

「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≫

改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答

No.	コメントの概要	回 答
<b>●改訂に当たって</b>		
1	<p>本改訂案は、フォローアップ会議の意見書をベースとしたものであり、適切な見直し事項が反映されていると考える。しかしながら、形式的な運用にとどまる状況が多く見られる点に鑑み、導入後3年経過した段階での改訂である機会をより有効に活用するためには、実質面での運用の改善につながる改訂が望まれるところであり、その観点から、本改訂案についてより踏み込んだ対応があってもよいのではないか。</p>	<p>各機関投資家におけるスチュワードシップ活動を「形式」から「実質」へと深化させていくことは重要と考えており、こうした観点に立った「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」(以下、「フォローアップ会議」)及び本検討会における議論を踏まえ、本コードを改訂することとしたものです。本コードの改訂を受けた各機関投資家の対応状況については、引き続きフォローアップし、より踏み込んだ対応についても、必要に応じ、検討してまいります。</p>
<b>●前 文</b>		
2	<p>前文の「本コードの目的」において、本コードと顧客本位の業務運営に関する原則との関係を記載すべきである。その際、企業の持続的成長を促す機関投資家を顧客・受益者が選択・監視することにより、全体として、持続的成長の実現が可能となることを明らかにすべきである。</p>	<p>両者の関係については、今後、金融庁において、適切に説明がなされていくものと考えます。</p> <p>なお、今回の本コードの改訂により、指針5-3において、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とされ、また、指針7-4において、運用機関は、本コードの各原則(指針を含む)の実施状況に係る自己評価を公表すべきであるとされており、こうした公表により、顧客・受益者が各機関投資家を評価することも容易になるものと考えます。</p>

3	<p>改訂案の前文 12. の最終段落に、「原則を実施しつつ、併せて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」との記載が追加されたが、原則6においては、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とされているため、単に「有益である」とするだけでなく、スチュワードシップ責任の一部として位置づけるべきと考える。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>前文 12. の最終段落は、本コードを受け入れた各機関投資家が、本コードの各原則(指針を含む)に基づく公表項目(本コードの各原則(指針を含む)において公表が求められている具体的項目、及び実施しない原則(指針を含む)の理由の説明(「コンプライ・オア・エクスプレイン」))を自らのウェブサイトで公表する場面を想定しています。本検討会の議論において、各機関投資家が、原則を実施しつつ、併せてウェブサイトで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(いわゆる「コンプライ・アンド・エクスプレイン」)も、顧客・受益者から十分な理解を得る観点から有益であるとの指摘がなされたことから、改訂案のような記載を加えたものです。</p> <p>なお、ウェブサイトでの説明の内容については、顧客・受益者の理解を十分に得られるよう工夫するとともに、重要と考えられるものなどについては、原則6で示されている、機関投資家における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の顧客・受益者に対する報告や、指針7-4で示されている、運用機関における本コードの各原則(指針を含む)の実施状況に係る自己評価結果の公表の際にも、必要に応じ、盛り込まれるべきものと考えます。</p>
<b>●原則1 (基本方針の策定)</b>		
<b>指針1-3 (アセットオーナーのスチュワードシップ活動)</b>		
4	<p>指針1-3における、アセットオーナーが、運用機関に対して「実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求める」との記載は、運用機関のスチュワードシップ活動がどういったものであるか、それが有効に機能しているかを理解するためのアセットオーナーと運用機関との間の対話を促進する趣旨であって、例えば、アセットオーナーが運用機</p>	<p>ご指摘のとおり、アセットオーナーにおいて、運用機関にスチュワードシップ活動を求める際には、本コードの各原則・指針の文言を表面的に捉え、過度に機械的にその実施を求めるのではなく、そうした活動が実効的なものとなるよう、運用機関に対して求める事項・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が重要</p>

	<p>関に対して各原則・指針の実施を機械的に促すといった対応をとることを意味するものではないという理解でよいか。</p> <p>指針1-3において、アセットオーナーが、運用機関に対して「実効的なステュワードシップ活動を行うよう求める」ことが明文化されると、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の下で、運用機関が説明を果たしたうえで、一部の原則を実施しないことが否定されているようにも読めてしまうのではないか。当該記載は、全ての原則を実施することを運用機関に求めるのではなく、運用機関のステュワードシップ活動がどういったものであるかを理解するためのアセットオーナーと運用機関との対話を促進するという趣旨であることを確認したい。また、「実効的なステュワードシップ活動」という文言の趣旨をより明確にするため、意味するところを補足いただきたい。</p>	<p>であると考えます。運用機関においては、前文7.にもあるとおり、そうしたアセットオーナーの意向を踏まえ、ステュワードシップ活動を行うことが求められるものと考えます。このように両者が適切に認識を共有することにより、「実効的なステュワードシップ活動」の内容について、理解が深まっていくことが期待されます。</p>
<b>指針1-4（アセットオーナーが運用機関に求める事項・原則の明示）</b>		
5	<p>指針1-4で「運用委託契約の締結に際して」とされている点について、アセットオーナーが運用機関との間で締結する運用委託契約書や関連する文書等に、ステ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必要があるのか。</p>	<p>必ずしも契約書を含む文書の形態による必要はないと考えますが、最終受益者の利益を確保する観点から、アセットオーナーとして、ステ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した上で、これらを運用機関に対して明確に伝わるような方法で示すことが適当と考えます。</p>
6	<p>指針1-4について、1文目冒頭の「実効的なステュワードシップ活動」を行う主体が、アセットオーナー自身であるのか、運用機関であるのかを明確にすべきである。また、1文目末尾の「求める事項や原則を明示すべきである」との記載について、明示する相手方を明確化するとともに、2文目末尾の「明確に示すべきである」との記載と表現を統一すべきであると考えます。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、明確化のため、指針1-4の1文目について、アセットオーナーは、「運用機関による実効的なステュワードシップ活動」が行われるよう、ステ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」であるとの記載に修正いたします。</p>

7	<p>指針1-5のアセットオーナーによる運用機関のモニタリングについて、形式ではなく「質」に重点を置くべきとされているが、運用機関に対し多数の細部に亘る事項について文書やデータ等による報告を一方的に求めること等により、実効的とは言えない過度な負担を運用機関に強いるような対応がなされることも懸念される。モニタリングの実効性確保には、アセットオーナーによる本指針の趣旨の正しい理解と実践が欠かせないとする。</p> <p>指針1-5においてアセットオーナーに求められることは、運用機関のステュワードシップ活動を理解することであり、運用機関の活動を数値化して測ったり、形式的なアンケートを行うといった形骸化したモニタリング等ではないことを確認したい。</p>	<p>指針6-1に示されているとおり、運用機関は、自らがステュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、アセットオーナーに対し、その意向を踏まえつつ、適切に報告を行うことが求められます。</p> <p>また、アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリングに際して、各アセットオーナーの工夫・判断により、実効的なステュワードシップ活動の実現に資するような指標に基づく定量的な評価を行うことも、評価方法としては必ずしも排除されないと考えます。同時に、そうしたモニタリングの際や、報告を受ける際には、運用機関による実効的なステュワードシップ活動を促すことが重要であり、形式的な細部にわたる事項の確認よりも、対話の「質」に重点を置くべきであると考えます。</p>
<p><b>●原則2（利益相反管理）</b></p>		
<p><b>指針2-1（利益相反の適切な管理）</b></p>		
8	<p>指針2-1の第2文・第3文において、「一方で、ステュワードシップ活動を行うに当たっては、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。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが必要である。」とされているが、第1文で示されている「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」とのステュワードシップ責任の原則的な考え方を踏まえ、「利益相反を適切に管理すべき」との内容に修正することが適当ではないか。</p>	<p>ご指摘の点については、今後、原則2の各指針における記載を検討する際の参考にさせていただきます。今回の改訂案については、原則2は、まず指針2-1において、機関投資家が持つべき認識として、利益相反を適切に管理することが重要であることを示した上、こうした認識の下で行うべき具体的な取組みを、指針2-2から2-4で列挙するとの構成としています。今回の改訂で追加された内容を含む指針2-2及び新たに追加された指針2-3、2-4が求める具体的な取組みを通じ、指針2-1で重要とされている適切な利益相反管理が行われることになるものと考えています。</p>

指針2-2（利益相反管理の明確な方針の策定・公表）		
9	<p>原則2-2において、利益相反が生じる局面を具体的に特定し、利益相反の回避や影響の排除などの措置について、具体的な方針の策定・公表を求めることに賛成する。利益相反に関する措置については、機関投資家間の競争を促すため、公表情報の比較・集約が進められるべきである。</p> <p>（他 本指針の改訂に賛同する旨のご意見1件）</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。</p> <p>各機関投資家において指針2-2に基づく利益相反管理方針の公表がなされることにより、アセットオーナーや顧客・受益者などにおいて、公表情報の比較等を行うことも可能となるものと考えます。</p>
10	<p>指針2-2の前段において、利益相反の主な類型について、「これをどのように管理するのかについての明確な方針を策定」とされている点について、後段で使用されている「実効的に」との文言を追加し、実効的な利益相反管理が求められていることを明確に示すべきではないか。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、明確化のため、指針2-2前段にも「実効的に」との文言を追加いたします。</p>
11	<p>指針2-2後段では、「特に」として運用機関における利益相反管理について記載されているが、生命保険会社は「運用機関」に含まれるのか。生命保険会社においては、保険契約者のためにステewardシップ責任を果たすべきであり、同様の利益相反管理が求められるのは当然であると考えます。</p>	<p>各機関投資家が「運用機関」と「アセットオーナー」のいずれに該当するのかは、それぞれの機関投資家において自ら適切に判断されるべきものと考えますが、フォローアップ会議や本検討会では、生命保険会社については、「運用機関」として捉えられる側面が多いとの前提で議論が行われたものと考えます。</p>
指針2-3（運用機関のガバナンス体制の整備）		
12	<p>指針2-3の「独立した」取締役会の意義について、具体的に何から独立すべきと考えられるのかを明示することが望ましいと考える。</p> <p>指針2-3について、運用機関において整備すべきガバナンス体制として、独立した取締役会に加えて第三者委員会が例示されているが、第三者委員会は、委員の人選の段階で結果を操作することが可能であるなど、独立性に問題があるケースも考えられる。</p>	<p>ご指摘の「独立した」の意義について、フォローアップ会議意見書(3)(平成28年11月30日公表)(以下、「フォローアップ会議意見書」)においては、「金融グループ系列の運用機関について、親会社等の利益と運用機関の顧客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</p>

	<p>指針2-3が求めるガバナンス体制は、形式を整えるだけのものでは不十分であると考えられるため、第三者委員会についても、独立性を備えたものであることが必要であることを明確にすることが適当である。</p>	<p>指摘がある」とされ、親会社等から派遣されてきた経営陣からの独立性も含め、こうした親会社等からの独立性を想定しています。いずれにしても、指針2-3の「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」はあくまで例示であり、運用機関の置かれた状況により、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のためにどのようなガバナンス体制が求められるかは異なると考えられるため、ガバナンス体制の詳細な内容については、各運用機関における工夫・判断に委ねる記載としています。</p> <p>なお、「独立した取締役会」を設置する際には、単に形式的に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テ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と考えます。</p> <p>また、「第三者委員会」についても、ご指摘のとおり、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、例えば、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など、各運用機関において、本指針の趣旨を踏まえた対応がなされることが重要であると考えます。</p>
<b>指針2-4（運用機関の経営陣の役割・責務）</b>		
13	<p>指針2-4は、機関投資家のうち、運用機関の経営陣は、アセットオーナーの経営陣と比べて、自らの役割・責務への認識が不足しているとの評価に基づくものであるのか。本指針は蛇足と考えられ、削除すべきである。</p>	<p>当該指針は運用機関とアセットオーナーの経営陣を対比する趣旨ではなく、指針2-2後段及び指針2-3において、特に運用機関において、利益相反管理やガバナンス体制の整備を行うべきであるとして受け、運用機関の経営陣が、自らの役割・責務を認識した上でそうした取組みを推進すべきことを示す趣旨で設けられているものです。</p>

<b>●原則3（投資先企業の状況把握）</b>	
<b>指針3-3（的確な把握の内容）</b>	
14	<p>原則3-3において、機関投資家が把握すべき内容として、「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」と述べる点は重要である。企業の社会的責任が重要性を増しており、社会・環境問題に関連する事業におけるリスク・収益機会について、本コードの取組みを通じて、企業、機関投資家、顧客・受益者の認識や取組みが深化していくことを期待する。</p> <p style="text-align: right;">（他 同旨1件）</p>
<b>●原則4（投資先企業との建設的な対話）</b>	
15	<p>機関投資家のステュワードシップ活動による企業との目的を持った対話には、企業による情報開示の充実が不可欠であり、特に株主総会の時期における情報開示と対話時間の確保が課題となっている。本コードの改訂と並行して、これらの課題への取組みを引き続き進めていただくことを要望する。</p>
<b>指針4-2（パッシブ運用における対話等）</b>	
16	<p>指針4-2において、パッシブ運用について、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べきとしている点に賛成する。</p> <p style="text-align: right;">（他 同旨1件）</p>
<b>指針4-2（パッシブ運用における対話等）</b>	
<p>ご指摘の点については、コーポレートガバナンス・コードにおいて、上場会社は、情報開示の充実や、招集通知の早期発送等を含む株主総会における株主の権利行使に係る環境整備を行うべきであるとされているところであり、企業と投資家の対話を深化させていく上でも重要な課題であることから、これらの課題については、引き続きフォローアップ会議などを通じ、取組みが促されることを期待しています。なお、金融審議会ディスクロージャーワーキング・グループ報告（平成28年4月）を踏まえ、開示内容の共通化や柔軟な株主総会日程の設定をより容易にするための見直しについても検討を進めています。</p> <p style="text-align: right;">改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。</p>	

17	<p>原則4は機関投資家の「対話」についての原則であるが、指針4-2においては、「パッシブ運用は、(中略)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」とされ、議決権行使にも言及されている。議決権行使については原則5で示されているため、指針4-2では「対話に取り組むべきである」でよいように思われるが、ここで議決権行使にも言及された趣旨を確認したい。</p>	<p>指針4-2に示されているとおり、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、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、積極的にスチュワードシップ活動を行うことが重要と考えます。企業価値の向上を促す上では、対話とともに、議決権行使も重要であることから、原則5に加え、パッシブ運用に係る本指針においても、議決権行使に言及しています。</p>
18	<p>エンゲージメントには相当のコストがかかること、特にコスト面での制約が多いパッシブ運用については、効率性の観点からスチュワードシップ活動の対象を適切に選択することや、エンゲージメントに伴って生じるコスト負担のあり方(フリーライド問題を含む)について検討することが重要である。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>本コード前文7.にあるとおり、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と考えます。また、パッシブ運用におけるエンゲージメントの具体的な手法やコスト負担のあり方などについては、フォローアップ会議で議論がなされたところです。フォローアップ会議においては、これらの点について、関係者において検討が進められるべきであると指摘されており、こうした検討が進められることが期待されます。</p>
<b>指針4-4 (集団的エンゲージメント)</b>		
19	<p>集団的エンゲージメントについて指針を新設することは大きな進歩であると考え。しかし、「有益な場合があり得る」という控えめな表現では不十分であると考え。例えば、「集団的エンゲージメントが有益である」とすることや、「機関投資家は、単独での投資先企業との間で対話のほかに、どのような場面において、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(集団的エンゲージメント)が実効的な手段となり得るかを検討し、集団的エンゲージメントに係る方針を策定すべきである」とすべきと考える。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>本検討会の議論において、集団的エンゲージメントについては、「スチュワードシップ・コード改訂に当たって」にあるとおり、ご指摘のような意見とともに、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指摘も出されたところです。集団的エンゲージメントの具体的な態様も様々であることが考えられるところ、こうした指摘も踏まえ、対話の選択肢の一つとして示すこととしたものです。</p>



<p>「集团的エンゲージメント」について外国の例と同等の内容が盛り込まれたこと、およびパッシブ運用におけるエンゲージメント活動に資すると考えられることから、指針4-4の策定を評価する。</p> <p>その上で、金融庁の「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」によれば、投資家による「他の投資家」との合意が「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」や、投資家が「他の投資家」との間で「株主としての法令上の権利」である議決権行使について「予定を伝え合い、それがたまたま一致したに過ぎないような状態」においては、「基本的に」当該「他の投資家」はいわゆる「共同保有者」には該当しないと考えられる、とある。当該考え方の整理自体は妥当なものとするが、「基本的に」とあるように依然として解釈の余地が残っていると思われるところ、当局等による「共同保有者」の該当性判断が、機関投資家による本改訂の趣旨に沿った集团的エンゲージメント活動を混乱させたり委縮させたりすることのないよう配慮いただきたい。</p> <p>また、上記文書には、いわゆる「重要提案行為」と「投資先企業との対話」との関係についての考え方も示されているが、例えば取締役会構成などのガバナンス体制について、投資家が共同して投資先企業と対話を行う際、当該集团的エンゲージメント活動が、金融商品取引法施行令第14条の8の2第4号（役員構成の重要な変更）に関する投資先企業の「事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とする」「提案」行為に該当するか否かの判断は、必ずしも容易ではないと考える。かかる事項に関する集团的エンゲージメント活動が円滑に進行するよう、「重要提案行為に該当し</p>	<p>ご指摘の点について、金融庁の「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」（平成26年2月26日公表）（以下、「法的論点に係る考え方の整理」）においては、集团的エンゲージメントを行う上で論点となり得る大量保有報告制度上の取扱いについて、</p> <p>① どのような場合に「共同保有者」に該当するか  ② どのような行為が「重要提案行為」に該当するか</p> <p>等の点につき、以下のとおり解釈の明確化が図られています。</p> <p>① 「共同保有者」への該当性について  集团的エンゲージメントを行う上で論点となり得る要件として、「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ところ、「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、相互又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います。</p> <p>② 「重要提案行為」への該当性について  「投資先企業との間で認識の共有を図る行為」については「提案」に当たらず、基本的には「重要提案行為」に該当しない可能性が高いと考えられるとの解釈や、「提案」に該当すると考えられる行為についても、その個別の態様によっては、「重要提案行為」に該当する可能性が低いものも想定されるといった解釈が、具体例とともに示されています。</p>
---	--

	<p>ない」具体的な事例を公表する等の対応を検討いただきたい。</p> <p>集团的エンゲージメントに関して生じ得る大量保有報告制度への対応については、金融庁の「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」においても、結局のところ解釈の余地が残っている。このため、事後的な判断により、例えば、①複数の機関投資家が物理的に近接したこと、②当該機関投資家が特定の企業に対して同様の提案に賛同したとの2点が揃った段階で、外形から、「共同保有者」に該当すると一方的に評価され、課徴金処分手続等に付されることによるレピュテーション上のリスクが存在する。こうしたリスクを考慮すると、集团的エンゲージメントについて、指針として記述することは適切でないとする。</p>	<p>このように、法的論点に係る考え方の整理においては、十分な解釈の明確化が図られていると考えています。</p> <p>なお、仮に「共同保有者」や「重要提案行為」に該当する場合でも、他の投資家の保有分も勘案しながら大量保有報告制度に対応する必要が生じたり、特例報告制度を利用できないといった効果が生じるにとどまり、集团的エンゲージメントの実施自体が禁止されるものではありません。</p> <p>集团的エンゲージメントについては、本検討会における議論において、本コードに集团的エンゲージメントの文言が形式上存在しないことにより、こうした取組みが行えないとの一般的な認識がある可能性もあり、本コードの中に、事実として、集团的エンゲージメントも、対話の選択肢の一つとなり得ると記載してはどうかとの指摘がなされたところです。そもそも、現在の本コードや法制度の下で、集团的エンゲージメントが行えないとは考えていませんが、こうした指摘を踏まえ、今回の改訂に当たって、確認的に、集团的エンゲージメントの文言を盛り込むこととしたものです。</p>
21	<p>ほとんどの原則・指針は「～すべきである」と書かれており、「実施しない場合は説明する」ことが求められていると考えられる。しかし、指針4-4においては、「他の機関投資家と協働して対話を行うことが有益な場合もあり得る」という表現とされている。これは、「協働して対話を行うこと」を実施しない場合であっても、必ずしもその理由を説明する必要はない、という趣旨であるとの理解でよいか。</p>	<p>ご理解のとおりであり、この点については、前文の脚注4において、「指針の中には、一定の事項が『重要である』とするなど、必ずしも一定の行動を取るべき(取るべきでない)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を求めるものではない」ことを明確にしています。</p>

指針4-5（未公表事実の受領）		
22	<p>既に、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールの導入に係る改正法案が国会に提出されていることから、指針4-5の第1文及び第2文は削除すべきと考える。</p>	<p>指針4-5については、本コードの策定時に、未公表の重要事実の取扱いについて、英国におけるコードで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が想定されているが、我が国では、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のではないかといった意見があったことなどを踏まえ、策定されたものです。</p> <p>現時点では、当該指針を見直すことは適当でないと考えますが、ご指摘は、こうした株主の行動が変化するのではないかとのご趣旨と受け止め、今後の検討の参考とさせていただきます。</p>
●原則5（議決権行使）		
指針5-3（議決権行使結果の公表）		
23	<p>指針5-3において、機関投資家に、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果の公表を求めている点に賛成する。 (他 同旨2件)</p> <p>現在の集計方式によっては、議決権行使状況の実態が明らかにならず、また、金融機関、特に生損保の利益相反を排除するためにも、個別の議決権行使結果の公表が大きな牽制となり得る。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。</p>
24	<p>個人投資家にとって、投資先企業からのリターンへの関心は極めて高いが、運用を委ねる先である機関投資家の議決権行使結果の個別開示については、導入による効果や、効果との因果関係に関する検討が事前に十分になされたとは思えない。</p> <p>一方で、例えば、「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」意見書(3)においては、「個別の</p>	<p>指針5-3は、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高め、議決権行使をめぐる利益相反の懸念を払拭する観点などから、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とするものです。</p> <p>本指針は、機関投資家の置かれた状況が多様であることに鑑み、</p>

<p>議決権行使結果の公表により、賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な行使を助長したり、企業と運用機関の対決色が強調されるなど、円滑な対話が阻害されるのではないかと懸念なども指摘されている」との課題が指摘されており、また、先進事例とされる英国でも個別開示を行っている機関投資家は約半数と仄聞している。</p> <p>以上の状況を踏まえれば、金融庁として、機関投資家に対して議決権行使結果の個別開示を実質的にも迫るようなことはするべきではなく、機関投資家の業務や投資先の特性等に応じた判断を最大限に尊重すべきと考える。また、今後、個別開示によってリターンが向上したのか、機関投資家の業務に不都合等が生じていないかといった検証は十分に行われるべきと思われる。</p>	<p>本コードの他の原則・指針と同様に、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しています。本指針に確認的に記載しているとおり、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ものと考えます。</p> <p>具体的な公表の方法については、上記の本指針の趣旨を踏まえ、顧客・受益者（最終受益者を含む）等の関係者にとって十分に分かりやすいものとなるよう、各機関投資家において工夫・判断が行われることが重要と考えます。</p>
<p>指針5-3では、「議決権の行使結果を個別に公表すべきである」とされ、また、「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」とされている。その意義は十分に理解できるところだが、特にパッシブ運用を行う大手運用機関等においては、投資先企業数が2,000社以上もあり、その議案の総数は取締役選任議案等のいわゆる子議案も含めると総数で2万～3万件にも及ぶものと考えられる。これらの全てについて、議決権行使結果とその賛否の理由を対外的に明確に説明することは、その費用と効果（対話の促進）の観点から必ずしも適切でない場合もあり得るものと考えられる。むしろ、議決権行使の基準などを詳細に説明することで、企業との対話に資する場合も考えられる。</p> <p>したがって、指針5-3については、特に、個々の機関投資家の実</p>	

	<p>情に沿った公表・説明が求められるところであると考えており、この点について、本コードの考え方を確認させていただきたい。</p> <p>指針5-3において、「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」とあるが、その具体的な公表の仕方については、機関投資家が各々の個別事情やスチュワードシップ責任についての考え方に応じて定めることが想定されているとの理解でよいか。</p>	
25	<p>「スチュワードシップ・コード改訂に当たって」においては、改訂版コード公表の遅くとも6ヶ月後までに、改訂内容に対応した公表項目の更新を行うことを期待するとされている。このため、本年6月中に開催される株主総会までに、改訂内容に対応した公表項目の更新を行っていない機関投資家においては、当該株主総会の議案については、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権行使結果の公表を行う必要はなく、公表項目の更新後に開催される株主総会の議案から、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表を行えばよいとの理解でよいか。</p> <p>個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表には、システム対応や人員の確保が必要であり、改訂版コードの公表後、6ヶ月以内に公表項目の更新を行うことは困難であるため、この期間を1年に延長してほしい。</p>	<p>各機関投資家の置かれた状況により、対応を開始する時期は異なることも予想されますが、いずれにせよ、改訂版の本コードが公表された日から6ヶ月後の平成29年11月末までに、改訂内容を踏まえて、公表項目の更新を行うことを期待しています。今回の本コードの改訂に当たっては、策定時の対応を踏まえ、また、運用機関においてガバナンス体制の整備等を行うなど、一定の時間を要する可能性が高い改訂項目が含まれていることにも鑑み、公表項目の更新には、本コード確定から約6ヶ月の期間が設けられました。</p> <p>議決権行使結果の公表も含め、本コードは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しているところであり、仮に、個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果を公表項目の更新の時点で公表しない場合には、当該機関投資家において、今後の対応に係る考え方(公表する予定があるものの、当該時点では公表が困難であるといった事情がある場合には、そうした事情や今後の対応予定等)について、顧客・受益者(最終受益者を含む)等の関係者にとって分かりやすい形で説明がなされることが望ましいと考えます。</p>

26	<p>アセットオーナーが議決権の行使結果の公表の対象となっている理由は何か。指針5-3の「機関投資家」は、「運用機関」に修正すべきではないか。</p> <p>アセットオーナーが個別に議決権を(運用機関・信託銀行を通じて賛否を明らかにして)指図・行使するのではなく、一定のガイドライン等を運用機関に示し、運用機関が当該ガイドライン等に沿って個別に議決権を指図・行使している場合がある(運用機関は事後的に行使結果をアセットオーナーに報告する)。このような場合、運用機関とアセットオーナーの双方が議決権行使結果を取りまとめ、公表することは膨大なコストの無駄ではないか。コストに見合う効果があるとは考えられないので運用機関のみ公表すれば十分ではないか。</p> <p>また、この場合、運用機関は複数のアセットオーナーから異なるガイドライン等を示されるため、同一の議案について賛否が分かれることがある。この場合、運用機関は賛否の議決権数をそれぞれ開示しなければならないのか。</p>	<p>アセットオーナーにおいても、自らの受益者に対して、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高める観点から、議決権行使結果を公表すべきであると考えます。</p> <p>各機関投資家の置かれた状況は様々であることから、ご指摘のような場合も含め、具体的な議決権行使結果の公表方法は、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高め、議決権行使をめぐる利益相反の懸念を払拭する観点などから、各機関投資家において工夫・判断が行われるべきものです。公表に当たって、例えば、アセットオーナーが運用機関に、議決権行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに公表するよう求めている場合には、その旨及び公表されているウェブサイト等を記載することも考えられます。こうした公表の際には、公表される内容が、顧客・受益者(最終受益者を含む)等の関係者にとって十分に分かりやすいものとなることが重要であると考えます。</p> <p>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ついて、個別の議案の賛否をどのように公表するかは、各機関投資家において工夫・判断が行われるべきものですが、こうした場合には、賛否が分かれた旨を公表することが考えられ、また、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場合は、賛否の割合等を併せて公表することも考えられます。</p>
27	<p>議決権行使結果の個別開示等(指針5-3)に関し、「(公募)投資信託」と「投資一任契約に基づいて運用される口座」とでは、取扱い</p>	<p>ご指摘のような事情が存在する場合には、仮に顧客の承諾が得られなければ、その旨の「エクスプレイン」を行うことも考えられますが、</p>

	<p>が異なる。すなわち後者においては、顧客との相対契約内に守秘義務条項があり、顧客の承諾なくして議決権の行使結果を一般に対して公開できない。こうした相違があることを踏まえ、「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」の「意見書(3)」の「II-2. 議決権行使結果の公表の充実」において、「アセットオーナーによっては、自ら一任契約により運用を委託した分の個別の議決権行使結果について、運用機関が一般に公表することを承諾しない場合もありうる(以下略)」との注記等が盛り込まれたと理解している。したがって本改訂に際しても、指針5-3に対し同様の注記等をお願いしたい。</p>	<p>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高める観点などから、議決権行使結果の公表の充実に向け、運用機関・アセットオーナーにおいて、積極的な取り組みが行われることが期待され、運用機関と顧客との間で、適切にコミュニケーションが図られることも重要であると考えます。</p>
28	<p>指針5-3における、議決権の行使結果を、整理・集計して公表する場合の「議案の主な種類」とは何か。この場合において、取締役一人一人の選任議案も個別に行使結果の公表が必要か。ある会社の取締役選任議案全体のうち、○人に賛成、×人に反対などとまとめることは「議案の主な種類」として認められるか。</p>	<p>機関投資家が、議決権の行使結果を、整理・集計して公表する際の「議案の主な種類」については、議案の内容も踏まえつつ、顧客・受益者(最終受益者を含む)等の関係者にとって十分に分かりやすいものとなるよう、各機関投資家において工夫・判断が行われることが重要と考えますが、現在、多くの機関投資家によって行われている議決権行使結果の集計公表では、例えば、剰余金処分案等、取締役選任、役員報酬額改定などといった議案の種類ごとに整理がなされています。</p> <p>なお、指針5-3は、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の議案ごとに公表すべきとしており、取締役選任議案については、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、個別の議案に当たると考えられます。</p>

29	<p>個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の公表に関し、当社は、議決権を行使した企業名と反対議案の有無を公表する一方で、個別具体的な内容については問い合わせ窓口を通じて対応していく予定である。これは、議案の賛否に関し、判断を下した根拠を十分に説明しつつ、投資先企業に建設的な対話を促す契機を模索したいと考えるためである。なお、当社は、議決権電子行使プラットフォームを採用しており、同プラットフォーム参加企業であれば、これを利用し、当社の個別議案に対する議決権行使の詳細を参照することが可能である。こうした対応が、本コードの精神に照らし適正か否かを確認させていただきたい。</p>	<p>ご指摘の方法は、指針5-3が求めている、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る方法とは異なるものと考えられます。仮に「エクस्पライン」を行う際には、当該指針が求める公表の方法が、貴社の置かれた状況に鑑み適切でないと考えられる理由を、顧客・受益者(最終受益者を含む)等の関係者の理解が十分に得られるような形で、積極的に説明すべきであると考えます。</p>
30	<p>議決権行使結果について、個別の投資先企業及び議案ごとに公表するか、しない場合にはその理由を説明することとされている。一方、上場会社は、コーポレートガバナンス・コードの補充原則1-1①において、一定の場合には会社提案議案の反対理由等の分析を行うこととされている。この点に鑑み、機関投資家は、たとえ議決権行使結果を個別の投資先企業及び議案ごとに公表しない場合であっても、上場会社の議案に対する行使結果及び反対票(棄権、不行使を含む)を投じたときは、少なくとも、当該上場会社に対してはその理由を開示することを求める(開示しない場合には理由を公表することとする)べきである。</p>	<p>指針4-1及び脚注9において、機関投資家は、投資先企業との間で意見が一致しない場合において、その理由等について理解を深めていくことも含め、認識の共有を図るよう努めるべきであるとされており、ご指摘の点については、「建設的な対話」の中で取組みが行われるべきものと考えます。</p>
31	<p>日本の株式保有構造においては、いまだに持合い株式での保有が目立つ。機関投資家が明確な基準で議決権を行使しても、持合い関係にある企業同士で不透明な議決権行使が行われている場合は、ガバナンス向上は望めず、結果、適切な議決権行使を通じた効果的な</p>	<p>政策保有株式をめぐる論点については、フォローアップ会議においても議論が行われていますが、ご指摘のような点も含めて、引き続き検討されていくべき課題であると考えます。</p>



	<p>企業価値向上につながらないおそれがある。機関投資家の議決権行使結果の個別開示と企業の議決権行使結果の個別開示の両輪が整うことが望ましいと考える。このため、ガバナンス報告書などにおける(事業会社の政策保有株式に係る)考え方の詳細化、議決権行使結果の個別開示など、開示の充実などを図るとよいのではないか。</p>	
<p><b>指針5-5 (議決権行使助言会社)</b></p>		
32	<p>議決権行使助言会社は、本コードの対象となる機関投資家なのか。議決権行使助言会社がコンプライもエクスペインも行わない場合、金融庁はどのような対応をとることを想定しているのか。</p>	<p>議決権行使助言会社については、本コード前文8. において、本コードの対象とされています。</p> <p>また、本コードについては、自ら受入れを表明するものであることに鑑み、金融庁においては、受入れを行った機関(議決権行使助言会社を含む)に対して、主体的・能動的な対応を促していくことが重要であると考えます。</p>
33	<p>指針5-5が求める議決権行使助言会社による自らの取組みの公表について、公表される内容は、日本国内の上場企業及び受益者である国民一般に認識されるべきであることから、日本語で公表されることが望ましいと考える。これにより、議決権行使助言会社もまた、受益者等により、適切に評価または淘汰されることが望ましいと考える。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
<p><b>●原則7 (対話や判断を適切に行うための実力)</b></p>		
34	<p>原則7の「対話やステ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」との記載について、本コード導入当時は国内機関投資家を想定し、機関投資家がそのような実力を備えているか、疑問があったことが無意識の前提にあったとも思われる</p>	<p>ご指摘のとおり、本コードの受入れ機関数は着実に増加していますが、一方で、対話が形式的なものにとどまっているのではないかと、企業側に「気づき」をもたらすものになっていないのではないかと、といった指摘も多いものと認識しており、引き続き、投資先企業との対話</p>

	<p>が、200 を超える国内外の機関投資家が本コードの受入れを表明している現状を踏まえれば、表現を見直した方がよいのではないか。実力が必要であることは否定しないが、体制整備を求めることを通じて実力を備えることは実現されると捉えるならば、「対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行い得る体制を整備すべきである」といった表現とすることを検討されたい。</p>	<p>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ことを求める本原則は重要であると考えます。</p>
35	<p>機関投資家が、投資先企業と対話しながら、中長期の企業価値の増大を実現するための足かせとなっている理由の1つに、機関投資家側において短期的な成果に重きを置くようなインセンティブが働いていることがあると思われる。こうした機関投資家の報酬体系の短期志向を改めていくため、機関投資家による運用担当者等の報酬体系に係る方針の開示について、指針に盛り込むべきではないか。</p> <p>また、長期的な視点からの自己評価や、第三者機関による評価を指針7-2に盛り込むべきと考える。</p>	<p>指針7-1において、機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するような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に必要な体制の整備を行うべきとされており、報酬体系についても、各機関投資家の置かれた状況に応じ、適切な対応が行われることが重要と考えます。</p> <p>なお、運用機関の本コードの各原則（指針を含む）の実施状況に係る自己評価については、今回の改訂において、指針7-4に盛り込んでいるところですが、こうした自己評価は、本コードの趣旨を踏まえ、投資先企業の持続的成長や顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大の観点からなされるべきものと考えます。また、第三者機関による評価についても、各運用機関の判断により、活用することが考えられますが、まずは、自己評価をしっかりと行うことが重要であると考えます。また、本指針は、運用機関は、自己評価の結果を公表すべきであるとしており、こうした自己評価の結果の公表は、アセットオーナーや顧客・受益者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ます。</p>

指針7-2（経営陣の役割・責務等）	
36	<p>指針7-2の対象は、「機関投資家」ではなく「運用機関」の誤りではないのか。仮にアセットオーナーを含む「機関投資家」なのであれば、「経営陣」ではなく「意思決定機関」などアセットオーナーも想定した文言に修正すべきではないか。アセットオーナーを含む「機関投資家」が対象となる場合、多くのアセットオーナーについては「系列の金融グループ」は存在しないものと考えられるが、このようなアセットオーナーにおいては、この点をエクस्पラインすればよいか。</p>
	<p>本検討会の議論において、アセットオーナーの経営陣も、適切な能力・経験を備えるべきことや、スチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成に関する課題に対する取組みを推進すべきであるとの指摘がなされたことから、指針7-2の対象は、運用機関に限らず、アセットオーナーを含む機関投資家全体としています。なお、「系列の金融グループ内部の論理」はあくまで例示であり、アセットオーナーの経営陣も、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・経験を備えるとともに、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と考えます。</p>
指針7-3（機関投資家間の意見交換）	
37	<p>指針7-3は、集团的エンゲージメントについて記載している指針4-4に統合することも検討に値するのではないかと。仮に統合しない場合でも、機関投資家において他の投資家との意見交換を行うことなどを「検討すべき」として、集团的エンゲージメントの実施を促すことが適当ではないか。</p>
	<p>指針7-3は、機関投資家が実力を備える一助として考えられる事項を示したものであり、原則7に最も関連が深いものと考えます。なお、こうした取組みを行うかについては、各機関投資家の判断によるかと考えます。</p>
●その他	
38	<p>今回の改訂は、機関投資家によるスチュワードシップ活動をより深く、より実効性のあるものとすることによって、投資先企業の企業価値の向上や持続的な成長に大きく寄与するものとする。</p> <p>（他 改訂に賛同する旨のご意見1件）</p>
	<p>改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。</p>

39	<p>公表されたスチュワードシップ・コードの改訂案は、指針において、アセットオーナーによるモニタリングや、運用機関のガバナンス、ESG課題に関するリスクや収益機会の把握、協働による対話を持つことの有効性、議決権行使結果の開示方法、署名運用機関によるスチュワードシップ活動の自己評価に関する言及などが加わり、従来に比べてより充実した内容となったと捉えている。一方、本コードを受け入れる機関投資家においては、個々の運用方針・規模・特性等に照らして、必ずしも全ての原則・指針を字義どおりに実施することが適切ではない場合もあることが想定されるところ、機関投資家が、その特性に応じて一部の原則・指針について「説明」することがふさわしい場合もあることを確認したい。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。ご指摘の「コンプライ・オア・エクスプレイン」の考え方の点については、本コードの各原則・指針について「説明」を行う際には、その内容が顧客・受益者から十分に理解を得られるものとなっていることが重要と考えます。</p>
40	<p>本コードの定期的なレビューを歓迎する。本コードが有効に機能しているかを確認の上、効果的な対応が行われている場合には、これをさらに後押しし、一方で、改善すべき点があれば、より良い対応が促されるよう、改善が図られるべきである。</p> <p>現行の改訂案は、公の場である「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」での十分な議論を反映して提示されたものと理解しており、改訂案が、様々なステークホルダーに対して、スチュワードシップ・コードの目的を明確にし、その趣旨に沿った行動を奨励するものである点で、歓迎するものである。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。</p> <p>本コード前文 14. に示されているとおり、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待しています。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードがさらに広く定着していく効果が期待できるものと考えます。</p>
41	<p>本改訂案は、機関投資家に一層その受託者責任を果たすことを促し、スチュワードシップ活動の強化につながるものと考えられる。機関投資家と上場企業との「建設的な対話」を通じて、日本のコーポレー</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同頂きありがとうございます。また、本検討会は、金融庁において、本コード改訂の背景、意義及びその内容を広く周知することを含め、引き続き本コードの積極的な普及・定着に努め</p>

	<p>トガバナンスの実効性の向上が期待できる内容であるから大いに賛同したい。機関投資家の行動規範であるスチュワードシップ・コードと、上場企業の企業統治指針であるコーポレートガバナンス・コードが日本の経済社会に浸透し、両コードの下、日本のコーポレートガバナンスは変わりつつある。これからの課題は、現在進行しているコーポレートガバナンス改革のさらなる継続・発展である。</p> <p>本改訂案が確定し、スチュワードシップ・コードの受入れを表明している機関投資家がさらに切磋琢磨することで、スチュワードシップ活動の実効性がより高まることが期待される。こうした効果により、上場企業におけるコーポレートガバナンス・コードの取組みもさらに加速するであろう。上場企業が自己点検を怠らず、改善を重ねることで、多くの企業で中長期的な企業価値の向上が実現することを期待したい。</p> <p>最後に、本改訂案が確定した際には、金融庁が、「スチュワードシップ・コード」を改訂した背景、意義、その内容などを関係各所に分かりやすい形で周知徹底されることを強く求めたい。</p> <p>本コードの取組みの深化には、顧客・受益者の認識・理解の広がりが必要と考えられるところ、投資者教育や一般向けの分かりやすい広報等を進めるべきである。</p>	<p>ることを期待しています。</p>
42	<p>本コードは、行政手続法上の行政指導に当たるのか。</p>	<p>本コードは、本コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる機関投資家において、その旨を表明することを期待するものであるため、行政手続法上の行政指導に当たるものではありません。</p>