

「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≫

再改訂案に対する日本語の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
●問1-1(日本の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)		
1	賛成する。スチュワードシップ活動が中長期的な企業価値の向上や企業の成長に結び付くことは日本の上場株式への投資の場合に限ったことではない。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
2	機関投資家は、日本の上場株式への投資以外にもスチュワードシップ責任を負うと考えることから、賛成する。 (他 同旨6件)	
3	本コードの対象資産は飽くまで日本の上場株式を基本としつつ、その他の資産へのコードの適用については、署名機関の自主性を重んじる内容となっているため賛成する。 (他 同旨2件)	
4	対象資産を上場株式以外の他の資産に拡大することに賛同する。E や S に関連する社会課題の解決に焦点を当てたプロジェクトを後押しする投資を本コードにおいて視野に入れることは自然である。	
5	投資対象は国内上場株式に限定されず多岐にわたることや、企業の資金調達という意味では他の資産であってもガバナンスに影響を及ぼし得ることから、株式だけでなく広い視野で対応することが適当であるため、賛成する。 (他 同旨4件)	

6	機関投資家の関心が他の資産の投資の分野でも高まっているため、賛成する。	
7	他の資産への適用拡大はグローバルトレンドであり賛成する。	
8	本改訂案は、日本の上場株式以外の資産への適用につき、資産クラスや運用戦略に応じた取組みの中で企業の持続的成長を促す観点に立脚しており、方向性に大いに賛同する。	
9	スチュワードシップ責任の趣旨に鑑みれば、必ずしも対象資産を日本株式に限定する必要がないことは理解するが、年金基金の本コード受入れが思うように進んでいない現状において、最優先で取り組むべきは日本株式の部分であって、限られたエネルギーは日本企業の価値向上のために使うのが合理的であり、政府の成長戦略にも合致する。よって、本コードの対象資産を日本株式以外に拡大することについては慎重に行い、日本株式のみを対象とする選択肢も確保できるようにすべき。	本コードにおいては、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合が引き続き念頭に置かれております。他の資産に投資を行う場合のコードの適用については、「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、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」としており、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ございません。一方、他の資産に投資を行う場合にコードを適用する際には、スチュワードシップ責任を果たすための方針の中で積極的にその旨をご説明いただくことが想定されます。
10	スチュワードシップの目的に照らせば、対象資産を日本の上場株式に限定する必然性はない。ただし、例えば外国資産の場合は国内資産に比べ、スチュワードシップ活動の所要コストは高くなる。また、債券に関しては、議決権行使結果を通じた運用機関のモニタリングができるわけではない。今後、本コードの対象を広げていく場合、アセットオーナーの委託コストやモニタリングの負担が増大しないよう、十分に配慮して慎重に進めるべき。	前文 10 は、日本の上場株式以外の資産に投資を行う場合については、コスト負担の観点からも、可能な範囲でスチュワードシップ活動に取り組んでいただくことも考えられる旨を示したものです。 モニタリング等の負担面に関しては、アセットオーナーの中でも特に企業年金における負担とのバランスも考慮することが重要であると認識しております。そうした点も踏まえ、企業年金においては、規模や能力等に応じてスチュワードシップ責任を果たしていただくということを想定している旨明示しております。

11	<p>本コードには、社債を想定して策定された原則・指針はないため、本コードを社債に適用することは難しいと考える。前文 10 で何が求められているのかという点の理解を深めるため、その他の資産における本コードの適用をより具体的に記すこと等も有意義だと考える。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>本コードは、引き続き、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いて各原則・指針が定められており、その他の資産への適用が想定されていない原則・指針も含まれます。そのため、他の資産に投資を行う際には、当該他の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ています。</p>
12	<p>スチュワードシップ責任の考え方について、日本の上場株式以外の資産に対する投資においても同様に考えるべき点は多いため、前文 10 は有益である。他方、コーポレートガバナンス・コードとの関係に十分に配慮することが肝要であり、各原則の遵守において、上場株式以外のアセットも想定しながら記述を用意することは議論の混乱を生む懸念がある。</p> <p>したがって、本コードの本旨が投資先の日本の上場企業との建設的な対話を通じた企業価値の向上と持続的成長を促すことにある点を確認した上で、機関投資家の判断において、本コードの精神を他のアセットクラスへの投資に関して準用することが望ましい等の指針を示すべき。</p>	<p>本コードにおいては、引き続き、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いて各原則・指針が定められています。そのため、他の資産に投資を行う場合については、原則や指針において明記はしておりません。</p> <p>また、他の資産に投資を行う場合には、「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」コードを適用することも可能としておりますところ、スチュワードシップ責任の遂行に資さない場合には、本コードの適用対象としては想定されていない、ということになりますので、留意が必要と考えます。</p>
13	<p>他の資産について、将来、日本株式と同様に本コードを適用していく意図がある場合には懸念がある。大きな投資を伴う企業の成長戦略に対し、株主としては企業価値向上に資するために賛同し、社債権者としては内部留保を優先して反対の立場をとる等、債券の場合には、中長期的な企業価値の向上及び持続的成長を促すことに整合的ではない場合があり得る。運用機関が株式と社債のアセットを同時に保有する場合、双方の利益を両立させるスチュワードシップ活動を行うことは困難である。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>他の資産に投資を行う場合には、「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」コードを適用することも可能としておりますところ、スチュワードシップ責任の遂行に資さない場合には、本コードの適用対象としては想定されていない、ということになります。</p> <p>今回のパブリックコメントの間1-2で、上場株式以外の資産に投資する場合のスチュワードシップ活動について、皆さまから多くの留意点をご意見としていただいております。本回答にそれらを掲載しており</p>

14	他の資産の中には投資というより投機的な資産も含んでしまうので、上場株式と類似した資産に限定すべき。	ます。これらも踏まえながら他の資産への本コードの適用を検討することも有益と考えます。
15	全資産適用については、国によって、また投資対象によって投資家の受託者責任として重視するものが違うと考える。	
16	公共市場で取引される資産にコードを適用するという考え方に同意するが、実践が難しい。	
17	前文 10 の趣旨は理解し、支持するが、上場株式に投資する投資家と、その他の資産に投資する投資家とでは有する権利や責任が大きく異なるため、前提条件や実務の違いなども十分に踏まえ、株式以外の資産に対する投資にかかるスチュワードシップ活動の具体的な内容について、画一的なものとならないよう、実効的なスチュワードシップ責任の果たし方について議論が深まることを期待する。	
18	他の資産に本コードを当てはめる場合はどういった水準のスチュワードシップ責任が要求されるのか、どういった資産クラスに適用可能であるか、また、上場株式における企業価値との関わりとは異なる点も多く、解釈も多様である点をさらに強調して記載すべき。これらの因果関係について事前に調査研究されたのであれば、その内容を公表していただきたい。	ご指摘のとおり、日本の上場株式とそれ以外の資産とでは性質も異なり、自ずとスチュワードシップ活動の範囲や程度も異なってくることが想定されます。 今回のパブリックコメントの間1-2で、上場株式以外の資産に投資する場合のスチュワードシップ活動について、皆さまから多くの留意点をご意見としていただいております。本回答にそれらを掲載しております。これらも踏まえながら他の資産への本コードの適用を検討することも有益と考えます。
19	他の資産への本コードの適用について、取締役を解任する強制力を伴わないエンゲージメントには実効性が伴わない。 (他 同旨1件)	本改訂案では、スチュワードシップ責任は日本の上場株式に投資を行う場合に限られないのではないかな等の意見を踏まえて、「他の資

20	<p>本コードは、日本株を中長期的に保有した場合のパフォーマンスを向上させるために、業績の中長期的な成長、ROEの中長期的な向上、配当性向の向上等を、企業に対話を通じて促すことを目的としたものであると考えるため、他の資産に適用すべきでない。日本株以外の資産にも適用するのであれば、「日本株投資におけ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できる」と明確にする、もしくは本コード全体の見直しを行うべき。</p>	<p>産に投資を行う場合にも適用することが可能である」との文言を追加したところです。</p> <p>ご指摘のとおり、日本の株式投資を行う場合におけるエンゲージメントが、日本企業のコーポレートガバナンスの改善に向けて最も効果的かつ効果的であると考えます。その点も踏まえ、本コードにおいては、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を引き続き念頭に置いております。</p> <p>また、他の資産に投資を行う場合には、「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」コードを適用することも可能とさせていただいておりますところ、スチュワードシップ責任の遂行に資さない場合には、本コードの適用対象としては想定されていない、ということになりますので、留意が必要と考えます。</p>
21	<p>前文 10 は「『スチュワードシップ責任』の遂行は投資対象資産を限らず可能であると考えますが、本コードでは特に日本の上場株式を保有する機関投資家は、投資先企業と建設的にエンゲージメントをし、コーポレートガバナンス・コードにおいて推奨されている実務からの乖離について、議論を行うべきである。」とすべき。日本の上場株式を優先とすると明記することで引き続き日本企業のコーポレートガバナンス改善や持続的成長の後押しとなる。また、財務戦略については株式投資家と社債投資家で利害が異なるほか、株式のエンゲージメントが最も実効性を伴う。</p>	
22	<p>前文 10 の「『スチュワードシップ責任』の遂行に資する限りにおいて」の後に脚注を追加し、コードの目的を明確化しておくべきである。</p> <p>今日、サステナビリティへの考慮がデット・ファイナンスの分野でも広がるなど、企業価値を論ずる場合に、上場株式だけでなく社債等の議論もエンゲージメント活動として重要であり、対象の拡大について賛意を表したい。ただし、公共債は、公共の政策に基づいて発行されること等から、本コードの対象としてなじまない。</p>	<p>前文 10 は、本コードの目的に沿ったスチュワードシップ活動に限定してその他の資産への本コードの適用拡大を促進する趣旨であります。また、「本コードの冒頭に掲げる『スチュワードシップ責任』と明示的に記載することで、その趣旨は明確になっているものと考えます。</p> <p>また「スチュワードシップ責任」においては、「企業の企業価値の向上や持続的成長」を目的とするスチュワードシップ活動が想定されて</p>

		いることから、公共債に関しては、本コードの適用対象としては想定されておりません。
23	外国資産に対する本コードの適用は否定する。本コードは、行政庁が関与する一つの規範であることから、国家相互の領域主権の考え方に則り、抑制的であるべきである。	本コードは日本の成長戦略の一環として策定されたものであることから、本コードにおいては、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合が引き続き念頭に置かれております。ただし、外国資産に投資する場合にも適用は可能です。
24	日本拠点の機関に限定されるべき。	本コードは、投資先が日本の企業であることを前提としております。そのため、投資先が日本の企業であれば、外国に拠点を置く機関投資家であっても本コードの受入れは可能であり、現在でも多くの海外機関投資家の方に本コードの受入れを表明していただいております。
25	前文 10 は継続議論として取り扱い、今回の改訂から除外すべき。日本では、企業がデット・ガバナンスに偏重していたという問題意識からエクイティ・ガバナンスへの進歩を遂げる必要があることから、この段階で利益が相反する可能性のある債券投資家等の視点が入ることで大きな枠組みが後退することが懸念される。適用資産の拡大は、日本のエクイティ・ガバナンスの健全な発展が見られてからでも遅くない。	本改訂案では、スチュワードシップ責任は日本の上場株式に投資を行う場合に限られないのではないかと等の意見を踏まえて、「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」との文言を追加したところです。 ご指摘のとおり、日本において、エクイティ・ガバナンスの活性化は重要であると考えます。そうした点も踏まえ、本コードにおいては、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合が引き続き念頭に置かれております。
26	前文 10 については継続検討とし、当面の採用を見送るべき。債券等の資産の投資家は、原則として固定的なリターンを得るもので、企業価値の向上を通じて投資リターンが拡大することはなく、また企業に価値向上を促す手段もない。成長投資を期待する株式投資家と安定的なキャッシュフローを重視する他の資産の投資家とでは、企業に期待する行動が相反する場合もある。このような違いがある中で、株	また、株式と債券の性質の違いのため、債券保有者において株主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が想定されます。一方で、例えば、中長期的には株式を保有する場合と社債を保有する場合とで利害が一致する場合もあると考えられ、社債の

	<p>式以外の資産の投資家が「スチュワードシップ責任の遂行に資する限りにおいて」とは何を意味するのか自明ではなく、まだ十分な議論が行われているとはいえ、今の段階で前文 10 のような改訂をすることは投資家に混乱をもたらす。</p>	<p>ような債券に投資を行う場合にも本コードの適用が可能な場合があると考えます。</p>
27	<p>日本では未上場企業の成長をもっと促すべきことに鑑み、上場株式だけでなく、非上場株式に本コードの適用範囲を拡大することを検討することを提案する。未上場企業は発行株式が公開されていないが故に、ガバナンスが脆弱であり、発展段階にあると思われる。上場後にも持続的な成長を遂げることができる経営を、上場前の段階において優れたエクイティ・ガバナンスで支援していくことは本コード推進の趣旨に資するものと考えます。</p>	<p>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ます。しかし、「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としております。したがって、「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、非上場株式に投資を行う場合にも適用することが可能であると考えます。</p> <p>非上場株式に投資を行う場合に適用を拡大される場合には、スチュワードシップ責任を果たすための方針の中で積極的にその旨をご説明いただくことが想定されます。</p>
28	<p>「他の資産に投資を行う場合にも適用すべきである。」との表現に置き換えることを強く推奨する。スチュワードシップは、公開市場において発行された様々な証券等へ投資を行う投資家が、責任を持ってそれらを管理していくという本質的な行為により、その投資価値を守り抜いていく実務であり、故にこの原則は全ての種類の資産クラスにも適用されるべきである。</p>	<p>本コードは日本の成長戦略の一環として策定されたものであることや、株式投資を行う場合におけるエンゲージメントが、企業のコーポレートガバナンスの改善に向けて最も効率的かつ効果的であること等を踏まえ、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合が引き続き念頭に置かれているところです。</p> <p>しかし、他の資産に投資を行う場合において、スチュワードシップ活動の裾野が広がることは歓迎すべきことであり、「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」積極的な取り組みが行われることを期待します。</p>

●問1-2(機関投資家が他の資産に投資を行う場合に本コードを適用するに当たっての留意点)	
29	<p>全ての原則・指針でコンプライ・オア・エクスプレインを求めべきでない。署名機関には業態や運用規模等に多様性があることに加え、株主と債権者の利害対立が生じることや、債権者には議決権がなく該当しない原則があることも踏まえると、署名機関が対象資産を拡大する際には実情に応じた開示を受容すべき。</p> <p>(他 同旨1件)</p>
30	<p>全ての資産をカバーしようとする readability が低下するほか、日本の機関投資家の多くは、カバーしなかったことに対する批判や指摘をおそれた対応をしかねない。前文で、全ての資産に準用する必要はなく、主要な資産に関して準用する姿勢で問題ないことを明示すべき。</p>
31	<p>企業に対し、株主としては、借入拡大による収益獲得機会の追求を助言する一方で、債券投資家としては、債券償還財源を確実に確保するため更なる借入拡大には慎重であるべきだと助言することがあり得る。本コードの適用対象資産を拡大する場合には、こうした利益相反関係が生じ得る点に留意し、機関投資家は原則2に沿って利益相反管理方針の策定及び公表をすべき。</p>
32	<p>株式と社債の利害関係に留意すべき。最終的なリスクバッファとしての株主資本を提供しているために議決権等の株主権が付与されている株主がガバナンスに関しては主体的に関与すべき。</p>
33	<p>負債の削減など財務体質の改善を促す対話を行ってきたにも関わらず、一方で当該企業の社債に投資を行う等、日本の上場株式への投資における建設的な「目的を持った対話」の内容と実際の投資行動に齟齬が生じ得る。</p>

他の資産に投資を行う場合の本コードの適用については、「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、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」としており、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。他の資産へ拡大される場合には、スチュワードシップ責任を果たすための方針の中で積極的にその旨ご説明いただくことが想定されます。

他の資産に投資を行う場合は、「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」本コードを適用することも可能とさせていただいておりますところ、スチュワードシップ責任の遂行に資さない場合には、本コードの適用対象としては想定されていない、ということになりますので、留意が必要と考えます。

34	<p>株式と債券には利益相反関係が生じ得る。株式の価値は、なるべく借入れを活用し、余った資本は株主に還元することで高まる一方で、債券の価値は、株主還元をせず自己資本を蓄積することにより高まる。</p> <p>(他 同旨2件)</p>	
35	<p>スチュワードシップ活動の目的・意義・方針等を明確にしておくべき。</p>	<p>投資先企業との間でスチュワードシップ活動の目的や意義を共有いただくことは、本コードの本来の目的にかなうスチュワードシップ活動を行っていただく観点から重要と考えます。</p>
36	<p>上場企業全体の成長に必要な対応を取るべき。</p>	
37	<p>長期的な視点であることに留意すべき。</p>	
38	<p>海外や不動産投資でどこまでスチュワードシップ責任を適用できるか難しい。</p>	
39	<p>議決権行使がない場合はエンゲージメントできない。</p>	<p>本コードは、引き続き、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いて各原則・指針が定められており、その他の資産への適用が想定されていない原則・指針も含まれます。そのため、他の資産に投資を行う際には、当該他の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ています。</p> <p>また、他の資産に投資を行う場合には、「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」本コードを適用することも可能とさせていただいておりますところ、スチュワードシップ責任の遂行に資さない場合には、本コードの適用対象としては想定されていない、ということになりますので、留意が必要と考えます。</p> <p>今回のパブリックコメントの間1-2で、上場株式以外の資産に投資する場合のスチュワードシップ活動について、皆さまから多くの留意点をご意見としていただいております、本回答にそれらを掲載しております。</p>
40	<p>非流動的なデットを除きデットの投資家は発行体との対話を行わずに投資をするので、対話やその結果を求めることはなじまない。</p>	
41	<p>債券とプライベート資産についてはエンゲージメントの仕方が異なる可能性がある。</p>	
42	<p>債券の場合のエンゲージメントは株式のアナリストに同行するといった工夫も必要である。</p>	
43	<p>ロング・ショートファンドへの投資では、顧客利益との相反が発生し得る。投資家によりコードの適用内容が変わり得る。</p>	
44	<p>短期投資の資産は他の資産と質が異なる。</p>	
45	<p>共益権を有する株主と有さない他の投資家とでは、投資先に対するアプローチ方法が自ずと異なる。</p>	
46	<p>資産の性質に応じて対応することが適当であることを明示すべき。</p>	

47	日本の場合、エクイティ・ガバナンスの規律を引き続き定着させていくことを明確にすべき。	ます。これらも踏まえながら他資産へのコードの適用を検討することも有益と考えます。
48	他の資産についての実効性が疑問。債券に比べ、議決権を伴う株式の方が、コーポレートガバナンスへの影響力が強い。 (他 同旨1件)	ご指摘のとおり、日本の株式投資を行う場合におけるエンゲージメントが、日本企業のコーポレートガバナンスの改善に向けて最も効果的かつ効果的であると考えます。その点も踏まえ、本コードにおいては、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を引き続き念頭に置いております。 また、他の資産に投資を行う場合には、「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」コードを適用することも可能とさせていただいておりますところ、スチュワードシップ責任の遂行に資さない場合には、本コードの適用対象としては想定されていない、ということになりますので、留意が必要と考えます。
49	他国の規制やコードとコンフリクトが起きた時にどうするのか。	本コードは、基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているところではありますが、他国の規制やコードとコンフリクトが生じる場合には、必要に応じエクスペインしていただければよいものと考えます。
50	上場されていないことにより開示が不十分な場合がある点及び流動性が低い点に関して投資家として注意すべき。 (他 同旨2件)	貴重なご意見として承ります。
51	機関投資家は、本コードを他の資産に準用する場合、スチュワードシップ方針において、どの資産を念頭に置いた記述か明確にした上で、当該資産の性質に応じた記述を心掛けるべき。	貴重なご意見として承ります。

●問2(サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的持続可能性)に関する課題)		
52	<p>サステナビリティを本コードに盛り込むことに賛成であり、改訂案の表現を支持する。以下の理由から、現行の表現を支持する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ グローバルにもサステナビリティが中長期的な企業価値向上に重要な要素の一つであるという認識が広がっており、そういった背景をふまえると、本コードにその要素を盛り込むこと自体に違和感はない。 ・ しかし、サステナビリティに対する取組みは、主体の規模や考え方、置かれた状況によって異なっており、一律にルール化するのではなく、ステップバイステップで進めていくことが肝要である。本改訂案は、サステナビリティの重要性に触れつつも、その考慮に当たっては、「運用戦略に応じた」や、「運用戦略と統合的で」など、飽くまで即時・画一的なものにならないよう配慮がなされている。様々な主体が自らの考えに基づき、自らのペースで進めていくことができるため、本改訂案の表現はバランスが取れており、これ以上表現を強めない方がよいと考えている。 <p>(他 同旨 21 件)</p> 	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
53	<p>サステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)については、既に主要な運用機関がエンゲージメントの重要な要素として取り組んでおり、その課題について本コード改訂案に盛り込むことは妥当と考える。</p>	
54	<p>企業価値の向上を目的とする形であるため賛成する。</p>	

55	<p>本コードの重要な目的である企業価値の持続的成長を達成するために必要な項目は企業によって多種多様であり、企業との建設的な「目的を持った対話」の内容も、多方面から行われることが望ましい。本コードに ESG など特定の要素を明文化してしまうと、各投資家が行う企業との対話の内容が同質的(画一的)なものになりやすくなると考えられるため、盛り込むべきではない。</p> <p>また、「運用戦略に応じたサステナビリティ」という表現は、本来の中長期的な(ロングオンリーの)日本株投資と相反するため、削除すべきと考える。</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>サステナビリティについて、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていることを受け、本改訂案では、指針1-2でお示したとおり、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テューワードシップ方針において明確に示すことを求めています。サステナビリティを巡る課題の考慮に当たっては、運用戦略と統合的で、中長期的な企業価値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ることが重要だと考えております。</p> <p>また、本コードでは「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しておりますので、それぞれの機関投資家の置かれた状況により、サステナビリティを考慮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ることによって対応することが考えられます。</p>
56	<p>サステナビリティを本コードに盛り込むことについて、反対である。受託者の責任の最も重要な部分は受託資産を守ることと戦略の中でリターンを最大化することであり、ESG 要素がこの最重要の目的に常に寄与するかは不明である。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
57	<p>ESG という特定の要素に対する考慮は投資家の自由な投資判断を妨げかねず、改訂案が公平、公正であるべき金融市場に影響を及ぼさないかという懸念がある。</p> <p>また、企業の社会的責任は本来、企業が自発的に、創意工夫をして取り組むべき課題であるにもかかわらず、本改訂案にESG要素という特定の要素に対する考慮が規定されると、投資家からの要請により対処するという状況が起こりかねない。これは企業の判断力や自主性を弱める可能性がある。</p> <p>さらに、ESGの考慮は費用と便益の観点からは企業の大きな負担</p>	

	<p>となり得る。企業は利益を上げることで初めて環境保護や従業員、コミュニティ等に対する社会的責任を果たすことができる。</p> <p>ESGは、企業が自発的な取組みを行い、機関投資家が企業の具体的な取組みを補完するという役割を担うように改訂すべき。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
58	<p>以下の3点について修正することを提案する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 本コード冒頭の「スチュワードシップ責任」の定義を示した部分は、追加部分を削除して元に戻す。 ・ 指針1-1を「機関投資家は、投資先企業やサステナビリティ(注)を含む事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な『目的を持った対話』(エンゲージメント)などを通じて」と書き換え、サステナビリティの定義を脚注に記載する。 ・ 前文5、原則7、指針7-1、についても同様の修正を行う。 <p>「サステナビリティ」は、企業・投資家の立場からは、「企業の事業環境等」に含まれるもので、事業にとっての中長期的なリスクや新たな成長の機会ととらえられるものである。「事業環境等に関する深い理解のほか・・・サステナビリティの考慮・・・」という表現は、事業による企業価値の向上、顧客・受益者の投資リターンの拡大とは別に「サステナビリティを考慮する責任」があるかのような印象を与え、スチュワードシップ責任の趣旨に誤解を与えるおそれがある。</p>	<p>サステナビリティについて、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていることを受け、本改訂案の前文では、「スチュワードシップ責任」の定義の中に、サステナビリティの考慮という文言を入れたところです。</p> <p>他方、本検討会は、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。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を意味するとしており、本コードの目的を明確にしております。本検討会は、ご指摘のような解釈上の誤解が生じないよう、適切に周知が行われていくことを期待します。</p>
59	<p>「サステナビリティ」の定義を明確にすべき。「持続的な企業価値向上」といった観点からのサステナビリティなのか、あるいは CSR の要素が入っているのかによって対処が異なり得るのではないかと。前者</p>	<p>前文では、「スチュワードシップ責任」を、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</p>

	<p>であれば運用機関各社が投資戦略に応じて検討することが可能だが、後者の場合は戦略によってはそぐわない可能性もあると考える。 (他 同旨3件)</p>	<p>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。)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と定義しております。</p> <p>その意味で、少なくとも本コードにおけるサステナビリティの考慮は、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すための考慮を想定しております。</p>
60	<p>前文及び指針1-1記載の「サステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)」は、機関投資家に期待されるスチュワードシップの重要な要素である反面、ESG の定義がなく(ガバナンス及び社会、環境に関する事項)、受託者が都合のいいように解釈するリスクがあり、かつ、とりわけ受益者にとって理解されにくくなっている。前文に国連の責任ある投資家原則等、ESG が取り入れられた背景や説明を詳細に記述したほうが受益者に分かりやすくなると考える。 (他 同旨1件)</p>	<p>もっとも、本コードでは、「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方針において明確に示すことを求めており、サステナビリティを巡る課題の考慮に当たっては、運用戦略と統合的で、中長期的な企業価値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ることが重要だと考えております。</p>
61	<p>株式価値に着目することなくサステナビリティや長期的な企業価値への言及が行われた場合、上場会社の経営陣がその不十分なガバナンスの弁解としてこれらの追加文言を使用し、同様に、会社に忠実な株主がその不十分なスチュワードシップの弁解としてこれらの追加文言を使用することが懸念される。</p> <p>「サステナビリティ」、「中長期的な企業価値の向上」といった文言を使用する場合には、株式価値への言及がなされるべきである。例えば、サステナビリティや成長促進の基調を保ちながら、コーポレートガバナンス及びスチュワードシップの両方にとって不可欠な株主への説明責任が考慮されるよう、「株式価値に反映されるサステナビリティ及び長期的な企業価値の向上」といった文言が適切と考える。</p>	<p>現在記載している以上に ESG 要素やサステナビリティに関して個別に詳細な定義をすると、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があることや、サステナビリティについては、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていますが、現時点において、国際的に合意された単一の定義は確立していないと認識していることもあり、より詳細な定義を定めることは控えさせていただきます。</p> <p>なお、本コードで ESG 要素を考慮することを求めるに至った背景等につきましては、本コードには記載がございませんが、「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」に記載しておりますので、それも併せてご参照いただければと思います。</p>

62	<p>指針1-1は、「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【及び「投資家と企業の対話ガイドライン」で示された持続的な成長と中長期的な企業価値の向上施策等を含む】)の考慮に基づく建設的な『目的を持った対話』とし、以下の理由から、【】部分の文言を挿入した方がよい。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ESGとSDGs 以外の中長期的な持続可能性に関する項目が埋没してしまうリスクがある。 ・ 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめた「投資家と企業の対話ガイドライン」(平成 30 年 6月1日)には内容的にサステナビリティに大きく関連している重要項目が多々ある。(例えば、1-1、2-1、3-1、3-5、3-6。) 	<p>ご指摘のとおり、「E」「S」「G」の各要素に分類される事項以外にも、企業の企業価値の向上と持続的成長を促すために重要な要素も想定されることから、これらも包含した「サステナビリティ」という用語を使用しております。他方で、単にサステナビリティとすると具体的な考慮要素をイメージにしにくいという懸念もあり、現状の改訂案のように、サステナビリティを「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」として、ESG 要素を例示として挙げております。企業の企業価値の向上と持続的成長を促すために必要なサステナビリティとしてどのような要素を考慮するかという点につきましては、各機関投資家が個々の事情等も踏まえながら、自らの運用戦略に応じて検討することが重要だと考えております。</p> <p>その際、ご指摘の「投資家と企業の対話ガイドライン」をご参照いただくことも有益な場合もあると考えられます。</p>
63	<p>「ESG 要素」という語は、議論の対象が「E(=環境)」「S(=社会)」「G(=ガバナンス)」のみに限定されて受け止められるおそれがある。「ESG 要素」という語は本コードから排除し、「サステナビリティ」のみを盛り込むこととしてはどうか。</p>	
64	<p>指針1-1では「ESG 要素」のみにとどめ、サステナビリティ及び脚注6の SDGs は削除すべき。</p> <p>ESG は既にサステナビリティにつながるものであり、投資の上では具体的に、ガバナンス・環境・社会の面から良好な日本企業の成長を促す、というほうが分かりやすい。</p>	

65	<p>ESGという用語を使うのではなく、中長期的な企業価値の向上という記載を入れれば十分なのではないか。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
66	<p>「サステナビリティ」の言葉の定義が曖昧であるため、定義を明確化した方がよいと考える。</p> <p>例えば、指針1-1では、「サステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)」と記載され、サステナビリティという概念の中に、ESG 要素が含まれている記述になっている。一般的には、ESGの内、サステナビリティに関する要素がEとSであり、株主利益の最大化に関する要素がガバナンスになる。したがって、改訂案の表現だと「サステナビリティ」という言葉の使い方が一般的な概念とは異なるため、混乱を与える懸念がある。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>本改訂案では、「E」と「S」のみでなく「G(ガバナンス)」についても、「中長期的な持続可能性」に結び付く要素の一つであるとの考えのもと、サステナビリティについて、ESG 要素を含む中長期的な持続可能性と定義しております。もっとも、本改訂案では、「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テューワードシップ方針において明確に示すことを求めており、サステナビリティを巡る課題の考慮に当たっては、運用戦略と統合的で、中長期的な企業価値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ることが重要だと考えております。</p> <p>現在記載している以上に個別に詳細な定義をすると、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や、サステナビリティについては、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていますが、現時点において、国際的に合意された単一の定義は確立していないと認識していることもあり、より詳細な定義を定めることは控えさせていただきます。</p>
67	<p>指針1-1の ESG に対する脚注5は「環境・社会及びガバナンス」という順番に記載すべき。</p>	<p>本改訂前の本コードの指針3-3に付していた脚注では、ガバナンスと共に社会・環境問題に関連するものについて、「ESG 要素」と呼ばれると記載しておりました。本改訂によって、コードの本文に新たにサステナビリティの考慮を求める記述を入れ、「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」と改めて定義したことを受け、従前の上記脚注を、本文中の「サステナビリティ」の初出箇所である指針1-1の脚注</p>

		<p>へと移動させたため、ESG 要素については「ガバナンス及び社会・環境に関する事項」を指すという記載ぶりになっています。もっとも、これらの要素については、記載の順番によりその重要性に優劣があることを意図したものではありません。</p>
68	<p>本改訂案では、原則1-2に、「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」との表現が追加されているが、当該箇所は、本検討会の第3回時点では、「その際、投資戦略に応じて、サステナビリティに関する課題を考慮するか、考慮する場合には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」と記載されていた。</p> <p>本検討会第3回の際に記載されていた表現であれば、運用戦略上、サステナビリティに関する課題を考慮しない場合も、その方針を示せばよいということが明確であったが、本改訂案でも同様か。</p>	<p>記載の変更は、文意の変更を意図したものではありません。</p> <p>本コードは、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法を採用しており、いずれの原則・指針についても、各機関投資家の置かれた状況により、遵守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ることによって対応することが考えられます。本検討会の第3回において提示していた案は、指針1-2についてエクスプレインの余地があることを確認的に明記していたものです。</p> <p>しかしながら、ここの指針についてのみ、エクスプレインの余地があることを明記する必要はないとの意見があり、この記述が残ることで、却って他の原則や指針の中にはエクスプレインの余地がないものもあるのではないかという誤解が生じる懸念もあったことも踏まえ、「サステナビリティに関する課題を考慮するか」という記述を削除することといたしました。</p> <p>もっとも、サステナビリティとは、原則1-1でお示した通り、ESG要素を含む中長期的な持続可能性を指すものであり、本指針では、各機関投資家の「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テューワードシップ方針において明確に示すことが重要であると考えております。</p>

69	<p>指針1-2の「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。」の対応として、例えば、アクティブ運用の日本株式ファンドにおいて、ESG 要素をどのようにインテグレートしているかという考え方を明示し、それによってこの指針に対応していると考えるところだが、そのような理解でよいのか。</p>	<p>ご指摘のような対応も含め、各機関投資家の「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方針において明確に示すことが重要であると考えております。</p>
70	<p>指針1-2においては、「サステナビリティ」もスチュワードシップ責任を果たすための諸要素の一つとして考慮するが、「明確に」示すという、詳細な運用戦略を開示することともとられかねないおそれがあるため、「明確に」という表現は削除することが適当と考える。</p>	<p>指針1-2は、詳細な運用戦略を開示することを求める趣旨ではなく、サステナビリティに関する課題についてどのように考慮するのかについて検討を行い、それについてスチュワードシップ責任を果たすための方針の中で示すことを想定しております。ご指摘の解釈上の懸念につきましては、本検討会は、ご指摘も踏まえ、本コードの改訂の内容が周知されることなどを通じて、適切な解釈が共有されることを期待しています。</p>
71	<p>サステナビリティに関する「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」という定義については、前文の囲み書き、及び指針1-2に記載されているが、本コードにおいて最も重要であり、世間一般に流布する、原則7には記載されていない。サステナビリティという言葉に対する認識の徹底を図るためにも、原則7にも定義を記載すべきと考える。</p>	<p>ご指摘のとおり、サステナビリティにつきましては、その定義を前文と本文のそれぞれの初出箇所に記載させていただいたところです。この2箇所で定義しておりますので、前文及び本文の他の箇所に記載されております「サステナビリティ」は全て同義であるのご理解いただければと思います。</p>
72	<p>前文の「『スチュワードシップ責任』とは…意味する。」の表現、趣旨に違和感はない。したがって、ほぼ同じ表現の指針1-1にも違和感はないが、本コードの受入れ表明と同時に“サステナビリティを考慮”することが所与となっていることを意味していると受け取る。 指針1-2について、「運用戦略に応じて」の表現は、運用機関・ア</p>	<p>企業年金等のアセットオーナーによる形式的なモニタリングも含め、ご指摘の懸念につきまして、本検討会は、本コード改訂の背景、意義及びその内容が広く周知されることなどを通じて、適切な解釈が共有されることを期待しています。</p>

	<p>セットオーナーがそれぞれの投資哲学や責任投資方針に整合的と考える範囲で自由裁量を持っていることを意味すると理解する。一方、「どのように考慮するか」は、場合によっては粒度が非常に細かくなっている印象がある。原則1は方針の策定と公表を求めるものであり、「方針」に期待される粒度は本来細かすぎないものだと考える。関係者の間でこの期待値に対する認識の格差が大きい可能性があり、アセットオーナーが過度に詳細・具体的な内容を運用機関に要求するようなことになると、裁量の範囲が狭められる懸念がある。</p> <p>特に、ファンダメンタルズに基づくアクティブ運用を行う運用機関は継続して超過リターンを獲得することが存在意義であり、そのためにできるだけ広い投資対象、広い定義、固定的ではなく柔軟に市場の非効率性を探す必要がある。そのような投資行動の制約にならないよう指針の解釈が共有されることを望む。</p>	
73	<p>前文、指針1-1、原則7、指針7-1等において、サステナビリティに関する課題について考慮することが、あたかも当然のものであるかの印象を与える記述となっている点について、やや拙速ではないかとの疑問がある。日本の場合には、機関投資家も企業も、適切に対応できる場所(できている場所)は必ずしも多いとはいえないと推察され、本コードで無理に背中を押そうとしても、表層的な対応を促す結果に終わりかねないという懸念が強く残る。</p> <p>指針1-2の後段において、「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、検討を行った上で当該方針において明確に示すべき」としているが、この方向で十分である。</p>	<p>本改訂案では、「運用戦略に応じて」サステナビリティを考慮することを求めており、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テューワードシップ方針において明確に示すことを求めています。サステナビリティを巡る課題の考慮に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値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ることが重要だと考えております。</p> <p>ご指摘の解釈上の懸念につきまして、本検討会は、ご指摘も踏まえ、本コード改訂の内容が周知されることなどを通じて、適切な解釈が共有されることを期待しています。</p>

74	<p>不自然な形でサステナビリティの考慮を挿入しようとしたため、日本語として読みにくくなっている点で、見直しを強く求めたい。例えば、以下のような記述を検討されたい。</p> <p>(案①)前文冒頭の四角囲いの文言の修正案</p> <p>本コードにおいて、「ステeward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【(以下削除)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。【(以下追加)機関投資家の運用戦略によっては、投資先との対話に際してサステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性)を考慮することや、サステナビリティを巡る課題に関して投資先と対話することも含まれる。(※)</p> <p>(※) 社会的な課題の解決に向けて、サステナビリティを適切に考慮することへの社会的な期待が高まっており、また、運用戦略においてサステナビリティを考慮する機関投資家も海外を中心に近時増加している。】</p> <p>(案②)指針1-1文言の後段の修正案(下線部分)</p> <p>1-1. 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</p>	<p>サステナビリティについて、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていることを受け、本改訂案では運用戦略に応じたサステナビリティの考慮という文言を入れたところでは、前文及び指針1-1に関するご指摘につきまして、本検討会としては、その内容が適切に周知されていくことを期待します。</p> <p>また、ご提案いただいたサステナビリティの考慮を本コードに記載するに至った背景の記載につきましては、「ステewardシップ・コードの再改訂に当たって」に記載しておりますので、それも併せてご参照いただければと思います。</p>
----	--	--

	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。【(以下追加)機関投資家は、投資先企業との対話において、運用戦略に応じてサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)を適切に考慮すべきである。】	
75	<p>運用機関の中ではプロダクトによって投資戦略は異なるため、プロダクト毎にインテグレーションの方法を変えることになり、表現に懸念を抱いていたところ、本改訂案において、「投資戦略」から「運用戦略」へ変更されたことに賛同する。「投資哲学」へ表現を変更することも考察されたい。</p> <p>また、指針1-1に、2015年9月の国連サミットにおいて17の目標等から構成される「持続可能な開発目標」(SDGs)が採択されていることが言及されているが、これは、政府の方針に平仄を合わせた表現を意識したものと思われる。そのような理解でよいか。</p>	<p>運用戦略という用語につきましては、今般、画一的なステュワードシップ活動ではなく、各機関の戦略と統合的なステュワードシップ活動が行われるべきことを明示するために、主体レベルの戦略を指し示す「運用戦略」という言葉を用いることといたしました。</p> <p>また、ご指摘の点等も踏まえ、脚注6を設けることとしました。</p>
76	<p>指針1-2でわざわざ「その際」として追記することは不要である。同指針前半と重複するほか、読みようによっては、サステナビリティに関する課題については、どのように考えるかについて示すのみでよいと解釈可能になることを懸念する。</p>	<p>サステナビリティについて、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていることを受け、本検討会としては、ステュワードシップ責任を果たすための方針を策定するに際しても、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示すことが重要だと考え、指針1-2に追記しております。</p> <p>ご指摘の解釈上の懸念につきまして、本検討会は、ご指摘も踏まえ、本コード改訂の内容が周知されることなどを通じて、適切な解釈が共有されることを期待しています。</p>

77	<p>指針1-1の2行目「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」の後に、以下の脚注を追加し ESG 投資等の後押しをすべき。 「当該考慮を適切に行うことは受託者としての責任の一部であると考えられる。」</p> <p>サステナビリティへの考慮を機関投資家の責任として明確化することは、時宜を得たものと賛意を表したい。一方、年金資金の資産運用は「専ら加入者等の利益のため」に行うものであり、また、その利益とは経済的利益と整理され、原則として他事考慮は禁止されている。サステナビリティへの考慮が、受託者責任と相反しないことを示す必要があると考える。</p>	<p>サステナビリティについて、昨今、投資家、企業等の関心が世界的に急速に高まっていることを受け、改訂案の前文では、「ステュワードシップ責任」の定義の中に、サステナビリティの考慮という文言を入れたところです。</p> <p>他方、本コードは成長戦略の一環として策定・発展してきたという経緯や、検討会でも投資先企業の企業価値向上、持続的成長に資するようなサステナビリティの考慮が重要であるとの意見が複数あったことも踏まえ、本改訂案では前文において、ステ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。)の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任」を意味すると定義しており、本改訂が、各機関投資家のステュワードシップ責任として、各機関投資家の運用戦略を離れたサステナビリティの考慮そのものを目的とすることを意図した改訂でないことを明確にしています。</p> <p>ステュワードシップ責任と受託者責任の関係につきましては、問3 No.100 の回答をご参照ください。</p>
78	<p>本コードにサステナビリティに関する課題を入れることについて反対しないが、サステナビリティを考慮した結果、どのような投資効果を生んだのかについて、継続的に検証していただきたい。検証の結果、投資効果を生まないということになるのであれば、それを機関投資家に強いるのは酷であると思料する。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

79	<p>ESG 投資は「日本の実情に即して、日本の直面する課題に対応した投資」である必要があり、その点に言及すべき。</p> <p>世界に類を見ない少子高齢化に直面していること、人口減少時代にあっても経済成長や年金の持続性を確保する必要があることから、労働参加の促進に寄与するような投資を促進すべき。</p>	
80	<p>日本の上場企業に対して、事業に影響のある ESG(環境・社会・ガバナンス)ファクター及び重要な ESG 課題に対する取組みについて、少なくとも年1回、株主に報告すること、ESG 関連リスクの管理を行うこと、の2点を義務付けるよう金融商品取引法を改正すべき。十分な報告を怠った企業については、情報開示が不十分であることを日本取引所グループが公表するなど、段階的に厳しい措置を課すべき。</p>	

●問3(企業年金等のアセットオーナーのステュワードシップ活動の後押し)		
81	本改訂案の表現を支持する。本改訂案では、「自らの規模や能力等に応じ」との文言が記載されており、企業年金等のアセットオーナーがステュワードシップ活動に参加するに当たって即時・画一的な対応を求める表現になっておらず、一定の柔軟性が認められている。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
82	本改訂案に賛成する。アセットオーナーは一部の例外を除き、資産運用を外部の運用機関に委託しており、アセットオーナーに求めるべきは委託先の運用機関がその運用戦略に応じたステュワードシップ活動を行っているかどうかのモニタリングのみである。そのモニタリングの質を高めることがインベストメント・チェーンの有効性を担保する。そのためにも、運用機関はステュワードシップ活動の開示に当たって工夫を重ね、委託者が実態を把握しやすいよう内容を充実すべき。	
83	本改訂案により、企業年金の受入れが促進されると期待する。運用機関としては、アセットオーナーの受入れ促進に協力すべく、スマートフォーマットの活用促進の支援に尽力していく。	
84	指針1-3、1-4、1-5の規定でよい。	
85	本改訂案に、アセットオーナーによるステュワードシップ活動への参加を後押しする内容が規定されたことを評価する。引き続き、側面的ではあるが、企業年金のステュワードシップ活動の取組みへの支援を続けてまいりたい。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。企業年金におけるステュワードシップ活動の意義への理解が進むよう、関係者による積極的な取組みを引き続き期待します。
86	インベストメント・チェーンの起点であるアセットオーナーの主体的意識は運用機関を動かすのに重要である。 (他 同旨3件)	インベストメント・チェーン全体の機能発揮のためには、最終受益者の最も近くに位置する企業年金等のアセットオーナーが運用機関

87	<p>アセットオーナーは自ら運用する代わりに機関投資家に委託しているので委託者としての責任があるほか、他人の財産を預かる以上、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動への参加は当然である。</p> <p>(他 同旨4件)</p>	<p>に実効的なスチュワードシップ活動を促すといった、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動が重要であると考えます。</p>
88	<p>特に議決権を有するアセットオーナーの参加は重要である。</p>	
89	<p>規約型の確定給付企業年金が人事部の福利厚生の一部という考えは改められるべきで、アセットオーナーのスチュワードシップ活動への参加は重要である。</p>	
90	<p>アセットオーナーは、年金受益者のリターン拡大のために原則面でスチュワードシップ活動に大いに参加すべき。活動形態は規模によって異なってよい。</p>	
91	<p>スチュワードシップ活動へ参加することの主旨とメリットを、よりアセットオーナーに理解してもらうための普及活動が必要と考える。それには、厚生労働省等関連省庁の協力も仰ぐことも一策である。</p>	<p>引き続き、金融庁や厚生労働省等の関係者において、企業年金をはじめとするアセットオーナーへの本コードの普及・啓蒙活動が行われることを期待します。</p>
92	<p>厚生労働省の「確定給付企業年金に係る資産運用関係者の役割及び責任に関するガイドライン」では「スチュワードシップ・コードの受け入れや取組み、ESGに対する考え方を運用受託機関の選任・評価の際の定性評価項目とすることを検討することが望ましい。」とあるが、これが必須であるというような表現に改訂するくらいの積極的な働きかけが必要である。</p>	
93	<p>アセットオーナーのサポートが必要である。</p>	
94	<p>本コードでは、企業年金などのアセットオーナーがスチュワードシップ活動の意義を自発的に理解し、母体企業がそれをサポートするこ</p>	<p>ご指摘のとおり、特に企業年金における体制整備等に当たっては、母体企業がスチュワードシップ活動の意義を理解した上でサポ</p>

	<p>とが期待されている。しかし、多くの母体企業は、スチュワードシップ活動の浸透がガバナンスの強化等に向けた圧力となることを懸念し、傘下の企業年金もそれに同調する風潮がある。母体のバランスシートの一部である企業年金にとっては、母体企業の制度・財政面でのサポートが不可欠であり、「専ら年金基金の利益のために振る舞う」ことが実践できているか確信を持ってない企業年金関係者も多いと考える。こうした課題は企業年金特有であるため、従来以上に柔軟かつ現実的に対応をとることが必要である。</p>	<p>ートを行うことが必要であると考えており、今回、脚注 10 を加える改訂を行ったところです。</p> <p>また、ご指摘のとおり、企業年金においては、母体企業との利益相反が懸念される場合もあると考えられ、コーポレートガバナンス・コードの原則2-6のとおり、企業において利益相反管理が適切に行われることもまた、企業年金の実効的なスチュワードシップ活動を支援することにつながると考えます。いただいたご指摘については、今後実態も踏まえながら、「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」)や金融庁を含む関係者において更に検討を進めることが期待されます。</p>
95	<p>企業年金がスチュワードシップ・コードを受け入れることの意義など、母体企業から基金を自立させるような文言が加わることが、より普及を促進するのではないか。</p>	
96	<p>コーポレートガバナンス・コードの原則2-6は、利益相反管理を努力目標とし方針策定や公表を明確に求めておらず、利益相反管理体制の整備・公表を厳格に求める本コードに脚注として引くことは均衡を欠いているため、脚注 10 の削除が望ましい。</p>	<p>企業年金のスチュワードシップ活動の充実に向けては、母体企業の理解が重要であると考えます。コーポレートガバナンス・コードの原則2-6は、そのような観点から非常に重要な原則であると考えため、本改訂案のとおり、記載を維持することとさせていただきます。</p>
97	<p>規約型の確定給付企業年金においては、実質的な意思決定権限者が母体企業であると思われることから、どのような立場で、誰が意思決定を行うかの例示が必要と思われる。</p>	<p>規約型の確定給付企業年金における意思決定は、規約型の確定給付企業年金としての立場から行われるべきものですが、意思決定権者については、各企業の事情に応じて異なるものと想定されます。今後、金融庁や厚生労働省等の関係者において、必要なサポートが行われることを期待します。</p>
98	<p>規約型の確定給付企業年金が本コードに署名する場合、本コードの対象が当該企業の企業年金部分に限定されることを明記する必要があると考える。また、本コードに署名する主体は誰になるのか、</p>	<p>脚注9にございますとおり、規約型の確定給付企業年金について、スチュワードシップ・コードの受入れを行っていただく主体は、母体企業と法人格は一体であるものの、母体企業ではなく企業年金となります。</p>

	<p>規約型の確定給付企業年金部分のみの署名であることをどのように開示すればよいのか、などを具体的に解説する必要がある。</p>	<p>署名の記載方法につきましては、各機関において決めていただくことで構いません。既に規約型の確定給付企業年金において本コードの受入れ表明を行っていただいている機関もございますので、そうした機関の例をご参照いただくことも考えられます。今後金融庁や厚生労働省等の関係者において、必要なサポートが行われることを期待します。</p>
99	<p>脚注 10 で、規約型の確定給付企業年金は、母体企業が支配目的、余資運用目的その他の目的で保有する株式等とは明確に区分したところで、その企業年金の資産として運用する株式等について、その加入者等の利益のためにスチュワードシップ活動を行うことが期待されている旨を明記し、規約型の確定給付企業年金のスチュワードシップ活動への関心を高め、本コードの受入れを促すべき。</p>	<p>脚注9にございますとおり、規約型の確定給付企業年金について、スチュワードシップ・コードの受入れを行っていただく主体は、母体企業と法人格は一体であるものの、母体企業ではなく企業年金となります。</p> <p>なお、企業の保有する政策保有株式に関しては、母体企業においてコーポレートガバナンス・コードに基づいた対応を進めることが求められています(コーポレートガバナンス・コード原則1-4)。</p>
100	<p>スチュワードシップ活動を後押しするために、企業年金等のアセットオーナーがスチュワードシップ活動を積極的に行うことは、目標収益率達成等の受託者責任を果たすことと整合性が取れている旨を明記してはどうか。</p>	<p>スチュワードシップ活動を行うことは、受託者責任に反するものではなく、むしろ目的を持った対話(エンゲージメント)などを通じて企業価値の向上や持続的成長を促すことにより受託者責任を更によく果たしていくことに寄与すると考えられます。スチュワードシップ検討会(厚生労働省及び企業年金連合会)により公表された「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」(平成 29 年3月 17 日公表)においても、「中長期の投資リターンを拡大し、加入者等の高齢期の所得を確保していくという観点において、スチュワードシップ活動を行うことが、受託者責任に反するというものではなく、むしろ目的を持った対話(エンゲージメント)などを通じて企業価値の向上や持続的成長を促すこ</p>

		とにより受託者責任を更によく果たしていくことに寄与すると考えられる」との記載がございますのでご参照ください。
101	小規模の企業年金等のアセットオーナーが、スチュワードシップ責任を果たすことの意義について改めて記載し、意識喚起を促していくことが重要と考える。	その規模の大小を問わず、企業年金が運用機関に実効的なスチュワードシップ活動を促すことが、インベストメント・チェーン全体の機能発揮に資すると考えます。
102	大規模なアセットオーナーはスチュワードシップ活動へ参加すべき。インベストメント・チェーンの中でアセットオーナーは大きな役割を担っている。 (他 同旨1件)	本コードの受入れは飽くまで任意ではありますが、一般的に、大規模企業年金においては、中小規模の企業年金よりも、スチュワードシップ活動のための体制を整えやすい環境にあると考えます。 なお、規模の大小を問わず、企業年金が運用機関に実効的なスチュワードシップ活動を促すことが、インベストメント・チェーン全体の機能発揮に資すると考えます。
103	企業年金の株式運用の実情を踏まえ、企業年金として果たすべきスチュワードシップ活動のプロセス、負担すべき手続を明確化し、企業年金の本コードに対する理解を求めていくことが必要であると考え	ご指摘のとおり、企業年金等の議決権行使は運用受託機関に委任されていることが現在通例となっているものと認識しておりますが、その場合は、脚注 11 にございますとおり、対話や議決権行使等を行うことを必ずしも想定しているわけではありません。まずは運用機関
104	各アセットオーナーは受託者責任を果たす上で、運用機関を評価・選択する能力は求められても、自らスチュワードシップ活動を行うレベルの運用能力まで必要とされるべきではない。本コードの趣旨には大いに賛同するが、アセットオーナーにその能力を超えた過大な負担を課すことのないよう望む。	に対して本コードの対応状況を確認するなどの、自らの規模や能力等に応じた取組みを行うことが想定されています。 なお、その点も踏まえ、指針1-3において、アセットオーナーには基本的にモニタリングを行うことが求められていること、ただし直接資金の運用を行う場合には運用機関に求められるものと同様のスチュワードシップ活動が求められる旨、関係性を明記しております。
105	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への参加を後押しする方策について、企業年金等の規模に応じて検討す	ご指摘のとおり、本コードはコンプライ・オア・エクスプレインの原則のもと、各機関に任意に受入れをしていただいているところです。

	<p>るとともに本コードの受入れについては自主的に判断することが基本であることに留意すべき。</p> <p>スチュワードシップ責任についての理解が十分でないことが、大規模企業年金においてもスチュワードシップ活動が進まない原因の一つと考えられ、周知活動を通じた理解の普及が第一に必要である。次に、本コードの中で、適用範囲が広範で不明確との懸念のある部分がどの箇所か特定しつつ、対応を議論すべき。合わせて、コンプライ・オア・エクスプレインの原則の考え方の普及を推進すべき。</p>	<p>本改訂案においては、アセットオーナーのスチュワードシップ活動を後押しするという観点から、特に企業年金等からの誤解や疑問の多かった点に関する明確化を図っております。</p> <p>例えば、指針1-3において、アセットオーナーには基本的にモニタリングを行うことが求められていること、ただし直接資金の運用を行う場合には運用機関に求められるものと同等のスチュワードシップ活動が求められる旨、関係性を明記させていただいております。</p> <p>金融庁や厚生労働省等の関係者において、引き続きスチュワードシップ責任の意義等に関する周知活動が行われることを期待します。</p>
106	<p>中小規模の企業年金は、単独でのスチュワードシップ活動を行うことについて、人的な面や費用の面等から躊躇するケースが多いと考えられるため、連合会や関連する協会等を通じた集团的活動を進めることや他の中小規模の企業年金との協調的な行動の在り方について、整理を進め、コードの中でもそうした対応策について言及することが有益である。</p>	<p>金融庁や厚生労働省等の関係者において、引き続き中小規模の企業年金のスチュワードシップ活動の後押しに向けた取組みが行われることを期待します。</p>
107	<p>小規模企業年金や規約型の確定給付企業年金等のスチュワードシップ活動への関心を高め、具体的な活動イメージが広く理解されるよう、関係団体の活動を紹介し、本検討会としても期待を持ち必要な支援を行う用意のあることを示すことが、本コードの普及の上で重要である。</p>	<p>金融庁をはじめとする関係省庁の取組みに加え、民間団体においても企業年金等のスチュワードシップ活動の後押しに向けた取組みが引き続き進むことを期待します。</p> <p>後押しに向けては、金融庁や厚生労働省等の関係者において講演等を通じ必要な周知が引き続き行われることを期待します。</p>
108	<p>スチュワードシップ活動の範囲の明確化、具体的な方法及びモニタリングのための共通フォーマットの整備等の規定が必要になると思われる。</p>	<p>スチュワードシップ検討会(厚生労働省及び企業年金連合会)により公表された「企業年金と日本版スチュワードシップ・コード」(平成 29年3月 17 日公表)では、企業年金が、運用受託機関のスチュワード</p>

		<p>シップ活動に関する報告を受ける際の、ミーティング時のチェック項目や質問項目を例示しているものと承知しております。</p> <p>現在、アセットオーナーが運用機関のステュワードシップ活動の取組状況について報告を受ける際に、共通様式を用いる民間団体の取組みも存在していると認識しています。こうした民間団体の取組みとも相まって、アセットオーナーの実効的なステュワードシップ活動が促進されることを期待します。</p>
109	<p>年金の受益者つまりは国民全体に対し、広くステュワードシップ活動の理解を深め、当該活動への意識を向上させるための活動も大事である。当該活動を通じてボトムアップでの活動の向上が見込め、サステナビリティの考慮に基づく建設的な対話も進むと考える。</p>	<p>金融庁や厚生労働省等の関係者において、引き続き講演等をはじめとする周知活動が行われることを期待します。</p>
110	<p>アセットオーナーには、単に運用機関への報告義務や書類提出を増やすことではない実効的な活動が強く求められる。よって、アセットオーナー自身が本コードへの理解を深めることが重要であると考え、「アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、ステュワードシップ活動への真の理解を深め、自らの規模…」と改訂してはどうか。</p>	<p>ご指摘のとおり、指針1-5について、アセットオーナーはステュワードシップ活動の「質」に重点をおいたモニタリングを行うべきであり、形式的な確認に終始するべきではないと考えます。</p>
111	<p>企業年金等のアセットオーナーによるステュワードシップ活動への参加については、形式的なものに留まる可能性や、やったふりをするために運用機関に過剰なレポートを要求する可能性もあり、懸念がある。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨3件)</p>	
112	<p>ステュワードシップ活動に関し、運用機関に求められる自助努力等と比較して、アセットオーナーは「規模や能力等に応じ」た活動を前</p>	<p>アセットオーナーに関する今回の改訂は、企業年金をはじめとするアセットオーナーのステュワードシップ活動を後押しする観点から行</p>

	<p>提としている様に見受けられるため、アセットオーナーに対するメッセージが弱く感じられる。アセットオーナーに対し、規模や能力等について言及せずとも、各自がエクスプレインすれば足りるのではないか。</p>	<p>っており、「規模や能力等に応じて」スチュワードシップ活動を行っていただくことを想定している旨を明確化したところです。</p> <p>なお、アセットオーナーである企業年金が実効的なモニタリングを行うためにも、母体企業の支援や実力の向上は重要な要素であると考えます。</p>
113	<p>民間企業年金の内株保有残高比率はそこまで大きくないこと等を踏まえると、本コード受入れに過剰な期待をすべきでない。</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>企業年金が運用機関に実効的なスチュワードシップ活動を促すことによって、運用機関側の実効的なスチュワードシップ活動が促されるものと考えます。</p>
114	<p>指針1-3から1-5において変更提案がなされている運用機関の規模と能力に関する表現は、削除すべき。</p>	<p>「自らの規模や能力等に応じ」は、アセットオーナーに関して明示したものとなっております。</p>
115	<p>脚注9は「公的年金、企業年金、保険会社、銀行等金融機関及び事業会社、投資活動を行う投資ファンド等を対象とすることを念頭に置いている。」と改めるべき。本コードの対象を企業年金等に限定する必要はなく、先行してコードを受け入れた公的年金等、代表的な機関投資家である保険会社が当然に含まれる。</p>	<p>ご趣旨を踏まえ、企業年金に限られないより広い主体がアセットオーナーに含まれることが明確となるように、修正しました。</p>

●問4(個別の議決権行使の賛否の理由の公表)		
116	<p>本改訂は、議決権行使に当たっての判断をより詳細に知ることができるもので、運用機関がスチュワードシップ責任を果たしていることの可視性を高める。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
117	<p>議決権行使が唯一の目に見える判断であり、これを公表することが透明性の確保に資する。また、それは投資判断にも資する。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
118	<p>議決権行使に係る理由の公表は、投資家と企業との対話の礎となるものであるから、賛成する。</p>	
119	<p>本改訂は、運用機関がスチュワードシップ責任を果たすことに資するものである。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
120	<p>具体的な対話内容の開示につながり得る個別・詳細な開示の一律での義務化は、企業との相互信頼の観点で今後の対話活動に悪影響を及ぼす可能性があるが、本改訂案は、「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」や「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」という表現であり、具体的な開示の対象は画一的ではなく、機関投資家側の判断に委ねられているため本改訂案に賛成である。</p>	
121	<p>各機関投資家の議決権行使結果を調べると、大半の機関投資家はなぜ当該議案に反対したのかが分かるものの、一部の投資家においては、その理由が判然としないことがあり、個々の議案毎に明示的に開示すべき。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p> <p>賛否の理由の公表の方法につきましては、ご指摘のような方法も含め、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>

	<p>指針5-3については、各機関投資家によるスチュワードシップ報告書において定期的に、機関投資家としての意見が開示されるのがよいと考える。</p>	
122	<p>利益相反があると疑われる議案や重要な議案の定義が不明確である。一般的に重要な議案については発行体企業と対話を行っており、これらの内容については当該発行体も十分に承知しており、また、顧客に対してはいずれも詳細に開示している内容であり、広く不特定多数人に対して「公表」することのデメリットについても検討されるべきである。よって、公表は各運用機関の判断に任せるべきであり、その開示基準の公表を求めることに限るべきではないか。</p> <p>(他 同旨5件)</p>	<p>本改訂案は、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行使を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、重要と判断される議案については、賛否の理由を公表すべきとしております。</p> <p>ご指摘のような事情も含め、賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>
123	<p>議決権行使は、投資判断に付随する行為であり、契約当事者を超えて広く一般に公開することは慎重に検討すべきであり、下記の理由から、「理由を公表すべき」といった、公表がベストプラクティスであるような明記は避けるべき。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 他の市場では行使理由の公表は行っていないことから海外にも顧客を有する運用機関としては顧客情報保護の観点から公表すべきという表現には反対である。 ・ アクティブ運用において議決権行使も投資判断の一部であると考えており、当該運用の顧客以外に公表することには抵抗がある。 ・ 「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」の要件が不明瞭。 <p>(他 同旨2件)</p>	<p>また、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ますので、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毎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ることによって対応することが考えられます。</p>

124	<p>ウェブサイト上で議決権行使結果を公表し、議決権を行使した後に投資先企業とその理由について積極的に対話するような機関投資家も存在する。一方、議決権行使の理由の公表については、公表することによって投資先企業との対話の意義を低下させるおそれがあると考えており、公表は行わないこともある。そのため、本コードによって機関投資家が議決権行使の理由の公表を求められない方が望ましい。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
125	<p>多くの提案に詳細な理由を付してミスなく開示することが運用機関への過剰な負担になるため、賛否の理由の公表には反対である。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
126	<p>アクティブ運用のみで戦略の種類が少ない運用機関においては、全ての議決権行使の賛否を開示することは、投資銘柄リストを定期的の開示することになる。この情報を利用した短期売買や運用手法などが行われることで、顧客への忠実義務の観点で、顧客の運用資産のパフォーマンスにとって不利益となる可能性が排除できないのではないかと考える。運用機関毎に柔軟な対応をすることを許容いただきたい。</p>	<p>本改訂案は、ご指摘のような全ての議決権行使に係る賛否の理由の公表を求めるものではありません。ご指摘のような事情も含め、賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p> <p>また、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ますので、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毎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ることによって対応することが考えられます。</p>
127	<p>賛否理由の開示及び説明について、各社の判断に応じることについて賛同し、第3回有識者検討会で提案された改訂案の「方針とは</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき、有難うございます。</p>

	<p>異なる判断」から、この度「方針に照らして説明を要する判断」へ修正されたことには多いに賛同する。「異なる」との判断は、たとえ運用機関の方針には長期的に合致していても、外形的には異なっているかのように見える場合があり、真に「異なる」かどうかを外観的に判断する、あるいは、客観的な基準を構築することは極めて困難であると考えていたところ、修正されたことに賛同する。</p> <p>また、「外観的」が示すところについては、限定列举をせず、改訂案のとおり公表されることを希望する。あるいは解釈が分かれることもありこの文言を削除することを検討されたい。</p>	<p>「特に、外観的に利益相反が疑われる議案」と判断されるかどうかも含め、賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、その事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>
128	<p>一部賛成する。会社提案に反対、又は株主提案に賛成の場合のみ公表すべきで、それ以外は会社側議案に賛成であるため、理由の公表までは必要ないものとする。</p>	<p>ご指摘のような会社提案への反対議案の場合などに限って理由の公表を「すべき」とすることは、理由の公表を避けて形式的に賛成の議決権を行使することを誘発するおそれがあるなどの指摘があります。</p>
129	<p>指針5-3の「特に、外観的に利益相反が(中略)その理由を公表すべきである。」の部分については、運用機関の担当者による判断の余地や解釈の幅が広い文面になっていると考える。そのため、「少なくとも投資先企業の会社提案議案に対して反対した場合には、その理由を公表すべきである。」とした方が、どの議決権行使結果の理由を開示するかという恣意性を低くできることに加え、企業側も株主の反対の理由を知ることができ、投資家との建設的な対話につながっていくと考える。</p> <p>また、そうした上で、運用機関の担当者による判断の余地や解釈の幅が広い「特に、外観的に利益相反が(中略)その理由を公表すべ</p>	<p>また、本改訂案のような重要と判断される議案については、議決権行使に係る可視性を高める観点などから、賛成の理由も公表するのが望ましいとの指摘もあるところです。</p> <p>こうした指摘も踏まえて原案を維持させていただきます。いずれにしましても、賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>

	<p>きである。」の部分については注記として記載し、当該議案に対する議決権行使結果の理由の開示も促す方がよいと考える。</p>	
130	<p>公表に賛成する。機関投資家は既に賛否結果を公表している。</p> <p>そして、賛否の理由が公表されることにより、当該機関投資家がスチュワードシップ責任を真に果たしていることが確認できることになる。さらに、理由を公表する以上、機関投資家には議決権行使についてより真剣に検討することが期待できる。</p> <p>公表すべき議案に関し、機関投資家が議案の重要性を評価して公表の可否を判断するのではなく、選定プロセスの簡素化及び透明性の高い開示を促す観点から、次の選定基準を提案する。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 賛成理由のうち、議決権行使基準に基づいて機械的(いわゆる「精査」を経ず)に議決権を行使した議案に関する理由は公表しない。賛成理由のうち、精査をした議案に関する理由は公表する。 ・ 反対理由は、公表する。 	
131	<p>議決権行使の賛否の理由が明確であることが重要と考えられ、行使基準が公表されている場合は行使基準と異なる判断をした場合のみ(賛否に関わらず)理由を公表すればよいと考える。必要以上の作業負担は、他の業務(サービス)の質の低下に繋がる可能性があると思われる。</p>	<p>ご指摘のような議決権行使基準と異なる判断をした場合に限って理由の公表を「すべき」とすることは、理由の公表を避けて形式的に方針どおりの議決権の行使をすることを誘発するおそれがあるなどの指摘があります。</p> <p>このような指摘も踏まえて原案を維持させていただきます。いずれにしましても、賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>

132	<p>本改訂案の考え方に沿って、個々の運用機関が、どの議案に関する説明を加えるか、独自に判断ができると解釈した。対応として、今後全ての議案の行使判断理由を加えるという取組み方も可能だと考えるが、そのような理解でよいか確認したい。</p>	<p>ご理解のように、賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>
133	<p>議決権行使結果の理由の最も効果的な対話は、投資先企業に直接理由を説明することであるが、様々な制約条件の下で直接対話ができない投資先企業に対しては、理由を別途公表することも有効な代替手段である。ただし、理由を別途公表する場合には、公表することが投資先企業の持続的成長、株主利益に資するものであるかどうかの観点も考慮して、公表の適否を決定すべき。</p> <p>また、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であるべきである。このような観点から、公表された議決権行使結果や行使の理由に関する分析や評価の際には、以下の点に留意すべき。</p> <p>金融グループ系列に属する運用機関のように利益相反が存在すると考えられる状況においては、建設的な対話の結果、議決権行使方針とは異なる議決権の行使の方がより投資先企業の持続的成長に資すると考えたとしても、方針とは異なる議決権を行使したことによって生じる「身内の利益のために行ったのではないか」という疑念を払拭するのは、いくら理由を述べても極めて困難であることが推察される。その結果、議決権行使結果が議決権行使方針から逸脱することを避けるだけでなく、議決権行使方針自体を外形的に分かりやすいものとし、外形的に分かりやすい方針(判断基準)から逸脱しないように議決権を行使する誘因がある。この誘因により、議決権行使結</p>	<p>本改訂案は、ご指摘のような形式的な判断基準に基づいた硬直的な議決権行使を行うことの誘因を意図したものではありません。本検討会は、改訂の意義や内容が適切に周知され、関係者においてもそれを踏まえた適切な判断がされることを期待しております。</p>

	<p>果が必ずしも投資先企業の持続的成長及び株主利益に資するものとなっていない可能性がある。</p> <p>また、議決権行使結果の理由の公表を求めることにも、形式的な判断基準に基づいた硬直的な議決権行使を行う誘因を強める可能性がある。</p>	
134	<p>指針5-3の改訂部分について、以下のように修正されたい。</p> <p>「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については、賛否を問わず、適切な時期にその理由を公表すべきである。」</p> <p>「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」について理由を公表すべきというのは理解できるが、「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」は必ずしも前段に掲げられた類型に限られない。これらの議案について対話に当たって投資先企業に説明することは有意義と考えるが、一般に公表することは不必要であるだけでなく、投資家のエンゲージメントの手法に制約をもたらすおそれもあり、一律に「公表すべき」とすることは不適切と考える。</p> <p>また、必要な結果の開示についても、その時期については、エンゲージメントにおいて直接企業に結果を伝えた後で開示するなど、企業との対話を促す観点から、相当の自由度を持たせることが望ましい。</p>	<p>本改訂案は、ステewardシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権行使を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、改訂案のような重要と判断される議案については、賛否の理由を公表すべきとしております。</p> <p>また、本改訂案は、ご指摘のような、投資家のエンゲージメントの手法に制約をもたらすことを企図したものではなく、むしろ、「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」の開示を通じて、各機関投資家と投資先企業との間のエンゲージメントが一層促進されることを期待するものです。</p> <p>本検討会は、改訂の意義や内容が適切に周知され、関係者においてもそれを踏まえた適切な判断がされることを期待しております。</p>
135	<p>議決権行使に係る賛否の理由の公表について、まず「賛成投票」の場合と「反対投票」の場合の目的の違いを明確にする必要がある。株主総会の招集通知には上程議案と上程理由及び各議案の賛否について当該発行会社の取締役会の推奨が記載されている。した</p>	<p>本検討会は、ご指摘のように、煩雑さのため抑制インセンティブが働き、賛否の理由の公表を課すことが対話と議決権行使の連動性を妨げることにつながるようなことがないよう、改訂の意義や内容が周</p>

	<p>がって、会社提案議題にせよ株主提案議題にせよ賛成投票した場合は、上程理由に賛意を示したと分かる。時間的コスト・経済的コスト対比の効果を考慮すると追加説明の必要性は低いといえる。一方、株主提案に対しては、提案株主の上程理由と当該発行会社の取締役会の反対推奨の説明があるので、賛成投票にせよ反対投票にせよどちらの説明を指示したかはおよそ分かるはずである。ただし、当該発行会社の取締役会の反対推奨の説明の十分さに濃淡があることは否めない。会社提案議案へ反対投票した場合には、何故なのか判断根拠を求める理由は多少なりともあることは否めない。</p> <p>「外観的に利益相反が疑われる議案」の場合、利益相反管理の方法として、第三者委員会等で吟味して最終決定する、議決権行使を留保する、第三者である議決権行使助言会社の推奨に従うなどの措置をとることが一般的に知られている。このような場合に利益相反回避措置をとったことを公表する意義はあると考える。</p> <p>「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」については、原則4との関係で、「目的を持った対話」を踏まえた議決権行使判断であることが本来「建設的」であるとする考え方が合理的である。ただし、そのようなケースに対応する時間的・経済的コスト増は予測不可能であり、予想される煩雑さのため抑制インセンティブが働き、賛否の理由の公表を課すことが対話と議決権行使の連動性を妨げることに繋がる負の効果も考えられる。</p>	<p>知され、関係者においてもそれを踏まえた適切な判断がされることを期待しております。</p>
136	<p>議決権行使に関し「賛否を問わずその理由を公表すべき」とされている点について、仮に機関投資家による詳細な対話内容の開示が求められる場合、対話に資する有益な情報を発行体企業が提供する</p>	<p>本改訂案は、ご指摘のような企業と投資家の詳細な対話内容を開示させることを企図したものではありません。本検討会は、改訂の意</p>

	<p>ことを妨げることも考えられる。企業と投資家の詳細な対話内容を開示させることを企図していないことを確認したい。</p> <p>また、「外観的に利益相反が疑われる議案」とは具体的にどのようなものを想定しているのか確認したい。</p>	<p>義や内容が適切に周知され、関係者においてもそれを踏まえた適切な判断がされることを期待しております。</p> <p>また、「外観的に利益相反が疑われる議案」とは例えば、親会社等のグループ企業の議案などがそれに該当すると考えられますが、これらに限らず、各機関投資家において、策定している利益相反管理方針にも照らして、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p>
137	<p>賛否の理由を開示することについては賛成するが、改訂を無意味にするような大幅な限定について疑問を呈する。</p> <p>重要な議案に関する賛否の理由の開示を求める指針5-3の最後の一文の追加には賛成する。しかしながら、『重要な』議案に限定して理由の開示を求める場合、一定の機関投資家が、議決権比率の低さ等その他の不適切な理由により、自己の説明不足を正当化することが懸念される。また、「外観的に利益相反が疑われる議案」という文言についても同様の懸念がある。これは何を意味するのか。現職の従業員又は元従業員が取締役会の構成員であることは利益相反の外観を呈することになるのか。株式持合い又はサプライヤーと顧客との関係性は利益相反の外観を呈することになるのか。</p> <p>また、議決権行使方針に照らして説明を要するという文言についても同様の疑問がある。これは、議決権行使が方針と異なる場合を意味するのか。そして、それはどのように判断されるのか。事例の提示や明確化の説明がなされなければ、かかる開示促進の追加文言が意図された効果を発揮しない又は全く効果を発揮しないのではないかと懸念される。</p>	<p>賛否の理由を公表する議案につきましては、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と判断されるかどうかという視点に立ち、各機関投資家において、個々の事情等も踏まえながら自ら判断されることが重要だと考えております。</p> <p>このため、現在記載している以上に個別に詳細な定義をすると、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、より詳細な定義を定めることは控えさせていただきます。</p> <p>また、賛否の理由の開示の仕方につきましては、ご指摘の手法も含め各機関投資家が、置かれた状況も踏まえて適切な方法で行うよう工夫することが重要だと考えております。</p> <p>改訂案は、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以外の議案についても各機関投資家において、賛否の理由を公表することを妨げるものではなく、指針5-3にあるように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説明することは、可視性を高めることに資するものと考えます。</p>

138	<p>「公表すべき」との要請が高いと典型的にいい得る場合、具体的には、例えば本改訂案で示されている場合については、議決権行使結果の賛否の理由について公表すべき、と正面から求めていくことに合理性があると考え。他方、一律に賛否理由の開示を求めることは行き過ぎのきらいがあると考えられ、機関投資家が各自そのスチュワードシップ責任を果たす上で、理由の公表までもが要請されることが本コードの精神に合致すると考える。そこで、公表すべき場合についてコードでは例示しつつ、機関投資家が各社自社の議決権行使の方針とともに理由の開示方針についても開示すべき、とまとめることがよいのではないかと考える。</p> <p>なお、本コードの「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」という部分については上記修正と整合的になるように、表現の仕方について見直しを検討すべき。</p>	
139	<p>現時点において、企業グループ系で、議決権行使の方針及び結果を明示しない投資顧問会社（スチュワードシップ・コード未受入れ）が存在するが、このような投資顧問会社のコード受入れを後押しするような形でお願いしたい。</p>	<p>本検討会としましては、今回の改訂及びその周知が本コードへの受入れ拡大の後押しになることを期待しております。</p>
140	<p>運用機関をベースとした中立的な第三者機関が、問題ある企業を毎年特定し、それに対する各運用機関の議決権行使結果と詳しい理由を集約するといった、「選択と集中」による、実効性の高い開示のための工夫を検討してほしい。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

●問5(「機関投資家向けサービス提供者」に関する原則8の新設及びその留意点等)		
141	<p>異議なし。議決権行使助言会社の公平性や中立性、組織の持続性の担保のために必要である。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
142	<p>機関投資家向けサービス提供者については、スチュワードシップ活動において果たす役割が大きくなっていることから、原則を新設することに賛成する。</p> <p>(他 同旨2件)</p>	
143	<p>本改訂案に賛成する。外形的な基準に基づく通り一遍の助言ではなく、企業との建設的な対話に基づく実効的な助言を提供することを望む。また、運用機関が特定の機関投資家向けサービス提供者を利用する根拠を明らかにすることで、アセットオーナーがサービス提供会社を比較・評価できるようになることを期待したい。</p>	
144	<p>議決権行使助言会社に対し、適切な体制整備及びサービスの提供を促すものとした本改訂案に賛同する。</p>	
145	<p>原則8に賛成する。指針8-2について、一部の議決権行使助言会社において、不正確なデータを用いて助言を行い、企業からの指摘によって訂正を行う事例が発生している。また、指針8-3について、助言に当たり利用する情報を、事前に企業が確認する機会を与えるのは、企業側として大変有難い。</p>	
146	<p>原則8及び各指針の新設について、いずれも支持する。</p> <p>本改訂案は、フォローアップ会議の意見書で指摘された、議決権行使助言会社における人的・組織的体制の整備、それを含む助言策</p>	

	<p>定プロセスの具体的公表、及び企業との積極的な意見交換に関する内容を網羅的に含むものであり、その内容には大いに賛同する。</p> <p>議決権行使助言会社による人的・組織的体制の整備や、助言策定プロセスの公表、企業との積極的な意見交換が図られることで、これからの時代の新しい議決権行使助言会社の在り方についての議論が交わされることを期待したい。</p>	
147	<p>原則8の新設に賛成である。本改訂を踏まえ、議決権行使助言会社においては、十分かつ適切な人的・組織的体制整備が行われることが期待される。また、助言の前提となる情報に齟齬がないか等を発行体企業に確認する機会を与えるとともに、少なくとも早期開示に努める企業については当該企業から出された意見を顧客に提供することなどにより、正しい情報に基づく助言が行われることを期待する。指針8-3の「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」についても、議決権行使助言公表後に企業から提供された意見を含め、取組みが進むことを期待する。</p>	
148	<p>議決権行使助言会社と企業との意見交換は企業に対する理解のために重要と考えられるため、指針8-3の前段について賛成である。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨3件)</p>	
149	<p>原則8を追加した趣旨を明確化するため、「機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がステewardシップ責任を果たすに当たり、中立公正な立場からサービスを提供し、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。」とすべき。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>原則8は、機関投資家向けサービス提供者が、機関投資家がステeward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ことを求めています。</p>

	<p>機関投資家向けサービス提供者を利用するアセットオーナーは多く、そのサービスがアセットオーナーの意思決定に与える影響は大きい。そのため原則8では、機関投資家向けサービス提供者に対し、グループ会社に運用機関を持たないなどの独立性を求め、中立公正な立場でサービスを提供すべきと定め、サービス提供者のあるべき姿を明確化することが必要と考える。一方、利益相反が存在する場合には、原則が本来志向する姿から大きく逸脱することがないように留意していただきたい。</p>	<p>機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たって、具体的にどのようなサービスが適切かは個々の機関投資家向けサービス提供者において判断されるべきものと考えますが、「適切なサービス」の一要素として、機関投資家向けサービス提供者により提供されるサービスが、例えば専ら自社のグループ会社の利益を図るものとならないようにするといった視点も含まれ得るものと考えられます。</p>
150	<p>議決権行使助言会社に対する規制は重要であると考えますが、運用機関における利用方法も様々ある中でこれを本コードの対象にすることにより、本コード全体の焦点が曖昧になると懸念している。議決権助言会社に対する規制は本コードとは別途整備すべきではないか。</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>機関投資家向けサービス提供者については、これらが機関投資家のスチュワードシップ活動の質に大きな影響を及ぼし得る主体であるとの指摘を踏まえ、これまでのスチュワードシップ・コードにおいても対象とされてきた「議決権行使助言会社」等について「機関投資家向けサービス提供者」と再定義し、新たに原則8を設けたものです。</p>
151	<p>本コードの主体は機関投資家であって、機関投資家向けサービス提供者ではないと考える。本コードはサービス提供者に何かを求めのではなく、「機関投資家はその責任を果たすためにサービス提供者を利用する場合に考慮すべきこと」という構成にすべき。</p> <p>(他 同旨2件)</p>	
152	<p>機関投資家向けサービス提供者のサービスを活用する機関投資家(主にアセットオーナー)側にも当該サービス提供者が構造的に有する利益相反の性質・可能性を事前に審査して契約し、その後もモニターするなどの責任があると考え。なお、指針5-4において「議決権行使助言会社のサービスを利用する場合」の留意事項が記載さ</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>本コードにおいては、指針5-4により機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用する場合の留意点について示している一方で、機関投資家に対し、議決権行使助言会社以外の機関投資家</p>

	<p>れているが、本来は同指針にも利益相反管理の観点を明記するのが望ましいと考える。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨2件)</p>	<p>向けサービス提供者についてのモニタリングまでを求めるものではないと 思います。</p> <p>ただし、原則8及び指針8-1に基づき機関投資家向けサービス提供者からの利益相反管理等に関する情報提供が充実されることを通じ、機関投資家が、実効的なスチュワードシップ活動を行うために、機関投資家向けサービス提供者のサービスをどのように利用するかについてご検討いただくことも有益な場合があると考えます。</p>
153	<p>原則8の指針として以下の事項を加えるべきである。</p> <p>「機関投資家は、投資判断等に係るサービスプロバイダーを採用する場合には、この指針で示されている要件その他の必要な条件を充足しているかどうかをチェックし、その業務の中立性、専門性を確認すべきである。」</p>	
154	<p>機関投資家による議決権行使助言会社のサービスの利用に関して、指針5-4では、機関投資家が自らの責任と判断で議決権を行使すべきことを明記しているが、年金コンサルタントの提供するサービスの利用に関しては、特に企業年金基金のようなアセットオーナーに対する警鐘が十分に示されていないと考える。特に中小の企業年金基金ということになるが、人的・物的な能力の制約から、外部に丸投げするなどして、外部のサービス提供者の提供するサービスに対する必要なチェックが欠けてしまうといった実情が挙げられる。中小規模の企業年金・アセットオーナーの実情に照らすと(彼らが、本コードの受入れ表明をしたとしても)指針1-3から1-5は外部のサービス提供者に丸投げして、表面的に遵守したこととする結果になってしまうのではないかと。本改訂案において、細かな指針までは必要ないとしても、原則論的な考え方を示しておくことを検討されたい。</p>	
155	<p>助言策定プロセスの公表について、脚注28の内容は適切である。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
156	<p>原則8の新設に反対する。原則8の新設は、機関投資家に対し、機関投資家向けサービス提供者の利用を促し、コスト増を強いる結</p>	<p>原則8は、機関投資家においてこれらを利用することを求めるものではなく、機関投資家向けサービス提供者によるサービスが提供さ</p>

	<p>果になりかねないことが懸念される。仮に原則8を新設する場合には、提供されるサービスに対して手数料が適切であるべきことを明記する必要があると考える。</p>	<p>れる場合には、機関投資家向けサービス提供者が機関投資家におけるスチュワードシップ活動の質に大きな影響を及ぼすことを踏まえ、その利益相反管理体制が整備されること等を求めているものです。</p> <p>なお、前文8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であり、このことは機関投資家と、機関投資家向けサービス提供者との間でも同様に当てはまるものと考えます。</p>
157	<p>日本拠点の設置なくして、日本の個別企業のことを正確に理解し議決権を行使することは不可能であり、議決権行使助言会社は日本拠点を設置すべき。</p> <p>(他 同旨5件)</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p> <p>なお、日本拠点の設置は、議決権行使助言会社が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の、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備の代表的な具体例の一つを示したものです。したがって、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らして、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を期待します。</p>
158	<p>本改訂案から指針8-2を削除することを求める。議決権行使助言会社に対し日本における拠点の設置及び人員の配置を要求することは、ガバナンス改革を後退させることとなる。</p> <p>指針8-2は、日本の上場会社の正確な情報を収集するためには、議決権行使助言会社が物理的に日本に存在している必要があるという考え方に基づいているものと見受けられる。インターネットが普及したグローバルビジネスの時代においては、このような考え方は完全に時代遅れといわざるを得ない。議決権行使助言会社は、日本</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>ご指摘の点については、議決権行使助言会社が、日本に拠点を設置することにより、企業との意見交換等が円滑になされる場合があると考えられるため、指針8-2において、議決権行使助言会社について、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としています。</p> <p>なお、日本拠点の設置は、議決権行使助言会社が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の、十分かつ適切な人的・</p>

	<p>国外にあっても日本の上場会社の正確な情報を取得することが可能であり、海外から投資家に有意義な助言を提供することが可能である。また、対面でのミーティングが適切である場合には、担当者はいつでも来日することができる。指針8-2は、日本のガバナンス改革を支援する事業に相当の費用負担を課すこととなり、結果として、日本のガバナンス改革への機運を損ないかねない。また、指針5-4に関しても上記と同様の見解を有しており、削除を求める。</p>	<p>組織的体制の整備の代表的な具体例の一つを示したものです。したがって、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らして、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を期待します。</p>
159	<p>指針8-2は、日本に拠点を設けることがベストと解釈できるようにも読める。機関投資家向けサービス提供者にとって、日本に拠点を設けることはサービス提供料が上がる要因に結び付くケースもある。</p>	
160	<p>議決権行使助言会社について、地理的な要因は絶対的な障害としないと考えられるため日本拠点の設置を求めるべきではない。 (他 同旨6件)</p>	
161	<p>指針8-3のとおり、議決権行使助言のフローが変更となった場合も、サービスコスト増につながりかねない。スチュワードシップ活動を進める上で、コード改訂等の対応コストも意識するところで、議決権行使助言コスト増に限らず、本コード対応に伴うコストの共有を、アセットオーナーと運用機関との間で、前向きに議論できたら望ましい。</p>	<p>前文8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であり、このことは機関投資家と、機関投資家向けサービス提供者との間でも同様に当てはまるものと考えます。</p>
162	<p>指針8-3の前段について、「議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、企業との意見交換等も踏まえて、助言を行うべきである。」と修正することを提案する。 指針8-3の前段では、「必要に応じて」と書かれてはいるものの、あたかも開示情報のみに基づく判断は不十分で、必ず企業と意見交換をしなければならないかのような規定に受け止められる。議決権行</p>	<p>ご指摘を踏まえ、議決権行使助言会社が助言を行うに当たって、企業の開示情報に基づくことも重要であるという点を明確化するため、指針8-3の前段について、議決権行使助言会社は、「企業の開示情報に基づくほか、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。」との記載に修正しました。</p>

	使に限らず、投資家の投資判断は、企業の開示情報に基づくことが基本であり、上記の表現に修正することで無用な混乱を避けられる。 (他 同旨1件)	
163	原則8-3の前段について、本コードで規制する話かどうかは疑問であるし、企業の開示情報を充実させればよい。 (他 同旨2件)	貴重なご意見として承ります。
164	議決権行使助言会社と企業との個別の対話が増えすぎるとフェアディスクロージャー・ルールとも対立する。	貴重なご意見として承ります。 なお、フェアディスクロージャー・ルールについては、金融庁の「金融商品取引法第27条の36の規定に関する留意事項について(フェア・ディスクロージャー・ルールガイドライン)」(2018年4月1日)もご参照ください。
165	議決権行使助言会社自身が意見交換を行うのであれば自社で運用し、株主としてリスクを取るという形で投資家と同じ土俵に乗らなければならない、指針8-3の前段について反対である。	指針8-3の前段については、議決権行使助言会社が機関投資家のスチュワードシップ活動の質に大きな影響を及ぼし得ることを踏まえ、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保の観点から、議決権行使助言会社においても、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換を行うことが有益な場合があり得ると考えております。
166	議決権行使判断に影響を与える情報は公開されるべきであり、議決権行使助言会社は自ら企業と意見交換しつつ、助言を行うことを求める指針8-3の前段について、反対である。 (他 同旨1件)	
167	指針8-3の後段を、「株主総会招集通知等の早期開示が不十分である等の事情により対応が困難な場合を除き、助言の対象となる企業に対して、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べきである」との記載に修正し、議決権行使助言会社に対して、助言内容を発	貴重なご意見として承ります。 指針8-3の後段は、助言の対象となる企業に対して、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、議決権行使助言会社から提供される助言の前提となる情報の正確性や透明性に資する取組みの一つとして考えられる旨を示したものです。

	<p>行会社に事前確認させる機会を与え、発行会社の意見を顧客に提供することを、より強く促す記載内容にしていきたい。</p> <p>議決権行使助言会社の推奨内容を参考に又はその推奨どおりに議決権行使を行う投資家が多数いることから、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすに当たって、議決権行使助言会社が担う役割は非常に大きく、その態勢整備及びサービス提供が適切になされることは重要な課題である。機関投資家等が議決権行使方針を公正、適切に決定するためには、議決権行使助言会社の推奨内容に対する発行会社の意見は重要な判断材料となり得ることから、議決権行使助言会社にこれを積極的に促すべき。</p>	<p>一方で、このような取組みを具体的に実施するに当たっては、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らし、「必要に応じ」、自ら積極的に意見交換を行うものとしています。</p> <p>ご指摘のような企業側の株主総会資料の早期開示については、「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」において企業側の課題の一つとして取り上げており、今後、フォローアップ会議や金融庁を含む関係者において更に検討を行うことが期待されます。</p>
168	<p>指針8-3の前段について、議決権行使助言会社に「企業の開示情報のみに基づくばかりでなく」「企業との積極的な意見交換」を強制するのは個別企業のビジネスモデルへの介入であり、情報開示が不十分な企業の責任、必要な情報開示の規律付けの不足を棚に上げ、機関投資家向けサービス提供者にコスト負担を強いる側面があり、不足を補う方法として矛盾があると考えます。</p>	<p>指針8-3の前段については、議決権行使助言会社が機関投資家のスチュワードシップ活動の質に大きな影響を及ぼし得ることを踏まえ、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保の観点から、議決権行使助言会社においても、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換を行うことが有益な場合があり得ると考えております。</p> <p>ご指摘の企業における開示の充実の点については、「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」において企業側の課題の一つとして取り上げており、今後、フォローアップ会議や金融庁を含む関係者において更に検討を行うことが期待されます。</p>
169	<p>スチュワードシップ活動において、議決権の行使は重要な役割を担っているが、その判断を議決権行使会社に頼ることは、適切ではないと考える。議決権を有する機関投資家に対し、この点の注意を喚起すべきと考える。議決権行使について適切な判断ができないと</p>	<p>指針5-4のとおり、機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきとしており、自ら検討することなく機械的に議決権行使助言会社の</p>

	<p>考える場合には、これを行使せず現在の経営者に委ねるという選択肢もあり得るのではないか。</p>	<p>判断に依存することは、機関投資家のスチュワードシップ責任の観点からも望ましくないと考えます。</p>
170	<p>米国証券取引委員会(SEC)における議決権行使助言会社に関する改正ルールが適用に至っていない状況下で、新たな指針は、株主総会が6月に集中している日本で現実的に対応が可能なのか、混乱を避けるためにも更なる検討を要すると考える。</p>	<p>指針8-3の後段は、助言の対象となる企業に対して、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、議決権行使助言会社から提供される助言の前提となる情報の正確性や透明性に資する取組みの一つとして考えられる旨を示したものです。</p> <p>一方で、このような取組みを具体的に実施するに当たっては、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らし、「必要に応じ」、自ら積極的に意見交換を行うものとしています。</p> <p>ご指摘のような株主総会の開催が集中していること等については、「スチュワードシップ・コードの再改訂に当たって」において企業側の課題の一つとして取り上げており、今後、フォローアップ会議や金融庁を含む関係者において更に検討を行うことが期待されます。</p>
171	<p>原則8の追加を支持する。しかし、顧客が議決権行使助言内容に触れる前に、当該対象会社はその助言内容に対し事前にレビュー・コメントをし、交渉を行う機会を議決権行使助言会社に与えるよう、議決権行使助言会社に求めることは反対である。このアプローチは、投資家が年次株主総会に提案された議案に対する独立性の高い助言を得る機会を著しく毀損するものであると考える。</p>	<p>指針8-3の後段は、助言の対象となる企業に対して、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、議決権行使助言会社から提供される助言の前提となる情報の正確性や透明性に資する取組みの一つとして考えられる旨を示したものです。</p> <p>一方で、このような取組みを具体的に実施するに当たっては、個々の議決権行使助言会社の置かれた状況に照らし、「必要に応じ」、自ら積極的に意見交換を行うものとしています。</p>

172	原則8の指針として「投資判断に係るサービスを行うプロバイダーは投資助言業者等の登録等を受けているものであること。」と追加すべき。	貴重なご意見として承ります。 なお、機関投資家向けのサービス提供者についての金融商品取引法上の投資助言業等の登録の要否は、当該提供されるサービスが同法上の投資助言業等に該当するか否かという観点から判断されるものと考えます。
173	今般、機関投資家向けサービス提供者に関する原則が新設されたことが、その効果の一つとして、機関投資家向けサービス提供者が企業実態をより正しく把握することなどのクオリティの向上に資することを期待する。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
174	機関投資家向けサービス提供者の影響力が強くなってきていること等に鑑みれば、原則8を新設し、利益相反管理体制の整備等を求めることに賛成である。 (他 同旨8件)	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
175	企業年金が利用する年金運用コンサルタントの要件として、一定の金融監督に服している者であることを明確にすることが適切と考える。	機関投資家向けのサービス提供者について、金融庁の監督権限が及ぶ者に該当するか否かは、当該提供されるサービスが金融商品取引法等上の各要件に該当するか否かにより判断されるものです。
176	年金コンサルタントについて、本改訂案の指針8-1等で示されている内容に沿った業務運営が適切になされているかどうか、その実態を確認し、必要な場合には規制を行っていただくことを望みたい。	貴重なご意見として承ります。
177	「機関投資家向けサービス提供者」の定義を具体的に明示した上で、それぞれに期待される指針を明記することが必要である。 想定されている企業が議決権行使助言会社なのか年金運用コンサルタントなのか、又はエンゲージメント・サービス提供者なのかによ	前文9において、「機関投資家向けサービス提供者」とは、「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」を指すと定義し、これに該当する具体例として議決権行使助言会社と年金運

	<p>って期待される指針が異なると思われるが、どのサービス会社にどの指針が適用されるべきかが不明瞭である。「機関投資家向けサービス提供者」が指針を遵守するには、大規模な人員・組織の拡大が必要と思われる。その経費の増大は、当該サービスの価格上昇となり、運用機関やアセットオーナーがコストとして負担することになる。指針の必要性と、経済的負担を踏まえて、慎重に検討すべきである。</p>	<p>用コンサルタントを挙げていますが、これらに限る趣旨ではなく、これ以外の主体であっても、機関投資家から委託を受け、機関投資家の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機能を有する場合には広くこれに該当するものと考えられます。ご指摘のとおり、主体毎に本コードの各指針の適用の在り方は異なり得るため、コスト面も含め、各主体の置かれた状況に応じて工夫・判断が行われるべきと考えます。</p>
178	<p>指針8-1で求める体制整備等との整合性に留意が必要である。特にアセットオーナーを機関投資家向けサービス提供者に含める場合、アセットオーナーにおいて企業との意見交換が必要等、実態にそぐわない可能性がある。</p>	<p>仮にアセットオーナーが、本コード前文9で定義される「機関投資家向けサービス提供者」に該当する場合には、その他の機関投資家向けサービス提供者と同様に、その提供するサービスについて適切に利益相反管理を行うことは重要であることから、指針8-1により、当該アセットオーナーの置かれた状況に応じた適切な取組みが求められます。</p>
179	<p>機関投資家向けサービス提供者は様々な分野に広がっており、本改訂案のようにその機能をもとに、広い主体を含み得る定義にすることに賛成である。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
180	<p>脚注 27 における「ある機関」について、総幹事会社が総幹事業務以外に運用助言の業務を提供している場合もこれに含まれることを明確化すべきであり、以下のとおり修正すべき。 「機関投資家向けサービス提供者は、特に議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを念頭に置いているが、これらに限らず、ある機関(機関投資家を含む)が、機関投資家から総幹事業務等の委託を受け、機関投資家の実効的なスチュワードシップ活動を行うこ</p>	<p>前文9において、「機関投資家向けサービス提供者」とは、「機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家の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」を指すと定義し、これに該当する例として議決権行使助言会社と年金運用コンサルタントを挙げていますが、これらに限る趣旨ではなく、これ以外の主体であっても、機関投資家から委託を受け、機関投資家の実効</p>

	<p>とに資するサービスを提供する機能を有する場合も広くこれに該当すると考えられる。」</p> <p>サービス提供を受ける機関投資家の立場からも、「ある機関」に総幹事が該当することを明確にしておくべきである。</p>	<p>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機能を有する場合には広くこれに該当するものと考えられます。</p> <p>金融機関が総幹事業務の委託を受けているか否かにかかわらず、その業務が上記の定義に該当すると判断される場合には、「機関投資家向けサービス提供者」に該当するものと考えます。</p>
181	<p>信託業界は、企業年金制度のいわゆる総幹事業務(掛金の集配事務ほか)は、原則8の「機関投資家向けサービス」に該当せず、指針8-1の利益相反は生じないと考えている。本改訂案では、原則8における機関投資家向けサービスの範囲は明確にされていないが、各原則の適用は「プリンシプルベース・アプローチ」であり、原則8についても、機関投資家に対する様々な役務の提供主体が、自らの提供役務について、機関投資家の実効的なスチュワードシップ活動との関係性を評価し、それぞれの適切な判断の下で、本コードの趣旨・精神に沿った対応を進めることを求めている、という理解でよいか。</p>	
182	<p>脚注 27 にある「ある機関(機関投資家を含む)」という表現は、曖昧かつ範囲が限定されないため、もう少し具体的な機関あるいはサービス提供者を特定した方が適切である。</p>	<p>脚注 27 については、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタント以外の機関であっても、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が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機能を有する場合には、広く該当すると考えられるとしており、ここでの「ある機関」には、上記の機関投資家向けサービス提供者の定義に含まれるサービスを提供する機関が存在する場合には、当該機関も機関投資家向けサービス提供者に該当することになるものと考えられます。</p>
183	<p>機関投資家向けサービス提供者の定義を「運用機関やアセットオーナーの実効的なスチュワードシップ活動に資する機能を有する者についても広く含み得る」とすることについては、賛意を表すが、や</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、本コードが「プリンシプルベース・アプローチ」を採用している意義は、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各</p>

	<p>みくもに広げるようにはならないように、また拡大解釈されないような規定にすべきと考える。今現在においても、ESG 関係のアンケートやインタビューなどで、企業側も忙殺されており、ご配慮いただきたい。</p>	<p>自、自らの行動が、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ります。そのため、機関投資家や機関投資家向けサービス提供者が本コードを踏まえて行動するに当たっては、そのような本コードの趣旨・精神に照らし、真に適切か否かを判断して行われることが期待されます。</p>
184	<p>機関投資家向けサービス提供者の定義について、広く含み得るような規定とすることで不明瞭になった印象がある。本コードは3年毎の見直しとなっていることから、今回の改訂では定義を明確にしてもよいのではないか。</p>	<p>本コードは、「プリンシプルベース・アプローチ」を採用しているところ、ある機関が、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なステュー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に該当すると判断される場合には、「機関投資家向けサービス提供者」に該当するものと考えます。</p>
185	<p>本改訂案の原則8及び各指針を規定することには賛成である。原則1ないし原則7及びそれらの指針と一部重複(例えば指針案8-1、原則2及びその指針)がある点で、それらの適用関係の整理が必要である。</p> <p>本改訂案の原則8と指針8-1だけでは、これで十分か疑問がある。少なくとも原則8では、方針の策定と公表を規定すべき。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p> <p>ご指摘の点については、機関投資家向けサービス提供者は、提供されるサービスの機能に着目して定義付けを行っており、機関投資家であっても、他の機関投資家から業務委託等を受け、機関投資家が実効的なステュー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場合には機関投資家向けサービス提供者に該当することとしております。</p> <p>そのため、機関投資家が機関投資家向けサービス提供者に該当する場合には、機関投資家に適用される各原則(指針を含む)と、機関投資家向けサービス提供者に適用される原則8(指針を含む)が重複して適用されることとなりますが、機関投資家における業務のうち、機関投資家による機関投資家向けのサービスの提供については、原則8(指針を含む)が適用されるものと考えられます。</p>

186	<p>前文9に「その他の原則(指針を含む)も、原則8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」としているが、その内容に対応する記載が欠けている。現行のコードの指針5-5の記載を本コードから削除してしまうのではなく、本コードの他の指針に移動することが妥当である。したがって、例えば、原則8に指針を追加して、機関投資家向けサービス提供者に本コードのその他の原則・指針の適用があることを明確に記載することを検討されたい。</p> <p>この場合には、重要な原則・指針については明確化しておくことが適当であると考えられ、機関投資家向けサービス提供者に適用されるべき原則・指針の主要な事項を指針8-4において例示的に記載することを検討すべきであろう。そのような観点から、例えば、スチュワードシップ方針の策定と公表(原則1)や定期的な自己評価の実施と改善(指針7-4)は最低限明記しておくことが適当ではないか。</p>	<p>本コードでは、機関投資家向けサービス提供者の定義に該当する主体を広く含み得るものとしていることを踏まえ、前文9は、機関投資家向けサービス提供者において、原則8と矛盾しない範囲で、原則8以外の原則(指針を含む)も適用されることを明確にしています。本コードが「プリンシプルベース・アプローチ」を採用していることを踏まえ、原則8以外の原則(指針を含む)のうち具体的にどの原則・指針が適用されるかは、機関投資家向けサービス提供者毎の個別の判断に委ねております。</p>
187	<p>前文9について否定はしないが、マクロの視点を示すだけでは抽象的に過ぎ、十分ではないであろう。どのような点で、インベストメント・チェーン全体の機能向上に貢献するのか、当たり前のことであっても、明示的に示すべきことが有益である。</p> <p>この点について、機関投資家向けサービス提供者は提供するサービスの顧客である「機関投資家とそのスチュワードシップ責任を適切に果たすことを支援する」という点を明確に示しておくことが不可欠ではないかと考える。</p> <p>当然であるが、顧客である機関投資家による任務懈怠を放置したり、それを却って促進、幫助したりすれば、機関投資家向けサービス提供者として果たすべきスチュワードシップ責任を果たしたことには</p>	<p>前文9のとおり、「機関投資家向けサービス提供者」は、機関投資家から委託等を受け、機関投資家が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機能を有する場合には広くこれに該当するとされ、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おります。</p> <p>また、原則8では、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としております。</p> <p>なお、本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」の主体は飽くまで機関投資家とされているところですが、ご指摘のとおり、各機関投</p>

	<p>ならないので、サービス提供者が顧客の意向を踏まえたサービスを提供したとしても、それは本コードの精神に沿っていないことは明確である。機関投資家向けサービス提供者には(年金コンサルタントその他)多種多様なサービス提供者が含まれており、その実情には疑問もあると思われるため、基本となる考え方はしっかりと示していただければと考える。</p>	<p>資家向けサービス提供者に応じて本コードの適用の在り方は異なり得るため、その置かれた状況に応じて工夫・判断が行われるべきと考えます。</p>
188	<p>機関投資家が、議決権行使助言会社を利用する場合には、議決権行使助言会社を十分に評価した上で、そのサービスを利用することを促す指針を追加していただきたい。例えば議決権行使助言会社を評価するための手続の整備等を求め、評価項目もより多くの例を示すことが考えられる。議決権行使助言会社の適切な態勢整備及びサービス提供を担保するために、そのサービス利用者である機関投資家による評価がなされることが効果的であり、また機関投資家はそのスチュワードシップ責任を果たすに当たって、議決権行使助言会社を利用するのであれば、その体制整備やサービス内容の評価をすることは、自身のスチュワードシップ責任を果たすために必要なことである。</p>	<p>指針5-4では、機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用する場合には、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であるとしています。</p> <p>本コードは「プリンシプルベース・アプローチ」を採用しているため、機関投資家が議決権行使助言会社のサービスを利用する際には、人的・組織的体制の整備状況を含む助言策定プロセスを踏まえ、議決権行使助言会社をどのように利用するかについてご検討いただくことも有益であると考えられます。</p>
189	<p>指針5-4について、議決権行使助言会社の体制整備をさらに促すべく、「助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の人的・組織的体制の整備状況を把握し、助言や方針(基準)の策定プロセスの妥当性を踏まえて利用することが重要であり、」との記述を追加すべき。</p>	

●問6(その他)

協働エンゲージメント

190	<p>今回の改訂案で協働エンゲージメントについては、「集团的エンゲージメント」から「協働エンゲージメント」という文言に変更されたのみにとどまる。また、本コードでは、「協働エンゲージメントが有効な場合もあり得る」という表現になっているが、協働エンゲージメントを通じたステュワードシップ活動をより促すような表記の方が適切と考える。</p>	<p>「協働エンゲージメント」については、英国ステュワードシップ・コード 2020 において、“collective engagement” から “collaborative engagement” という形で用語が変更されたことに伴い、指針4-5においても、「協働エンゲージメント」という用語に変更したところです。</p> <p>協働エンゲージメントの具体的態様は様々なものがあり得ると考えられるところ、指針4-5では、機関投資家と企業との間での対話の選択肢の一つとして、協働エンゲージメントを位置付けています。</p>
191	<p>脚注 20 で付言されている「法的論点に係る考え方の整理」は、共同保有者および重要提案行為の解釈について、大量保有報告制度の実務運用との関係から大手機関投資家による協働対話の推進と対話の実効性に少なからず影響を与えていると考えられるので、「ステュワードシップ・コードの改訂について」で指摘されている検討に早急に着手すること求める。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>ご指摘の点については、金融庁の「日本版ステュワードシップ・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」という。)において、協働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の取扱いについて、「共同保有者」の該当性、及び「重要提案行為」の該当性等の点につき、解釈の明確化を図っています。</p> <p>本検討会の議論においては、「法的論点に係る考え方の整理」では、現状行うことができる協働エンゲージメントの範囲が明確ではないとの指摘もあったことから、「ステュワードシップ・コードの再改訂に当たって」にあるとおり、金融庁においてはこのような指摘についての対応の検討を今後進めることが期待されます。</p>
192	<p>資本関係一点をもって共同保有者と取り扱う現行制度に関して、運用機関の議決権行使の独立性及び利益相反管理の向上に照らし、一定の要件の下、共同性の切断を検討いただきたい。</p>	
193	<p>指針4-5の協働エンゲージメントは「すべきである」という表記に改め、指針として残すことが適切と考える。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>協働エンゲージメントの具体的態様は様々なものがあり得ると考えられるところ、指針4-5では、機関投資家と企業との間での対話の選択肢の一つとして、協働エンゲージメントを位置付けています。</p>

株式保有の状況の説明

194	<p>脚注 15 について、対話において株数の保有を明示する合理性が不明。現時点において保有していなくても今後保有するために対話をする場合、また様々な事情により(投資信託の解約等の顧客要因等を含む)保有株数が減少した場合において対話の機会が得られないといった可能性を危惧する。企業側が保有株数によって投資家を選別したり、情報のアクセスに制限を付けたりしないようにすべき。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>ご指摘を踏まえ、株式の多寡にかかわらず建設的な対話が重要であることを明確化するため、指針 15 について、「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であるが、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、自らがどの程度投資先企業の株式を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。」との記載に修正しました。</p>
195	<p>脚注 15 について、日本においては、保有割合とは無関係にエンゲージメントの質を磨く時期である。対話を行うに当たって株式保有状況から説明すると、「対話の内容を軽視しても影響ない」「総会決議に影響があるから重視する」という構えを助長しかねず、対話の焦点がエンゲージメントの議題以外に向けられ、結果的にエンゲージメントが後退するおそれがある。現実には、今後の投資対象として検討するため、株式を保有していない状況でエンゲージメントすることもある。企業側も、長期的な企業価値向上に関心の高い企業ほど株主構成の拡大・多様化を図るため、現在株主になっていない投資家とのエンゲージメントを求める傾向にある。</p> <p>また、「機関投資家がどの程度投資先企業の株式を保有しているか」への関心は次の株主総会対策が主眼である SR 発想の色彩が濃く、SR 目的とエンゲージメントを混同しないことが重要。</p> <p>また、スチュワードシップは権利や義務ではないが、保有割合などを全面に出すことは権利や義務を軸にした行動になる。”実質株主判</p>	<p>「自らがどの程度投資先企業の株式を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」とは、投資先企業との建設的な対話に資するかという観点から、各機関投資家において判断されることが重要であると考えます。</p>

	<p>明調査”の問題については、本コードではない別の場で議論し解決策を見出していくべき課題である。</p>	
196	<p>脚注 15 を「機関投資家が投資先企業との対話を行うに当たって、建設的な対話に有益と考えられる場合には、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することも可能である。」としてはどうか。</p> <p>機関投資家の株式保有は様々な要因によって変動し得るものであり、対話時点での保有株式数を説明することは建設的な対話に必須ではない。自社の運用方針の説明等も含めて、対話に有益と考えられる場合には説明する等、基本的に個別の投資家と企業の判断に任されるべき。大量保有報告制度が既にある中で一律にコードで「企業に対して説明することが望ましい」と規定するのは、却って投資家と企業の対話促進を阻害する場合が生じる。</p>	
197	<p>脚注 15 は、「機関投資家が投資先企業との対話を行うに当たっては、保有株式数の多寡にかかわらず、対話が企業価値の向上に繋がる建設的なものとなるように努めるべきであり、自らが投資先企業の株式を保有しているかについて説明することが有益な場合もあり得る。」としてはどうか。</p> <p>企業と投資家との対話が建設的で企業価値向上に寄与するものであるかどうかは、保有株式数の多少ではなく対話・提案の内容の良否で判断されるべきもの。また株式の保有状況や保有の方針は運用戦略そのものでもあり、開示することが顧客に対する受託者責任に反する場合もあり得る。もちろん、投資家が当該企業の株式への投資方針や保有状況を説明することが、より建設的な対話に繋がる</p>	

	場合もあり得る。したがって、一律に「説明することが望ましい」とするのではなく、「株式保有の状況を説明することが対話に有益である場合には説明できる」とすることが望ましいと考える。 (他 同旨1件)	
198	大量保有報告書を超えて株式の保有状況の開示を求めることは、日本におけるアクティビズム及び株主との対話を損なわせる不適切な要請。ガバナンス及び株主保護の流れに逆行するものであるほか、全ての投資家に対して無用な手続の負担を強いることになる。	
スチュワードシップ活動の結果の公表		
199	今まで見えなかった部分だから公表されるメリットは大きい。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
200	既に顧客等から求められていることであり賛成。	
201	受託者責任を果たす上では重要と考える。	
202	運用業界全体のためよいことであるから賛成。	
203	スチュワードシップ活動に関するプロセスだけでなく、その活動内容や結果に関する報告にも焦点を当てるよう、検討会は投資家に求めていくべき。これにより、単なる“box ticking”のようなプロセス中心の実務となってしまうリスクを軽減できる効果が期待できる。 (他 同旨1件)	今回の改訂において、指針7-4で「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」の公表を運用機関に対して求めることとしております。 なお、原則6における「スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているか」についての報告においても、実施されたスチュワードシップ活動の結果を含むものと考えます。
204	対話及びスチュワードシップ活動の結果を公表のために定義することは困難であり、結果を得るには非常に長期間の対話を要する場合も多く、またその結果を自社の成果と定義することも大変難しい。普及している評価基準がない中での自己評価は投資家や発行体に	指針7-4における「スチュワードシップ活動の結果」の公表については、同じく指針7-4において「自らの運用戦略と統合的で、中長期的な企業価値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。」としております。

	<p>混乱を生ぜしめる可能性が高いので、「公表することも考えられる」等の表現にしてはどうか。こうしたコードの記載により、結果や公表を意識した形式的な対話が展開されてしまう懸念がある。</p>	<p>これは、スチュワードシップ活動の結果の定義を形式的で表面的なものとするような動きが促進されないようにし、企業価値の向上の観点から重要な議題ではなく達成容易な課題への注力が進むような事態を防止する観点から記載されたものであり、形式的な結果の追求に終わらせずにコードの目的に沿った活動を行っていただきたいという趣旨のものです。つまり、ここにおける「結果」とは、例えば、単純な対話の件数等がその主眼に置かれていると見るべきではないと考えます。</p> <p>また、結果が出るまでには長期間の対話を要する場合があります点に関しては、特に重要かつ調整困難な議題であればあるほど生じ得るものであると認識しており、早急に形式的な結果を求める動きとならないよう、アセットオーナーの側でも留意が必要と考えます。</p>
205	<p>機関投資家が自らのスチュワードシップ活動について自己評価することは重要であるが、スチュワードシップ活動の結果や成果の公表を求めることは、運用機関が投資先企業の持続的成長に資する達成が困難又は達成に一定の期間が必要な結果や成果よりも、達成が容易又は形式的な結果や成果を求める、あるいは、実際には企業自身の変化や複数の投資家の働きかけにより実現した結果を単独の投資家の成果として誇張する誘因を生じさせることに留意すべき。</p> <p>したがって、ここで求められる「結果の公表」は短期的なエンゲージメント件数や「成果」を求めるものではなく、スチュワードシップ活動の結果を公表又は参照する場合には、スチュワードシップ活動の結果が中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長にどのように結び付いているのかという観点が重要であることを明確にすべき。</p> <p>(他 同旨6件)</p>	
206	<p>結果が問われるのは当然であり、公表を通じてきちんとできているか確認されるような事項ではない。</p> <p>(他 同旨1件)</p>	
本コードの適用対象		
207	<p>機関投資家・議決権行使助言会社は、企業が株主総会のほかに個人投資家と積極的に対話する機会を増やしていくことをスチュワードシップ活動の対象に含めるべき。様々なステークホルダーと話し合うことはサステナビリティの実現に資する。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

208	株式を保有する銀行等金融機関及び事業会社、投資活動を行う投資ファンドなどもコードの対象とし、その受入れを促進すべき。 (他 同旨1件)	貴重なご意見として承ります。
209	日本銀行のステュワードシップ活動への参加は、企業年金を含むステュワードシップ責任者がステュワードシップ活動に参加することを促進させる。	貴重なご意見として承ります。
業務の執行には携わらない役員との対話		
210	「業務の執行には携わらない役員(独立社外取締役・監査役等)」について、「等」が示す具体的な対象者について伺いたい。 現行の会社法では、監査役設置会社以外の機関設計を選択することも認められていることから、業務の執行には携わらない役員として例示されている独立社外取締役と監査役等には、例えば、指名委員会等設置会社の「監査委員」、監査等委員会設置会社の「監査等委員」が「等」として含まれているという理解でよいか。また、「上場管理等に関するガイドライン」における独立性基準には抵触しているものの、会社法上の社外要件は満たしている役員も対象であるという理解でよいか。他に該当がある場合も含めて、明らかにされたい。	「業務の執行には携わらない役員(独立社外取締役・監査役等)」には、「監査委員」「監査等委員」も含まれます。その他、「業務の執行には携わらない役員」に該当すれば、脚注 17 の対象となります。また、ご指摘のとおり東京証券取引所「上場管理等に関するガイドライン」(令和 2 年 2 月 7 日)における独立性を満たしていない「社外取締役」であっても「等」に含まれると考えます。 なお、どういった場合に、どの「業務の執行には携わらない役員」と対話を行うことが有益かについて、個別の状況に即して検討する必要があります。
211	指針4-1において、業務の執行には携わらない役員の陪席を認める旨を挿入し、脚注 17 を本文に格上げすべき。対話の席に業務の執行には携わらない役員の陪席を認めることによって、対話の内容が直接取締役会に報告・議論されることになり企業の真剣味が増す。	今回の改訂で新設した脚注 17 は、独立社外取締役や監査役等をはじめとする「業務の執行には携わらない役員」が、特にその立場・役割を鑑みて望ましいと考えられる場合につき、積極的に対話に応じることを促す趣旨のものです。 本脚注の内容は重要なものと考えますが、指針4-1を補足するものとなりますので、脚注への記載を維持させていただきます。
212	脚注 17 は、対話の内容が重要なテーマであることや、非業務執行役員の多くが十分な対話を行っているといえない中で、機関投資家	

	による独立社外取締役等との対話の要請が高まっている現状に鑑み、脚注ではなく原則や指針として記載すべき。	
213	社外取締役・監査役等との対話が重要であることには全面的に同意する。しかしながら、その重要性は企業、時期等によって異なることが考えられ、また本コードにおいて具体的に定義されることによって形式的な社外役員との対話を実施されてしまうことを懸念する。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。 脚注 17 においては、業務の執行に携わらない役員と機関投資家との対話が形式的なものにならないよう、本コードの目的である、中長期的な企業価値の向上や持続的成長に資する観点から対話が行われることが期待されており、業務の執行には携わらない役員との対話を実質的に重要と考えられるものとして、例示として「ガバナンス体制構築状況や事業ポートフォリオの見直し等の経営優先課題」を挙げております。 なお、どういった場合に、どの「業務の執行には携わらない役員」と対話を行うことが有益かについて、個別の状況に即して検討する必要があると考えます。
214	脚注 17 は投資家の立場から大変意義がある。協働エンゲージメントにおいても社外取締役・監査役等との対話を重視しているが、社外取締役・監査役等との面談が断られる場合が少なくない。金融庁においても企業側の積極的な対応を促すようお願いしたい。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。 金融庁において、引き続き取組みを進めていくことが期待されます。
パッシブ運用が広がる中でのエンゲージメントのコスト		
215	保有株数が多くない投資会社から、個別にエンゲージメントを要求されるケースが多く、IR/SR の現場は対応に苦慮している。当該株式が投資資産に占める規模や所有割合での軽微基準を示すか、集团的エンゲージメントを一層推進する施策を推進すべき。	パッシブ運用が広がる中でのエンゲージメントの在り方については、本検討会においても指摘がなされ、今後の検討課題とされたところです。
216	本コードにより得られる効果と企業の人件費等の負担を測定し、費用対効果のエビデンスを示す等、定量的な検証が必要である。本	

	コードにより年金基金と企業の負担が増加することは、国際競争力を削ぐ要因となる。 (他 同旨1件)	
217	日本の資本市場における株式運用の実態(上場企業が多く、時価の分布は大手企業に偏り、TOPIX を指数とするパッシブ運用が中心となっている。)を踏まえ、パッシブ運用者と投資先企業との間で効果的なスチュワードシップ活動がなされるよう、運用機関の経営資源の配分、運用報酬並びにベンチマーク・インデックスの在り方について、議論を深めるべき。	
運用機関のガバナンス体制		
218	運用機関のガバナンス体制は、運用機関によって異なって然るべき。各社がその体制、規模にあったガバナンス体制を整備するべきという趣旨が明確になるように修正すべき。原案だと基本的には第三者委員会等の設置を求めているように読める。 (他 同旨9件)	指針2-3における第三者委員会は、飽くまでガバナンス体制の整備の一例として挙げさせていただいたものになります。本コードはプリンシプルベース・アプローチを採用しており、運用機関において、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のための取組みがそれぞれの運用機関毎の適切な形で進むことを期待します。
219	既に顧客等から求められていることもあり、ガバナンス体制構築と公表の双方が必要と考える。 (他 同旨1件)	
220	投資判断の上で重要であることから、ガバナンス体制構築と公表の双方が必要と考える。	
内部監査		
221	内部監査が実効的なコーポレートガバナンスの実現に必要不可欠な機能であることからすれば、機関投資家が把握すべき投資先企業のガバナンスには内部監査部門の整備・活用状況が含まれるべき。	内部監査部門の整備・活用状況に関しても、重要なガバナンスの要素と考えます。なお、昨年4月に提出されたフォローアップ会議の意見書においては、監査の信頼性の確保につき、コーポレートガバ

222	運用機関がスチュワードシップ活動を適切に行うには、自らのガバナンス等を自らの内部監査部門を活用して改善する必要がある。アセットオーナーも、運用機関における内部監査の重要性・実効性を意識したモニタリングを行うことで、スチュワードシップ活動の質を高めることができる。さらに、アセットオーナーがスチュワードシップ責任を果たす上で、また機関投資家向けサービス提供者が活動を適切に行う上でも、内部監査は重要な役割を果たし得る。これらを本コードで明確にすべき。	ナンス・コードに関しての今後の検討課題とされたところです。ご指摘の点は、引き続きフォローアップ会議において検討が進むことを期待します。
その他		
223	上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の観点から、ESG 要素を含めたサステナビリティの側面を重視する内容が盛り込まれたことをはじめとし、本改訂案の全体の方向性を支持する。	改訂の趣旨にご賛同いただき、有難うございます。
224	全般、進歩が見られるため賛成する。	
225	株式相場がベアマーケットになり、基金が損を出したり、株式投資に批判が高まり株式を売却するような局面でもスチュワードシップの議論をしっかりとぶれずに継続してほしい。	引き続き、実効的なスチュワードシップ活動が広まるよう、検討を進めてまいります。
226	本コードの活用により、わが国企業の企業価値向上や持続的成長を促していくことに強く賛同する。他方、運用機関の負担が過度となることで、リソースの不足等によって形式的な取組みが助長されたり、実効ある取組みにつながらない運用報酬の引上げが行われたりすることがないよう配慮し、具体的なコードの運用を図るべき。	機関投資家における形式的なスチュワードシップ活動が促進されることとならないよう、金融庁において引き続き周知・啓蒙活動が行われることを期待します。
227	具体的な内容を盛り込みすぎると、投資家の活動が画一的なものになりやすくなるため、本コードで示すものは原則の大枠にとどめるべき。	貴重なご意見として承ります。

	<p>運用機関の事務作業の負荷(ひいては、最終投資家のコストとなり得るもの)を軽減し投資家利益の最大化を目指すには、国内市場の環境を網羅的にみる必要があると考える。コーポレートガバナンス・コードを満たしている企業を現在の東証 1 部に該当する新市場とし、新東証 1 部のインデックスを見直せば、企業がコーポレートガバナンス・コードを満たす動機付けになるとともに、インデックス採用銘柄の大幅減少、運用機関の事務作業負荷軽減によるサービスの向上、最終投資家利益の拡大と効果は多岐にわたると思われるので、ぜひ、幅広い視点から市場改革を進めていただきたい。</p>	
228	<p>脚注 14 における「その他の部署」とは議決権行使担当部署、投資意思決定を行う運用担当部署、投資判断のための調査分析を担当する部署を意味すると考えられるが、これらの部署が相互に連携し整合的なステュワードシップ活動を行うべきことは、本改訂案全体を通して意識付けられるべきであり、前文に掲載してはどうか。</p>	<p>ご指摘のとおり、対話以外の場面においても、部署間の連携が行われることは重要であると考えます。今回の改訂案は、特に、対話を行う専担部署がある場合に、それ以外の部署との連携が図られていないとの問題意識を踏まえ、原則4に脚注を設けたものです。</p>
229	<p>機関投資家は、反対の議決権行使を行おうとする場合には、当該議案が株主総会で否決された場合の発行会社における会社運営に対する影響も検討した上で、株主の利益に資する議決権行使をするよう促す指針を追加すべき。代替案なしに議案の全てに反対の議決権行使がされる事例があるが、取締役候補者全員の選任議案が否決された場合、発行会社の会社運営が困難になり株主利益を害する。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
230	<p>単体では影響力の発揮が困難な場合が多いがエスカレーションによって企業行動に変化を促せるため、エスカレーションの導入に賛成。</p>	<p>指針4-4においては、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、としております。エスカレーシ</p>

	(他 同旨2件)	<p>ョンを行う場合も含めた方針を持っていただくことも一つのアプローチであると考えます。</p>
231	機関投資家協働対話フォーラムができたのだからエスカレーション制度も導入されるべき。	
232	エスカレーションの導入に関しては、受託者責任を果たすという意味で普通のことと考える。	
233	エスカレーションの意味が不明であることや、エスカレーションを行う必要がある場合とはどのような場合か曖昧であることから、エスカレーションの導入に賛成できない。 (他 同旨1件)	
234	エスカレートする意味があればやればよいのであって、多様な経営方針が尊重されるべきであることからエスカレーションの導入に賛成できない。 (他 同旨2件)	
235	政策保有株(株式持合いに限定されない)と安定株主の問題に関し、日本のように、株主提案が承認されること又は会社の提案が拒否されることは極めて稀であると、会社や株主は資本市場の規律がもたらすメリットを享受できない。スチュワードシップ・コード及びガバナンス・コードの実効性を担保するためにも、今後のスチュワードシップ・コード等の改訂において、日本企業が安定株主に依存する体質から脱却し、ダイナミックで規律ある迅速でグローバルな株主が主軸となるよう、金融庁があらゆる取組みを実施すべき。	<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、上場会社が政策保有株式を保有する場合には、その縮減に関する方針・考え方など方針を開示すべきであり、毎年取締役会で保有目的等を精査し、保有の適否を検証、その内容を開示すべきなどとされており、政策保有株式に係る議決権の行使についても適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示すべきとされているところです。</p> <p>これらの課題については、企業の持続的成長、中長期的な企業価値向上を促す観点から重要な課題であることから、引き続き関係者において、取組みが促されることを期待しております。</p>
236	企業による持合い株の解消をもっと図るべき。	

237	<p>株主総会の招集通知は3週間前開示が推奨されているが、実態の平均はそれより短いため運用機関では非常にタイトな実務を強いられており、機関投資家向けサービス会社においてはさらにハードな実務と推察する。3週間前の徹底あるいは営業日数で15日の確保を希望する。</p> <p>また、賛否理由に必要な情報を全て招集通知に記載することを希望する。これは、実質的に企業との対話の機会を持つことのできない個人株主が議決権行使の賛否を判断しやすい環境を整備することにも資する。</p>	<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、引き続き関係者において、取組みが促されることを期待しております。</p>
238	<p>運用機関へ「公表」を促す項目が複数あるが、多くの運用機関では顧客及び投資先企業との間で、様々な情報を共有し深い議論を行っている。公表をすることの自的、公表の対象は誰なのか、公表によるデメリットの可能性はあるのかといったことを踏まえた上で「公表」の必要性あるいは適切な開示の手段を運用機関自身で考え、適切な方法を選択できる余地を残すことが重要である。</p>	<p>本コードにおいては、ステ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行使を含むステュワードシップ活動が行われているか否かのついでに可視性を高め、議決権行使等をめぐる利益相反の懸念を払拭するなどの観点から、ご指摘のように、機関投資家はいくつかの事項について公表すべきとしています。</p> <p>ただ、本コードは機関投資家の置かれた状況が多様であることに鑑み、「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。</p> <p>公表の必要性の判断や具体的な公表の方法については、各原則や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>
239	<p>監督当局において、機関投資家の形式的な対応が推奨されるものではない点をインベストメント・チェーン全体に強調し、適切な指導・監督を行うべき。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

240	誰に求めている原則や指針かをより明瞭にするため、「機関投資家」という表記ではなく、内容に応じて「アセットオーナー」と「運用機関」を明確に区別すべき。	本コードの各原則・指針のうち、アセットオーナーと運用機関の両方に当てはまるものについては、「機関投資家」という文言を使用し、特にアセットオーナー又は運用機関に対して求められる原則・指針については、それぞれの文言を使用しています。
241	指針では「すべきである」という内容のみにし、それ以外の内容は注記にした方が適切と考える。	どの事項について「すべきである」として「コンプライ・オア・エクスプレイン」の対象にするかという点については、文章の末尾等から一見して明らかになるよう、今後とも引き続き工夫してまいります。
242	親子上場に対する規制の厳格化が進み、上場親会社の上場子会社に対する投資に関するステュワードシップ責任の重要性が高まっているため、「上場子会社株式に投資するステュワードシップ責任者は、上場子会社への投資に関する方針（例えば少数株主の利益保護の仕組みの確認方法等）並びに上場子会社の親会社及びその他の株主（指針4-5の他の機関投資家を除く）との対話の方針を説明すべき」とすることを提案する。	ご指摘のような親子上場の問題を含むグループガバナンスの在り方については、昨年4月に提出されたフォローアップ会議の意見書においても、引き続き横断的な検討を行うものとされており、重要な課題であることから、ご指摘の点も踏まえて、引き続きフォローアップ会議などを通じ、一般株主保護等の観点から検討が進められることを期待しています。
243	不祥事を起こした運用機関には、ペナルティボックス期間を設けるべき。	貴重なご意見として承ります。
244	コストをどう分担するかも、大事である。 (他 同旨1件)	前文8にあるとおり、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。
245	反環境的活動をした場合に経営陣に刑事罰が下されるようにする方がより効率的に目標が達成されると考える。	貴重なご意見として承ります。
246	コーポレートガバナンス・コードの重要性に鑑み、前文において当該コードの策定について直接的に記述すべき。(本コードの策定まで	貴重なご意見として承ります。

	の記述は冗長であり今後短縮すべき。)また、「投資家と企業との対話ガイドライン」も前文において言及すべき。	
247	指針4-1の「認識」では、課題認識が重要であり、その点を明確化する上でも「認識の共有(特に課題の認識の共有)」と修正すべき。「課題」という表現があることにより、同指針最後の「問題の改善」との繋がりがより明確になる。	「認識の共有」には「課題の認識の共有」も含まれるものと考えます。そうした認識の共有も踏まえ、問題の改善に向けた建設的な対話が進むことを期待します。
248	脚注 17 の「経営上の優先課題」は「優先」とあえていう必要はない。またサステナビリティについての取組みを促す上でも、「経営課題(サステナビリティをめぐる課題を含む)」と修正すべき。	本改訂案においては、業務の執行には携わらない役員との対話が重要になると考えられるものの例示として「ガバナンス体制構築状況や事業ポートフォリオの見直し等の経営優先課題」を挙げております。
249	脚注 17 の「ガバナンス体制構築状況」は「ガバナンス体制の構築状況」と修正すべき。指針6-4の「議決権の行使活動」は、他の記述と整合性を図って「議決権の行使」とすべき。指針8-2の「助言」は「議決権行使にかかる助言」とし、「それを含む助言策定プロセス」の「それ」に代えて「人的・組織的体制の整備状況および助言策定プロセス」とすべき。指針8-3の「助言」は「議決権行使にかかる助言」とし、「前提となる情報に齟齬がないか等」は「議決権行使にかかる助言の基礎となった情報に不正確なもの、不完全なもの又は誤解に基づくものがないか等」とし、「助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保」は「議決権行使にかかる助言の基礎となった情報の正確性・適切性等や助言策定プロセスの透明性の確保」とすべき。	ご指摘の点につきましては、原案の表現で趣旨は明確になっていると考えるため、原案を維持しております。
250	「助言の対象となる企業」は、「議決権行使の対象となる企業」などへと修正し、株主提案権を行使した株主からの要望への対応もここに含めることを検討すべき。	貴重なご意見として承ります。

251	日本への投資資金の流入や海外の運用機関の進出を不合理に妨げることはないよう、欧州や英国以外の海外の規制とのイコール・フットイングも十分に意識すべき。	貴重なご意見として承ります。
-----	--	----------------