

スチュワードシップ・コードの 再改訂の解説

井上 俊剛 金融庁企画市場局企業開示課長
 島貫まどか 金融庁企画市場局企業開示課長補佐
 山田 裕章 金融庁企画市場局企業開示課長補佐
 西原 彰美 金融庁企画市場局企業開示課専門官

一 はじめに

二〇二〇年三月二四日、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」（令和元年度）（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）」の再改訂版（以下「再改訂版コード」という）が公表された（注一）。スチュワードシップ・コード（以下「本コード」という）は二〇一四年二月に策定、二〇一七年五月に改訂されており、今回が二度目の改訂（以下「本再改訂」という）となる。

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ためには、幅広い関

係者において本コードの趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、今般の再改訂について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。本稿では、本再改訂の経緯・内容等について解説を試みる。なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解であることをあらかじめ申し添えておく。

二 本再改訂の経緯

日本企業の事業活動のグローバル化や情報通信技術の発展、サステナビリティが日本企業の事業リスクや収益機会に与える影響の増大など、投資家や企業を取り巻く環境が大きく変化
 する中で、資本市場の機能の発揮を通じてわが国全体の最適な資金フローを実現し、企業価値

目次

- 一 はじめに
- 二 本再改訂の経緯
- 三 本再改訂の内容
 - 1 全体に関する改訂
 - 2 運用機関の建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実
 - 3 企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動の後押し
 - 4 機関投資家向けサービス提供者のサービスの質の向上
 - 5 その他
- 四 本再改訂に伴う公表内容の追加等について
 - 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 公表に当たってのその他の留意事項
- 五 おわりに

の向上と収益の果実を家計にもたらしていくことが求められている。そのためには、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）において、機関投資家と企業との建設的な対話を通じて、中長期的な企業価値の向上と持続的な成長を促していくことが重要である。

このような考えの下、わが国では、二〇二二年の第二次安倍内閣発足以降、政府の成長戦略

の一環として、コーポレートガバナンス改革が位置づけられ、本コードとコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂等の取組みが進められてきた。まず、二〇一四年二月に、「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)によって本コードが策定された。翌二〇一五年六月に、コーポレートガバナンス・コードの適用が開始された。その後、コーポレートガバナンス改革のさらなる深化へ向け、二〇一七年五月には本コードが、二〇一八年六月にはコーポレートガバナンス・コードがそれぞれ改訂された(注二)(注三)。

両コードは、その対象をそれぞれ機関投資家と上場会社とし、その双方が質の高いコーポレートガバナンスの実現へ向けて適切に活動することにより、企業価値の向上および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の確保が図られることを目指すものであり、いわば「車の両輪」として機能することが期待されている。なお、後述のとおり、本再改訂は、両コードの位置づけを変更するものではない。

こうした両コードの策定・改訂等の取組みを受けて、足下では、複数の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、独立社外取締役が真に機能を発揮するためには

まだ課題が残されており、その改善に向けて、投資家からの働きかけが引き続き重要な役割を果たすと考えられる。機関投資家側においても、本コードの受入れを表明した機関投資家等と同コードの策定以降一貫して増加基調にあり、二〇二〇年三月一三日時点では二八〇機関に達している。運用機関のスチュワードシップ活動に係る情報提供に関しては、二〇一七年の本コードの改訂を受けて、個別の議決権行使結果を公表する機関は一〇〇機関を超えた。二〇一九年の株主総会シーズンでは、議決権行使の理由を個別議案ごとに公表する機関が増加した。

このように、コーポレートガバナンス改革における機関投資家の取組みには一定の進捗がみられる。他方で、国内外から、

- ・ 企業との対話の中身が依然として形式的なものにとどまり、中長期的な企業価値の向上に十分つながっていない
- ・ 企業開示の充実を求める一方で自らの説明責任を果たすことには必ずしも積極的ではない例がある

- ・ コンプライ・オア・エクスプレインの意義への認識不足等からコードの遵守状況の把握が機械的である

等の指摘がされ、より実効性を高めるべきではないかとの指摘もされている。

こうした中、コーポレートガバナンス改革の

実効性をより高めるため、金融庁・東京証券取引所が事務局を務める「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・池尾和人立正大学経済学部教授。以下「フォローアップ会議」という)において、二〇一九年四月二十四日、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書(以下「本意見書」という)が公表された。本意見書においては、本コードの再改訂を見据え、インベストメント・チェーンにおける各主体(運用機関、アセットオーナー、議決権行使助言会社、年金運用コンサルタント)の当面の課題を挙げた上で、これらに対する今後の検討の方向性が示された(注四)。

本意見書の提言を受け、金融庁において二〇一九年一〇月から三回にわたって有識者検討会を開催し、同年一二月二〇日、有識者検討会は、本コードの再改訂案を公表した(注五)。同時に、再改訂に当たってポイントとなる論点を「意見公募項目」としてまとめた上で、広く各界の意見を募集するべく、パブリックコメント手続(注六)に付した。その後、国内外の六七の個人・団体から寄せられたコメントを踏まえ、二〇二〇年三月二四日に再改訂版コードが公表された。

三 本再改訂の内容

本再改訂の内容は、本コード全体に関わる論点と、主体（運用機関、アセットオーナー、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者）ごとの論点に大別することができる（本再改訂の全体像は図表1・図表2を参照）。以下では、全体に関わる論点と、各主体に関わる論点ごとに、それぞれ関連する原則・指針に言及しつつ、本再改訂の内容を解説する。なお、再改訂版コードの引用箇所のうち、本再改訂による追記部分には傍線を付している。

1 全体に関する改訂

(1) サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮

前文

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧

客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。……

指針一―

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

指針一―二

機関投資家は、こうした認識の下、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たす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。

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

指針四―二

機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

原則七

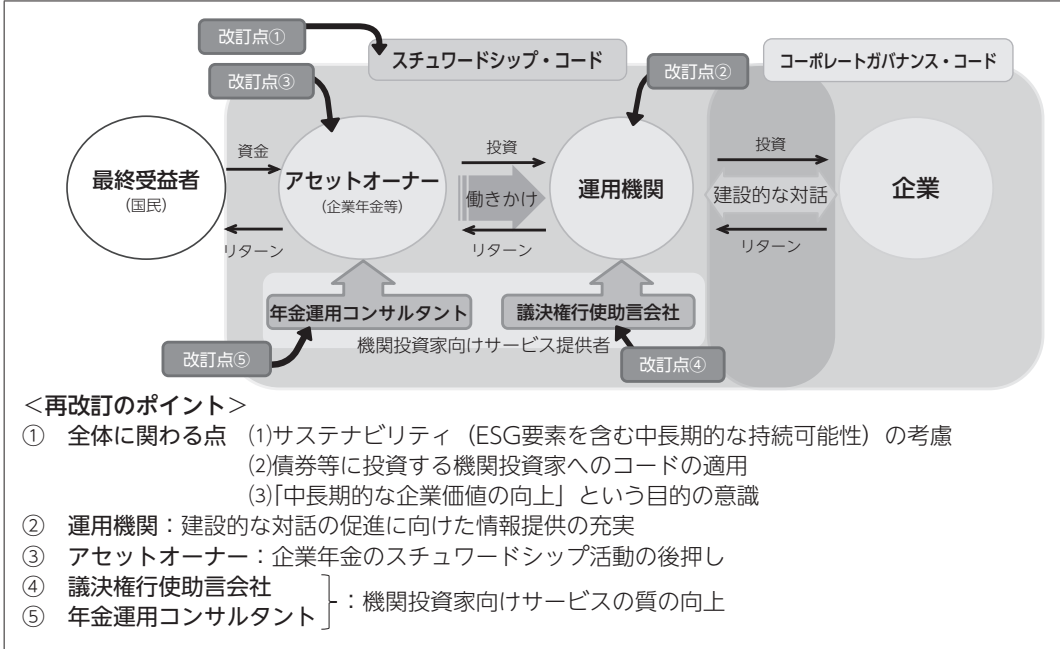
機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

指針七―

機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、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ていることが重要である。

このため、機関投資家は、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を行うべきである。

〔図表1〕 再改訂版コードのポイント



〔図表2〕 再改訂版コードの概要

再改訂の概要	
①全体に関わる論点	(1)サステナビリティ (ESG要素を含む中長期的な持続可能性) の考慮 (2)コードの目的に沿うスチュワードシップ活動ができる場合における、上場株式以外の資産 (債券等) に投資する機関投資家へのコードの適用 (3)中長期的な企業価値の向上および企業の持続的な成長という目的にスチュワードシップ活動が向けられたかを意識すべき
②運用機関	・外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案について「賛否の理由」を公表すべき ・企業との対話の状況を含むスチュワードシップ活動の結果や自己評価について、企業の持続的な成長と中長期的な投資リターンの拡大に向けられたかを意識して公表することが重要
③アセットオーナー	・規模や能力等に応じてスチュワードシップ活動を行うべき
④議決権行使助言会社	助言の正確性や透明性を確保するため、 ・人的・組織的体制の充実 (日本拠点の整備含む) ・助言策定プロセスの透明性の確保 ・企業との積極的な意見交換
⑤年金運用コンサルタント	・利益相反の管理を行うべき

ア 本コードの目的、指針一―一、原則七、および指針七―一

・ 昨今、国内外を問わず、投資家・企業等の間でサステナビリティに対する関心が急速に高まっている。二〇一九年に改訂された英国のスタンダードシップ・コードでは、「スタンダードシップ」を「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督」（金融庁仮訳）と新たに定義し、投資判断におけるESG要素の考慮を明示的に要求している（注七）。

・ このような状況下で、有識者検討会において

・ ESG要素等のサステナビリティを考慮することは、事業におけるリスクの減少のみならず収益機会にもつながる

・ 世界中での昨今のESGをめぐる動きの急速な変化に鑑みれば、こうした変化自体がリスクや収益機会に影響を及ぼし得る

との指摘がなされた。こうした指摘等を踏まえ、再改訂版コードにおいては、前文冒頭の「スタンダードシップ責任」の定義における建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）が、「運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮」にも基づくことについて、新たに明記されることとなった。

他方で、有識者検討会においては、ESG要素は企業価値の向上に資する限度でこれを追求すべきとの意見も複数出された。

そこで、本再改訂では、スタンダードシップ責任の定義にサステナビリティの考慮を取り入れつつも、本再改訂前と同様に、「企業の企業価値の向上や持続的成長を促すこと」により、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることが本コードの目的であるという点は維持することとした。その意味では、再改訂版コードは、英国のスタンダードシップ・コードのように「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような」顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための責任をスタンダードシップと位置づける考え方は一線を画している点には留意が必要である。

この他、原則七および指針七―一においても、機関投資家が企業との対話やスタンダ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に当たり、前述と同様に、投資先企業との対話におけるサステナビリティの考慮を求める旨を明記している。今後、運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき投資先企業との対話やスタンダードシップ活動を行っていくに当たり、そのための実力を備えていくこともスタンダードシップ活動の質の向上に資すると考えられる。

イ 指針一―二

・ 前述のサステナビリティをめぐる動きの高まり等を踏まえて、本再改訂後の指針一―二では、機関投資家がスタンダードシップ責任を果たすための方針において、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で明確に示すべきとの記載を新たに追加している。

その際、考慮するサステナビリティに関する課題の内容・程度等については、各機関投資家の運用戦略によって違いが出るのが想定されることから、各機関投資家の自主的かつ多様な取り組みを推進するため、「運用戦略に応じ」た対応が求められている旨を明記している。

ウ 指針四―二

・ サステナビリティをめぐる課題に関する対話に関しては、機関投資家は、運用戦略と整合的に、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべき、とする指針四―二を新設している。前記アのとおり、本コードは、引き続き、企業価値の向上と企業の持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図ることをその目的としていることから、同指針において、サステナビリティをめぐる課題に関する対話を行う場合にも、その目的を意識することが重要である旨を明確化したものである。

(2) 上場株式以外の資産に投資する機関投資家
への本コードの適用

前文一〇

本コードは、基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。

本コードは、従前より、日本の上場株式に投資を行う場合を基本的に念頭に置いている。これに関して、有識者検討会においては、前述のサステナビリティをめぐる国内外の動きの高まりの中で、

- ・ 債券等の上場株式以外の資産に投資する機関投資家においてもスチュワードシップ活動を行うことが有益な場合もあるのではないかな

- ・ 投資先企業との建設的なエンゲージメントを通じて、当該企業との中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促すということと同時に、最終受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るというコードの趣旨に照らして考えると、その対象は上場株式にとどまるものではない

- ・ コードの対象範囲を上場株式以外の資産

に拡大することで、よりインベストメント・チェイン全体の高度化につながるのではないかな

等の指摘がなされ、これに対し、

- ・ 債券保有者と株主との間には利益相反が生じる場合がある

特に日本の場合には、メインバンクによるデッドガバナンスから株主によるエクイティガバナンスへと移行してきたことに鑑みると、株主資本コストの意識づけや資本生産性の改善等はエクイティガバナンスの規律の中で引き続き定着させていく必要がある

ある

等々の指摘もなされた。
こうした指摘を受け、本再改訂後の前文一〇では、「本コードの冒頭に掲げる『スチュワードシップ責任』の遂行に資する限り」において、日本の上場株式以外の資産にも適用することが可能であることが明記された。「本コードの冒頭に掲げる『スチュワードシップ責任』」に言及したのは、日本の上場株式以外の資産に投資する場合に本コードを適用する場合であっても、企業価値向上や企業の持続的な成長に向けたスチュワードシップ活動が行われることが期待されることを明示する趣旨である。

日本の上場株式以外の資産保有者には、株主と同様のスチュワードシップ活動を行うことが困難である場合も想定されるが、たとえば中長

期的な観点では株主と社債権者として利害が一致する場合もあると考えられる（注八）。また、本コードは、日本の上場株式を念頭に置いた記載となつているため、日本の上場株式以外の資産への投資について本コードを適用する場合には、当該資産に適用可能な範囲で本コードの原則・指針を適用することが想定される。

なお、前文一〇は、日本の上場株式以外の資産にも本コードを適用することが「可能である」としているにすぎない。そのため、機関投資家が日本の上場株式以外の資産に本コードを適用しない場合に、必ずしも、実施しない理由の説明（エクस्पレイン）を求めるものではない。ただし、日本の上場株式以外の資産に本コードを適用する場合には、スチュワードシップ責任を果たすための方針において積極的に説明することが望ましいと考えられる。

- (3) 「中長期的な企業価値の向上及び持続的な成長」という目的への意識

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し、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、本コーポの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

有識者検討会においては、本コードの策定から約六年を経て、本コードに係る議論の対象が拡大しているところ、企業価値の向上と企業の持続的成長という本コードの目的への意識が薄れることにより、スチュワードシップ活動が形式的になってしまっているのではないかと指摘がなされた。

こうした指摘等を踏まえ、再改訂版コードにおいては、機関投資家が本コードに基づきスチュワードシップ活動を行う際には、本コードの目的を意識した上で、実効的な取組みを進めることが重要であることが明確化された。

2 運用機関の建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実

指針五―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。特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。

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、本コーポの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

(1) 議決権の行使結果の公表の充実

本再改訂前の指針五―三は、機関投資家による議決権の行使結果を、個別の投資先企業および議案ごとに公表することを求めており、個別の公表を行わない場合にも、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表することを求めていた。また、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としていた。前述のとおり、二〇一九年の株主総会シーズンでは、会社提案に反対した場合等の議決権行使の理由を個別議案ごとに公表する機関が増加したものの、議決権行使の理由を公表する機関数は依然五〇を下回っている（二〇一九年九月時点）。

フォローアップ会議では、運用機関について、議決権行使の理由の説明など投資先企業との対話の状況等についての公表が不十分であるとの指摘がなされた。本意見書においても、運用機関について、建設的な対話の実質化に向けて、アセットオーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、個別の議決権行使に係る賛否の理由等の情報提供の充実を促すことが重要であるとの考えが示された。

有識者検討会の議論においても、議決権行使の賛否の理由の開示は発展途上であり、改善の余地は大きいとの指摘があった。他方で、議決権行使の賛否の理由の開示を一律に求めることは、コスト面の関係から難しく、利益相反が懸念される議案や世間で注目されている議案に対して賛否の理由を開示することが望ましい、との意見も出された。

そこで、本再改訂後の指針五―三においては、特に外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきという記載を追加した。

ここでの「外観的に利益相反が疑われる議案」とは、たとえば、親会社など、運用機関と同一グループ内の企業における議案などが考えられ

る。もつとも、これらに限らず、「外観的に利益相反が疑われる議案」に該当するか否かも含め、賛否の理由の公表が必要となる議案の判断に際しては、投資先企業との建設的な対話に資するという観点から重要かという視点に立ち、各機関投資家において、個別の事情等も踏まえつつ適切に判断することが重要だと考えられる。

(2) 運用機関の自己評価およびスチュワード

シップ活動の結果の公表

フォローアップ会議では、建設的な対話の実質化に向けて、アセットオーナーへの説明責任を果たすとともに企業との相互理解を深める観点から、企業との対話活動およびその結果や本コードの各原則の実施状況の自己評価等に関する説明や情報提供の充実を、運用機関に促すことが重要であるとの指摘があった。有識者検討会の議論においても、スチュワードシップ活動の結果を意識することが重要ではないかとの指摘がなされた。

また、二〇一七年の本コード改訂の後、スチュワードシップ活動報告を公表している機関は増加傾向にあるが、その報告内容については、対話の内容およびその結果まで記載しているものがある一方で、内容が抽象的なものもあり、記載内容について運用機関ごとに大きな差異がみられるところである。

これらの指摘等を踏まえ、本再改訂後の指針

七―四では、運用機関において定期的に行われる自己評価の結果の公表に合わせ、投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果も公表することを求めている（注九）。

なお、ここでは、実施した対話の件数や回数等の形式的・短期的な「結果」の公表を求めることは意図されてはいない。この点を明確化すべく、本再改訂後の指針七―四では、自己評価およびスチュワードシップ活動を公表する際には、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきとされた。アセットオーナーの側においても、委託する運用機関に対し、前述のような形式的・短期的な結果の公表を求めることのないよう、指針七―四の趣旨に照らした対応が期待される。

また、機関投資家が投資先企業との対話を行うに当たっては、スチュワードシップ活動の結果が出るまでは長期間かかる場合もあることから、スチュワードシップ活動の結果の公表のために、容易に結果が出るのがわかっていない課題に偏重することのないように留意すべきである。

3 企業年金等のアセットオーナーによるスチュワードシップ活動の後押し

指針一三

アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、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、運用機関に促すべきである。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

指針一四

アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、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。

指針一五

アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、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間の対話等のスチュワードシップ活動の「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・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）全体の機能向上を促すためには、最終受益者の最も近くに位置するアセットオーナーの役割が重要である。このような観点から、二〇一八年のコーポレートガバナンス・コードの改訂において、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業による人・事面・運営面でのサポートを求める原則二一六が追加された。これを受け、企業年金による本コードの受入れは増加傾向にあるが、その数は未だ少数にとどまっている（注一〇）。

フォローアップ会議では、本コードの受入れが少数にとどまっている理由として、アセットオーナーである企業年金等においてスチュワードシップ活動の範囲に関する理解が進んでいないのではないかと、この指摘がなされた。金融庁が行ったヒアリングにおいても、企業年金等が本コードの受入れを表明すると、投資先企業と直接対話をしたり、議決権行使をしたりしなければならぬとの誤った認識や、規約型の確定給付企業年金は本コードの受入れができないといった誤った認識をしているケースが多くみられた。有識者検討会においても、特に中小規模の企業年金においては、スチュワードシップ活動の範囲や役割を理解することが難しい、との意見もあった。

こうした指摘や、企業年金等のアセットオーナーは議決権行使を伴う資金の運用を直接行わない場合が多いこと等を踏まえ、指針一三では、アセットオーナーに求められるのは、基本的に委託先の運用機関において実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すということである旨が明確に示された（注一一）。これに加え、規約型の確定給付企業年金についても本コードの受入れ対象である旨が明確に示された（再改訂版コード脚注九参照）。また、各企業年金によつてその規模や体制に差異があること等を踏まえ、指針一三から指針一五において、「自らの規模や能力等に応じ」運

用機関のモニタリングを行うことが求められていることが明確化された。

なお、アセットオーナーの運用機関に対するモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話等のスチュワードシップ活動の「質」に重点を置くべきであり、各指針はアセットオーナーから運用機関に対して必ずしも個別詳細な指示を行うことまでを求めるものではないという点に留意が必要である（注一一）。

企業年金等に関する本再改訂の内容や趣旨については、引き続き、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の後押しをする観点から、金融庁としても企業年金に対する周知活動や活動のサポートをはじめとする取組みを行っていく予定である。その他の関係者においても周知活動が行われることが期待される。

4 機関投資家向けサービス提供者のサービスの質の向上

(1) 機関投資家向けサービス提供者に関する原則の新設

前文九

また、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家を実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供している主体（以下、「機関投資家向け

サービス提供者」という。）には、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）全体の機能向上のために重要な役割を果たすことが期待されている。本コードの原則八は、機関投資家向けサービス提供者に適用されるものであるほか、その他の原則（指針を含む）も、原則八と矛盾しない範囲で機関投資家向けサービス提供者に適用される。

原則八

機関投資家向けサービス提供者は、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、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

指針八一

議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するののかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである。

近年、パッシブ運用が広く行われるようになると、機関投資家に対する議決権行使助言会社の影響力の大きさが指摘されている。また、企業年金においては、全体の約三割、資産規模

一、〇〇〇億円以上の企業年金の約七割が、年金運用コンサルタントとの間で契約関係を有するとのデータがある（注一二）。こうした中、フォロアップ会議では、年金運用コンサルタントが、顧客に対する影響力を背景として、コンサルタント業務とあわせて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例がみられるとの意見や、年金運用コンサルタントが運用機関のスチュワードシップ活動を適切に評価していないのではないか、との意見が出された。有識者検討会においても、年金運用コンサルタントによる利益相反管理の重要性等が指摘された。

これらの指摘を踏まえて、再改訂版コードにおいては、議決権行使助言会社や、従前本コードにおいては明示的に言及されていなかった年金運用コンサルタントを含む概念として、新たに「機関投資家向けサービス提供者」という主体が定義され、これについて、原則八、指針八一、八一二、および八一三が追加された。

指針八一―一は、機関投資家向けサービス提供者一般に対し、利益相反管理体制の整備・公表を求めるものである。

再改訂版コードは、「機関投資家向けサービス提供者」を、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家を実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する主体を広く捕捉するものとして定義して

いる。このような定義の下では、ある機関（機関投資家である場合も含む）が、当該サービスを提供する機能を有するかどうかによって機関投資家向けサービス提供者の該当性が判断されることとなる（再改訂版コード脚注二七参照）。

(2) 議決権行使助言会社による助言の透明性の確保

指針八一二

議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべきである。

指針八一三

議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づきほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性及び透明性の確保に資すると考えられる。

ア 経緯

近時における、議決権行使助言会社の影響力の拡大に係る指摘を踏まえ、たとえば、米国においては、米国証券取引委員会（SEC）が、議決権行使助言会社による助言の正確性と透明性を高めるため、議決権行使助言会社に対する、SEC規則の改正案を提案している（注一四）。その他、EUにおいても、二〇一七年に、議決権行使助言会社に対し、サービスの質等を確保するための手続、助言の対象企業に係る個別事情の考慮の有無・内容、対象企業との対話の有無等についての開示を求める株主権利指令の改正が行われ、二〇一九年六月までに加盟国の国内法の整備が行われた（注一五）。

前回の二〇一七年の本コードの改訂時にも、同様の問題意識の下で、議決権行使助言会社の責務が明確化された（本再改訂前の指針五一五参照）。その後のフォローアップ会議では、各議決権行使助言会社による助言策定プロセスは依然として不透明であり、個々の企業の状況を実質的に判断するために必要な人的・組織的体制が備わっていないのではないかな等の指摘がなされた。また、有識者検討会においても、

・ 議決権行使助言会社による助言は正確な情報を前提として発信される必要があり、人的・組織的な体制の充実が重要であるとの意見が出された一方、

・ 議決権行使助言会社では、ファイアー

ウォールの設置や情報開示の充実等により適切に利益相反管理が行われている。また、世界中の拠点においてリサーチは可能であり、日本拠点のスタッフのみならず、一年を通じて日本以外のオフィスからのサポートを受けている

との意見が出された。これらの意見等を踏まえ、特に議決権行使助言会社に対しては、指針八一二および八一三が新設された。

イ 指針八一二

本再改訂前の指針五一五は、議決権行使助言会社に対し、助言の策定プロセス等に関して自らの取組みを公表すべきとされていたが、前記アの指摘を踏まえ、本再改訂においては、「機関投資家向けサービス提供者」向けの原則八の下に、新たに指針八一二が策定された。

指針八一二は、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであるとしている。ここでの日本への拠点を設置は、あくまで十分かつ適切な人的・組織的体制の整備の代表的な例の一つとして示されたものにすぎない。議決権行使助言会社においては、個々の置かれた状況に照らし、十分かつ適切な人的・組織的体制の検討が進められることが期待されている。

また、議決権行使助言会社には、前述の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスの具体的な公表が求められている。ここでの助

言策定プロセスとは、一般的に、助言策定に当たって依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無・態様等が念頭に置かれており（再改訂版コード脚注二八参照）、個別の議案に係る助言に当たっての対話の内容等の開示を求めるものではない点に留意が必要である。

ウ 指針八一三

有識者検討会においては、

- ・ 本コードの仕組みにおいて議決権行使助言会社は重要なゲートキーパーであり、コードに署名する以上、建設的な対話の機能も担うべきである
- ・ パッシブ運用が広く行われる中で多くの運用機関が議決権行使助言会社を利用しての実態を踏まえ、企業の持続的成長に資する議決権行使助言が行われるためには、個々の企業に関する正確な情報を前提とした適切な助言が行われることが重要である

との指摘がなされた。これらの指摘等を含まえ、指針八一三が策定された。

パブリックコメントにおいては、議決権行使助言会社が指針八一三に基づく取組みを行うためには、日本企業の株主総会の開催時期が集中していることの解消や総会資料の早期開示が必要であるとの意見も出された。このような指摘を踏まえ、再改訂版コードと同日公表した「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」において、これらの項目が将来的な課題と

され、今後、実態も踏まえながらフォローアップ会議や金融庁を含む関係者においてさらに検討が進められることを期待するとされている。

指針八一三との関係では、関係者において以上のような企業側の取組みを促していく一方で、議決権行使助言会社の助言の前提となる情報の正確性や透明性を図るために、議決権行使助言会社において指針に記載された取組みが進められることが期待される。

5 その他

(1) 機関投資家内部での連携

指針四一は、機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業との認識の共有を図るように努めるべきであるとしている。

これまでのコーポレートガバナンス改革の成果として、機関投資家と投資先企業との対話が積極的に行われているが、有識者検討会において、投資先企業との対話をその後の取組みにつなげるためには、機関投資家の内部において、対話を行う部署と、それ以外の部署（たとえば運用を行う部署や議決権行使を行う部署、ESG要素を専門に取り扱う部署等）がよく連携することが不可欠であるとの指摘がなされ、これを踏まえて再改訂版コードに脚注一四が追加された。

(2) 機関投資家の株式の保有状況

再改訂版コードでは、有識者検討会での議論を踏まえ、脚注一五が新たに追加され、機関投資家が企業との対話を行うに当たっては、自身が投資先企業の株式をどの程度保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もあることが示された。なお、パブリックコメントにおいて建設的な対話の質と保有株式の多寡は関係するものではないとの指摘があったことを踏まえ、同脚注では「株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべき」との考え方があわせて明示されている。

(3) 対話の相手方

有識者検討会においては、投資先企業のガバナンスをより理解し、かつより中立的な視点からの対話を進める等の観点から、

- ・ 運用機関は非業務執行役員に対しても対話を行ってほしい
- ・ 社外取締役に対し、執行側からの説明や資料の提出はあるのか、適時適切な報告がなされているのか等を聞けば、その企業の執行側のガバナンス意識および非業務執行役員自らが報告を要求しているのかの姿勢がわかる
- ・ 非業務執行役員と対話をすれば非業務執行役員がどの程度ガバナンス等に対する知見を有し、実質的に貢献可能なのかを確か

められる

との指摘があった。これらの指摘を踏まえ、再改訂版コードに脚注一七が新たに追加され、たとえばガバナンス体制の構築状況や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題については、投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員との間で対話を行うことも有益と考えられることが示された。

ここでの「業務の執行には携わらない役員」とは、たとえば、独立性を有しない社外取締役や監査委員・監査等委員など、脚注一七で例示されている独立社外取締役や監査役以外の者も含まれると考えられる。なお、どのような議題についてどのような役員と対話を行うことが有益かについては、個別の状況に即して検討される必要があると考えられる。

四 本再改訂に伴う公表内容の追加等について

本再改訂前のコードを受け入れている機関投資家は、再改訂版コードの公表の遅くとも六カ月後（二〇二〇年九月末）までに、本再改訂の内容を踏まえて、再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。

再改訂版コードの公表に当たっては、各機関投資家において、二〇二〇年の株主総会シーズンから再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にとの観点で検討が進められ、二〇二〇年三月が公表時期とされた。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、率先して本再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。

本再改訂に伴い機関投資家等による公表が求められる項目については図表3を参照されたい。以下ではその補足的な解説を行う。

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

再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。

本再改訂においては、以下が新たに「公表すべきである」項目として追加されている。そのため、すでに本再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、公表項目の記載の更新が求められることとなる。

- (i) すべての機関投資家に当てはまるもの
 - ・ スチュワードシップ責任を果たすための

方針にサステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて記載（指針一―二）

(ii) 議決権行使を行う機関投資家に当てはまるもの

- ・ 議決権の行使結果について、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表（指針五―三）

(iii) 運用機関に当てはまるもの

- ・ 顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、たと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し、これを公表（指針二―三）

- ・ 本コードの各原則（指針を含む）の実施状況に関する自己評価の結果を、スチュワードシップ活動の結果とあわせて公表（指針七―四）

(iv) 機関投資家向けサービス提供者に当てはまるもの

- ・ 利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、これをどのように実効的に管理するかについての明確な方針を策定して、利益相反管理体制を整備するとともに、これら

〔図表3〕 再改訂版コードにおいて公表が求められる項目

すべての機関投資家に当てはまるもの	
スチュワードシップ方針 (指針1-2)	運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で、スチュワードシップ責任を果たすための方針を公表
利益相反管理 (指針2-2)	○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 ○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、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
議決権行使助言会社の利用 (指針5-4)	議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権の行使結果の公表に合わせ、当該議決権行使助言会社の名称および当該サービスの具体的な活用方法を公表
議決権行使を行う機関投資家に当てはまるもの	
議決権の行使結果 (指針5-3)	○議決権の行使結果を、個別の投資先企業および議案ごとに公表（それぞれの機関投資家のおかれた状況により、個別の投資先企業およ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） ※ 個別に公表を行わない場合には、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表 ○特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表 ※ 議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権の行使の賛否の理由を対外的に説明することも可視性を高めることに資する
運用機関に当てはまるもの	
利益相反管理 (指針2-3)	顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、たと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し、これを公表
自己評価およびスチュワードシップ活動の結果 (指針7-4)	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、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表
機関投資家向けサービス提供者に当てはまるもの	
利益相反管理 (指針8-1)	利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、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て、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表
議決権行使助言会社に当てはまるもの	
助言策定プロセス (指針8-2)	日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを具体的に公表 ※ 助言策定プロセスの公表については、一般的に、助言策定に当たって、依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無、態様等を公表することが考えられる

※本再改訂により追加された箇所には下線

の取組みを公表（指針八―
二）
（v）議決権行使助言会社に当てはまるもの
・日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを具体的に公表（指針八―二）

2 原則（指針を含む）を實施しない場合におけるその理由の説明

再改訂版コードは、引き続き、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、従前どおり、実施しない原則（指針を含む）がある場合には、その理由を説明することとされている。指針もまた「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象であるから、各指針を實施しない場合は、その理由の説明が求められる（再改訂版コード前文一四および一五参照）。原則（指針を含む）を實施している場合であっても、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。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。

なお、指針の中には、「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項目があるが、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 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、本再改訂において、更新を行った際には、その旨も公表することが求められている（再改訂版コード前文一五参照）。

5 おわりに

二〇一四年の本コードの策定から約六年が経過し、前述のとおり機関投資家においては本コードに沿った取組みが進められ一定の進捗がみられる。他方で本コードの本来の目的、そして再改訂の目的が達成されるためには、本コードの受入れを表明している機関投資家等において、今一度本コードの目的・趣旨を確認した上で、自らの行動が真に適切なものとなるよう創

意工夫を重ねることが重要である。こうした関係者の真摯な取組みを通じて本コードが真にわが国の資本市場へ定着し、コーポレートガバナンス改革がさらにその実効性を備えていくことが、強く期待される。

機関投資家・企業共に将来の予測やリスク把握が困難な昨今ではあるが、このような情勢だからこそ、機関投資家等において再改訂版コードを踏まえた実質を伴った取組みが進められ、機関投資家と企業との対話を通じて企業価値の向上や持続的な成長が促されることにより、中長期的なリターン拡大につながることを期待し、本稿の結びとしたい。

（注一） 金融庁のウェブサイトに「スチュワードシップ・コード（再改訂版）の確定について」（令和二年三月二十四日）において公表されている（<https://www.fsa.go.jp/news/rl/singl/20200324.html>）。

（注二） これまでの両コードの改訂の経緯・内容等については、田原泰雅「染谷浩史」安井桂大「スチュワードシップ・コード改訂の解説」本誌二二三八号（二〇一七）一五頁、田原泰雅「渡邊浩司」染谷浩史「安井桂大」コーポレートガバナンス・コードの改訂と「投資家と企業の対話ガイドライン」の解説」本誌二二七一号（二〇一八）四頁以下参照。

（注三） コーポレートガバナンス改革においては、本コード等のソフトローによる取組みだけでなく、ハードローにおいても取組みが進めら

れている。投資判断に必要な情報の十分かつ適時でわかりやすい提供や投資家と企業との建設的な対話を促進する観点から、二〇一九年一月、役員報酬や政策保有株式を含むガバナンス情報開示の拡充、経営戦略等や事業等のリスクを含む記述情報開示の充実、監査関係の情報開示の拡充を内容とする「企業内容等の開示に関する内閣府令」の改正がなされた。改正内容の詳細は、八木原栄二「岡村健史」堀内準「片岡素香」企業内容等の開示に関する内閣府令の改正——平成三一年内閣府令第三号」本誌二一九四号（二〇一九）一六頁以下参照。その他、「企業情報の開示に関する原則」および「記述情報の開示の好事例集」を参考とする開示情報の充実も期待される。詳細は、藤岡由佳子「前田和哉」國分優子「記述情報の開示に関する原則」および「記述情報の開示の好事例集」の解説」本誌二一九六号（二〇一九）一三頁以下参照。

（注四） 本意見書では、本コードの再改訂を見据えて、①運用機関における議決権行使に係る賛否の理由や、対話活動およびその結果や自己評価等に関する説明・情報提供の充実、②ESG要素等を含むサステナビリティをめぐる課題に関する対話における目的の意識、③企業年金のスチュワードシップ活動の後押し、④議決権行使助言会社における体制整備、それを含む助言策定プロセスの具体的公表、企業との積極的な意見交換、⑤年金運用コンサルタントにおける利益相反管理体制の整備やその取組状況についての説明等、についての提言が出された。本意見書の経緯・内容等については、森岡和宏「藤

田直文・西原彰美「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」本誌二一九九号(二〇一九)一二頁以下参照。

(注五) フォロワーシ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」のあり方や昨今のサステナビリティに係る動向等について幅広く意見を聴取しており、さらに、有識者検討会では、国際的な機関投資家団体であるICGN(International Corporate Governance Network)からもメンバーを迎え、幅広い視点からの議論を行った。

(注六) 再改訂案について、二〇一九年二月二〇日から二〇二〇年一月三十一日までの間、パブリックコメントが行われた。その結果、日本語では四四の個人および団体から、英語では二三の個人および団体から意見が提出された。パブリックコメントの結果の概要および提出された意見に対する考え方は、金融庁のウェブサイトに公表されている(<https://www.fsa.go.jp/news/ri/singi/20200324.html>)。

(注七) 英国では、世界金融危機(リーマン・ショック)の発生を契機に議論が行われ、二〇一〇年に世界ではじめてスチュワードシップ・コードが策定され、二〇一二年に一度改訂された後、二〇一九年に二度目の改訂が行われた(二〇二〇年一月一日より適用開始)。当該二度目の改訂においては、投資判断においてESG要素の考慮を明確に要求するなど、サステナビリティを重視する方向に舵を切ったところである。有識者検討会では、英国のこのような動き

を参考としつつも、日本の実情に合わせた再改訂が試みられた。

(注八) 有識者検討会においては、たとえば、債券保有者の場合であっても、投資前に企業に対してコベナントを設定したり、契約書の条件を修正したりすること等を通じて、その影響力を行使することができる、との意見もあった。

(注九) 自己評価やスチュワードシップ活動の結果の公表は、アセットオーナーが運用機関の選定や評価を行うことにも資すると考えられる(再改訂版コード脚注二六参照)。

(注一〇) 企業年金に関しては、二〇一七年の前の本コード改訂以降、新たに二七の基金型・一の規約型の企業年金が受入れを表明しており、同コード受入れ数の増加の兆しがみられるものの、全体としては三五の企業年金による受入れにとどまっている(二〇二〇年三月一日時点)。

(注一一) なお、アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、本コードは、引き続き、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むことを求めている(再改訂版コード指針一―三後段参照)。

(注一二) 現在、アセットオーナーが運用機関のスチュワードシップ活動の取組状況について報告を受けられる際に、共通様式を用いる民間団体の取組みが進められていると認識している。このような民間団体の取組みも相まって、アセットオーナーの実効的なスチュワードシップ活動が促進されることが期待される。

(注一三) 企業年金連合会「企業年金実態調査(二〇一八年度概要版)」(二〇二〇年一月一六日公表)。

(注一四) 米国の動向については、有識者検討会第二回の事務局資料参照(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20191108.html>)。

(注一五) EUの動向については、有識者検討会第一回の事務局参考資料参照(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20191002.html>)。

いのうえ・としたけ
しまぬき・まどか
やまだ・ひろあき
にしはら・あきみ