ どのような場合に積極的に関与を行うかについての方針</li> </ul>
—	—	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 集团的エンゲージメントに関する方針</li> </ul>
原則 5	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 議決権行使についての方針（当該方針には下記も記載） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 議決権に係る権利確定日をまたぐ貸株取引を行うことを想定している場合、当該貸株取引についての方針</li> </ul> </li> <li>➤ 議決権行使結果（当該方針には下記も記載） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 議決権行使助言会社のサービスを利用している場合、その旨及び当該サービスをどのように活用したのか</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・賛同表明時の公表を想定（*）</li> <li>・年1回の公表を想定</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 議決権行使方針（当該方針には下記も記載） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 貸株とその返済についてのアプローチ</li> </ul> </li> <li>➤ 議決権行使結果（当該方針には下記も記載） <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 議決権行使サービス等を利用する場合、その旨、及び当該サービスの利用範囲、業者名、当該業者の推奨への準拠、依存、活用状況</li> </ul> </li> </ul>
原則 6	—	—	<ul style="list-style-type: none"> <li>・保証報告書を取得した旨</li> </ul>
原則 7	—	—	—

（\*）2014年6月の第1回リスト公表時を除く。

# パブリックコメントの概要①

## 【和文のパブリックコメント】

- ・ 意見募集期間:平成 25 年 12 月 26 日(木)～平成 26 年 2 月 3 日(月)
- ・ 26 の個人及び団体から意見の提出あり。

## 【英文のパブリックコメント】

- ・ 意見募集期間:平成 26 年 1 月 15 日(水)～平成 26 年 2 月 9 日(日)
- ・ 19 の個人及び団体から意見の提出あり。

- 寄せられたコメントの類型は、総じて、①コードをより良いものとするために一部の修文を提案するもの、②コードの実施に当たっての配慮や環境整備等を要望するもの、③コードについての自らの解釈の正誤に関する意見を求めるもの、に大別することができる。
- なお、否定的なコメントもいくつかあったものの、全体としては、コードの策定に賛同するというスタンスに立った上で、上記のように、一部の修文、配慮や環境整備等の要望、解釈の正誤を求めるコメントが寄せられた(肯定的なコメントと否定的なコメントの代表例は以下のとおり)。

## 肯定的なコメント(和文)

### 肯定的なコメントの概要(抜粋)

金融機関の Chief Compliance Officer(常務)、常勤監査役、社外取締役、また製造業の社外監査役等の実務経験と、その後の大学における Corporate Finance 並びに Corporate Governance の研究活動経験から、今回の「日本版スチュワードシップ・コード」制定の試みに基本的に賛成し、その効果が実ることを心から望みます。

今回の「諸原則」は、日本企業および投資家のガバナンス向上に役立つと考えられ、強く支持する。

機関投資家の責任の諸原則を明らかにすることによって、特に原則4に示されているように、投資家に対して、中長期的な視点のもとでの建設的な企業との対話を促すことに、賛成する。少なからぬ数の日本企業が、資本市場との積極的な対話を躊躇している。その背景には、投資家の時間軸は企業より短期であり、そのような短期的視野の投資家からの意見は、健全な企業経営を阻害するとの懸念が存在する。中長期的視点からの投資先企業の企業価値向上と持続的成長を促すことを目的とした対話が、機関投資家の重要な責任であると明確に示すことにより、このような企業の懸念が取り除かれ、双方の対話を促進する強固な土台が築かれることになるだろう。

## パブリックコメントの概要②

### 肯定的なコメント(英文)

肯定的なコメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)
<p>In our view, the Code represents a comprehensive approach that is consistent with the UK Stewardship code and similar codes being developed in other markets. We congratulate the Council for taking this approach. As Japan is the third largest global economy, adoption of the Code will have global impact and will contribute to the acceptance of uniform stewardship standards that are needed in today's borderless investment environment.</p>	<p>私達の見方では、本コードは英国スチュワードシップ・コードやその他の国で策定された類似のコードと同様の、包括的なアプローチを記載している。私達は、検討会がこのような手法を採用したことを称賛する。日本は世界で第3の経済大国であり、<u>本コードの採択は世界的なインパクトを与え、今日の国境のない投資環境において必要とされる統一的なスチュワードシップの基準の受入れに貢献するだろう。</u></p>
<p>Our members are strong supporters of the concepts of flexible application of standards, commonly referred to as comply or explain... We applaud the Council of Experts in taking forward this initiative and being an early adopter of the concept of a Stewardship Code which we strongly support.</p>	<p>私達のメンバーは、一般に「コンプライ・オア・エクスプレイン」と呼ばれる、柔軟に基準を適用する概念を強く支持する。私達は、<u>有識者検討会がこうした取組みを進め、また私達が強く支持するスチュワードシップ・コードの概念を早い時期に採用したことを称賛する。</u></p>
<p>We commend the Council of Experts for focusing on a number of important concepts, including referencing the desired long term focus and recommending “follow through”, for example annual updating, ongoing review of the effectiveness of monitoring and a statement that dialogue itself should not be regarded as the aim of engagement.</p>	<p>私達は<u>有識者検討会がいくつかの重要な概念に焦点を当てたことを称賛する。それらの概念の中には、望ましい長期的な視点に言及したことや“follow through”の仕組み、例えば、毎年更新や、モニタリングの効果の継続的な見直しや対話を行うこと自体がエンゲージメントの目的とみなされるべきでない旨の声明などが含まれている。</u></p>
<p>The code will probably not only encourage Japanese investors to raise the investments in Japanese equity market, but also make the Japanese equity market a more interesting market to foreign investors.</p>	<p>本コードによって、おそらく日本の投資家が日本の株式市場への投資を増大させることが促進されるだけでなく、<u>日本の株式市場が海外投資家にとってより魅力のある市場となるだろう。</u></p>

### 否定的なコメント(和文)

否定的なコメントの概要(抜粋)
<p>本コードに準拠することが企業の持続的成長や日本経済の発展に資するとの十分な根拠がないため、導入は時期尚早であり反対。投資先企業へ投資家が過剰に関与することは株式の「所有と経営の分離」の原則に反し、経営の自由度を阻害し、ひいては企業経営の多様性を失わせ、金太郎飴的な画一的な経営ばかりになって日本経済の競争力を失わせる懸念がある。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答①

No	コメントの概要	回答
<b>●タイトル</b>		
1	上段のタイトルを責任ある機関投資家の「行動原則」とすることを提案したい。下段のタイトルは、日本版という表記は不要ではないか。	ご指摘のとおり、本コードは機関投資家の「行動原則」としての側面が多いものの、行動以外にも、例えば原則7では「実力を備える」ことが求められていること、また、英国版コードのタイトルも“UK Stewardship Code”とされていること等から、タイトルは原案どおりとさせていただきます。
<b>●前文</b>		
<b>▼スチュワードシップ責任について</b>		
2	スチュワードシップとは、英国における伝統的慣行としての「信託」概念に基づく「受託者責任」である。つまり、機関投資家に対する最終的な受益者の信託の中身は、あくまで「投資資産の最善の管理(その受託者責任)」であって、「企業の持続的成長」は、あくまでその結果として実現されるものと考えられる。このため、スチュワードシップ責任の中に、「企業の持続的成長を促すこと」は含ませない方が良いのではないか。	ご指摘のとおり、機関投資家の最終的な目標は、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図ることにはありますが、本コードは、そうした中長期的な投資リターンの拡大のために、「目的を持った対話」等を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことが重要であるとの考え方を示そうとするものです。したがって、本コードにおけるスチュワードシップ責任の説明では、こうしたひとまとまりの考え方を省略することなく、記載する方が望ましいのではないかと考えます。
3	潤沢な資金等を持つ投資先企業が有望な投資機会を見出せない場合等に、株主還元のための自社株買いや増配等を行うことで、ミクロ的に投資家の利益となるケースも少なくない。加えて、低成長企業からの積極的な株主還元と、同資金が還流する形での成長企業への資金供給が、マクロ的にも金融市場全体としての資本の適正配分に資するのではないか。	ご指摘のとおり、投資先企業に直接的な利益還元の拡大を求めることは、状況に応じて、スチュワードシップ責任を果たすことと整合的な場合とそうでない場合とがあると考えます。本コードは、機関投資家が直接的な利益還元の拡大を求めることを一概に否定するものではなく、むしろ何が本当にスチュワードシップ責任を果たすことにつながるのか、個々の機関投資家が実質的に判断することが重要と考えるものです。

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答②

4	<p>英国コードでは、「保有株式売却が顧客・受益者の最善の利益に適うと考えられる場合に、当該売却を妨げるものでもない」旨が記載されている。当たり前のことではあるが、一般人の適切な理解のため、売却の可能性があることについては記載しておくことが適当ではないか。</p>	<p>保有株式の売却に関しては、ご指摘を踏まえ、本コードの一部修正を行いました。</p> <p>（注）具体的には、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に適うと考えられる場合に売却を行うことを否定する趣旨ではない旨を前文において新たに脚注で追加しました。</p>
5	<p>「資産運用者としての機関投資家」に委託運用を行っている場合における「資産保有者としての機関投資家」のステュワードシップ責任については、例えば、委託先の「資産運用者としての機関投資家」のステュワードシップ責任を果たすための方針と活動状況を把握し、必要に応じて委託先に働きかけを行う、という責任の果たし方もあるという理解でよいか。</p>	<p>前文7. では、「『資産保有者としての機関投資家』には、ステュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である『資産運用者としての機関投資家』の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される」と記載しています。</p> <p>したがって、個々の「資産保有者としての機関投資家」には、ご指摘のような方法も含め、自らの置かれた状況等を踏まえ、適切な対応を行うことが期待されます。</p>
<p><b>▼「目的を持った対話」とは</b></p>		
6	<p>短期運用の視点でエンゲージメントをすると、短期的利益の極大化に走り、長期的な企業価値創造に反する場合も想定されるのではないか。「目的を持った対話」の範囲や目的について、当事者間で現時点において共通理解がないため、「当該企業の中長期の企業価値向上に資する目的を持った対話」などと解釈指針で明示してはどうか。「目的を持った対話」の「目的」とは何を指すのか明確にして欲しい。</p>	<p>対話の「目的」については、指針4-1において、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すこと」である旨を記載しておりますが、ご指摘を踏まえ、原則1においても、同様の記載を新たに脚注で追加することにより、更に明確化を図ることとしました。</p>
<p><b>▼ステュワードシップ活動に伴うコストの負担</b></p>		
7	<p>ステュワードシップ活動の最終目的が、顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大にあるならば、ステュワードシップ活動の実施に伴うコストは、顧客・受益者が負担すべきものと考えられるのではないか。ステュワードシップ</p>	<p>機関投資家によるステュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的なリターン拡大を目指すものです。したがって、ご指摘のとおり、ステュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであると考えており、そういった意識を機関投資家と顧客・受益者の</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答③

<p>活動の実施に伴う「適正」なコストの水準について、今後目線合わせをしていく必要があるのではないか。</p>	<p>双方において共有することが重要であると考えます。</p>
<p><b>▼機関投資家の範囲</b></p>	
<p>8</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外機関投資家は、本コードの対象となる機関投資家に含まれるのか。</li> <li>・ 国内機関投資家による外国企業投資は、本コードの対象とならないと考えてよいか。</li> </ul>	<p>本コードは、基本的に「日本の上場株式に投資する機関投資家」を念頭に置いており、これには海外の機関投資家も含まれます。このため、本コードの英語版も作成しており、海外の機関投資家による本コードへの受入れ表明も歓迎いたします。</p> <p>なお、外国の上場株式に投資する国内機関投資家については、基本的に念頭に置いていませんが、本コードの趣旨に賛同し、これを受け入れていただくことを排除するものではありません。</p>
<p>9</p> <p>本コードの受入れ表明をした機関投資家について、金融庁がリスト形式で公表を行うとしているが、当該リストがあたかも優良な機関投資家の一覧と誤解され、債券運用への特化、短期売買中心の運用を行っている等の理由により、本コードにサインしない機関投資家が不利益を被ることを懸念。当該リストの公表の際には、スチュワードシップの目的が正確に伝わるよう配慮いただきたい。</p>	<p>本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものであり、例えば、運用規模や運用方針（長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等）などの違いによって、本コードの履行の態様が様々に異なり得る旨を前文9. において明記していますが、ご指摘を踏まえ、その点について誤解のないよう、リストの公表時を含め、適切に周知してまいります。</p>
<p>10</p> <p>前文 14. において、受入れ表明及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」を公表することが求められているが、当然ながら、株式を運用対象とするプロダクトの一部のみを、当該表明・公表内容の対象とすることも可能であるとの認識でよいか。</p>	<p>本コードは、基本的に「日本の上場株式に投資する機関投資家」を念頭に置くものであり、各機関投資家がプロダクトの一部のみを対象として本コードの「受入れ表明」及び「各原則に基づく公表項目」の公表を行うことは可能です。その際、日本の上場株式に投資するプロダクトを対象とする旨を明確にしておくことにより、本コードの適用対象になるプロダクトとそうでないプロダクトとを一つ一つ明示的に指定（公表）することなく、全体として、本コードの「受入れ表明」等を行うことも可能であると考えます。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答④

●原則2(利益相反の適切な管理)		
11	指針2-2の脚注で利益相反の具体的な例を挙げることを提案。利益相反の範囲は広いかもしれないが、行動原則として重要な部分なので、より具体的な指針を与えておくことが必要ではないか。	ご指摘のとおり、利益相反を適切に管理することは、機関投資家がステュワードシップ責任を果たす上で非常に重要です。 他方、利益相反の具体例を列挙すると、却って形式的な対応を招くおそれもあると考えられます。このため、本コードでは、敢えて、具体的な列挙は控えることとさせていただきます。
12	指針2-2において、「顧客・受益者の利益を第一として行動するために必要な措置として」と記述されているが、このような間接的な記述にとどめるのではなく、「機関投資家は、受託者として顧客・受益者の利益をもっぱら図ることが求められている」旨を原則2の指針の冒頭で明示することが適当ではないか。	ご指摘を踏まえ、指針2-1の冒頭において、機関投資家は、「顧客・受益者の利益を第一として行動すべき」旨を明記することとしました。
●原則3(投資先企業の状況の的確な把握)		
13	モニタリング項目について、英国版のように、各指針でより具体的な内容を記載する必要があるのではないか。	把握すべき投資先企業の状況については、様々な項目が想定されますが、どのような項目に着目するかは、個々の機関投資家が、自らの運用方針や個別の投資先企業の特性等に応じて、自ら判断することが重要であると考えます。 このため、指針で現在記載している以上に個別の項目を詳細に列挙すると、却って列挙項目のみに注力すれば足りるとの誤解を招くおそれもあることから、敢えて具体的な列挙は控えることとさせていただきます。

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑤

14	<p>小規模な機関投資家等にとっては、公表されている情報以上の特別な情報を把握することは困難であるため、「的確に把握すべき」という言葉は「正確に観察すべき」に修文すべきではないか。</p>	<p>本コードの原則3は、機関投資家が投資先企業の状況を把握するに当たり、一般に知りえない特別な情報の取得までも求める趣旨ではありません。</p> <p>また、ご提案の「モニタリング」という言葉の使用については、本検討会の議論において、投資先企業を一方的に「監視する」とのニュアンスがあり、本コードの趣旨に照らして必ずしも適切ではないとの意見があったところです。</p>
15	<p>単に「企業の状況を的確に把握」するだけにとどまるのではなく、次の行動に進むことも含まれるよう、より直接的な「モニタリング」と明確に記載すべき。</p>	<p>なお、ご指摘のように、機関投資家が投資先企業の状況を把握した後、必要に応じて、次の行動を起こすことは想定される場所ですが、原則3と原則4の区別を明確にする観点から、原則3では「把握」までにとどめ、これ以降の行動については原則4の指針4-1にまとめて記載しています。</p> <p>いずれにせよ、投資先企業の状況を具体的にどのように「的確に把握」するかについては、個々の機関投資家が状況に応じて自ら判断することが求められます。</p>
16	<p>指針3-2において、「実効的な把握ができていないかについて適切に確認すべきである。」との記載があるが、実効的な把握に係る確認方法は、機関投資家の判断に委ねられているとの解釈でよいか。</p>	<p>ご指摘のとおり、実効的な把握ができていないかについての確認の方法は、個々の機関投資家が自らの置かれた状況に応じて適切な方法を工夫・判断していただくことが重要であると考えます。</p>
<p><b>●原則4(建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)</b></p>		
17	<p>原則4では、平時より「目的を持った双方向の対話」、「認識の共有」、「問題の改善」を求めている。こうした行動パターンはアクティビスト等に該当するが、全ての機関投資家に対して、この特定の運用スタイルを求めることは、本コードの本意ではないと推察する。したがって、本原則は非常時レベルの規定であることが分かるように修文すべきではないか。</p>	<p>企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な対話を求めるべき(指針4-1後段)と考えられますが、本コードは、そうした場合においてだけ対話を求めているわけではありません。むしろ、企業に問題がある場合にだけ対話するというスタンスの大きな転換を求めるものです。特定の問題を抱えていない企業とも対話を行い、例えば、企業の中長期的なビジョンについて意見交換することにより、機関投資家と投資先企業の双方において、短期的視点に偏らない投資先企業の持続的な成長に向けた取組みが促進されるものと考えます。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑥

		<p>ただし、対話先の選定は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて判断すべきであり、いたずらに対話の数を積み重ねるなど、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることは避けるべきであると考えます。</p> <p>他方、企業側においても、機関投資家から対話を申し込まれたからといって、必ずしも自身が問題視されているわけではないという発想に立って対応していただきたいと考えます。</p>
18	<p>指針4-1のように、「より十分な説明を求める」だけでは、場合によっては不十分であるため、必要に応じて強硬な手段に訴えることが必要ともなり得る。選任(再任)議案への反対や解任を求める株主提案が選択肢として法律上も規定され、場合によっては行使されるべきであるのに、このような緊張関係が根底にある事実から目をそむけて、「あいまいな」表現でぼかしているのは適当ではない。</p>	<p>本コードは、投資先企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、まずは当該企業に対してより十分な説明を求めるなど、当該企業と更なる認識の共有を図るべきであるとしています。</p> <p>その上で、ご指摘のとおり、「より十分な説明を求める」だけでは不十分な局面もあり得るため、個々の機関投資家において、自らのステュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しい「問題の改善」の仕方を工夫・判断していただきたいと考えます。こうした点を踏まえ、本コードは、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、(公表を求めているものではありませんが、)あらかじめ明確な方針を持つべき旨を記載しています(指針4-2)。</p>
19	<p>素案の指針4-3の脚注6(最終版では脚注10)における、未公表の重要事実を「受領する場合」という表現について、「する」とした場合、インサイダー取引規制との関係において、機関投資家は積極的に未公開情報を取りに行くという印象を与えるため、偶発的に受領する場合のみを想定する観点から「受領した場合」に修正すべきではないか。</p>	<p>素案の指針4-3の脚注6(最終版では脚注10)は、未公表の重要事実の偶発的な受領だけに限らず、機関投資家が投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要事実を受領しようとする場合も想定しています。しかし、ご指摘のとおり、機関投資家に対して積極的に未公開情報を受領することを奨励するような印象を与えてしまうことは望ましくないため、同指針の冒頭に、「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能である」旨を新たに加筆しました。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑦

20	<p>原則4で示している対話すべき相手方については、長期的な観点での建設的な対話の趣旨から、「投資先企業」という記載ではなく、「経営者又は社外取締役を含む取締役」と明記すべきではないか。</p> <p style="text-align: right;">（他 同旨1件）</p>	<p>中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業の役員等（経営者・経営陣や、社外取締役を含む取締役）との間で行うことは有益であると考えます。この点、企業側においても、合理的と考えられる範囲で、このような対話の機会を設けていただくことを期待します。</p> <p>ただし、一律に「経営者又は社外取締役を含む取締役」との対話だけに限定することは必ずしも適切ではないと考えます（例えば、投資先企業のIR・SR 担当等の実務担当者との対話することが適切な場合もあると考えられます）。</p>
<b>●原則5（議決権行使方針の公表と行使結果の公表）</b>		
21	<p>議決権の行使結果を要約せずにそのまま公表することも、スチュワードシップ責任を果たすために適切な場合もあると考えられる。このため、議決権の行使結果を公表する形式は、機関投資家の合理的な裁量に委ねるべきではないか。</p>	<p>ご指摘のとおり、個々の機関投資家において、「議決権の行使結果を要約せずにそのまま公表」することが、自らのスチュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しいと判断される場合には、そうすることを妨げている趣旨ではありません。</p>
22	<p>指針5-3では、議決権行使結果を議案の主な種類ごとに整理・集計して公表することが原則とされながらも、例外も認めている。しかし、集計公表は最低限行うべきであり、例外を設けるべきではない。</p>	<p>集計公表以外の公表については、「スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてよりの確な理解が得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ」、他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられるとしています（指針5-3）。</p>
23	<p>議決権行使結果について、URL などが一義的に把握できるような形で金融庁が公表することや、行使結果は3年から5年程度の開示期間を設けることが望ましいのではないか。</p>	<p>本コードを受け入れる旨を表明した機関投資家について、金融庁ではそのリストを公表する予定です。その際には、各機関投資家の名称に加え、当該機関投資家のスチュワードシップ関連のウェブサイトのアドレス（URL）を一覧性のある形でとりまとめ、公表する予定です。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑧

		<p>議決権の行使結果については、その推移や変化がある程度分かるように公表することが重要であるという観点に立てば、単年限りの公表とする（翌年には当該行使結果をウェブサイトの公表ページから削除する）といった対応は、本コードの趣旨にそぐわない面があると考えられます。こうした点も考慮に入れつつ、具体的な公表の仕方については、各機関投資家が、情報の受け手側の立場に立った上で、自らの置かれた状況等も踏まえ、工夫・判断していただくことが重要であると考えます。</p>
24	<p>国内株式を投資対象とする投資一任契約を締結している投資運用業者が議決権行使の指図権を有していない場合（例えば運用資産を顧客本人名義で保有しており、議決権行使を顧客本人が行うようなケース）においては、当該業者は、実質的には議決権行使の原則の策定や行使結果の開示、「目的を持った対話」などを行うことは困難であると想定されるが、当該業者に対しては、議決権行使の指図権を有する運用会社と同程度の対応を取ることは求められないと考えてよいか。</p>	<p>本コードの履行の態様は、運用形態の違いなどによって様々に異なり得るものであり、例えば、ご指摘のように議決権行使の指図権を有しておらず、当該議決権に関する行使方針の策定や行使結果の公表を行うことが合理的でない場合にまで、当該策定・公表を画一的・形式的に求めるものではありません。なお、議決権行使に関する権限は有していなくても、それ以外の権限を有している場合には、その限りにおいて、どのような対応を行えば自らのステewardシップ責任をより実質的かつ適切に果たすことに繋がるのか、その方法を自ら工夫・判断することは重要であると考えます。</p>
<p><b>●原則6(顧客・受益者に対する報告)</b></p>		
25	<p>指針6-3において、「機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべき」と記載があるが、「顧客・受益者との合意」はあくまで例示であるとの解釈でよいか。</p>	<p>報告の具体的な様式や内容に関し、「顧客・受益者との合意」が既に存在する場合には、当該合意を尊重すべきことは当然であると考えられますが、こうした合意が存在しない場合において、一律に新たに合意を形成することを求めているものではありません。この点は、各機関投資家において、顧客・受益者との関係や自らの置かれた状況等を踏まえ、適切に判断すべきであると考えます。</p>
26	<p>投資信託はその制度上、個別報告を行うことが困難であるが、この場合は脚注8(最終版では脚注 12)の後段と整理し、一般に公開可能な情報としてホームページ等で公表することができると解釈してよいか確認したい。</p>	<p>ご指摘のとおり、顧客・受益者に対する個別報告が事実上困難な場合には、個別報告に代えて、一般に公開可能な情報をホームページ等で公表することも考えられます。</p> <p>なお、個別報告に代えて、こうした公表を行う場合であっても、当該情報</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑨

		の受け手側の立場に立ち、どのような内容を公表することが有益か、工夫・判断していただくことは重要であると考えます。
<b>●原則7(投資先企業に関する深い理解に基づく対話と判断)</b>		
27	「実力」は解釈の幅が広い用語であり、「対話と判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべき」等に明瞭化していただきたい。  (他 同旨2件)	企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるためには、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備のみならず、他の投資家との意見交換等を通じて見識を高めることなど、様々な方法が考えられます。こうした中、機関投資家がどのように実力を備えていくかについては、個々の投資家において、自らのスチュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しい方法を工夫・判断していただきたいと考えます。
28	原則7の内容は、既出の原則3, 4, 5などと重複感があり、原則7を削除してもよいのではないかと。原則3, 4, 5を実践できるということが、即ち、実力を備えていて、実行可能なことの証左ではないかと。  (他 同旨1件)	原則3, 4, 5等の実践をより充実したものとするためにも、そのための実力を備えるべきことを別個の原則として明確に掲げることは、意義のあることだと考えます。
29	指針7-3において、「機関投資家は、過去に行った投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。」との記載があるが、適宜の時期に省みる具体的な方法や、その結果を踏まえた方針の改善が必要かどうかについては、機関投資家の判断に委ねられているとの解釈でよいかと。	ご指摘のとおり、「適宜の時期に省みる具体的な方法や、その結果を踏まえた方針の改善の要否」については、各機関投資家において、各々の置かれた状況に応じ、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たせるよう、工夫・判断することが重要であると考えます。

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑩

●その他	
▼検査・監督の対象か否か	
30	<p>本コードの受入れは、機関投資家の自主的な判断に基づくものであることから、検査・監督で日本版ステューワードシップ・コードの遵守状況が確認されることはないとの認識でよいか。</p> <p style="text-align: right;">（他 同旨2件）</p>
	<p>本コードが採用する「プリンシプルベース・アプローチ」の意義は、記載された文言を逐語的に追いこれを形式面で満たすといった対応ではなく、個々の機関投資家が、自らの活動について、本コードの「趣旨・精神」に照らして真に適切なものとなるよう工夫していくことにあります。</p> <p>本コードの定着を図るに当たっては、検査や監督の直接の対象として位置付けるのではなく、より主体的・能動的な対応を促していくことに重点を置くべきものと考えます。</p>
▼法的論点	
31	<p>複数の投資家が一定の共通方針をもって企業に対話等で物申すことは共同支配行為に当たり大量保有報告等の対象となると考えてよいか。</p>
	<p>大量保有報告制度における「共同保有者」に該当するためには、「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必要があります。</p> <p>この点、「株主としての議決権その他の権利」とは、「議決権の他、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など、株主としての法令上の権利」を指しており、法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意にすぎない場合には、基本的に「共同保有者」には該当しないと考えられる旨を、金融庁が公表している「Q&amp;A」において、新たに記載を追加することとしました（第4回検討会における議論）。また、必要に応じ、更なる解釈の明確化が図れないかについても、引き続き検討してまいります。</p> <p>なお、当該「Q&amp;A」の内容を含め、日本の既存の法制度との関係で生じる論点に関し、改めて一覧性のある形で解釈を示し、その明確化を図る観点から、金融庁において「日本版ステューワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表することとしました。当該「考え方の整理」については、本コードを手にする読者が参照することができるよう、前文に脚注を新たに追加し、金融庁のホームページアドレス（<a href="http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf">http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf</a>）を記載しています。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑪

32	<p>機関投資家が企業に対し、「持続的成長に向けて建設的な『目的を持った対話』」を持った結果、投資先企業は経営戦略を改善したとする。その時点から、この機関投資家は、この企業戦略に関してインサイダーとなり、その戦略が公表され周知の事実となるまで、当該企業の株式の売買の自由を失う可能性が高い。そのような事態（投資の自由度の制限）は受益者の不利益ではないか。</p>	<p>ご指摘の事例で言えば、機関投資家が投資先企業と対話を行った場合であっても、当該企業による企業戦略の改善決定を「知らない場合」には、そもそもインサイダー取引規制の対象にはなりません。また、企業の側には、「重要な会社情報の決定又は発生時に、直ちにその内容を開示すること」（タイムリーディスクロージャー）が求められており、企業戦略の改善決定がこれに該当することも少なくないと考えられます。</p> <p>機関投資家が、投資先企業との対話において、当該企業との特別な関係等に基づき、未公表の重要事実を受領することを否定するものではありませんが、一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、当該企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能であると考えます（指針4-3及び脚注10）。</p>
<b>▼企業側のステewardシップ責任</b>		
33	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 機関投資家側だけでなく、企業側にも機関投資家との建設的な「目的を持った対話」について、真摯に対応する旨の内容を追記すべきではないか。</li> <li>・ 日本においても「コーポレート・ガバナンス・コード」を策定すべきではないか。</li> </ul> <p style="text-align: right;">（他 同旨5件）</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、対話は双方向で行われるものであることから、ご指摘のとおり、機関投資家による建設的な「目的を持った対話」の実施に当たっては、企業側にも真摯に耳を傾けて対応していただくことを期待しています。</p>
<b>▼その他</b>		
34	<p>自己資産の投資の場合には私有財産の憲法上の自由として、その資産額の大小にかかわらず、本コードへの準拠の有無・公表要否を含め、完全に自由であると考えてよいか。</p>	<p>本コードは、顧客・受益者（最終受益者を含む）から資金の運用等を受託する機関投資家を対象とするものです。したがって、本コードは、純粋に自己資産を運用する場合に当てはまるものではありません。</p>
35	<p>本コードはあくまでも企業と機関投資家との間の「対話」に関するものであり、個人投資家による株主提案については、企業と機関投資家との間の対話の対象にならない旨を明記すべきではないか。</p>	<p>機関投資家と投資先企業との対話の場面において、個人投資家の株主提案に関する対話の対象にならない、とは考えていません。</p>

## 主なパブリックコメント（和文）の概要及びそれに対する回答⑫

36	年金基金等の顧客から委託を受けて資産運用及び議決権行使を行う投資一任業者においては、スチュワードシップの意義・必要性につき、顧客側と共通認識を持つ必要があり、年金基金等、幅広い方面への周知活動が継続されることを希望する。	ご指摘のとおり、年金基金等の「資産保有者としての機関投資家」も含め、本コードの意義・必要性を広く周知していくことは非常に重要であると考えており、今後とも、本コードの普及・定着に努めてまいります。
----	--	---

# 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答①

No.	コメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回答
●前文			
▼“エクスプレイン”の形骸化のおそれ			
37	The proposal also relies heavily on “comply or explain” mechanism which is new to Japan. This could potentially result in an excessive use of boilerplate in the disclosure of the application of the code’s principles, especially when dealing with the “explain” part. Such a development would make the disclosure meaningless to investors, stakeholders and regulators.	日本版コードの素案は、日本にとって新しい「 <u>コンプライ・オア・エクスプレイン</u> 」の手法にも大きく依存している。この手法は、特に「エクスプレイン」の部分を扱う場合において、 <u>コードの原則を適用する旨を開示する際に、雛形の過剰な使用につながる可能性がある</u> 。そのような雛形の発展によって、投資家、ステークホルダー、規制当局にとって開示が意味の無いものとなるだろう。	ご指摘の点については、機関投資家やその業界団体等に対し、同コードが求める開示において雛形の作成や使用が行われないよう、要請していくことが重要と考えます。 また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法については、日本にとってまだ馴染みの薄いものであり、その意義についても周知を図っていくことが重要であると考えます。
▼エンゲージメントのコスト			
38	There is an administrative cost associated with adherence to the stewardship code. It is important to note that large institutional investors could have the resources and the administrative capacity to apply the code. However, small institutional investors may not have the administrative tools or the resources to implement active stewardship and it could be prohibitively expensive... FSA could possibly consider a different approach to small institutional investors who have small amounts under management. To make adherence to the code cost effective, FSA could possibly consider different forms of participation for different kinds of players	スチュワードシップ・コードを遵守することに伴い運営コストが発生する。大規模な機関投資家であれば、本コードを適用する人員と運営能力を持ち合わせていることに注意しなくてはならない。しかし、 <u>小規模な機関投資家は積極的にスチュワードシップを実践するための運営ツールや人員を持ち合わせていないかも知れず、ひどく高いコストを払うことになり得るだろう</u> 。(中略) <u>金融庁は小規模な機関投資家に対して別の手法を検討してもらえないだろうか</u> 。コードの遵守を費用対効果の高いものとする	機関投資家による実効性ある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的なリターンの拡大を目指すものです。したがって、ご指摘のとおり、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきであると本コードの前文7. において明記しています。 また、ご指摘のとおり、本コードの履行の様子は、例えば、機関投資家の規模や運用方針(長期運用であるか短期運用である

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答②

	(i.e. active – long only asset managers versus passive; equities versus bonds; activist asset managers; Hedge funds; asset owners versus asset managers, etc.)	ために、 <u>金融庁は異なる種類の投資家(つまり、ロング・オンリーのアクティブ運用対パッシブ運用、株対債券、アクティビスト、ヘッジファンド、アセット・オーナー対アセット・マネジャー等)にとって、異なる形式での参加が可能となるよう検討してもらえないだろうか。</u>	か、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等)などによって様々に異なり得ると本コードの前文9. において明記していません。 この点、ご指摘も踏まえ、誤解のないように周知徹底を図っていきたいと考えています。
<b>▼機関投資家の範囲</b>			
39	We encourage the FSA to extend the responsibility of stewardship beyond listed equities and into private equities, bonds, etc. while recognizing that the practices of stewardship in these markets are less established and more difficult.	私達は、非上場株式や債券の市場ではスチュワードシップの実践があまり確立されておらず、これを実践することは困難であることを認識している。しかし、私達は、 <u>スチュワードシップ責任を上場株式のみならず非上場株式や債券等にも拡大するよう、金融庁に推奨する。</u>	本コードは、基本的に「日本の上場株式に投資する機関投資家」を念頭に置くものですが、非上場株式や債券等に投資する機関投資家が、本コードの趣旨に賛同し、これを受け入れていただくことを排除するものではありません。
<b>●原則2(利益相反の適切な管理)</b>			
40	It is important to emphasize the need for clear policies on how to manage conflicts of interest. We suggest that this principle may be strengthened by adding reference to the fact that investors should also ‘understand such conflicts and strive to minimize them.’	利益相反の管理方法に関する明確な方針の必要性について強調することが重要である。 <u>投資家はまた、「そのような利益相反を理解し、最小化するよう努める」べきである旨の言及を付け加えることにより、この原則が強化されるであろうことを私達は提案する。</u>	利益相反を適切に管理することは、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たす上で極めて重要であり、その際には、利益相反について十分に理解し、これを最小化するよう努めることが必要になると考えます。 こうした点も踏まえ、指針2-1において、「スチュワードシップ活動を行うに当たっ

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答③

			ては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。」と記載しています。
<b>●原則3(投資先企業の状況の的確な把握)</b>			
41	We encourage institutional investors to actively monitor companies. We would suggest a reconsideration of the drafting in this principle with regards to the words ‘and support the sustainable growth of companies.’ When monitoring a company, the role of an investor is to ‘assess the individual circumstances, performance and long-term potential of companies in order to make an informed investment decisions.’ This is different from the reference to ‘supporting the sustainable growth of companies’ which may infer a degree of influence more relevant to management.	私達は、機関投資家が積極的に投資先企業をモニタリングすることを促進している。私達は、この原則案の「 <u>投資先企業の持続的成長をサポート(できるようにモニターする)</u> 」という言葉に関して再考することを提案する。投資先企業をモニタリングするとき、投資家の役割は、「確かな情報に基づいて投資を決定するために、各社の状況、業績、長期的な会社の将来性を評価することにある。これは、より経営へ影響を与えることを示唆するような「投資先企業の持続的成長を支援する」旨の言及とは、意味合いが異なる。	確かに、素案(英語版)では、「投資先企業の持続的成長をサポート(できるようにモニターする)」という表現になっていますので、日本語版の「投資先企業の持続的成長に向けてステewardシップ責任を適切に果たす(ためにモニターする)」という趣旨が伝わるように、ご指摘を踏まえ、英訳を修正させていただきます。
42	Principle 3, Guidance 3.3, allows leeway for investors to choose the focus of their monitoring. It is important, however, that they are encouraged to monitor a broad range of factors, not just financial ones. Risk arises from non-financial issues.	原則3の指針3-3は、投資家がモニタリングを行う際にどのような項目を選択するかについて裁量を与えている。しかし、投資家は、財務面に限られない、幅広い項目についてモニタリングを行うよう促されることが重要である。非財務面からもリスクは発生する。	ご指摘を踏まえ、同指針において、把握する内容として非財務面が含まれることを明確化するためにその旨の記載を新たに追加しました。

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答④

●原則4（建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善）			
43	<p>We note that principle 4 is carefully worded to ‘achieve common understanding’ with investee companies. Although we recognise that it is extremely important to do this, and we practice this every day, there will always be cases where a ‘common understanding’ cannot be reached. In this case, there should be a defined procedure to escalate the issue, in order to resolve it more effectively.</p>	<p>原則4は、投資先企業と「認識の共有」を図るよう慎重に言葉が選ばれているものと認識している。私達はそれを行うことが非常に重要であると認識し、日々実践しているところであるが、必ずしも「認識の共有」に到達することができる場合ばかりではない。この場合、より効果的に問題を解決するために、活動を段階的に強化するための確立された手続きを用意しておくべきである。</p>	<p>ご指摘のとおり、対話を行ったとしても、必ずしも全ての意見が一致するわけではないことも事実です。このため、指針4-1の脚注7（英文では脚注6）において、「認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる」旨の記載を新たに追加しました。</p> <p>また、指針4-2にあるように、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきであると考えます。</p>
44	<p>Principle 4, Guidance 4.3, allows investors discretion in disclosing details of their dialogue with companies. It is right that corporate engagement should generally take place on a confidential basis if trust is to be established between investors and companies. Investors should therefore not routinely disclose the content of such engagement, but it should also be clear that the purpose of engagement is not to enable investors to obtain private information that gives them a market advantage.</p>	<p>原則4の指針4-3は、投資家が企業との間で行う対話の詳細を公表する際に裁量を与えている。投資家と企業との間で信頼が確立されているならば、一般的にエンゲージメントは内密に行われるべきである、というのは正しい。したがって、投資家はそのようなエンゲージメントの内容を通常公表すべきではないが、エンゲージメントの目的は、投資家に競争上の優位を与えるような機密情報を得させることではない、ということも明らかにすべきである。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、同指針の冒頭に、「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに投資先企業との建設的な『目的を持った対話』を行うことが可能である」旨の記載を新たに追加しました。</p>

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答⑤

●原則5（議決権行使方針の公表と行使結果の公表）			
45	<p>We are concerned that there is not stronger requirement in the Code for Japanese investment firms to fully disclose its voting records. We do not find voting records being aggregated by resolution type to be helpful disclosure.</p> <p style="text-align: right;">（他 同旨3件）</p>	<p><u>日本版コードでは、機関投資家に対して、議決権の行使結果の全面的な開示を強く求めていることを私達は懸念している。私達は、議決権の行使結果を議案の種類ごとに集計開示することが有益な開示方法であるとは思わない。</u></p>	<p>本検討会においては、個別開示を求めると、却って機関投資家による積極的な議決権行使を萎縮させるのではないかと、いった趣旨の意見も出されたところです。</p> <p>このため、本コードでは、議決権の行使結果について、議案ごとに整理・集計して公表すべき等としていますが、ご指摘のとおり、個々の機関投資家において、個別開示をすることが、自らのステュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しいと判断される場合には、そのようにすべきであると考えます。</p> <p>なお、英国コードでも、具体的な開示方法として、必ずしも個別開示を特定して推奨してはいないという点も参考にしました。</p>
●原則6（顧客・受益者に対する報告）			
46	<p>It is our hope that the reporting requirement will be broadened to include the public rather than being limited to clients and beneficiaries.</p> <p style="text-align: right;">（他 同旨1件）</p>	<p><u>（原則6の報告は、）対象が顧客・受益者に限定されるのではなく、広く公衆に報告対象が拡大されることを希望する。</u></p>	<p>原則6の報告の対象を「顧客・受益者」以外（公衆）にまで拡大することについては、「顧客・受益者」との合意の内容や、当該報告の内容が一般に公開可能な情報であるか否か（「顧客・受益者」の利益を害することにならないか）等についても考慮が必要であると考えます。</p>

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答⑥

●その他			
▼集团的エンゲージメントの必要性			
47	<p>The principle of ‘collective engagement’ has not been incorporated into the suggested code. We are cognisant that companies and investors are wary of joining together to actively engage on common issues. This is not unique to Japan; we have observed this in markets such as the US, which has treaded carefully on the potential issue of consortiums.</p>	<p><u>コードの素案には、集团的エンゲージメントに関する原則が組み込まれていない。</u>私達は、投資先企業と機関投資家が共通の問題に対して積極的に協調してエンゲージメントを行うことに慎重であることをよく知っている。<u>この問題は、日本だけに特有の問題ではない。米国のような市場でも同じ問題が観察されており、機関投資家の連合体が抱える潜在的な問題について慎重に検討されている。</u></p>	<p>ご指摘のとおり、本検討会においても、集团的エンゲージメントは、必ずしも日本の実情には馴染まないのではないかと、また、実務的にも行われていないのではないかと、との議論がなされました。</p> <p>なお、ご指摘のとおり、本コードには集团的エンゲージメントに関する原則は盛り込まれていませんが、必要に応じて、機関投資家が他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる旨、記載しています（指針7-3）。</p>
▼法的論点			
48	<ul style="list-style-type: none"> <li>Many investors are concerned about unintentionally being considered by the company or regulators to have formed a concert party by discussing views on a company with one another whilst engaging independently. It would be appreciated if the Financial Services Agency (FSA) would in due course publish guidance which would provide clarification in Japan on the issue.</li> <li>In November 2013, the European Securities and Markets Authority (ESMA) has published a statement on practices</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>多くの機関投資家は、個別にエンゲージメントを行いながら、互いに投資先企業について意見交換を行うことで、その意図に反して投資先企業や規制当局によって共同保有者に該当すると判断されてしまうことについて懸念を有している。日本におけるこの問題について解釈を明確化するような指針を金融庁が公表していただければ幸いである。</u></li> <li>2013年11月に、欧州証券市場監督局(ESMA)は、公開買付指令によって規定さ</li> </ul>	<p>ご指摘を踏まえ、機関投資家と投資先企業との間の対話がスムーズに行われるよう、具体的にどのような場合に大量保有報告制度における「共同保有者」等に該当するかについての疑義を解消するため、金融庁が公表している「Q&amp;A」において、更なる解釈の明確化を図ることとしました。</p> <p>実際には個別判断が必要ですが、本コードに基づいて他の投資家との意見交換を行った場合であっても、「共同して株主としての議決権その他の権利(株主としての法令上の権利に限定)を行使すること」を「合</p>

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答⑦

	<p>governed by the Takeover Bid Directive, focusing on shareholder cooperation relating to acting in concert and the appointment of board members...</p> <p>We think that it would also be helpful if the FSA, liaising with other regulators and legislators in Japan, could consider developing and providing such kind of clarification to address concerns of institutional investors and to help facilitate effective engagement collaboration.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>れている実務に関する声明を公表した。この声明は、共同行動に関連した株主間の協調や取締役の選任について焦点を当てたものである。</p> <p>金融庁も、機関投資家の懸念を払拭し、有効なエンゲージメントの協調を促進するために、解釈の明確化を検討していただければありがたい。</p>	<p>意]している」と認められない場合には、当該他の投資家が共同保有者に該当することはないと考えられます(詳細は Q &amp; A 参照)。</p> <p>なお、当該「Q &amp; A」の内容を含め、日本の既存の法制度との関係で生じる論点に関し、改めて一覧性のある形で解釈を示し、その明確化を図る観点から、金融庁において「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」を公表することとしました。当該「考え方の整理」については、本コードを手にした読者が参照することができるよう、前文に脚注を新たに追加し、金融庁のホームページアドレス (<a href="http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf">http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf</a>) を記載しています。</p>
<b>▼企業側のスチュワードシップ責任</b>			
49	<ul style="list-style-type: none"> <li>It is important to recognize that companies, even more than investors, should accept primary responsibility for seeking common ground with investors and initiating constructive engagement.</li> <li>...the draft does not specifically mention that company boards also have responsibility for stewardship. We would suggest that it would be helpful to make this clear. This would strengthen the position of investors in instances where</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家以上に企業側において、投資家との間で共通点を探り、建設的なエンゲージメントを開始するための主要な責任を受け入れるべきことを認識することが重要である。</li> <li>本素案は、企業の取締役会にもスチュワードシップ責任があることについて特に言及していない。私達は、この点を明確にすることが有益だと考えている。これによ</li> </ul>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>本コードは、機関投資家が、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、有用と考えられる諸原則を定めるものであり、企業側の行動についての原則を定めるものではありませんが、対話は双方向で行われるものであることから、ご指摘のとおり、機関投資家による建設的な「目的を持った対話」の実施に当たっては、企業側にも真摯に耳を傾けて対応していただくことを期待しています。</p>

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答⑧

	<p>they wish to engage with a board that is perhaps reluctant to have a meaningful dialogue.</p> <p>・ It is perhaps beyond the strict scope of this consultation but we consider that the existing “Principles of Corporate Governance for Listed Companies” published by the Tokyo Stock Exchange in 2004 need to be reviewed and reinforced”.</p>	<p>って、意義ある対話を行うことに消極的になりがちな企業の取締役会を相手にエンゲージメントを行う投資家の立場を強化することができるだろう。</p> <p>・ <u>東証が 2004 年に公表している現在の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は見直して強化する必要があると考える。</u></p>	
<b>▼その他</b>			
50	<p>The FSA should report annually on progress with the code. It would also encourage investors to adhere to the code if they were obliged by the FSA to state publicly whether or not they apply it as is the case with asset managers in the UK. Asset owners who might not be subject to such a declaration could be required to state their expectations with regard to the code when issuing mandates to asset managers.</p>	<p>金融庁は本コードの実施状況について毎年報告書を出すべきである。英国のアセット・マネジャーのようにコードを受け入れるか否かについての公表を金融庁から義務付けられる機関投資家がもしあったとすれば、当該報告書の公表は、受入れを促すことになるだろうし、そうした義務を負わないアセット・オーナーは、アセット・マネジャーに運用を委託する際に、本コードに関する自らの期待を表明することが求められるようになるだろう。</p>	<p>各機関投資家による本コードの取組み状況に関し、何らかの公表を行うことの意義は大きいと考えられますので、今後、金融庁において具体的に検討してまいります。</p>
51	<p>We believe that investors should make informed voting decisions at investee companies, applying due care, intelligence and independent judgment. Investors should seek to vote all shares held, however, the ability to vote all shares in Japan can be</p>	<p>投資家は、相当な注意と検討、独立した判断の下、十分な情報を提供された上で投資先企業に対する議決権行使の決定を行うべきである。投資家は保有株式の全てについて議決権を行使するよう努めるべきであるが、<u>日本においては、多くの企業が同</u></p>	<p>ご指摘のとおり、株主による議決権行使を容易にするための環境の整備は重要です。企業の側においても様々な努力がなされていると承知していますが、今後とも、より一層の改善努力がなされることを期待しています。</p>

## 主なパブリックコメント（英文）の概要及びそれに対する回答⑨

	<p>challenging given the high number of companies that have their annual meetings within a similar time frame.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p><u>一の期間内に株主総会を開催していることを考慮すると、全ての株式について議決権を行使することは困難である。</u></p>	
52	<p>We expect the FSA collaborates with the Ministry of Justice and the Ministry of Economy, Trade and Industry to remove the barriers to achieve Japan's long-term growth. The Corporate Act Committee in the Ministry of Justice discusses the reform of corporate laws including board structure and independent directors. The Competitiveness and Incentives for Sustainable Growth: Building Favorable Relationship between Companies and Investors Project in the Ministry of Economy, Trade and Industry discusses policies for competitiveness of companies for sustainable growth. The top-down governance would clearly be a strong incentive to change activities of companies and investors towards the long-term and integrated thinking.</p>	<p>我々は金融庁が法務省や経済産業省と協働して日本の長期発展を阻む要因の撤廃へ行動することを期待している。法務省法制審議会会社法制部会は、取締役会の構成や独立取締役について議論している。また、経済産業省は「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトにおいて企業の競争力と持続的成長について議論している。これらの組織との協働は、日本企業と投資家を長期的・統合的思考へと導く強力なインセンティブとなるはずである。</p>	<p>金融庁は、ご指摘のあった法務省法制審議会会社法制部会や経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトにオブザーバーとして参加しています。アベノミクスの3本目の矢として取りまとめられた「日本再興戦略」の実現に向けて、今後とも、関係省庁等と緊密に連携を図りながら尽力してまいりたいと考えています。</p>

## パブリックコメントの結果を踏まえた修正点①

---

- 前文 5. において、脚注 2 を追加。

「また、本コードは、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に適うと考えられる場合に売却を行うことを否定するものではない。」

- 前文 6. において、脚注 3 を追加。

「機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、大量保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について可能な限り解釈の明確化を図られることが望ましい。（金融庁では別に示すような形（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）で『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』を公表し、明確化を図っている。）」

- 原則 1 の指針 1－1 において、脚注 4 を追加。

「『目的を持った対話』とは、『中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話』を指す（原則 4 の指針 4－1 参照）。」

- 原則 2 の指針 2－1 及び指針 2－2 を修正。

### 指針 2－1

「機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、（後略）」

### 指針 2－2

「機関投資家は、こうした認識の下、顧客・受益者の利益を第一として行動するために必要な措置として、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、（後略）」



## パブリックコメントの結果を踏まえた修正点②

---

○ 原則3の指針3-3を修正。

「把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、**非財務面の事項を含む**様々な事項が想定されるが、（後略）」

○ 原則4の指針4-1において、脚注7を追加。

**「認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる。」**

○ 原則4の指針4-3を修正。

**「一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、『OECDコーポレート・ガバナンス原則』や、（後略）」**

## (参考)「マレーシア版スチュワードシップ・コード」の6つの原則

---

*Malaysian Code for Institutional Investors* (2014年6月27日策定)

### Principles of the Code

1. Institutional investors should disclose the policies on their stewardship responsibilities.
2. Institutional investors should monitor their investee companies.
3. Institutional investors should engage with investee companies as appropriate.
4. Institutional investors should adopt a robust policy on managing conflicts of interest which should be publicly disclosed.
5. Institutional investors should **incorporate corporate governance and sustainability considerations into the investment decision-making process.**
6. Institutional investors should publish a voting policy.

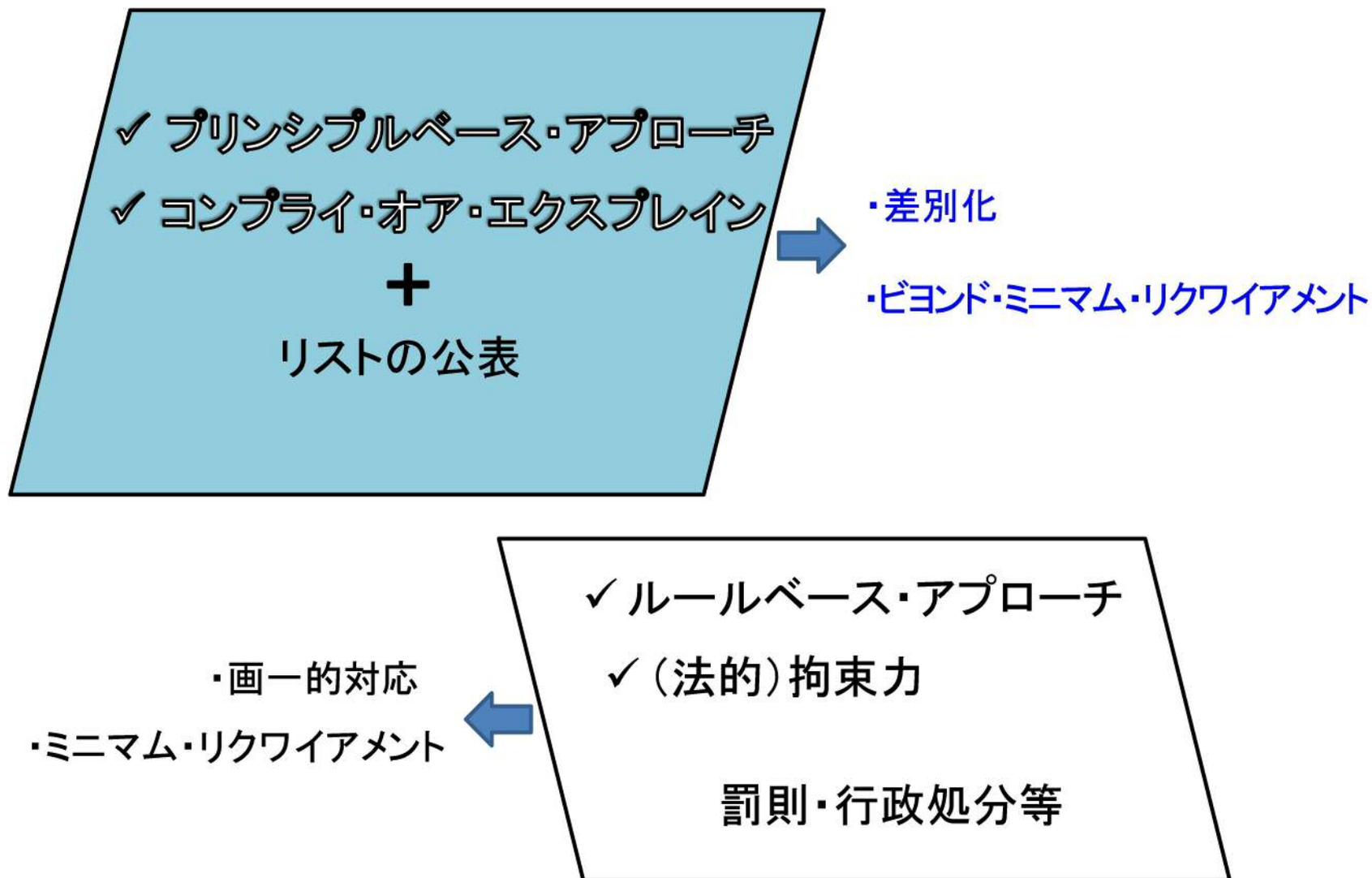
## 最後にもう一度

:「プリンシプルベース・アプローチ」「コンプライ・オア・エクスプレイン」の意義

---

### 我が国には馴染みが薄い手法

- 我が国の機関投資家が初めて「日本版コード」を手にしたときには、どうしても、例えば法令・監督指針等に対する（従来から慣れ親しんだ）対応の仕方や発想に引きずられる可能性も。
- しかしながら、「日本版コード」はこうした法令等とは大きく性格を異にする。
  - ⇒ 「日本版コード」が求めるものは、記載された文言を逐語的に追い、これをまず形式面で満たす、というような対応ではなく、言ってみれば、その「趣旨・精神」を理解・共有すること。
- 例えば、「日本版コード」では、いくつかの方針の策定・公表や、遵守しない原則がある場合にはその理由の説明（公表）等を求めている。
  - ⇒ 具体的にどのようなものを策定・公表するかについては、唯ひとつの正解があるわけではなく、これで良いと保証してくれる機関もない。
- 機関投資家自身が、公表情報の受け手の側に立ち、もちろんコスト等も勘案し、ときには試行錯誤も重ねながら、「この公表内容がベストか否か」を自ら議論し、考えることが求められる（その結果として、差別化も図られる）。
  - ⇒ こうしたプロセス自体が極めて重要であり、その積み重ねによって我が国資本市場の更なる改善が図られていくことが期待。



# コーポレートガバナンス・コードの策定に向けて

## 「日本再興戦略」改訂 2014—未来への挑戦—（抄）

平成26年6月24日 閣議決定

### 第一 総論

#### IV. 改訂戦略の主要施策例

##### 1. 日本の「稼ぐ力」を取り戻す

###### (1) 企業が変わる

###### ① 企業統治(コーポレートガバナンス)の強化

###### ○「コーポレートガバナンス・コード」の策定

- ・ 持続的成長に向けた企業の自律的な取組を促すため、東京証券取引所が、新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。上場企業に対して、当該コードにある原則を実施するか、実施しない場合はその理由の説明を求める。

【来年の株主総会のシーズンに間に合うよう策定】

### 第二 3つのアクションプラン

#### 一. 日本産業再興プラン

##### 1. 緊急構造改革プログラム（産業の新陳代謝の促進）

###### (3) 新たに講ずべき具体的施策

###### i) コーポレートガバナンスの強化、リスクマネーの供給促進、インベストメント・チェーンの高度化

###### ①「コーポレートガバナンス・コード」の策定等

コーポレートガバナンスは、企業が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果断な意思決定を行うための仕組みである。コーポレートガバナンスに関する基本的な考え方を諸原則の形で取りまとめることは、持続的な企業価値向上のための自律的な対応を促すことを通じ、企業、投資家、ひいては経済全体にも寄与するものと考えられる。

こうした観点から、上場企業のコーポレートガバナンス上の諸原則を記載した「コーポレートガバナンス・コード」を策定する。コードの策定に当たっては、東京証券取引所のコーポレートガバナンスに関する既存のルール・ガイダンス等や「OECD コーポレートガバナンス原則」を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする。このため、東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめ、東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する。新コードについては、東京証券取引所の上場規則により、上場企業に対して“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合にはその理由を説明するか）を求めるものとする。

## コーポレートガバナンス・コードとは

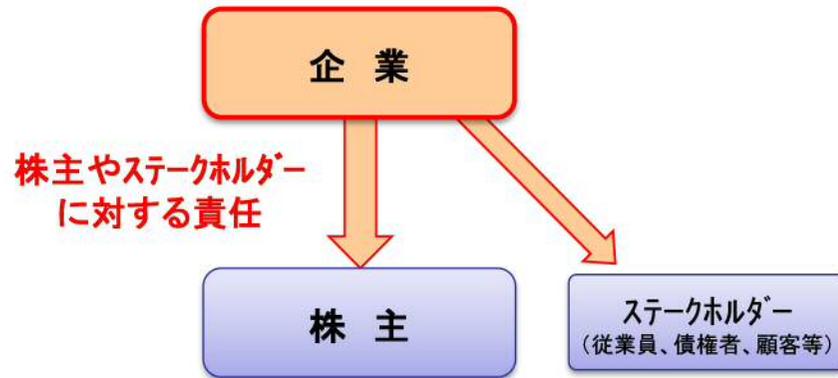
---

- いわゆる「コーポレートガバナンス・コード」とは、上場企業が満たすべきガバナンス上の原則を記載した文書。
- OECD が国際的な指針を策定しており、英・独・仏・加・伊・アジア諸国等で制定。
- 多くの国では、法令等ではなく、「有識者・関係者の提言」として策定されている。  
(注)米国は、ガバナンス関連の事項も、直接、上場規則等で規定。
- 日本では、約 10 年前に、東証が「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」を制定（2004 年 3 月公表）。  
(注)ただし、諸外国のコーポレートガバナンス・コードのように“Comply or Explain”（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）が義務付けられておらず、単なる参考文書との位置付け。

# コーポレートガバナンス・コード／スチュワードシップ・コードの概要①

## コーポレートガバナンス・コード

- ◆ 企業の行動原則
- ◆ 株主やステークホルダーに対する責任

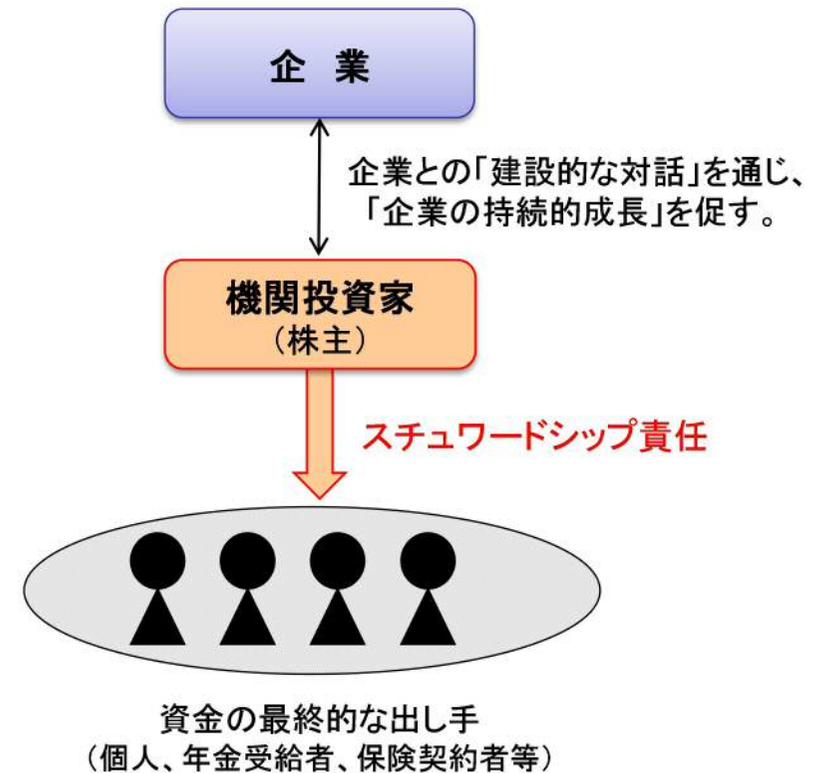


改訂「日本再興戦略」(平成26年6月閣議決定)(抜粋)

- ・「OECDコーポレートガバナンス原則」等を踏まえ、我が国企業の実情等にも沿い、国際的にも評価が得られるものとする。
- ・東京証券取引所と金融庁を共同事務局とする有識者会議において、秋頃までを目途に基本的な考え方を取りまとめる。
- ・東京証券取引所が、来年の株主総会のシーズンに間に合うよう新たに「コーポレートガバナンス・コード」を策定することを支援する。

## スチュワードシップ・コード

- ◆ 機関投資家の行動原則
- ◆ 資金の最終的な出し手(委託者)に対する責任



「日本再興戦略」(平成25年6月閣議決定)を踏まえ、金融庁の有識者会合が検討を進め、平成26年2月に策定済み。本年8月末までに、計160の機関投資家がコードの受入れを表明。

## コーポレートガバナンス・コード／スチュワードシップ・コードの概要②

	コーポレートガバナンス・コード	スチュワードシップ・コード
策定主体	東京証券取引所	日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(事務局:金融庁)
対象	上場企業	受入れ表明した機関投資家 (投資顧問会社,生命保険,年金基金等)
策定期期	<u>来年の株主総会シーズンまでに策定。</u> (本年秋頃までに、東証・金融庁が事務局となり、有識者会議を開催し、基本的な考え方を取りまとめる。)	<u>2014年2月策定済み。</u> (2014年8月末までに、GPIFを含む160機関が受入れを表明。)
海外での策定状況	・OECDが国際的な指針を策定。 ・英・独・仏・加・伊・アジア諸国等で策定済。	・英、南ア、日、マレーシアで策定済み。 (伊で策定中)
期待される効果	持続的な企業価値向上に向けた 企業自身の体制整備	持続的な企業価値向上に向けた 機関投資家と企業の対話

## 主な構成

OECD コーポレートガバナンス原則	日本版ステewardシップ・コード
株主の権利	基本方針の策定と公表
株主の平等な取扱い	利益相反の適切な管理
株主以外のステークホルダーの役割	投資先企業の状況の的確な把握
開示及び透明性	建設的な対話を通じた認識の共有と 問題の改善
取締役会の責任	議決権行使方針の公表と行使結果の公表
—	顧客・受益者に対する報告
—	投資先企業に関する深い理解に基づく 対話と判断

# 「OECD コーポレート・ガバナンス原則」(抜粋)

## I. 有効なコーポレート・ガバナンスの枠組みの基礎の確保

コーポレート・ガバナンスの枠組みは、透明で効率的な市場を促進し、法の原則と整合的で、異なる監督・規制・執行当局者間の責任分担を明確にするものでなければならない。

## II. 株主の権利及び主要な持分機能

コーポレート・ガバナンスの枠組みは、株主の権利を保護し、また、その行使を促進するべきである。

## III. 株主の平等な取扱い

コーポレート・ガバナンスの枠組みは、少数株主、外国株主を含む、全ての株主の平等な取扱いを確保するべきである。全ての株主は、その権利の侵害に対して、有効な救済を得る機会を有するべきである。

## IV. コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダー(利害関係者)の役割

コーポレート・ガバナンスの枠組みは、法律または相互の合意により確立されたステークホルダー(利害関係者)の権利を認識するべきであり、会社とステークホルダー(利害関係者)の積極的な協力関係を促進し、豊かさを生み出し、雇用を創出し、財務的に健全な会社の持続可能性を高めるべきである。

## V. 開示及び透明性

コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の財務状況、経営成績、株主構成、ガバナンスを含めた、会社に関する全ての重要事項について、適時かつ正確な開示がなされることが確保されるべきである。

## VI. 取締役会の責任

コーポレート・ガバナンスの枠組みにより、会社の戦略的方向付け、取締役会による経営陣の有効な監視、取締役会の会社及び株主に対する説明責任が確保されるべきである。

## 第1章 株主の権利

- ① 株主の基本的な権利の尊重
- ② 既存株主の権利の侵害への配慮

## 第2章 株主の平等性

- ① 会社関係者による利益相反取引の防止体制の整備
- ② 利益相反のおそれのある取引を行った場合の情報開示の充実
- ③ 特定の株主に対する特別な利益提供の禁止

## 第3章 コーポレート・ガバナンスにおけるステークホルダーとの関係

- ① ステークホルダーの立場を尊重する企業風土の醸成、社内体制の整備
- ② ステークホルダーへの適時適切な情報提供のための社内体制の整備

## 第4章 情報開示と透明性

- ① 経営実態をよりの確に把握するための定性的な情報開示の充実
- ② 株主が公平かつ容易に情報にアクセスできる機会の確保
- ③ 情報開示の適正性・迅速性を確保するための社内体制の整備

## 第5章 取締役会・監査役（会）等の役割

- ① 取締役会・監査役（会）等による経営のモニタリング
- ② 会社の価値の最大化に向けた経営者の動機づけ
- ③ 取締役相互の監視体制の整備

ありがとうございました。