

# スチュワードシップ・コード改訂の解説

田原泰雅 金融庁総務企画局企業開示課長

染谷浩史 金融庁総務企画局企業開示課課長補佐

安井桂大 金融庁総務企画局企業開示課専門官

## 一 はじめに

本年五月二十九日、金融庁に設置された「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（座長・神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授。以下「有識者検討会」という）において、「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）の改訂版（以下「改訂版コード」という）が公表された（注一）。

コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていく上で、幅広い関係者において、今般の改訂（以下「本改訂」という）についての適確な理解が深まり、実効的な取組みが広がっていくことが重要である。

こうした観点から、本稿では、本改訂の経緯、内容等について解説を試みることにしたい。

## 二 本改訂の経緯

過去二〇年以上にわたり、日本企業全体としての稼ぐ力や時価総額は相対的に低位で推移し、その原因として、企業経営者がデフレマインドに陥る中、わが国企業が現預金による内部留保を増加させ、賃金や投資を抑制してきたことが指摘されている。

一方で、こうした中でも、明確な経営戦略等を確立し、持続的に企業価値を向上させている企業は存在する。持続的な企業価値向上に向けたこうした企業の取組みを、企業セクター全体に広げ、拡大した収益を賃金上昇や投資、株主還元等、ひいては経済全体の成長につなげる必要がある。このような問題意識の下、平成二四年の安倍内閣発足後、成長戦略の一環として、スチュワードシップ・コードおよびコー

## 目次

- 一 はじめに
- 二 本改訂の経緯
- 三 本改訂の内容
  - 1 アセットオーナーによる実効的なチェック
  - 2 運用機関のガバナンス・利益相反管理
  - 3 ESG要素の考慮
  - 4 パッシブ運用における対話等
  - 5 集团的エンゲージメント
  - 6 議決権行使結果の公表の充実
  - 7 議決権行使助言会社
  - 8 経営陣の役割・責務等
  - 9 運用機関の自己評価
- 四 本改訂に伴う公表内容の追加等
  - 1 原則（指針を含む）において公表が求められる具体的項目
  - 2 原則（指針を含む）を実施しない場合におけるその理由の説明
  - 3 原則（指針を含む）を実施している場合の説明——いわゆる「コンプライ・アンド・エクスペレイン」
  - 4 公表に当たったその他の留意事項
- 五 おわりに

ポレートガバナンス・コードが策定され、コーポレートガバナンス改革に向けた取組みが進められてきた。

今回改訂されたスチュワードシップ・コードは、政府の成長戦略を定める「日本再興戦略」（平成二五年六月閣議決定）において、「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）を取りまとめることされたことを受け、金融庁に設置された「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」（座長・神作裕之東京大学大学院法学政治学研究所教授）によって平成二六年二月二六日に策定されたものである。

また、コーポレートガバナンス・コードは、『日本再興戦略』改訂二〇一四（平成二六年六月閣議決定）を受け、上場企業が、幅広いステークホルダー（株主、従業員、顧客、取引先、債権者、地域社会等）と適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図るための行動原則として、平成二七年六月に、全上場企業に対して適用が開始された。

両コードを「車の両輪」として、コーポレートガバナンスの強化に向けた取組みが進められた結果、独立社外取締役を選任する上場企業が大きく増加するなど、企業側の取組みには一定の進捗がみられる。しかし、企業側の対応は、いまだに形式的なものにとどまっているといった指摘もなされている。

また、機関投資家についても、スチュワードシップ・コードの策定から三年を経て、二〇〇を超える機関投資家がコードの受入れを表明し、企業側からは、投資家の行動に変化があったとの声もある。

一方で、

- ・ 対話が形式的・画一的な内容にとどまり、必ずしも企業に「気づき」をもたらしものになっていない

- ・ 運用機関による、系列親会社等との関係から生じ得る利益相反を管理するための措置が不十分である

- ・ アセットオーナーによるスチュワードシップ活動（注二）が低調であり、運用担当者も量的・質的に不足している。また、特に企業年金によるスチュワードシップ・コードの受入れが少ない

- ・ 議決権行使助言会社における助言サービスへの経営資源の投入が不十分である

といった指摘も聞かれるところである。

こうした中、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」（座長・池尾和人慶應義塾大学経済学部教授。以下「フォローアップ会議」という）において、平成二八年一月、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題する意見書（以下「意見書」という）が公表された。意見書においては、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させるためには、「企業に投資を行っている機関投資家（運用機関及び年金基金等のアセットオーナー（注三））が、インベストメント・チェーン（最終受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ）におけるそれぞれの役割を

認識し、企業の実情や取り巻く環境を踏まえながら、その持続的な成長に向けて、経営戦略を含む諸課題について、深度ある『建設的な対話』を行っていくことが必要」であるとされ、意見書の内容を踏まえてスチュワードシップ・コードの改訂を行うことが提言された。

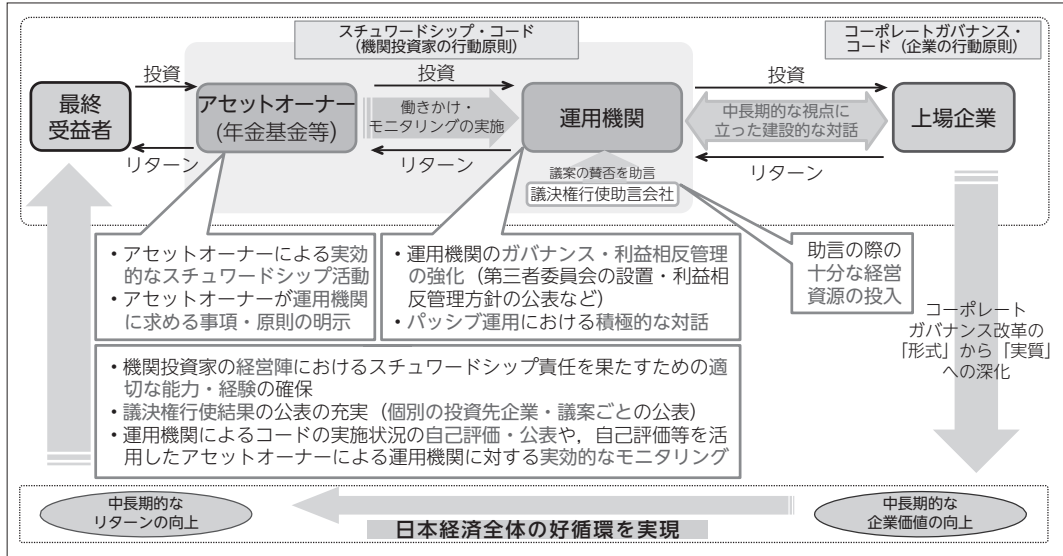
意見書を受け、金融庁において、本年一月から三回にわたって有識者検討会を開催し、三月二八日、同検討会は、スチュワードシップ・コードの改訂案を公表した。同改訂案については、策定時と同様、パブリックコメント手続（注四）が行われ、五月二九日に改訂版コードが公表された。

なお、フォローアップ会議や有識者検討会における議論の過程では、国内外の機関投資家等の関係者から、企業と投資家との間の「建設的な対話」のあり方や、わが国における課題について、幅広く意見を聴取しており、有識者検討会には、国際的な機関投資家団体であるICGN（International Corporate Governance Network）から、メンバーとして参画を得た。

### 三 本改訂の内容

本改訂の概要は、図表1のとおりである。本改訂は、スチュワードシップ活動におけるアセットオーナーの役割を明確化するとともに、運用機関におけるガバナンス・利益相反管理の強化等を促すものとなっている。なお、本改訂

〔図表1〕 本改訂の概要



〔指針一〇三〕  
 アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組みべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

〔指針一〇四〕  
 アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明

は、これまでのスチュワードシップ・コードの七つの原則自体に修正を行うのではなく、指針を新設（または改訂）することにより行われている。以下、原則・指針の順に従って、改訂された点について解説を行う。

1 アセットオーナーによる実効的なチェック

(1) 指針一〇三  
 アセットオーナーは、インベストメント・チェーンにおいて、最終受益者の利益を確保する責務を負っている。しかしながら、現状では、運営上の制約などのため、自ら直接的にスチュワー

〔指針一〇五〕  
 アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中で自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

ドシッパ活動を行わず、運用機関を通じてスチュワードシッパ活動を実施しているアセットオーナーが大半である。こうした中、アセットオーナーにおいて企業との対話等を推進する取組みは、一部の大規模な公的年金等を中心に行われており、企業年金等については、スチュワードシッパ・コードの受入れが少なく、こうした活動への関心が必ずしも高くはないことが指摘されている。

こうした現状を踏まえ、新たに設けられた指針一―三においては、アセットオーナーに対して、可能な限り、自らスチュワードシッパ活動に取り組むことを求めるとともに、運用機関による実効的なスチュワードシッパ活動を確保することを求めている。

(2) 指針一―四

アセットオーナーについては、スチュワードシッパ活動について、その方針の策定も含め、運用機関に全面的に委ねているケースも多く、運用機関に対して、どのように企業に働きかけを行っていくべきかを必ずしも明確に示していないといった課題も指摘されている。こうした指摘を踏まえ、運用機関に対して求める事項や原則を示し、運用機関との間で適切にコミュニケーションを行うことを求める指針一―四が設けられた(注五)。

特に、受益者の幅が広く、運用額が大きいことにより、運用機関に対する影響力も強いアセットオーナーについては、運用機関に何を求

めるかについて、自ら主体的に検討を行うことよって、最終受益者の利益の確保を積極的に図ることが重要であるといった指摘があることを踏まえ、指針一―四後段が設けられている。なお、その他のアセットオーナーにおいても、それぞれのリソースに応じ、最終受益者の利益の確保に向けて、同様の取組みが行われることが望ましい。

(3) 指針一―五

フォーローアップ会議の議論等においては、運用機関によるスチュワードシッパ活動を実効的なものとする上では、顧客であるアセットオーナーが、実効的なモニタリングを行うことが重要であるとの指摘がなされた。こうした指摘を踏まえ、指針一―五においては、アセットオーナーが、本改訂で新たに設けられた指針七―四において求められている運用機関の自己評価(後記9)も活用しつつ、実効的にモニタリングを行うことにより、運用機関によるスチュワードシッパ活動の実効性向上に向けた取組みを適切に促していくことが求められている。

2 運用機関のガバナンス・利益相反管理

〈指針一―二〉

機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように実効的に管理するのかについての明確な方針を策定し、これ

を公表すべきである。

特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。

〈指針一―三〉

運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

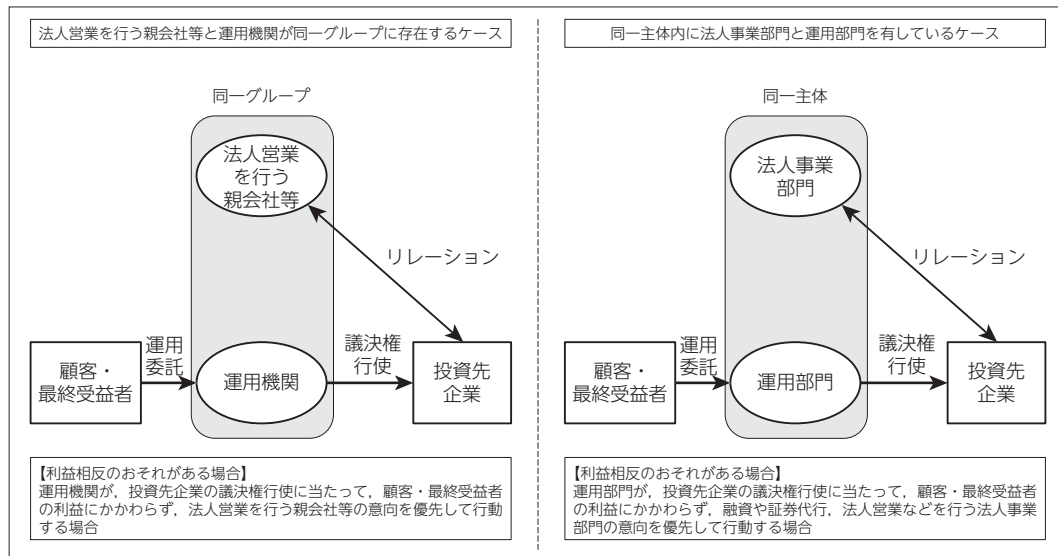
〈指針一―四〉

運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

(1) 改訂の経緯

運用機関が実効的なスチュワードシッパ活動を行っていく上では、運用機関が、アセットオーナーやその背後に存在する最終受益者の利益を第一に考え、顧客本位の活動を実効的に確保していくことが不可欠である。

〔図表2〕 利益相反のおそれがある場合



他方、特に金融グループ系列の運用機関については、法人営業を行う親会社等の利益と運用機関の顧客・受益者（最終受益者を含む。以下同じ）の利益との間に存在する利益相反を回避したり、その影響を排除するための措置が必ずしも十分に機能していないケースが多く、よりきめ細かな対応が必要ではないかとの指摘がある。また、信託銀行や生命保険会社など、同一主体内において法人事業等の運用以外の業務を行っている場合における、当該業務を行う部門と運用部門との関係についても、同様の指摘がある（図表2参照）。

本改訂においては、こうした指摘を踏まえ、特に運用機関について、実効的な利益相反管理を求める指針二二二後段、二一四を新たに追加している（注六）。

#### (2) 指針二二二

指針二二二は、改訂前のコードに基づき運用機関が公表している利益相反管理方針について、約四〇%の機関の方針においては議決権行使への言及がない（平成二八年一二月末時点）など、必ずしも具体性のある記載がなされていないとの指摘があったことを踏まえ、内容が拡充されたものである。

運用機関においては、一般的・抽象

的な記述による利益相反管理方針ではなく、利益相反が生じ得る具体的な場面を想定した上、あらかじめ、それぞれの場面に応じた具体的な措置を定めておくことが求められる。

#### (3) 指針二二三

指針二二三は、実効的な利益相反管理のためには、独立した監督などの堅固なガバナンス体制が重要であるとの考え方にに基づき、新たに追加されたものである。

指針二二三に示されている「独立した取締役会」を設置する際には、単に形式的にこれを設置するだけでなく、実際に親会社等の干渉を受けることなくスチュワードシップ活動を行うことができるような工夫も併せて行うなど、独立性が実効的に担保されることが重要である。

また、「第三者委員会」についても、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止の観点から、適切な独立性を有することが必要であり、たとえば、委員の人選に際しても、こうした目的を踏まえた選定プロセスとするといった対応がなされることが重要である。

こうしたガバナンス体制の整備は、最終受益者の利益に資するとともに、投資先企業のガバナンス等について企業と対話を行う上でも、運用機関自身の信頼性が高まることを通じ、対話の実効性を高めることにつながるものであると考えられる。

#### (4) 指針二一四

指針二一四は、運用機関において、指針二一

二および二一三で求められている利益相反管理方針の策定やガバナンス体制の整備を適切に行っていく上では、その経営陣が適切に役割・責務を果たすことが重要である一方で、運用機関の経営陣において、必ずしもそうした認識が十分でないといった指摘があったことを踏まえ、新たに追加されたものである。なお、新たに設けられた指針七一二（後記8）においては、利益相反管理にとどまらず、より幅広く、アセットオーナーも含めた経営陣の役割・責務等が示されている。

3 ESG要素の考慮

〈指針二一三〉

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、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するものを含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを

早期に把握することができるよう努めるべきである。

指針三一三は、投資先企業の状況について、機関投資家が把握することが考えられる内容について、非財務面の事項も含めて例示するものである。

従前より、社会・環境問題に関するリスクについては、把握する内容の一つとして例示されていたが、有識者検討会においては、事業におけるリスク・収益機会の両面におけるESG（環境・社会・ガバナンス）要素の重要性が指摘された。

社会・環境問題に関する収益機会については、重要なものであれば、改訂前のコードにおいても、把握する内容に含まれるものであったが、指針において明示的と言及がなかったことから、本改訂において、社会・環境問題に関する収益機会についても把握する内容として例示するとともに、脚注において「ESG要素」にも明示的に言及することとされた。

4 パッシブ運用における対話等

〈指針四一三〉

パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たつ

て、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

近年、上場投資信託（ETF）の増加や、年金の株式運用におけるパッシブ運用比率の高まりなどを背景に、パッシブ運用の比重が高まっている。こうした中、中長期的な企業価値向上を実効的に促していく上で、パッシブ運用を行う機関投資家において、積極的に対話や議決権行使に取り組むことの重要性が増していると考えられる。また、パッシブ運用においては、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られているという意味においても、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高い。その一方で、わが国でパッシブ運用を行う機関投資家は、これまで必ずしも投資先企業との対話に積極的でなかった等の指摘がある。

こうした状況に鑑み、パッシブ運用において、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むことを求める指針四一二を設けることとされた。

5 集团的エンゲージメント

〈指針四一四〉

機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集团的エンゲ

ジメント)が有益な場合もあり得る。

集团的エンゲージメントをめぐっては、海外の機関投資家を中心に、大量保有報告制度上の「共同保有者」に該当する場合には大量保有報告書を提出する必要が生じ得ること、また、スチュワードシップ・コードには「集团的エンゲージメント」への言及がないことなどから、わが国においてこうした取組みを行うことは難しいのではないかと指摘があった。

これらの指摘のうち、大量保有報告制度上の取扱いについては、平成二六年二月、金融庁により、「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」(注七)が公表されている。ここでは、「共同保有者」への該当性に関し、法令上、「共同して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」している必要があるとされている点については、「株主としての議決権その他の権利」とは、株主としての法令上の権利を指すものであると考えられることや、「合意」とは、単なる意見交換とは異なり、相互または一方の行動を約する性質のものを指すと考えられることなどの解釈が、具体例とともに示されており、解釈の明確化が図られている。

また、後者の指摘については、有識者検討会の議論においても、改訂前のコードの下でも集团的エンゲージメントを行うことは可能であったが、集团的エンゲージメントが、対話を行う

際の選択肢として考えられることをスチュワードシップ・コードに明示的に盛り込むべきではないかとの指摘がなされた。一方で、集团的エンゲージメントを行う際には、対話が形式的にならないよう、十分留意する必要があるのではないかといった指摘もなされた。

こうした指摘を踏まえ、確認的に、集团的エンゲージメントを対話の選択肢の一つとして示す指針四一四が新たに設けられた。

## 6 議決権行使結果の公表の充実

### 〈指針五二三〉

機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対

外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。

### (1) 指針五二三の考え方

改訂前のコードにおいては、機関投資家に対して、議案の主な種類ごとに整理・集計する形での議決権行使結果の公表が求められていたが、業態によって公表の状況が異なり、一部の業態の公表については不十分ではないかとの指摘もあった。また、フォーアアップ会議の議論などにおいては、議決権行使をめぐる利益相反の懸念を払拭する観点から、集計による公表にとどまらず、個別の投資先企業および議案ごとに議決権行使結果を公表することが重要であるとの指摘がなされた。また、海外機関投資家などからは、こうした公表を行う際には、賛否の理由も公表すべきであるとの指摘もなされた。

こうした指摘を踏まえ、指針五二三において、原則として、個別の議決権行使結果を公表すべき旨などを示すこととされた。

なお、米国においては、投資信託について、証券取引委員会(SEC)規則により、議決権行使の透明性を高める観点から、個別の議決権行使結果の公表が義務づけられている。このような義務づけがない英国においても、説明責任の向上や利益相反管理の観点から、主要な機関投資家において、個別の議決権行使結果の公表が行われている。

(2) 議決権行使結果の具体的な公表方法

指針五―三は、機関投資家に対して、原則として、個別の議決権行使結果を公表することを求めるものである。指針五―三における個別の議案の意義については、たとえば、取締役選任議案であれば、一般に、個別の取締役候補者ごとに議決権が行使されることから、それぞれの候補者についての議案が、これに当たると考えられる。

個別の議決権行使結果を公表する際には、公表される内容が、顧客・受益者等の関係者にとつて十分にわかりやすいものとなることが重要である。

具体的には、たとえば、運用機関において同一の議案について賛否が分かれた場合には、賛否が分かれた旨を公表することが考えられ、適切に議決権を行使しているか否かについての可視性を高めることに資すると考える場合には、賛否の割合等を併せて公表することも考えられる。

また、指針五―三は、アセットオーナーに対しても議決権行使結果を公表することを求めるものであるが、公表に当たって、たとえば、アセットオーナーが運用機関に対して議決権行使結果を個別の投資先企業および議案ごとに公表するよう求めている場合には、その旨および公表されているウェブサイトを記載することも考えられる。

なお、指針五―三前段では、こうした個別の

議決権行使結果の公表を行わない場合でも、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計した形で議決権行使結果を公表すべき旨について、確認的に示している。

(3) 指針五―三を踏まえた機関投資家による取り組みの広がり

すでに、複数の国内大手運用機関（投資顧問・投資信託、信託銀行、生命保険会社）が、本改訂を踏まえ、個別の投資先企業および議案ごとの議決権行使結果の公表を開始したり、今後こうした公表を行う旨を発表している（注八）。また、アセットオーナーについても、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）が、委託先の運用機関に対して、個別の議決権行使結果の公表を要請した。このように、各機関投資家において、本改訂を踏まえた主体的な取り組みが広がっている。

7 議決権行使助言会社

〈指針五―五〉

議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

る。

近年、わが国において、議決権行使助言会社の影響力が増しているとの指摘がなされている。海外においては、議決権行使助言会社の影響力に鑑み、規制の導入に向けた議論が行われており、たとえば、EUにおいては、本年五月、議決権行使助言会社に、スタッフの資質の確保のための手続、企業を取り巻く個別事情の考慮や企業との対話の状況、利益相反への対応等について開示させるとの内容の指令改正が行われている（注九）。

議決権行使助言会社については、改訂前のコードにおいても、コードの各原則が当てはまる旨が示されており（前文八）、実際に、複数の議決権行使助言会社がスチュワードシップ・コードの受入れを表明している。

有識者検討会の議論においては、議決権行使助言会社について、

- ・ 機械的・形式的な判断がしばしばみられる

- ・ 特にわが国における体制が、人的資源等の面で不十分である
- ・ 企業に対してコンサルティングサービスを提供している場合などにおいては、より高度な利益相反管理が求められる
- ・ 適切な助言が策定されるためのプロセスの確保が重要である

等の指摘がなされ、こうした指摘を踏まえ、新



たに指針五―五が設けられた。

8 経営陣の役割・責務等

〈指針七―二〉

特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

機関投資家が、最終受益者の利益の確保のため、実効的にスチュワードシップ活動を行っていく上では、組織構築や人材育成が重要であり、こうした取組みについては、その経営陣が適切に役割・責務を果たすことが求められる。

他方で、フォローアップ会議の議論などにおいては、たとえば、運用機関の経営陣に、スチュワードシップ活動に関する知見も含めた適切な能力や運用経験がないにもかかわらず、系列の金融グループ内の販売会社等の出身者が就任しているといったケースがあるのではないかといった指摘がなされた。

指針二―四においても、ガバナンス強化・利益相反管理に関する運用機関の経営陣の役割・責務が示されているが（前記2(4)）、こうした指摘も踏まえ、新たに指針七―二が設けられた。なお、指針七―二は、アセットオーナーの経営陣にも当てはまるものである。

9 運用機関の自己評価

〈指針七―四〉

機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、本コードが策定を求めている各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。

特に、運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきである。

スチュワードシップ・コードについては、実効性の確保が重要な課題であることが指摘されている。たとえば、コードの導入において先行した英国においては、年金基金等からなる団体（注一〇）により、年金基金が運用機関を評価することに資するよう、運用機関自身が自己評価

を行うためのフレームワークが公開されており、こうした取組みは、スチュワードシップ・コードの実効性を高めることに寄与するものと考えられる。さらに、英国においてスチュワードシップ・コードを所管する財務報告評議会（FRC: Financial Reporting Council）は、二〇一六年、コードの受入れを行った機関による公表内容を“Tier 1”から“Tier 3”の三段階（注一一）で評価する“Tiering”を実施し、その結果を公表する取組みを開始した。

こうした海外における取組みも参考に、運用機関に対してスチュワードシップ・コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、その結果を公表することを求める指針七―四が設けられた。

ただし、改訂版コードにおいては、英国の“Tiering”のような、当局による評価ではなく、運用機関による自己評価と、その結果の公表を通じ、実効性の担保を図るアプローチをとっている。指針七―四が、指針一―五が求めるアセットオーナーによるモニタリング（前記1(3)）と相俟って、運用機関におけるコードの適切な実施が担保されることが期待される。

四 本改訂に伴う公表内容の追加等

改訂前のコードを受け入れている機関投資家は、改訂版コード公表の遅くとも六カ月後（本年十一月末）までに、本改訂の内容を踏まえて、

改訂版コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目（以下「公表項目」という）の更新を行い（あわせて、更新を行った旨も公表）、その旨を金融庁に通知することが求められている。

本改訂に当たっては、各機関投資家において、本年夏の株主総会シーズンから改訂版コードを念頭に置いた対応を行うことができるよう、三月に改訂案が公表された。すでに、株主総会シーズンを前に、各機関投資家においては、改訂版コードを踏まえた主体的な取組みを開始する動きがみられたところである。スチュワードシップ活動をより実効的なものとしていく観点からは、準備が整っている各機関投資家においては、六カ月の期間を待つことなく、率先して本改訂を踏まえた対応や公表項目の更新を行うことが期待される。

以下では、本改訂に伴い機関投資家が公表する内容について、若干の解説を行うこととした。

**1 原則（指針を含む）において公表が求められる具体的項目**

改訂版コードの各原則（指針を含む）においては、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の考え方の下、一定の項目について「公表すべきである」とされている。

本改訂においては、「公表すべきである」とされている以下の項目が追加されているため、すでに改訂前のコードを受け入れている機関投資

家は、これらの点について、記載の更新が求められることとなる（注一〇）。

- ・ (i) すべての機関投資家に当てはまるもの
- ・ 個別の投資先企業および議案ごとの議決権行使結果（指針五―三）
- ・ 運用機関に当てはまるもの

- ・ 議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置についての具体的な方針（指針二―二）
- ・ スチュワードシップ・コードの各原則（指針を含む）の実施状況に関する自己評価（指針七―四）

- ・ (iii) 議決権行使助言会社に当てはまるもの
- ・ 業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関する自らの取組み（指針五―五）

**2 原則（指針を含む）を実施しない場合におけるその理由の説明**

改訂版コードは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、従前より、実施しない原則（指針を含む）がある場合には、その理由の説明についても、記載することとされている。本改訂においては、指針についても「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象となる旨が明確化されており、各指針についても、実施しない場合は、その理由の説明が求め

られることとなる（前文二二および一三）。

なお、指針の中には、一定の事項が「重要である」とされるなど、必ずしも一定の行動をとるべき（とるべきでない）旨が明示されていないものがあり、こうした指針については、必ずしも、実施しない理由を説明することが求められるものではない。

**3 原則（指針を含む）を実施している場合の説明——いわゆる「コンプライ・アンド・エクスプレイン」**

本改訂において、原則（指針を含む）を実施している場合についても、「自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことも、顧客・受益者から十分な理解を得る観点からは、有益であると考えられる」旨が追加され、いわゆる「コンプライ・アンド・エクスプレイン」も有益であるとの考え方が明らかにされた（前文二二）。機関投資家においては、こうした趣旨に沿った対応がなされることが期待される。

**4 公表に当たってのその他の留意事項**

公表項目については、毎年、見直し・更新を行うこととされてきたところであるが、本改訂において、更新を行った際には、その旨も公表することとされた（前文一三）。また、原則（指針を含む）を実施している場合の説明を公表（「コンプライ・アンド・エクスプレイン」）する機関投資家においては、当該説明について

も、毎年、見直し・更新を行うことが望ましいと考えられる。

## 五 おわりに

すでに述べたとおり、国内大手の機関投資家においては、改訂版コードを踏まえた主体的な取組みが開始されており、こうした取組みがさらに広がっていくことが期待される。今後、改訂版コードを踏まえ、機関投資家と企業の対話の質が変化し、企業のガバナンスをめぐる課題の改善や、稼ぐ力の向上につながっていくことが何よりも重要である。機関投資家・企業による主体的な取組みが、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大、そして日本経済全体の好循環につながっていくことを期待し、本稿の結びとしたい。

(注一) 金融庁ホームページ(「スチュワードシップ・コード(改訂版)の確定について」)における公表 (<http://www.fsa.go.jp/news/29/singl20170529.html>)。

(注二) スチュワードシップ・コードにおいては、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動を「スチュワードシップ活動」と呼んでいる。スチュワードシップ活動は、議決権行使のみを意味するものではなく、機関投資家が、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、当該企業の状況を適切に把握することや、これを

踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである(前文六)。

(注三) スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」(運用機関)である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」(アセットオーナー)である場合とに大別されている(前文七)。

(注四) 改訂案について、本年三月二十八日から四月二十七日までの間(英訳版は五月八日までの間)、パブリックコメント手続が行われた。その結果、改訂案については一八の個人および団体から、英訳版については一一の個人および団体から意見が提出された。

(注五) 本改訂を受け、たとえば、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、本年六月一日に、委託先の運用機関に対して提示する「議決権行使原則」および「スチュワードシップ活動原則」を制定している。

(注六) アセットオーナーについても、利益相反の適切な管理を求める原則二、指針二一および二二前段については対象とされており、これらの原則・指針の趣旨を踏まえた対応がなされること重要である。

(注七) 金融庁ホームページ (<http://www.fsa.go.jp/singl/stewardship/legalissue.pdf>) を参照。

(注八) 今後、個別の議決権行使結果とともに、賛否の理由も公表するとしている機関もある。

(注九) 米国においても、議決権行使助言会社を

登録制とし、利益相反管理方針の策定、十分なスタッフの確保、対象企業による助言案へのコメントの機会の付与等を含む体制の整備等を義務づける法案が審議されており、本年六月に下院を通過している。

(注一〇) 英国年金・生涯貯蓄協会(PLSA: Pensions and Lifetime Savings Association)。

(注一一) 運用機関以外については、二段階で評価が行われている。

(注一二) 詳細については、金融庁ホームページで公表されている「スチュワードシップ・コード改訂に伴う公表内容の追加等について」(<http://www.fsa.go.jp/news/29/singl20170529/06.pdf>)を参照。

「たはら・やすまさ  
そめや・ひろし  
やすい・けいた