

「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≫

再改訂案に対する英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(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回 答
<b>●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)</b>			
1	This is an important addition to the Code. This is of particular importance for distressed companies, where bondholders can have a significant influence on a company's future. In a distressed situation, bondholders and equity holders can form committees to actively assist the company.	前文10の追加は本コードの重要な改訂部分である。特に、経営不振の企業では、債券保有者は企業の将来に対して多大な影響力を持つため重要である。経営不振の場合においては、債券保有者と株式保有者が投資先企業を積極的に支援するような委員会を設置することが想定できる。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
2	The revision in preamble 10 is logical and appropriate because the principle of acting as stewards of our clients' capital does not only apply to equities. Moreover, this consideration is becoming more important given the growth of fixed income, multi-asset and alternative strategies.  (他 同旨1件)	顧客の資産のスチュワードとして行動する原則は株式のみに適用されるものではないため、本改訂は論理的で適切である。さらには、固定利付債券やマルチアセットやオルタナティブによる戦略が拡大していることに鑑みれば、このような考慮はより重要となろう。	
3	We support the expansion of the reach of stewardship. Pension funds with a high proportion of non-equity asset classes in	スチュワードシップの範囲を広げることに賛同する。ポートフォリオの中で株式以外の他の資産への投資比率が高い年金基金は、	

	<p>their portfolios sometimes take the view that they do not need to take action on systemic risks such as climate change or to engage in stewardship. Emphasizing the importance of stewardship beyond listed equity might help combat such perceptions.</p>	<p>気候変動といったシステミックリスクに対して行動をとることやスチュワードシップ活動に参加することは必要ないと考えていることがある。上場株式以外でもスチュワードシップを実施することの重要性を強調すれば、こうした認識は正されるであろう。</p>	
4	<p>Our view is that stewardship responsibilities extend to all asset classes. While different ownership rights attach to different asset classes, all provide opportunities for investor engagement and ‘pressure points’ where investors can influence outcomes and mitigate risks.</p>	<p>スチュワードシップ責任は全ての資産に拡大されるべき。資産によって保有者の権利が異なる一方で、全ての資産は、投資家に対し、エンゲージメントの機会と結果に影響を与え、リスクを減らすプレッシャーポイントをもたらす。</p>	
5	<p>Bond investors should not be on unequal footing with equity investors. However, equity investors have a unique role to play in the capital markets in its engagement with management. Bond investors don’t vote in proxies, for example, and do not have the same level of influence. I think it would be challenging for private equity or venture capital firms to abide by the same code since investments typically require management’s permission.</p>	<p>債券投資家は、株式投資家と比較して異なる扱いとなってはいけない。一方、株式投資家は、企業の経営陣とエンゲージメントを行う点で、資本市場において固有の役割を果たしている。債券投資家は、議決権行使をしないなど、株式投資家と同じレベルの影響力を行使できない。また、一般に投資をする際に取締役の承認を必要とするような、プライベート・エクイティやベンチャー・キャピタルが同じコードに従うのは困難であると思われる。</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果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>したがって、本コードは、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</p>

			<p>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『ステ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、ステ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>
6	<p>The Code should avoid being overly prescriptive to ensure enough flexibility to implement stewardship in the most appropriate way for each asset class.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>各資産において最も適切な方法でステュワードシップが行われるような十分な柔軟性を確保したものとなるよう、本コードを過度に規範的なものとしなないようにすべき。</p>	<p>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、自ずとステュワードシップ活動の範囲や程度も異なってくるものが想定されます。そうした点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は重要であると考えます。</p>
7	<p>It is positive that the revised Code refers other asset classes beyond equities. But we believe the language could be stronger in encouraging stewardship across other asset classes, particularly corporate debt. Creditors, like shareholders, bear the residual</p>	<p>本コードが株式だけでなく他の資産クラスにも適用範囲を拡大することはよいことである。しかし、他の資産クラスを含めたステュワードシップの促進に当たり、特に企業の負債について更に踏み込んだ言及ができるのではないか。株主と同様、債券者は財務に関</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果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</p>

	<p>risk of the company as financial stakeholders. Moreover, many institutional investors may hold positions in both the debt and equity of the same company, so should have a stewardship interest in promoting sustainable corporate performance that meets the needs of both shareholders and creditors.</p>	<p>するステークホルダーとして企業の残余リスクを負っている。更に、多くの機関投資家は、同じ企業に対して株式と債券の両方のポジションを取っている。それゆえ、株主と債券者の双方の利害が一致する持続可能な企業価値向上の促進に向けて、機関投資家はステュワードシップ上の関心をもつべき。</p>	<p>引き続き念頭に置かれているところです。したがって、本コードは、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>
8	<p>It would be useful to signatories to include examples of ways in which they could effectively steward different asset classes, acknowledging that the primary means of understanding whether the activities undertaken have been effective will be through the periodic reporting requirements (as set out in Principle 6).</p>	<p>ステュワードシップ活動が実効的であるかどうかは定期的な報告(原則6)によって判明するという認識の上で、別々の資産においてどのように効果的な方法でステュワードシップを実行するかについて例を示すことは署名機関にとって有益であろう。</p>	<p>今回のパブリックコメントの問1-2で、上場株式以外の資産に投資する場合のステュワードシップ活動について、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。</p>
9	<p>We are supportive of the Revision Draft applicable to multiple asset classes. That said, the Revision Draft should acknowledge that there may be differences in the way RI principles are applied to different asset classes, given that each asset class has a unique set of rights and obligations associated with it.</p>	<p>本コードが複数の資産クラスに適用し得るように改訂されることを支持する。更にいえば、各々の資産クラスによって関係する権利や義務が異なることを踏まえて、資産クラスの違いによって責任投資原則の適用方法が異なることを、改訂案に記載するべき。</p>	

10	<p>It is too early to include debt in the scope of the Stewardship Code, because debt is a non-voting security and therefore holders of it have little ability to improve governance, the most important thing to improve in Japan. Inclusion of debt in the scope of the Code at this stage will also have the effect of putting undue burdens on corporate pension funds and other smaller potential signatories.</p>	<p>本コードの適用範囲に債券を含めるのは時期尚早である。その理由は、債券は議決権のない証券であるため、その保有者が、日本で最も重要な改善事項であるガバナンスを改善する余地が小さいためである。現時点で本コードの適用範囲に債券を含めることは、企業年金や他の小さな受入れ候補機関に過度な負荷を課すことになる。</p>	<p>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。</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率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>
11	<p>We think that the reference to ‘other asset classes’ may not be appropriate in light of the substantive content of the Code. In the Japanese context, we suggest that for the time being the Code continues to focus on shareholder stewardship as a matter of corporate governance relations and once stewardship practices in Japan have achieved the desired outcomes, the FSA considers the expansion of stewardship obligations to other assets.</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>他の資産への言及は、コードの実質的な内容に照らすと適切でないとする。日本に関して考えれば、当面の間は、本コードはコーポレートガバナンスとの関係からも株主のスチュワードシップに焦点を置き続けるべきだと考える。日本におけるスチュワードシップの実務が目指していた効果を生んだ後に、スチュワードシップ責任を他の資産にも拡大することを考えるべき。</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>

12	<p>We support the amendment that mentions the applicability of stewardship responsibilities to all asset types beyond just Japanese listed shares. The suggested change, however, only ventures to state that the “Code may also apply to other asset classes”. We would encourage the Code to explicitly state that stewardship responsibility applies to all asset classes.</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>スチュワードシップ責任が日本株式のみならずその他の資産に及ぶとすることに賛成する。もともと、本改訂案では、「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」としているにすぎないため、本コードにおいてスチュワードシップ責任がその他の資産に及ぶことを明示的に示すことを奨励する。</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」積極的な取組みが行われることを期待します。</p>
13	<p>We should be expected to be stewards of our assets in all asset classes in which we invest, recognising that proportionality and prioritisation of stewardship resources will vary across asset owners and the asset managers we use.</p> <p>We would however suggest that the text of the draft code is strengthened to specifically state that it applies to all asset classes with the deletion of the following text “as far as it contributes to fulfilling the stewardship</p>	<p>スチュワードシップのリソースの均整及び優先度はアセットオーナーと委託する運用機関によって異なるものであるが、投資する全ての資産についてスチュワードとなることが期待されている。</p> <p>本改訂案の文言は記載ぶりを強め、前文10の「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、」を削除して全ての資産に対してコードが適用されることを明確に示すべき。</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>一方、他の資産へ投資を行う場合については、日本の上場株式とは資産の性質が異なることから、全く同様のスチュワードシップ活動は期待できない場合も想定されます。ま</p>

	responsibilities mentioned in the heading of this Code”.		た、画一的・形式的な他の資産へのコードの適用により、企業の持続的成長や中長期的な企業価値の向上というコードの目的から離れたスチュワードシップ活動がなされることは推奨されないところです。この点も踏まえ、「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」という限定を付しておりますことをご理解いただければと思います。
14	It should be clarified that even a debt investor that does not invest in listed Japanese shares should be able to sign the code.	日本の上場株式に投資しない債券投資家であっても、本コードの受入れが可能であるということを明確にすべき。	ご指摘のような日本の上場株式への投資をしていない債券保有者であっても、本コードの冒頭に掲げる「スチュワードシップ責任」に沿う形でスチュワードシップ活動を行っていただける場合には、本コードへの受入れは可能です。
15	We think that there is a mismatch between the scope of the Code as it is identified in para 10 and the new Principle. We, therefore, suggest that you expand the scope of the Code and specifically mention service providers with activities in Japan in para 10, but make it clear that only Principle 8 is relevant for proxy advisors.	前文 10 に示されているコードの範囲と原則8は整合していない。特に、日本で活動するサービスプロバイダーについて前文 10 で具体的に言及して本コードの範囲を拡大させる一方で、議決権行使助言会社には原則8だけが関係することを明確にすべき。	機関投資家向けサービス提供者に関しては、前文 10 に示す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が念頭に置かれております。 原則8は、機関投資家向けサービス提供者に関する原則・指針ですが、原則8以外の原則・指針も、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ます。
16	We would suggest that the provision clarifies that stewardship should not be limited to particular institutions, geographies or asset classes.	スチュワードシップは特定の機関、地域、資産に限られるものではないことを明確にすべき。	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。



●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)

17	<p>Bondholders have different rights versus holders of equity interests. The way in which RI principles are applied may vary depending on the overall investment strategy of the investor/client, and the nature of the investment.</p>	<p>債券保有者は株式保有者とは別の権利を持っている。どのように責任投資原則が適用されるかは、投資家／顧客の運用戦略全体や投資の性質によって変わり得る。</p>	<p>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のが想定されます。</p> <p>そうした点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は重要であると考えます。</p>
18	<p>While most interests are shared between investors in equities and those in other asset classes, there are some obvious differences. For example, fixed income investors do not have voting rights and need to exercise their rights through other means. They should explain their approach to seeking amendments to terms and conditions in indentures or contracts.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>株式への投資家と他の資産への投資家との間には多くの共通利益があると考えが、いくつか明確な違いがある。例えば、固定利付債券の投資家は議決権を保有しておらず、別の手段で自身の権利行使をしなければならない。当該投資家は契約書や約定における条件修正等のアプローチを説明すべき。</p>	
19	<p>Stewardship can help to play an important role in helping to create sustainable value across all asset classes. The Code should ask signatories to explain the approach they take to stewardship in different asset classes.</p>	<p>スチュワードシップはあらゆる資産クラスにわたって持続可能な価値創造に役立つ重要な役割を果たすものである。異なる資産クラスに対してどのようなアプローチでスチュワードシップ活動に取り組むのかについて、本コードは受入れ機関に説明を求めるべき。</p>	<p>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いるため、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</p>

20	Signatories should set out what assets the code applies to, and how the code is implemented within the different asset classes. This will assist the signatory's clients and stakeholders in understanding any differences and improve transparency to the market.	本コードの受入れ機関は、どの資産にコードを適用し、それぞれの資産ごとにコードをどのように実施するのかを提示するべき。そうすることで、署名機関の顧客及びそのステークホルダーがその違いを理解する一助となり、市場に対する透明性を高めることになる。	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ございません。他の資産へ拡大される場合には、ステeward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。
21	Given that the amended paragraph now puts focus on other asset classes, additional clarity on what may be expected would assist investors in developing stewardship practices in this area of investment. It would be most effective if the FSA could work together with other regulators. (他 同旨1件)	本改訂案が他の資産クラスに焦点を当てるに当たって、機関投資家に何が期待されるのかについてより明確にすることで、機関投資家が他の資産クラスに対するステewardシップ活動を行う際の一助となると思われる。 このような取組みは、金融庁が他の規制当局と協働する場合に最も実効性を有する。	他の資産へのコードの適用については、前文 10 のとおり、「本コードの冒頭に掲げる『ステewardシップ責任』の遂行に資する」ステewardシップ活動が広がることを期待いたします。つまり、本コードが「『ステewardシップ責任』の遂行に資する限りにおいて」他の資産に投資をする場合にも適用されることで、投資家と投資先企業との間の建設的な対話を通じた企業の中長期的な企業価値の向上や持続的成長が促されることを期待します。
22	Opportunities for engagement for fixed income investors in corporate bonds will be different from investors in sovereign bonds.	債券保有者の中でも、社債と国債ではエンゲージメントの機会が異なる。	本コードの冒頭に掲げる「ステeward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」を目的とするステewardシップ活動が想定されていることから、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いないということになります。

●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)

23	<p>We generally welcome and support the Council's proposals to refresh the Stewardship Code through the adoption of the Revision Draft. Given the growing importance of Environmental, Social and Governance ("ESG") factors in the global marketplace, we believe it is important to ensure that the Stewardship Code remains relevant and reflective of best international practices as we move into a new decade.</p> <p>We are supportive of the Council's proposal to incorporate in the Revision Draft the concept of a "consideration of sustainability" in the context of institutional investors' investment management strategies.</p> <p>(他 同旨5件)</p>	<p>本改訂案に概ね賛成・支持する。ESG 要素の重要性が世界的な高まりを見せる中、スチュワードシップ・コードが、次の10年における国際的なベストプラクティスと整合的であることは重要なことである。</p> <p>本改訂案における機関投資家の投資戦略の文脈の中で「サステナビリティの考慮」の概念を導入することについて支持する。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
24	<p>We support the inclusion of sustainability/ESG factors in the Revision Draft.</p> <p>As the aim of Japan's Stewardship Code is to create corporate value, a suggested phrase to use could be "Signatories should consider financially material ESG factors...". In order</p>	<p>本改訂案にサステナビリティ及び ESG 要素を含めることに賛成する。</p> <p>本コードの目的が企業価値の向上であることから、「署名機関は財務上重要な ESG 要素を考慮すべき」という表現を使ってはどうか。対話の質を高めるため、企業において不明点がある場合には、なぜ ESG に関する質</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。ご指摘のとおり、改訂によっても本コードの目的が、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことである点に変更はありませんので、その点を明確にするため、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</p>

	<p>to promote quality dialogue, we suggest that if corporates have uncertainty, they should also ask investors about the need to explain why any E, S or G question is material to their investment case or how it materially impacts corporate value.</p>	<p>問が投資において重要なのか、企業価値にどれだけ重要な影響を与えるのかを、投資家に説明を求めるべき。</p>	<p>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」と定義しております。ご指摘のような財務上重要な要素の考慮も含め、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は、各機関投資家が自らの「運用戦略に応じて」検討を行った上でステュワードシップ方針において明確に示すことが重要だと考えております。</p>
25	<p>We suggest that sustainability, including ESG considerations is clearly incorporated in the provisions accompanying Principle 3.</p> <p>Principle 1-1: We have a minor comment about footnote 6 , where we suggest that you explain the abbreviation ESG in the right order, that is ‘environmental, social and governance matters’ . However, if you want to emphasize governance, rather than</p>	<p>原則3における規定の中にも明確に環境・社会・ガバナンス(ESG)を含むサステナビリティの考慮が示されるべき。</p> <p>また、指針1-1の脚注6につき、マイナーな点ではあるが、ESG の内容は正しい順に並べるべき。つまり、「環境、社会、ガバナンスに関する課題」とするべき。しかし、もしガバナンスを環境・社会に関する課題よりも強調したいのであれば、本文に ESG という言葉</p>	<p>原則3については、本改訂前の指針3-3において、把握する投資先企業の内容として、「投資先企業のガバナンス……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)」との記述があり、同種の事項の把握を既に求めています。</p> <p>また、指針1-1に関するご指摘につきまして、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・</p>

	<p>environmental and social matters, then we suggest that you do not use the term ESG in the main text and you replace it with ‘social and environmental factors’ or ‘matters’ as you do in Principle 3-3.</p>	<p>は使わずに、指針3-3で記載していたように、代わりに「社会と環境に関する要素」又は「課題」と書くべきと考える。</p>	<p>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>
26	<p>We would note that Stewardship has become synonymous with a focus on engaging with companies on ESG issues: we feel that this view falls short of how fiduciaries should be interacting with their assets. It should therefore be reinforced in the Code that stewardship is about creating sustainable value (from the definition) in all its facets and, for the avoidance of doubt, that engagement to this end should also include financial and strategic factors associated with the asset</p>	<p>我々は「スチュワードシップ」が ESG の問題に関する企業との対話に焦点を当てることと同義になっていることに注目しており、このような考え方は受託者がどのように資産と関わるべきかという点が欠けてしまうのではないかと感じている。したがって、スチュワードシップはその全ての側面において持続可能な価値を生み出すものであり、疑念を避けるためには、対話は、ESG 要素に加えて資産に関する財務及び戦略的な要素も含めるものとすべき。</p>	<p>指針4-2は「サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と統合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すること」を求めているものであり、対話の要素を ESG 要素に限る意図はありません。投資先企業と対話する事項は、ご指摘のような資産に関する財務及び戦略的な要素も含め、様々な項目が想定されますが、どのような項目に着目するかは、個々の機関投資家が、自らの運用戦略と統合的で、中長期的な企</p>

	along with ESG factors.		業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識して判断することが重要であると考えます。
27	<p>References that institutions should consider “sustainability” are a natural and feasible step forward, but at this early stage direct requirements to consider “ESG factors” and “SDGs” will confuse Japan’s market by distracting attention from the inescapable fact that Japanese companies must first improve their governance, and only then can boards be realistically expected to more responsibly identify and consider those ESG factors that have a material impact on their sustainable profitability and financial condition. It is also because globally and not just in Japan, the world of ESG-based investment is still in its very early stages, and there is little agreement about what precise ESG factors in any particular industry are most important for sustainable growth and profitability, and which ESG-related statistics and facts should be disclosed by companies.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>機関投資家が「サステナビリティ」を考慮すべきという記載は、自然かつ実行可能な一歩ではあるものの、一方で、「ESG 要素」や「SDGs」の考慮を直接的に要求するのは時期尚早であり、日本市場を混乱させることになる。それは、日本企業はまずは自社のガバナンスの向上が必要であり、それができて初めて、取締役会が持続可能な収益性と財政状況に重要な影響を及ぼす ESG 要素を特定し、考慮することが現実に期待される、という不可避な現実から目を背けることになるためである。</p> <p>そして、世界的に、これは日本だけではないが、ESG 投資の世界は未だ初期段階であり、あらゆる個別の業種において詳細な ESG 要素が持続可能な成長や収益性にとってもっとも重要なのか、どのような ESG 関連の統計や事実が企業によって開示されるべきかについて、ほぼ合意が得られていないためである。</p>	<p>本コードにおいては、従来より投資先企業のガバナンスを中心とした事業環境等の深い理解に基づく建設的な目的をもった対話がされることを主に想定しております。しかし、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、ESG 要素を含む中長期的な持続可能性(サステナビリティ)の考慮を求める規定を追加いたしました。</p> <p>ご指摘のような懸念もあり、前文では、「ステeward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、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> <p>指針1-2でお示したとおり、各機関投資家が、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ewardシップ方針において明確に示すことが重要だと考えております。</p>
28	<p>We believe it is appropriate for sustainability to be incorporated into the text of the revised draft. However, further clarification of the meaning of sustainability (ESG factors are subject to various definitions) would be helpful.</p> <p>Institutional investors have a vital role to play in ensuring that companies are receiving the appropriate encouragement to be sustainable. Our attention to the long-term sustainability of our investee companies' actions forms a core component of our responsible stewardship of our clients' funds, and should be rightly identified as such within the</p>	<p>本改訂案の中にサステナビリティが含まれたことは適切だと考える。しかしサステナビリティの意味はより明確にされることが有益である(ESG 要素は様々な定義がされがちである)。</p> <p>機関投資家は、企業が持続的であるように適切に促進されるに当たり、重要な役割を負っている。投資先企業の行動の長期的持続可能性に注目することは、顧客のファンドにかかる責任あるステewardシップの核となる要素であり、本コードにおいてもそのように正しく認識されるべき。</p>	<p>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eward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>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</p>

	stewardship code. (他 同旨1件)		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。
29	Interpretations of “sustainability” and “long-term” are often disputed. The Code should be clear that sustainability includes the impacts and externalities generated by investee companies, and that long-termism is defined by reference to the interests of beneficiaries rather than market participants. Sustainability issues are fundamental to long-term value creation, a trend set to increase over time. We recommend that the precise meaning of the terms “sustainability” and “long-term” are defined more clearly. (他 同旨1件)	「サステナビリティ」と「長期的」についての解釈がしばしば議論されている。サステナビリティは投資先企業の影響力と外部性を含んでおり、長期主義は市場参加者よりもむしろ受益者の利益への言及によって定義されるべきものであることを本コードで明確にするべき。サステナビリティに関する事項は長期的な企業価値の創造の基本であり、この傾向は徐々に高まっている。「サステナビリティ」と「長期的な」という言葉の正確な意味がより明確に定義されることを提案する。	
30	We are concerned that including ‘corresponding to their investment management strategies’ (Guidance 1-1 and 1-2) may run the risk of being interpreted as investors not needing to consider sustainability if it does not correspond to their investment management strategies. We recommend strengthening the message intended to seek clarity in stewardship	指針1-1や指針1-2に「運用戦略に応じて」という言葉を入れることで、自身の運用戦略に合致しなければサステナビリティを考慮しなくてよいように解釈されるリスクがあると考え。各投資家独自のステewardシップのアプローチや手法の明確化を求める意図であるとのメッセージを強く打ち出すべきと考え。運用戦略、特に責任ある投資家によってとられている運用戦略については、中長	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ることを受け、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eward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



	<p>approach and methodology unique to each investor. We believe that investment management strategies, particularly those employed by responsible investors, should take into account medium- to long-term issues, and it is the responsibility of the investment managers and service providers to establish a clear engagement plan and rationale for engaging on specific ESG issues. The same point applies to Guidance 4-2, Principle 7 and Guidance 7-1.</p>	<p>期的な課題を考慮すべきであるし、運用機関とサービス提供者は特定の ESG 課題についてエンゲージメントを行うプランや根拠を明確に策定すべきと考える。指針4-2、原則7、指針7-1に関しても同様である。</p>	<p>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>そのため原案を維持させていただきます。</p>
31	<p>In Guidance 1-2 and 4-2 we believe that it is unnecessary to repeat that issues of sustainability should “correspond to” or “be consistent with” investment management strategy. It is clear the whole stewardship code application ought to align sustainability with investment management strategy. It seems odd to refer to this explicitly in section 4-2.</p> <p>We believe that consideration of sustainability should apply not only to stewardship policy (Principle 1) and engagement (Principle 4) but also to voting and reporting. As such, we</p>	<p>指針1-2及び4-2において「運用戦略に応じた」や「運用戦略と整合的で」という記載を繰り返すことは不要である。本コード全体を適用する際には、サステナビリティが投資戦略と整合性を保つ必要があることは明らかであり、指針4-2でこれに明示的に言及することは奇妙である。</p> <p>サステナビリティの考慮はステュワードシップ方針(原則1)及びエンゲージメント(原則4)のみに適用されるものではなく、議決権行使やステュワードシップ活動報告にも適用されるものと考えている。そのため、機関投資家にサステナビリティを考慮するよう求める</p>	<p>ご指摘のとおり、本来コード全体を適用する際には、サステナビリティが投資戦略と整合性を保つ必要があることは当然であるものの、本改訂案において、「運用戦略に応じ」サステナビリティの考慮を求める旨明記しているのは、本改訂案が、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改めて明確にしたものです。このような意図が明確になるよう原案を維持させていただきます。</p> <p>また、ご指摘のとおり、原則5や原則6に</p>

	<p>would like to see sustainability additionally mentioned in Principles 5 (voting and disclosure of voting activity) and 6 (periodic reporting to clients and beneficiaries) to request institutional investors to take sustainability into consideration.</p>	<p>ために、原則5及び原則6にもサステナビリティについて言及した方がよい。</p>	<p>はサステナビリティに関する直接の言及はありませんが、各機関投資家が議決権行使やスチュワードシップ活動報告に当たって、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しつつサステナビリティを考慮することも重要であると考えます。</p>
32	<p>We believe that Principle 7 in the Code could be improved by expanding the definition of “sustainability”. For example, you may consider amending Principle 7 (or the supporting Guidance) to indicate that sustainability includes the consideration of robust corporate governance practices, along with effective oversight of environmental and human capital factors.</p> <p>Additionally, we would also suggest that Principle 7 (or the supporting Guidance) is rephrased to emphasize the need for investors to continue to develop their skills and resources, and to ensure that those skills and resources are deployed in the effective implementation of their engagement activities.</p>	<p>原則7は、「サステナビリティ」の定義を拡張することによって改善できると考える。例えば、原則7(やその指針)を修正し、サステナビリティが、環境や人的資本要素を効果的に監視することに加え、頑健なコーポレートガバナンスの取組みを含むことを示唆してはどうか。また、原則7(やその指針)を言い換えるものとして、投資家はその能力とリソースを強化し、それらがエンゲージメント活動を効果的に実施する際に適切に配分されることを確認する必要性を強調してはどうか。</p>	<p>指針7-1では「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の考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである」と記載しています。ここにいう「実力」にはご指摘のような能力やリソースの強化も含意しております。また、同じく指針7-1では、これらの実力の備えや体制の整備を、「投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から」求めており、ご指摘のような能力やリソースの適切な配分もこのような観点から重要であると考えております。</p>

33	<p>We recommend replacing “... that leads to medium- to long-term increase of corporate value and the sustainable growth of companies” with “... that creates long-term value for clients and beneficiaries while leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.”</p>	<p>「中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付く」の部分は「経済・環境・社会の持続可能な利益に結び付けつつ、顧客や受益者の長期的な価値を創造する」としてはどうか。</p>	<p>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ることを受け、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があり、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ところです。</p> <p>本改訂案ではコード前文で、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』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いるところ、上記のような指摘を踏まえ、原案を維持させていただきます。</p>
34	<p>Limiting sustainability to considerations of ESG issues on a company-by-company basis</p>	<p>サステナビリティを企業ごとの ESG 課題の考慮に制限してしまうと、範囲が狭すぎる。</p>	<p>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</p>

<p>will often be too narrow a scope. A sustainable financial system should support sustainable and equitable economic development. Beneficiaries' interest in financial returns relates to the usefulness of their savings in future. If the future is severely resource constrained, inequitable and insecure, beneficiaries are unlikely to receive the intended benefits of their savings. Consideration of the impacts and externalities of portfolio companies is therefore crucial for both long-term value creation and alignment with the interests of ultimate beneficiaries. Investors should seek to eliminate risks related to the market or economy as a whole, such as:</p> <p>The Code should clarify that “long-term” sustainability indicates sustainability over the time horizons of the ultimate beneficiaries of investments.</p> <p>The relevant provisions of the Code should be amended to “medium- to long-term sustainability consistent with the time horizons of beneficiaries”.</p>	<p>持続可能な金融システムは、持続可能で公正な経済成長を支えるべきである。金融リターンにおける受益者の利益は、将来における貯蓄の有用性に関連している。将来リソースが厳しく制限され、不公正で不安定であれば、受益者は貯蓄による期待収益を享受できなくなるだろう。</p> <p>投資先企業の影響や外部性を考慮することは、長期的な企業価値創造と全ての受益者の利益との両方にとって大変重要である。投資家は市場や経済全体に関係するリスクを取り除くよう努めるべき。</p> <p>また、本コードは、長期的なサステナビリティが全ての受益者の長期にわたる持続可能性を示していることを明示すべき。</p> <p>併せて、本コードの関係部分は、「受益者の投資期間に応じた中長期的なサステナビリティ」に修正するべき。</p>	<p>ていることを受け、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ある。</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があり、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ところである。</p> <p>本コード改訂案では、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』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、コードの目的を明確にしておりますところ、上記のような指摘も踏まえ、原案を維持させていただきます。</p> <p>また、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</p>
--	---	--

			<p>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るところ、ここでいう「運用戦略」には投資期間も含んでおります。</p>
35	<p>We support the language relating to sustainability and ESG factors.</p> <p>We believe the specific language of the Preamble could be stronger than simply calling for “consideration” of these factors.</p> <p>We believe the Code should be more explicit in calling for ESG integration through all aspects of the investment process, including valuation, risk assessment, investment decision-making (buying and selling) and engagement.</p>	<p>サステナビリティと ESG に関する文言を支持する。</p> <p>前文では、単にこれらの要素を「考慮する」と記載するよりも、強い表現にできるのではないかと考える。バリュエーション、リスク評価、投資の意思決定(バイサイド及びセルサイドの双方を含む)、エンゲージメントを含む、投資プロセスのあらゆる側面を通じた ESG インテグレーションについて、本コードはより詳細に記載すべき。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。本検討会での議論も踏まえ、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>そのため原案を維持させていただきます。</p>
36	<p>Adding this phrase to the definition of “stewardship responsibilities” in the box at the top of page 1 of the Revision Draft further complicates what is already a long sentence. Instead, we recommend simplifying the existing definition of “stewardship responsibilities”.</p> <p>We believe it is important for investors to</p>	<p>本改訂案の冒頭の「ステューワードシップ責任」の定義にサステナビリティに関する記載を追加することで、既に長い文章がより複雑になってしまっている。既存の「ステューワードシップ責任」の定義はより簡素なものとした方がよい。</p> <p>投資家が重要な ESG に関する問題を自己の投資に係る意思決定プロセスに組み込む</p>	<p>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</p>

	<p>integrate material ESG issues into their investment decision-making process. Rather than adding a vague phrase to the top of page 1 and to Principles 1 and 7 of the Revision Draft, a more effective way to make this point would be to include an additional principle about ESG integration.</p>	<p>ことは非常に重要であるため、コードの改訂案の冒頭、原則1や原則7において曖昧な文言を追記するのではなく、ESG インテグレーションについて新たな原則を追加の方がより実効的な改訂であると考えます。</p>	<p>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 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ることとさせていただきます。ステューワードシップ責任の定義に関するご指摘につきまして、検討会は、その内容が適切に周知されていくことを期待します。</p>
37	<p>We agree that it makes sense to reference sustainability and ESG factors explicitly. For the English version, we recommend the sentences in the beginning of the preamble and Guidance 1-1 in Principle 1 to be rephrased and separated out into individual points for clarity.</p>	<p>サステナビリティ及びESG要素を明示することは合理的でありこれに同意する。英語版においては、明確化の観点から、コードの前文の冒頭部分及び指針1-1の文言を言い換えて、かつそれぞれ分けて規定することを奨励する。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p> <p>ご指摘のようなステューワードシップ責任の定義や指針1-1に関するご指摘につきまして、本検討会は、その内容が適切に周知されていくことを期待します。</p>

●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)

38	<p>We welcome updating of the Code to explicitly encourage pension funds including corporate pension funds to be stewards of their assets, to apply the code and encourage asset managers to engage in stewardship.</p> <p>A concept of proportionality “corresponding to their size and capacity” is the correct approach.</p>	<p>本改訂案は企業年金を含む年金基金が資産のステュワードとなるよう明示的に奨励し、コードを適用させ、運用機関がステュワードシップに取り組むことを促進させるものであり、本改訂案に賛成する。</p> <p>「自らの規模や能力等に応じ」という記載のコンセプトは正しいアプローチである。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
39	<p>We encourage the Council to continue to promote stewardship in corporate pension funds.</p>	<p>本検討会が、引き続き企業年金のステュワードシップ活動を促進することを期待する。</p>	
40	<p>To encourage non-financial corporate pension funds to sign the Code, FSA should request that MHLW take simple, obvious and non-mandatory measures, even if only by way of administrative rules such as Tsutatsu.</p>	<p>企業年金の本コードの受入れを促進するために、本検討会は、厚生労働省に対して、通達のような事務的な手続でも構わないので、簡潔・明解・非強制的な手段をとるように求めるべき。</p>	<p>ご指摘のとおり、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ステュワードシップ・コードの普及・啓蒙活動が行われることを期待します。</p>
41	<p>Asset owners are less resourced than asset managers, but they have a large influence and impact on the market and behaviour of asset management firms. Asset owners therefore need to have the knowledge of how to assess good stewardship in order to hold their asset managers accountable. We suggest guidance</p>	<p>アセットオーナーは、運用機関の行動や市場に対して大きな影響を及ぼすが、運用機関と比してリソースが少ない。アセットオーナーは運用機関が説明責任を果たすことを求めるために、優良なステュワードシップの評価方法についての知識を持っている必要がある。規制当局により、この点についての助</p>	<p>ステ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テュワードシップ・コード」(平成29年3月17日公表)では、企業年金が、運用受託機関のステュワード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</p>

	<p>by regulator(s) to this effect would be a helpful addition.</p>	<p>けとなるガイダンスが作成されることを提案する。</p>	<p>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>また、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。そうした様式を使うことによって、本コードに馴染みのないアセットオーナー等にとっても、モニタリングの範囲の把握が容易になることが想定されます。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>
42	<p>We would encourage a review of the strength of “Chinese walls” between pension funds and their corporate sponsor; and asset managers and their parent company. We should highlight that this is addressed in the 2018 Corporate Governance Code Principle 2.6.</p>	<p>企業年金と母体企業との間、又は運用機関とその親会社との間の強力な「チャイニーズ・ウォール」の見直しを奨励する。コーポレートガバナンス・コードの原則2-6で母体企業によるサポートが規定されていることを強調すべき。</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、母体企業がステュワードシップ活動の意義を理解した上でサポ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・コードの補充原則 2-6 にございますとおり、企業において利益相反管理が適切に行</p>



			<p>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、コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・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が進められることを期待します。</p>
43	<p>Asset owners have a fiduciary duty to their beneficiaries. We do believe the fiduciary duty extends to undertaking good stewardship and protecting the long-term value of the assets. We encourage the regulator(s) to support and promote the link between the fiduciary responsibilities of asset owners and how this duty relates to stewardship obligations.</p>	<p>アセットオーナーの受託者責任は、優良なスチュワードシップ及び長期的な資産価値の保護のために負うものとする。</p> <p>規制当局に対し、アセットオーナーの受託者責任と、受託者責任がスチュワードシップの義務とどのように関係するかのつながりについて、支援し、促進することを求める。</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。</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)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は、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とに</p>

			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。
44	The responsibility for stewardship should not just involve asset managers, but also include asset owners, corporate pension funds. Although many of these stakeholders may lack the resources to vote on thousands of companies or conduct engagement, they have a responsibility to include ESG/stewardship criteria when delegating investment responsibilities (to consultants, asset managers).	スチュワードシップに対する責任は、運用機関だけでなくアセットオーナー、企業年金にも及ぶはずである。これらステークホルダーの多くは、大量の企業への議決権行使や対話の実施を行うに当たってリソース不足の問題を抱えているが、彼らには(コンサルタントや運用機関に)投資を委任するに当たりESG やスチュワードシップ基準を考慮する責任がある。	ご指摘のとおり、アセットオーナーも機関投資家の一主体として、スチュワードシップ責任を有するものと考えます。自家運用を行っていない多くの企業年金においては、議決権行使やその結果の公表、企業との対話を行うことまでは想定しておらず、実際に議決権行使やその結果の公表、企業との対話を行う運用機関のモニタリングを行うことが想定されております。こうしたモニタリングを通じて、インベストメント・チェーン全体の機能が向上し、本コードが目的とする企業の持続的成長や中長期的な企業価値の向上を通じた中長期的な投資リターンの拡大が進むことを期待します。
45	Most Japanese corporate pension funds do not directly manage investments but delegate the activities to external managers. However, it should be made clear that only activities are delegated; asset owners retain their stewardship responsibilities. At least, asset owners should have a clear voting policy for	ほとんどの日本の企業年金基金は自家運用せずに外部の運用機関に活動を委任している。しかし、活動のみが委任されているのであって、スチュワードシップ責任はアセットオーナーに帰属していることを明確にすべき。最低限、アセットオーナーは運用機関やサービス提供者向けに明確な議決権行使方	ご指摘のとおり、アセットオーナーも機関投資家の一主体として、スチュワードシップ責任を有するものと考えます。自家運用を行っていない多くの企業年金においては、議決権行使やその結果の公表、企業との対話を行うことまでは想定しておらず、実際に議決権行使やその結果の公表、企業との対話を

	their investment managers and service providers, and over time, consider being more involved in engagement when resources allow.	針を持ち、リソースの許す限りエンゲージメントに関わることを検討すべき。	行う運用機関のモニタリングを行うことが想定されております。こうしたモニタリングを通じて、インベストメント・チェーン全体の機能が向上し、本コードが目的とする企業の持続的成長や中長期的な企業価値の向上を通じた中長期的な投資リターンの拡大が進むことを期待します。議決権の行使に関する方針の策定については、基本的には、運用機関において適切に議決権行使方針の策定や議決権行使がなされているかを確認することが重要であり、本コードは、必ずしも自身による議決権の行使に関する方針の策定を想定するものではありません。
46	Disclosure of their voting records. This will help pension holders to likewise hold pension management accountable. The ultimate accountability to their pension holders will also help in the event of potential conflicts of interest.	議決権行使結果が開示されるべき。この措置は、年金受給者が、年金運用者に対しても説明責任を果たさせることに資する。年金受給者に対して完全に説明することは、利益相反が発生する可能性がある場合においても役に立つであろう。	
47	It is appropriate for asset owners (and asset managers) to set and disclose their investment and stewardship beliefs. These do provide meaningful insight to beneficiaries who are interested in understanding the strategic focus of the trustees. In our view greater transparency on these issues can help drive greater accountability. (他 同旨1件)	アセットオーナー(と運用機関)が自身の投資とスチュワードシップの哲学を定め、公表することは適切なことだと考える。これによって受託者の戦略的重点を理解しようと思っている最終受益者にとっても意味のある識見を与えることとなる。本課題につき透明性が高まれば、アカウンタビリティも高まるであろう。	ご指摘のとおり、アセットオーナーが自身の投資哲学を、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は、運用機関のスチュワードシップ活動を促すことにつながると考えられ、有益と考えます。こうしたアセットオーナーの活動を通じて、インベストメント・チェーン全体の機能が向上し、本コードが目的とする企業の持続的成長や中長期的な企業価値の向上を通じた中長期的な投資リターンの拡大が進むことを期待します。

48	<p>While the addition of words such as “Asset owners, corresponding to their size and capacity, etc..” is excellent, this language is far too vague.</p> <p>The Code should make it clear that asset owners can choose from specific, feasible activities in order to comply, and that the compliance standard depends not only on size and capacity, but also on the quality and experience of existing staff, particularly in the case of corporate pension funds.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ A pension fund may hire an outside qualified (independent) consultant to help it to put in place stewardship policies and criteria, and to evaluate asset-managers’ activities each year.</li> <li>・ In cases where “capacity” and staffing pose impediments, as long as the signatory pension fund makes public on its website a detailed report prepared by the consultant (in its own name) and formally approved by the board of the pension fund, it will have complied with the Stewardship Code. At the same time, the Code should strongly encourage pension funds to learn from such</li> </ul>	<p>本改訂案に「アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ」という文言が含まれているのは素晴らしいことだが、この文言はとも曖昧である。</p> <p>本コードでは、アセットオーナーが具体的に実現可能な活動を選び、現在存在するスタッフの規模や能力だけでなく質と経験にも応じた対応をとることができることを、特に企業年金について明確に記載すべき。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ 企業年金は、スチュワードシップ方針、基準の策定や毎年の運用機関の活動の評価の助けとして外部の(独立した)コンサルタントを起用することができる</li> <li>・ キャパシティや人員が障壁となる場合、コンサルタントが準備し年金基金が承認したより詳細なレポートを当該企業年金のウェブサイト上で公表すれば、コードを遵守していることとする。そして、外部の独立コンサルタントのサポートを受けている場合でも、企業年金がこれらの活動から学び、将来的にスチュワードシップ活動に注力するための人員を雇い又はトレーニングを実施することを、本コードは強く推奨すべき。</li> </ul>	<p>「自らの規模や能力等」にはスタッフの質や経験も含まれ得るところです。ご指摘のとおり、年金運用コンサルタント等を活用し、又はその力を借り、その過程で経験を増やしながらかスチュワードシップ活動のための能力を高めていただくことも一つのアプローチと考えます。</p>
----	--	--	--

	activities and move towards hiring or training staff to diligently perform those stewardship activities in the future, albeit still with the support of outside independent consultants.		
49	To encourage participation, asset owners should let their end clients present at conferences with investee companies.	積極的な参加を促すため、アセットオーナーは、最終顧客が投資先企業との会議に参加できるように取り計らうべき。	運用機関のステュワードシップ活動の状況について、企業年金は、最終受益者に対して報告することが求められています。日本の企業年金の株式運用はほとんどが委託運用であり、本コードで求められている企業年金のステュワードシップ活動は、まずは委託先の運用機関の投資先企業に対するステュワードシップ活動をモニタリングする間接的な活動となります。
50	Japanese pension schemes should be required by MHLW to publicly disclose in their statements of investment principles and communications with beneficiaries: <ul style="list-style-type: none"> <li>・ how they consider material ESG issues in their investment processes, including their policy on stewardship</li> <li>・ whether they are signatories to the Stewardship Code (and if not, why not).</li> </ul> (他 同旨1件)	厚生労働省は、投資原則と受益者とのコミュニケーションのステートメントの中で以下の点を公表するよう要求すべき。 <ul style="list-style-type: none"> <li>・ ステュワードシップ方針を含め、投資プロセスにおいてどのように重要な ESG 課題を考慮しているか</li> <li>・ ステュワードシップ・コードの受入れを表明しているかどうか(受け入れていない場合はその理由)</li> </ul>	本コードは、受入れ対象の機関に対して、任意での受入れを求めるものとなっております。また、コンプライ・オア・エクスプレインやプリンシプルベース・アプローチを採用しており、各機関の個別の事情に応じて柔軟にステュワードシップ活動を行っていただくことを企図しております。 企業年金をはじめとするアセットオーナーの本コードの受入れ拡大及び実効的なステュワードシップ活動の実施の拡大に向け、金融庁や厚生労働省等の関係者において、ア

			セットオーナーのステュワードシップ活動の後押しに向けた取組みを進めていくことを期待します。
--	--	--	---

●問4(個別の議決権行使の賛否の理由の公表)			
51	<p>We welcome the additional expectations for investors to explain the reason for voting for or against certain proposals at shareholder meetings. We believe this will enhance the accountability of investors particularly if there are potential conflicts of interest. In addition, providing explanations on their voting decisions would help send the right messages to companies and facilitate the engagement process.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>株主総会での特定の議案につき賛否の理由を投資家は説明すべきとすることに賛成する。このことによって、特に潜在的な利益相反がある場合には投資家のアカウンタビリティが高まると考える。さらには、議決権行使に関して説明をすることによって、企業に正しいメッセージを送ることができ、エンゲージメントプロセスを促すことにもつながると考える。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
52	<p>We are supportive of encouraging greater transparency within the decision making process. We think it is appropriate for both asset owners and asset managers to disclose their investment and stewardship beliefs and reasons behind their voting policies and individual voting decisions.</p>	<p>議決権行使の判断のプロセスにおけるより高い透明性を促すことに賛成である。アセットオーナーと運用機関の両方が、議決権行使方針や個々の議決権行使判断の背後にある自身の投資とスチュワードシップの哲学や理由を公表することが適切であると考え</p>	
53	<p>We support this expectation under the Code. Voting is an important aspect of stewardship; engagement and voting practices are interlinked and feed into each other. The voting policies and practices of asset</p>	<p>本コードにおける個別の議決権行使に係る賛否の理由の公表に関する期待を支持する。</p> <p>議決権行使はスチュワードシップの重要な側面である。エンゲージメントと議決権行使</p>	

	managers are a key part of asset owners' selection process and should be sufficiently clear for asset owners to determine how aligned these are with their beneficiaries' interests.	は相互に連携し、補完しあっている。アセットマネージャーによる議決権行使方針と議決権行使はアセットオーナーによる選択プロセスの重要な部分であり、これらがどのように受益者の利益につながるかを定めるアセットオーナーにとって明確であるべき。	
54	It is really important to publicly explain how votes are directed and the reasons for this when of interest. We believe that asset managers should explain their reasons for directing a vote "for" or "against" in cases where it is material or particularly contentious. We however, disagree that an explanation is required for each and every item when the vote is cast in favour of management.	議決権行使の結果と、関心が寄せられた場合にその理由を公表させることは非常に重要である。運用機関は、重要な議案又は特に疑義のある議案について賛否の理由を説明すべきであると考えます。しかし、経営陣に有利な議決権行使が行われる場合に全ての議決権行使結果の説明を求めることには反対である。	ご指摘のとおり、会社提案に賛成の場合も含めて全議案に対する議決権行使結果の説明義務を課すことは、形式的な開示を助長する懸念があるなどの指摘がある一方、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、本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の指摘もあります。これらの指摘を踏まえ、本コードでは、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については、賛否の理由を公表すべきとしているところです。
55	We are not in favor of the Council's proposal to require institutional investors to disclose vote rationales on the agenda of investee companies. We take this approach primarily for the following reasons: <ul style="list-style-type: none"> <li>To the extent that an institutional investor engages in private dialogue with company management that may impact the outcome of</li> </ul>	機関投資家に対して、投資先企業の議案に関する議決権行使結果の理由の開示を求めることについては、以下の理由により賛同しない。 <ul style="list-style-type: none"> <li>機関投資家が、議決権行使の結果に影響を与える可能性のある経営陣と非公式での対話を実施している限り、機関投資家はこれらの対話の詳細の開示を求めら</li> </ul>	他方、本改訂案は、ご指摘のような、機関投資家と投資先企業との対話に悪い影響を及ぼすことを企図したのではなく、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



<p>the vote, an institutional investor would not wish to be required to disclose the details of these conversations on the agenda of investee companies. A requirement to disclose such information could negatively impact the ability of an institutional investor to engage with an investee company. This would be detrimental to investor engagement with investee companies.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Votes on contentious issues, such as mergers and acquisitions and proxy disputes, may include proprietary and highly confidential non-public information related to the investment strategy of an institutional investor. Again, a requirement to disclose such details could negatively impact an institutional investor's desire to engage with an investee company.</li> <li>▪ The administrative burden of complying with such a requirement would likely be considerable based on the number and nature of investments made by institutional investors, the volume of ballots and the potential for different rationales depending on the institutional investor (and within various</li> </ul>	<p>れることはない。このような情報の開示を求めることは、機関投資家と投資先企業との対話に悪い影響を及ぼす可能性がある。これは投資家と企業との対話にとって有害なものとなる。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ M&amp;A や委任状合戦の場合のように、議論となる議案への議決権行使には、機関投資家の投資戦略に関連した、独自かつ機密性の高い非公表情報が含まれている場合がある。そのような情報の開示を求めると、機関投資家が投資先企業との対話に消極的になるような、悪い影響を及ぼす可能性がある。</li> <li>▪ 機関投資家による投資の数と性質、投票規模、及び各機関投資家の論理的根拠によって判断が異なることなどから、本コードのこの指針に応えることで管理上の負担が大きくなるだろう。</li> </ul>	<p>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>ご指摘のような事情も含め、賛否の公表をする議案については、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ることによって対応することが考えられます。</p>
--	---	---

	investment affiliates of an institutional investor).		
56	We believe it is important to avoid an unnecessary reporting burden. We would recommend limiting the scope of disclosure to a selected sample of votes. We see limited upside to disclosing rational of voting decisions which followed our policy and were non contentious.	<p>不必要な報告負荷を避けることは重要であり、対象とする議案例を選んで、開示範囲を絞ることを提案する。当該方針にそった、争点とならない、議決権行使結果の理由の開示によって得られる効果は限定的である。</p>	
57	<p>It is important to strike a balance between transparency and efficiency. While it would be achievable to include our voting rationales for every resolution, this would likely be a costly and overly burdensome solution to implement with limited value to clients.</p> <p>While many of our voting decisions are directly linked to a singular topic from our voting guidelines, resolutions often require complex analysis and detailed rationale. Proxy contests are just examples of complex issues for which an asset manager must vote based on holistic analysis of numerous factors that will depend on each investor's unique priorities and strategies. Mandating disclosure</p>	<p>透明性と効率性のバランスをとることは重要である。全議案について議決権行使結果の理由を述べることは可能であるものの、顧客に与える付加価値が限定的であるにも関わらず、コストが高く、過度に負担が大きいものになると考えられる。</p> <p>議決権行使結果の多くは、議決権行使方針の各項目に直接的には関連しているが、議決権行使には度々複雑な分析や論理の積み重ねが必要となる場合がある。例えば委任状争奪戦はそのような複雑な事例の一つであるが、この場合、運用機関は自社固有の優先順位や戦略に沿って、多くの要素を考慮した包括的な分析に基づいて、議決権を行使しなければならない。開示を義務付ける</p>	

	<p>could result in companies being misled by overly simplified voting rationale, or otherwise force investment managers to disclose their proprietary strategies. Such disclosure mandates could also deemphasize the need for comprehensive engagement with investee companies, and disclosure of voting rationales should not be a substitute for comprehensive dialogue with investee companies.</p>	<p>ことは、結果として、企業が過度に単純化された議決権行使結果の理由に誤導されることになり得る。もしくは、運用機関に独自の戦略を強制的に開示させることになり得る。また、このような開示義務によって、投資先企業とのエンゲージメント全体についてその必要性が重要視されなくなるおそれがあるが、議決権行使結果の理由の開示が、投資先企業とのエンゲージメントの代替となってはならない。</p>	
58	<p>From a regulatory or macro perspective, we can see the benefits of disclosing voting reasons. But voting alone is a crude tool for assessing both proposals from corporate as well as the reasons behind a vote.</p> <p>For asset managers holding many portfolio companies the obligation to explain votes for all general meetings is likely to lead to standard answers and non-meaningful disclosures. This issue can be resolved by requiring shareholders to explain the implementation of their voting policy with practical examples to their voting policies.</p>	<p>規制当局やマクロな視点としては議決権行使理由の開示にメリットがあるが、投票やその理由単体では、会社提案を評価するための大雑把なツールでしかない。</p> <p>多数の企業に投資する運用機関では、全議案に対する議決権行使結果の説明義務を課すことで、形式的な開示につながる懸念がある。この問題に対処するため、株主には、実例とともに議決権行使方針の実践状況の説明を求めているかどうか。</p>	<p>ご指摘のように全議案に対する議決権行使結果の説明義務を課すことは、形式的な開示を助長する懸念があることなどから、本改訂案では、議決権行使をした全議案についてではなく、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案について賛否を問わず理由を開示することを求めており、このような議案に当たるかどうかは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、ご指摘の議決権行使方針については、指針5-2において、機関投資家に議決権の行使についての明確な方針の策定・公</p>

			表を求めているところであり、その策定・公表に当たっては個々の機関投資家が置かれた状況も踏まえつつ、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が行われることが重要と考えます。
59	Regarding the topic of “important” votes, we think the question of what makes a vote significant is important for the stewardship code to consider. We recognize that some votes are more significant than others, and at times a supportive vote may be as significant as voting against a proposal. We are wary of the general trend of treating proposals that have received ~ 20% votes against as significant on that basis. Sometimes majority and minority shareholders are wrong, and sometimes the media are wrong. Separate from the vagaries of public opinion and popular trends, there are issues to be voted on that are relevant to the investment case, those which are relevant to the growth thesis upon which we invest our client’s funds. These matters, regardless of whether they	「重要」な議決権行使に関しては、本コードにおいて何によってその議決権行使が重要となるかについて考えることが重要だと考える。いくつかの議決権行使は他の議決権行使より重要であることがあるし、時には反対の議決権行使と同じくらい賛成の議決権行使が重要となることもある。20%以下の反対票であった議案を基本的に重要、とみなす傾向には慎重であるべきと考える。大株主が間違っていることもあれば少数株主が間違っていることもあるし、メディアが間違っていることもある。世論や流行といった気まぐれとは別に、顧客の資産を投資するに当たって採用している成長理論と関係するような投資に関し議決権行使がされる議案もある。これらのトピックは、脚光を浴びていようが浴びていなかろうが重要である。本改訂案の「重要な議	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。 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ることとさせていただきます。

	are in the limelight or not, are significant. We would encourage the adoption of a similarly aspirational definition of “important votes” in the revised Stewardship Code.	案」に関しては同じような意欲的な定義が採用されることを期待する。	
60	We think it is best practice for investors to explain their voting rationale when they vote against a management resolution. It is not practical, or necessary, to call for explanations when investors vote in favour of a management resolution.	投資家が取締役の選任議案に反対の議決権行使を行う際には、その理由について説明することがベストプラクティスであると考え。取締役の選任議案に賛成の議決権行使をする際に特段の説明を行うことは、実務上現実的でなく、必要性も乏しい。	ご指摘のような取締役選任議案への反対の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賛成の議決権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。 また、改訂案のような重要な議案については、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意見があるところです。こうした指摘も踏まえて原案を維持と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。
61	Voting disclosure is a good idea in principle. Investee companies should understand why there were votes for or against an agenda item. I’m concerned it would create another	議決権行使の開示はよい取組みである。投資先企業は各議案について賛成又は反対票が投じられた理由を理解すべき。しかし、これには、小規模な投資家や小さなポジ	ご指摘のような指針1-3、1-4、及び1-5のアセットオーナーに関する各指針の中で、今回「規模や能力等に応じて」という言葉を加えたのは、規模等の全く異なる他のアセ

<p>layer of reporting that could start to become burdensome for smaller firms and larger firms with many, small positions. The barrier to start an asset management fund focused on engagement should not be raised. In this regard, the Guidance 5-3 should incorporate the concept from Guidance 1-3, 1-4 and 1-5: “corresponding to their size and capacity, etc.” So long as there is a way to streamline the process, it would help improve the dialogue with companies and enable shareholders to voice specific frustrations.</p>	<p>ションを多く抱える大規模な投資家に対して重荷となるような、追加的な報告義務が発生するのではないかと懸念がある。エンゲージメントに注力する資産運用ファンドを始めるに当たっての障壁を設けるべきではない。そのような意味では、指針5-3は、指針1-3、1-4、1-5にならって、「自らの規模や能力等に応じ」という文言を付記すべき。指針5-3は、プロセスを合理化する方法がある限り、企業との対話を発展させ、株主の個別の不満を表明できるようになると考えられる。</p>	<p>ットオーナーと同レベルの活動ができなければ本コードの受入れはできない、というアセットオーナーの不安を払拭し、企業年金等のアセットオーナーが本コードを受け入れることを後押しするためのものです。</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、その規模や能力等も含めた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ることによって対応することが考えられます。</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)

62	<p>We welcome the new guidance provided for proxy advisors in Principle 8.</p> <p>We recognize that the entire market benefits when service providers avoid conflicts and promote transparency, accuracy and active engagement, and we welcome the Council's attention to this area.</p> <p>(他 同旨4件)</p>	<p>原則8において、議決権行使助言会社に対して設けられた新たな指針を歓迎する。</p> <p>機関投資家向けサービス提供者が利益相反を避け、透明性・正確性・アクティブなエンゲージメントを促進していけばマーケット全体に利益があると認識しているし、本検討会においてこの分野に焦点が当たったことは歓迎すべきことである。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
63	<p>We support Guidance 8-1 and recognize the need for service providers, such as proxy advisors, to develop and disclose structures for managing conflicts of interest.</p>	<p>指針8-1を支持する。議決権行使助言会社のようなサービス提供者においては利益相反管理体制を構築し、公表する必要があると認識している。</p>	
64	<p>We support Guidance 8-2 and recognize the need for proxy advisors to dedicate sufficient human and operational resources to the important support role they play in helping institutional investors meet their fiduciary responsibility to vote thousands of securities in an informed manner, usually in a very compressed timeframe.</p>	<p>指針8-2を支持する。議決権行使助言会社が、機関投資家において短期間のうちに精査の上で何千もの議決権を行使するという受託者責任を果たすことをサポートする重要な役割を果たす上で、十分な人的・組織的体制を整備することは必要である。</p>	
65	<p>We support the disclosure of the processes proxy advisors use in relation to the collection of accurate information and the</p>	<p>議決権行使助言会社による正確な情報の収集と助言の策定に関するプロセスの公表を支持する。各議案を分析する際に用いる手</p>	

	<p>formulation of their vote recommendations. A proxy advisor is a believer of being transparent when it comes to the disclosure of its methodologies and steps it takes when analyzing each proposal for which it issues vote recommendations.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>法や踏むステップを公表するに当たっては透明性を確保すべきであると強く信じている。</p>	
66	<p>We support Guidance 8-3 and recognize the need for proxy advisors to not only engage with their investor clients but to also provide companies with the opportunity to be heard at different stages of the proxy research process.</p>	<p>指針8-3を支持する。議決権行使助言会社は投資家たる顧客と対話するのみならず、調査の過程の様々な段階で企業が意見を言う機会を設ける必要がある。</p>	
67	<p>Addressing this issue for proxy advisors is helpful. Proxy advisors serve an important function in the voting infrastructure for a diverse and large number of investors. It is important that proxy advisors continue to serve this function and remain independent, without being unduly pressured by management or any third party.</p>	<p>議決権行使助言会社が利益相反問題に取り組むことは有益である。議決権行使助言会社は、多くの様々な投資家のための議決権行使のインフラにおいて重要な役割を果たしている。議決権行使助言会社が、経営陣や他の第三者から過度なプレッシャーを受けることなく、独立した立場からこの機能を担い続けることが重要である。</p>	
68	<p>We support the new principle relating to service providers to institutional investors. Service providers have an important role to</p>	<p>原則8を支持する。サービス提供者はステュワードシップ「エコシステム」の中で重要な役割を果たしており、サービス提供者の活動</p>	



	<p>play in the stewardship “ecosystem”, and it is important that their activities are aligned with institutional investors to promote sustainable value creation and effective stewardship.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>が持続的な価値の創造と実効的なスチュワードシップを促進する機関投資家の行動に沿っていることは重要である。</p>	
69	<p>At a high level, we are generally comfortable with the proposed changes. However, we consider the provisions included within Principle 8, focusing on proxy advisors to be unimplementable in Japan given the current voting chain.</p>	<p>概して本改訂案に賛成であるが、議決権行使助言会社を対象とした原則8に含まれる条項については、現状を鑑みるに、日本にはまだ馴染まないものとする。</p>	<p>議決権行使助言会社はこれまでも本コードの対象とされてきたところ、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどのサービス提供者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、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「機関投資家向けサービス提供者」として再定義した上で、これらの主体に適用される原則8を設けたものです。</p>
70	<p>We think that proxy advisers would be able to have higher quality voting assessments /recommendations if companies are encouraged to hold their annual shareholders meetings at different times of the year.</p>	<p>株主総会の時期が分散していれば、議決権行使助言会社はより質の高い評価や助言ができると思う。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</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>

71	<p>As it relates to the requirement for proxy advisors to have a local presence within Japan, we have some reservations. We recognize that setting up an establishment is not always feasible and presents its set of challenges.</p> <p>In our view, the ability of a proxy advisor to provide accurate proxy research should not be conditioned on whether or not the proxy advisor has a business establishment in Japan. We strongly believe that the decision on whether or not to open and maintain an office in a particular jurisdiction should be up to the proxy advisor.</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>日本拠点の設置に関連して、いくつかの懸念を持っている。議決権行使助言会社が日本に拠点を設置するのは常に実現可能なものではない。</p> <p>議決権行使助言会社が正確な調査を提供する能力は、日本に拠点を持っているか否かで判断されるべきではないと考える。特定の地域にオフィスを置くかどうか、維持するかどうかは、助言会社の判断に委ねられるべき。</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を容易にする場合があると考えられるため、指針8-2では、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の個々の企業に対する正確な情報に基づく助言を行うために、十分かつ適切な人的・組織的体制の整備の代表的な例の一つとして示したものです。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>
72	<p>We find the requirement to set up a business establishment in Japan not practicable for smaller proxy advisor firms that may well offer quality services even in the absence of such establishment and that may not have the capacity/resources to set it up locally.</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨1件)</p>	<p>議決権行使助言会社は日本拠点の設置がなくとも質の高いサービスを提供しており、拠点をその地域で設置する余裕やリソースのない小規模の議決権行使助言会社にとっては実現不可能なものであり、本指針により、市場の独占に結び付く。</p>	

73	<p>We strongly believe its research and recommendations should be based exclusively on publicly available information. This position allows for objective analysis, and encourages companies to provide their investors with clear and comprehensive disclosure.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>議決権行使助言会社による調査や助言は公表情報のみに基づいて行われるべきと強く考えている。これにより、客観的な分析が可能となり、企業側が投資家に明確で包括的な開示を行うよう促進されるためである。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。 ご指摘等を踏まえ、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>
74	<p>In our view, allowing companies to review the finished work product of a proxy advisor etc. before it is distributed to its investor clients would not only be extremely challenging during the peak proxy season but would also place serious constraints on the proxy advisor's time to research and write its reports and on the already compressed timeframe their clients have to digest these materials.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>企業に議決権行使助言会社が提供する助言等を事前にレビューする機会を与えることは、総会のピーク時期においては極めて難しいことであるのみならず、議決権行使助言会社の調査・レポート作成の時間を深刻なレベルで制限し、そのような限られた時間の中で顧客はレポート等を読み込まなければならない事態を招くと考える。</p>	<p>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。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、指針8-3の前段において、個々の議決権行使助言会社の置</p>

75	<p>Given the tight timeframes and crowded nature of Japan's proxy voting season, the idea that proxy advisers can enter a dialogue with companies in any kind of systematic way is hard to envisage.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p>日本の議決権行使シーズンが時間的にタイトかつ集中していることに鑑みれば、どのような方法であれ、議決権行使助言会社が企業と対話を行うことが実現可能と思えない。</p>	<p>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>
76	<p>Relating to Principle 8-3, given the condensed timing of the Japanese proxy voting season in June, we do not consider there would be enough time for the additional process of companies providing feedback to proxy advisors to take place.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>指針8-3に関して、日本における6月の議決権行使期間が短いことに鑑みると、企業が議決権行使助言会社にフィードバックを提供する追加的なプロセスを実施する十分な時間があるとはいえないと考えられる。</p>	
77	<p>We agree with Guidance 8-1. On the other hand, we have the following reservations about Guidance 8-2 and 8-3. We believe that companies should be responsible for providing information in the public domain in a timely way to allow informed voting decisions.</p>	<p>指針8-1に賛同する一方、指針8-2及び8-3については、十分な情報に基づいた議決権行使の決定を行うためには、企業側にも企業情報の公表が適時に行われる責任があると考えます。</p>	<p>指針8-2及び指針8-3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、助言策定プロセスの公表を求め、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換をしつつ、助言を行うこと等を求めています。</p> <p>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</p>

			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。
78	As for the idea that a proxy advisor should allow companies to include their opinion on its research prior to it being published to its clients, we feel strongly that this would be an unwarranted intrusion into the relationship between the proxy advisor and its clients. (他 同旨1件)	議決権行使助言会社はその調査結果が顧客にわたる前に企業側の意見を取り込むべきとする考えに関しては、議決権行使助言会社と顧客の関係性を不当に侵害していると強く感じざるを得ない。	指針8-3においては、助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することは、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる、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。 なお、本指針は、飽くまで議決権行使助言会社の助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保の観点から、企業に対しその確認の機会を与えること等に言及しているものです。
79	Giving all companies such an opportunity to review the information and draft reports would cause a significant delay in our report delivery which is not in the interests of our clients or the fulfillment of their stewardship responsibilities. (他 同旨1件)	指針8-3の後段は、情報を精査し、レポートを確認する機会を全企業に与えることは、顧客へのレポートの提供を大幅に遅らせることとなり、顧客の利益やステュワードシップ責任の遂行を阻害することとなる。	
80	Regarding requiring proxy advisors to “exchange views” with issuers “upon necessity” we would like to highlight the following: proxy advisors already provide opportunities for issuers to provide feedback on their benchmark research reports prior to delivering them to clients (i.e. institutional investors). It appears to be an undue burden	指針8-3の後段について、議決権行使助言会社は、顧客である運用機関に発出する前に、作成したレポートに関するフィードバックをする機会を、既に企業に与えている点を強調したい。 指針8-3の「必要に応じ」の定義が明確でなく、特定の理由やそうすることの利益もなく、企業との対話の範囲を拡大することは、	貴重なご意見として承ります。「必要に応じ」という箇所については、議決権行使助言会社が機関投資家のステュワードシップ活動の質に重要な影響を及ぼしていることを踏まえ、各議決権行使助言会社においてその必要性が検討されることが期待されます。

	for advisors to expand the scope of their engagement with issuers without a clarity on what defines “upon necessity” and without an explicit rationale or benefits of mandating such actions.	議決権行使助言会社にとって過度な負担に思える。	
81	All proxy advisors should have access to the same information to avoid information asymmetry.	指針8-3について、情報の非対称性を避けるため、全ての議決権行使助言会社は同じ情報を入手可能であるべき。	指針8-3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。
82	We have concerns with urging proxy advisors to rely on supplemental information obtained directly from listed companies. In practice, it does not seem feasible that a proxy advisor could provide a recommendation to its clients based on non-public information that is disclosed to the proxy advisor by the company in question.  (他 同旨1件)	指針8-3において上場企業から直接入手する補助的な情報に頼るように議決権行使助言会社に促すことに懸念がある。実務上、議決権行使助言会社はその顧客に対して、上場企業が個別に回答した非公表情報に基づいて助言を提供することは実現可能とは思えない。	

83	<p>With regard to proxy advisors “exchanging views actively with companies upon necessity”, we do not believe that this is necessary. Proxy advisors’ guidance should be based on publicly disclosed information. Furthermore, if any material non-public information is shared by the company with the proxy advisor, this could potentially lead to issues of insider trading for subscribers to the proxy service.</p>	<p>議決権行使助言会社の助言は、公表された情報に基づくべきであり、指針8-3の前半は不要である。</p> <p>もし非公開情報が企業と議決権行使助言会社の間で共有された場合、議決権行使助言会社のサービスの利用者においてインサイダー取引の問題を引き起こす可能性もある。</p>	<p>指針8-3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>インサイダー取引との関係については、指針4-6及び脚注21を参考とし、未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきです。</p>
84	<p>We advocate Principle 8-1 on conflicts of interest. Footnote 27 that specifies the various types of service providers could be inserted to the ‘Aims of the Code’.</p>	<p>指針8-1の利益相反に関する記述を支持する。様々なサービス提供者に言及している脚注27は「コードの目的」に記載されるべき。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。前文の「本コードの目的」では、機関投資家向けサービス提供者を含めた本コードの各主体の定義を定めており、脚注27は前文第9項における機関投資家向けサービス提供者の定義を補足するものとして位置付けております。</p>
85	<p>We find that footnote 29 is a truly important component of the new proposed framework and should be integrated to the text of Principle 8-2.</p>	<p>脚注29は新しい枠組みの中で非常に重要な要素であり、指針8-2の中に組み込まれるべき。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

86	<p>Proxy advisors could instead develop such a dialogue where necessary and inform accordingly their clients of its outcome. Attaching the company's opinion to the advisor's recommendation without our recommendation may lead to a fragmented and less useful. Message to clients and misses the opportunity to convey educative messages to clients and enhance dialogue among market actors and companies. We, therefore, propose that the Code allows for more flexibility in framing and developing dialogue with companies while allowing clients to be duly informed of the dialogue that may have taken place (if any).</p>	<p>議決権行使助言会社は、指針8-3がなくとも必要な場合には企業と対話を行うことができるし顧客にその結果を伝えることもできる。企業の意見を議決権行使助言会社の助言に合わせて提供することは、市場関係者と企業の間での対話の質を高める機会を逸することになる。</p> <p>したがって、顧客には企業との対話について知らせつつ、企業との対話を行うに当たってはより柔軟性が認められるようにすべきであるとする。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>指針8-3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>また、機関投資家においては自身のスチュワードシップ責任を果たすという観点からも、企業との間で建設的な対話などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的な成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図ることが求められています。</p>
87	<p>We welcome footnote 28 in the proposed Code which mentions the disclosure requirement on whether proxy advisors 'have dialogues with companies, and the nature of such dialogues'. Nevertheless, the 'nature' does not necessarily include 'outcomes' of such dialogue which are even more informationally useful. We, therefore, suggest</p>	<p>議決権行使助言会社における「対象企業との対話の有無、態様」についての公表を求める脚注28に賛成である。しかし、「態様」は情報としてより有益である対話の「結果」を含むとは限らないため、脚注28に対話の「結果」も含めるべき。</p>	<p>脚注28では、指針8-2において具体的な公表が求められる助言策定プロセスとは、一般的に、助言策定に当たって依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無、態様等が考えられるとしており、個別の議案に係る助言に当たっての個別の対話の内容等を念頭に置いているものではございません。また、脚注28は個別具体的な対話の結果につ</p>



	including 'outcomes' in the disclosure framework and integrating footnote 28 in Principle 8-3.		いての公表を念頭に置いているものでもございません。
88	Whilst ensuring a conflict of interest policy is in place, we consider proxy advisor should also publish further documents and/or procedures, for example, how they are considering, material environmental, social and governance issues.	利益相反の方針の実施を確実にする一方で、議決権行使助言会社は、例えば、重要なESGに関する問題をどのように考慮しているかなど更なる資料・手続を公表すべき。	貴重なご意見として承ります。
89	The council should ensure that information asymmetry does not become an unintended consequence across proxy advisors. If the situation arises where a company considers additional information to be required, this is better communicated to investors via normal distribution channels. We would not be comfortable with any guidance that could lead to a proxy advisor basing its vote recommendation on anything other than publicly available information.	議決権行使助言会社間での情報の非対称性が意図せぬ結果をもたらすこととならないようにする必要がある。企業が追加的な情報が必要だと考えるような状況になれば、直接、機関投資家と対話することが望ましい。議決権行使助言会社が、一般に入手可能な情報以外の情報に基づき議決権行使の助言を行うことを促す可能性のある指針8-3には反対である。	指針8-3においては、「助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することは、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる。」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。
90	We fundamentally disagree that proxy advisors should be requested to exchange views actively with companies and not only rely on disclosed information (Guidance 8-3).	指針8-3に基本的に反対である。議決権行使プロセスが機能するためには、市場において情報にアクセスできるように、企業が情報を提供する必要があると考えている。当該	指針8-3については、議決権行使助言会社が機関投資家のステ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

	<p>We believe that for the voting process to function, companies must provide information in the public domain so that the market has access to the information. The information cannot be limited to closed meetings between proxy advisors and companies and should be available to all investors.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>情報は、議決権行使助言会社と企業との間での非公式なミーティングにおける限定的なものではなく、全ての投資家に対するものであるべき。</p>	<p>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>
91	<p>It is our understanding that most proxy advisors already have structures in place to avoid or mitigate potential conflicts. However, we agree that specific disclosure of any material interests, material transactions /relationships and any other information that is material to assessing the objectivity of the proxy advisor in the matter or parties concerning which it is providing the advice would be useful. Values, where relevant, should be disclosed, e.g. how much a proxy advisor has been paid for consulting services, the nature of the services, duration of the relationship, etc. We do not believe that it would be appropriate that conflicts of interest disclosure be made public, disclosure included</p>	<p>議決権行使助言会社のほとんどは、既に潜在的な利益相反を避け、又は軽減する措置を講じていると理解している。</p> <p>一方、具体的な利害関係、取引関係、議決権行使助言会社の客観性の評価に必要な情報等に関する個別具体的な開示は有用であり、賛同する。また、サービスの提供料、サービスの態様、サービスの利用期間等についても公表されるべき。もっとも、利益相反管理に関する開示は、公表されるのは適切ではなく、顧客に対するレポートにおいて開示することで十分である。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、指針8-1に基づく利益相反管理体制に関する取組みは、これらが公表されることにより、顧客である機関投資家や受益者などにおいて、公表情報の比較等を行うことが可能となるものと考えます。</p>

	as part of the proxy reports would suffice.		
92	<p>We agree that proxy advisors should develop human and operational resources and disclose the processes whereby voting recommendations are determined, we would be wary about the inclusion of a requirement that they exchange views with the companies on which they are reporting. In particular, companies should not be permitted an opportunity to review proxy voting advice and provide feedback to the proxy advisor before the proxy advisor provides the advice to clients. Our view is that a copy of the advice of proxy advisors, restricted to facts, should be sent to companies for information only. Allowing companies to review and comment on items beyond the facts including but not limited to matters of analysis and methodology renders the advice vulnerable to influence.</p>	<p>企業には、助言が顧客に提供される前に助言を確認しフィードバックの機会を与えるべきでない。</p> <p>議決権行使助言会社による助言は、事実限定された上で、単に情報提供として企業に提供されるべき。企業に対し、議決権行使助言会社の分析事項や手法に限らずに事実以上のことについての確認とコメントの機会を与えれば、助言はこれに影響されやすくなる。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</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>なお、指針8-3の後段においては、飽くまで議決権行使助言会社の助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保の観点から、企業に対しその確認の機会を与えることを想定しております。</p>

93	<p>We are very supportive of the inclusion of service providers within the Code. pensions market: the enormous influence that investment consultants have over pension scheme trustees. To ensure that stewardship is practised effectively throughout the investment chain it is essential to hold investment consultants in particular to the same standard as other signatories to the Code.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>本コードに機関投資家向けサービス提供者が含まれたことに賛成である。年金運用コンサルタントは年金に関する受託に大きな影響を持っている。インベストメント・チェーンにおいてスチュワードシップが実効的に行われるためには、特に年金運用コンサルタントについて、本コードの他の署名機関と同等のレベルが求められることが重要である。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
94	<p>We agree with Guidance 8-1. On the other hand, we have the following reservations about Guidance 8-2 and 8-3. We believe that companies should be responsible for providing information in the public domain in a timely way to allow informed voting decisions.</p>	<p>指針8-1に賛同する一方、指針8-2及び8-3については、十分な情報に基づいた議決権行使の決定を行うために、企業には企業情報を適時に公表する責任があると考ええる。</p>	<p>指針8-2及び指針8-3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、助言策定プロセスの公表を求め、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換をしつつ、助言を行うこと等を求めています。</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>

95	I agree with the establishment of Principle 8 and Guidance 8-1, 8-2 and 8-3. Although the proxy advisors and service providers may require a separate law and code of its own.	原則8及び各指針の新設に賛同する。もつとも、議決権行使助言会社及びサービス提供者に対しては、別々の法律やコードが必要であろうと思われる。	貴重なご意見として承ります。
96	We support the wider definition of ‘service providers for institutional investors’, which is not limited to proxy advisors and investment consultants for pension funds. However, under the current proposal, only Guidance 8-1 is applicable to service providers who are not proxy advisors (as both 8-2 and 8-3 are specifically for proxy advisors), and it only refers to management of conflicts of interests. We think that those service providers should also be expected to explain how they support their clients’ stewardship activities, particularly in enhancing long-term value and ensuring sustainability.	「機関投資家向けサービス提供者」という、議決権行使助言会社と年金運用コンサルタントに限られないより広い定義付けに賛同する。しかし、本改訂案では、議決権行使助言会社以外の機関投資家向けサービス提供者に適用されるのは指針8-1のみとなっている。これらの機関投資家向けサービス提供者にも、顧客のステewardship活動、特に長期的な価値を高め持続可能性を確保する活動をどのようにサポートするかについての説明が求められるべき。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。 原則8では、機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がステewardship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。 議決権行使助言会社及び年金運用コンサルタント以外の機関投資家向けサービス提供者であっても、当該原則8の下で、機関投資家が投資先企業の中長期的な企業価値の向上を促すに当たって、適切なサービスの提供に努めるべきであると考えます。
97	The improvement in Japan’s Corporate Governance is due to the Stewardship Code, the Corporate Governance Code, and a large array of participants all working together. Those participants include asset managers, retail shareholders, pension fund	日本のコーポレートガバナンスの発展は、ステewardship・コード、コーポレートガバナンス・コード、及び多くの主体の協力によるものである。これらの主体には、運用機関、小口金融保有者、企業年金株主、法人株主、議決権行使助言会社、リサーチアナリス	貴重なご意見として承ります。

	<p>shareholders, corporate shareholders, proxy advisors, research analysts, and other investment consultants and advisors. All of these stakeholders should hold themselves to advising companies in the best interest of the medium- and long-term success of the company.</p>	<p>ト、年金運用コンサルタントが含まれる。これら全てのステークホルダーは、企業の中長期的な成功のために企業に助言を行うべき。</p>	
98	<p>It is appropriate to highlight proxy advisors and investment consultants, but service providers need not be limited to these particular services and could be expanded. For example, this could potentially include providers of ESG data and metrics as well as overlay engagement services.</p>	<p>機関投資家向けサービス提供者の業務は、これら議決権行使助言会社や年金運用コンサルタント等の特定のサービスに限定する必要はなく、より広く捉えることができる。例えば、ESG データ・統計の提供者やオーバーレイ・エンゲージメントサービスが含まれると考える。</p>	<p>脚注 27 では、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、機関投資家を実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する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>

●問6(その他)

協働エンゲージメント

99	<p>While we endorse the change in the terminology from ‘collective’ to ‘collaborative’ engagement, we propose that the term ‘collaborative’ needs to be clarified to avoid any ambiguity.</p> <p>On the positive side, ‘collaborative engagement’ may suggest the maintenance of individual identities and objectives and avoids triggering legal thresholds relating to ‘acting in concert’ activities. But, ‘collaborative engagement’ may imply an engagement that is also supported by the company itself.</p> <p>The latter may impede shareholder activism. We find that dissenting opinions may be equally productive and constructive in terms of engagement outcomes and stewardship quality.</p>	<p>「集团的」が「協働的」エンゲージメントへと用語変更されたことを是認するが、「協働的」の用語は曖昧さがなく明確なものにされるべき。</p> <p>今回の用語変更は、「協働的エンゲージメント」の方が個々のアイデンティティや目的を維持しつつも「acting in concert」に当たる活動と認定される法的閾値を超えないように思われる点で好ましい。しかし、「協働的エンゲージメント」は企業からも支持されているようなエンゲージメントを示唆するようにも見える。</p> <p>後者であれば、株主のアクティビズムを侵害することになろう。反対意見も同様に、エンゲージメントの結果やステュワードシップの質の観点からすれば、生産的で建設的であり得よう。</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ある。</p> <p>協働エンゲージメントの具体的な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>
100	<p>Both collective engagement and collaborative engagement are valuable and important distinct components of our stewardship activities. We believe there are</p>	<p>集团的エンゲージメントと協働エンゲージメントは両方とも、ステュワードシップ活動において価値のある重要な別個の要素である。「集团的」及び「協働」エンゲージメントと</p>	

	<p>differences in the way market participants understand terms like “collaborative” and “collective” engagement and encourage the Code to provide a brief definition.</p>	<p>いった用語について、市場関係者の理解が異なり得るため、コードで簡単な定義付けをするとよいのではないか。</p>	
101	<p>We support the use of the word ‘collaborative’ in place of ‘collective’ engagement, which we think describes the action more accurately. However, the Code should encourage collaborative engagement more explicitly, particularly in the original Japanese text.</p> <p>Researches show that collaborative engagement has positive impacts on the success rate of engagements on ESG issues and helps gain access to management in engagement, etc.</p> <p>FSA should update its legal guidance to clarify that investors seeking to collaboratively engage will not be deemed to breach acting in concert rules or the “act of making important suggestions”</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p>本改訂によって「集团的」エンゲージメントという用語が「協働」エンゲージメントという用語に置き換わったことは、行為がより正確に表現されているため、支持する。しかし、特に日本語版の文章において、より明確に協働エンゲージメントをコードで促進すべきと考える。</p> <p>複数の調査で、協働エンゲージメントはESGの取組みや対話における経営陣へのアクセスに正の効果があるという結果が出ている。</p> <p>金融庁は、協働でエンゲージメントを試みる投資家が、大量保有報告制度上の「共同保有者」や「特別関係者」又は「重要提案行為」に当たることがないということを明らかにするために、「法的論点に係る考え方の整理」を更新すべき。</p>	<p>ご指摘の点については、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」(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」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出されたことから、「スチュワードシップ・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への対応について今後検討を進めることが期待されます。</p>

スチュワードシップ活動の結果の公表



102	Transparency by disclosing stewardship activities enhance the accountability that is critical to stewardship activities.	スチュワードシップ活動の公表により透明性を図ることで、スチュワードシップ活動において重要であるアカウンタビリティが高まる。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
103	We believe the Code could be further improved by emphasizing the outcomes and effectiveness of stewardship activities – rather than focusing on the implementation of policies and processes. As a reference, we believe the framework used in the UK Stewardship Code may be a workable solution as it emphasizes stewardship outcomes in the “Reporting Expectations”	スチュワードシップの方針やプロセスの履行に焦点を当てるのではなく、スチュワードシップ活動の結果と実効性を強調することにより、コードに更なる改善がもたらされることを期待する。英国のスチュワードシップ・コードでは”期待される報告事項”でスチュワードシップのアウトカムを強調しており、この枠組みが実行可能と思われるので、参考まで付記する。	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。 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に捉え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。
104	We recommend introducing a greater emphasis on reporting on stewardship outcomes rather than stewardship policies. You can refine the information provided in the list of signatories, putting more emphasis on the ‘stewardship activity reports’. You can also use the reports and the disclosure of voting results as benchmarks if you include a public tiering exercise.	スチュワードシップ方針よりもスチュワードシップの結果の報告に重きが置かれるようにすべき。スチュワードシップ活動報告をより強調し、署名機関リストの中で提供される情報をより洗練させることが考えられる。公開ティアリングを行うということであれば、スチュワードシップ活動報告や議決権行使結果もベンチマークとして使えよう。	これは、「結果」につき、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
105	We welcome the inclusion to disclose the results of stewardship activities. However,	スチュワードシップ活動の結果の開示は好ましいことである。一方、不要な報告負荷	

	an unnecessary reporting burden should be avoided. We recommend limiting the scope of the disclosure of stewardship activities.	を与えることは避けるべきであり、対象となるスチュワードシップ活動の開示範囲を絞ることを提案する。	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ることとさせていただきます。
106	The Code could encourage better quality dialogue by encouraging investors to set objectives for their engagements where appropriate, that will lead to a greater focus on achieving outcomes. In assessing a manager's stewardship activities, asset owners would be able to consider the level of ambition of managers' engagement objectives and the outcomes they contribute to, rather than the number of meetings held.	本コードは、機関投資家に適切にエンゲージメントの目標を設定させ、より質の高い対話を促すべき。そうすることで、結果の達成により注力するようになる。また、運用機関のスチュワードシップ活動を評価するに当たり、アセットオーナーは、ミーティングの回数ではなく、運用機関のエンゲージメントの目標への熱意のレベルと、運用機関が貢献した結果を考慮することができる。	
<b>本コードの適用対象</b>			
107	Asset owners should also include corporations and banks that own securities issued by other listed corporations.	アセットオーナーには他の上場企業の株式を保有する事業法人や銀行も含まれるべき。	貴重なご意見として承ります。
108	FSA should bring bank equity holdings in listed companies into the scope of the Stewardship Code, and require banks to either: (a) sign the Code with respect to those holdings or (b) at least, publish how they have voted with respect to each	金融庁は銀行の保有する上場株式もスチュワードシップ・コードの適用範囲に含めるべき。銀行に対し、保有する上場株式に関して本コードの受入れ、又は少なくとも、投資先企業の株主総会における各議案についてど	貴重なご意見として承ります。

	resolution at each company's AGM.	のように投票したのかを公表、のいずれかを求めるべき。	
109	<p>The proposed revisions need to focus more on ALL shareholders, including corporate pension funds, all financial institutions including banks, public corporations and general corporations.</p> <p>Given the significant portion of Japanese listed equities held by corporates, they should be expected to fulfil duties as responsible investors and to disclose the extent to which any conflicts of interests are identified and addressed, and if they cannot be effectively managed, the plan for exits.</p> <p>(他 同旨4件)</p>	<p>本改訂案は、企業年金基金、銀行含む金融機関、公的企業、一般事業会社を含む、全ての株式保有者により焦点を当てるべき。</p> <p>日本の上場株式の大半がこれらの企業によって保有されていることを考えれば、責任ある投資家としての責務を果たすことが期待されるべきであるし、利益相反の存在する程度や利益相反管理がどれほど果たされているかについて公表することが期待されるべき。利益相反管理が有効にされないのであれば、株式の売却の計画についても公表してしかるべきである。</p>	貴重なご意見として承ります。
110	Asset managers, retail shareholders, pension fund shareholders, corporate shareholders, proxy advisors, research analysts, and other investment consultants and advisors should hold themselves accountable to the Aims of the Code.	運用機関、小口金融保有者、企業年金株主、法人株主、議決権行使助言会社、リサーチアナリスト、運用コンサルタントなどの全ての企業へのアドバイザーは本コードの目的に対して責任を持つべきである。	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

111	We strongly agree with footnote 14. Outside directors and kansayaku have historically been hesitant to directly meet investors. As independent directors gain experience and their role is expanded, it is important that they both hear concerns directly from investors and broaden their perspectives by meeting with investors.  (他 同旨1件)	強く賛同する。社外取締役と監査役は歴史的にも直接投資家と会うことを躊躇してきた。独立取締役が経験を積み、その果たす役割が大きくなるにつれて、社外取締役と監査役両方が投資家と会って直接話を聞き、視野を広げることが重要である。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。
112	We highly welcome footnote 14. We find such meetings very helpful and think that they should be done more often, as they are already in other markets such as the UK, and increasingly in the US. We strongly ask that this point be included in the main text rather than the footnote.	脚注14に強く賛成する。そのような面会は大変役に立つものであるし、英国のような他の市場では既に行われており、米国でも増加傾向であることを考えれば、日本においてもより頻繁に行われるべきと考える。脚注ではなく本文に記載されることを強く求める。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。脚注17の内容はご指摘のとおり重要なものと考えますが、指針をより詳細に補足する役割のものであるため、現状どおり脚注へ記載することを維持させていただきます。
<b>その他</b>			
113	The change to Guidance 2-3 seems to hurt the smaller asset managers that have limited resources and further discourages establishing a business in Japan. This should only apply to the asset managers' clients.	指針2-3の改訂は、リソースが限られている小規模な運用機関に対して重荷であり、日本でのビジネス意欲を減退させる。この指針は運用機関の顧客に対してのみ適用されるべき。	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ごとの適切な形で進むことを期待します。
114	We hope footnote 15 helps internal communication.	脚注15により部署間の連携を促進することを望む。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。

115	<p>Good stewardship relies on investors choosing the right approach and material issues to engage on depending on the specific circumstances of their investments. On this basis, we support the continuation of ‘comply or explain.’</p>	<p>好ましいスチュワードシップは、投資に係る特定の状況に応じて投資家が適切なアプローチと重要な課題を選択することに依存している。このような考えの下では、コードの各状況について「コンプライ・オア・エクスプレイン」ベースを継続することに賛成である。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
116	<p>We welcome the openness of the Code to periodic revision in preamble. Periodic revision improves the legitimacy of stewardship codes or principles and assist market actors to gradually improve their stewardship practices following a flexible and escalated absorption of requirements in soft law instruments.</p>	<p>前文において、コードが定期的に改訂されることを予定している点を歓迎する。定期的な改訂によって、スチュワードシップ・コードやコードの原則の正当性は増すほか、柔軟に段階を踏んでソフトローで求められていることを吸収していくことで、市場関係者は少しずつスチュワードシップの実務を改善していくことが容易になる。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
117	<p>Footnotes 13 to 17 should be included in the main text. This will help investors to understand ‘constructive dialogue’ and promote appropriate stewardship activities.</p>	<p>脚注 13 から 17 は本文に移動すべき。そうすれば、機関投資家は「建設的な対話」を理解しやすくなるとともに、適切なスチュワードシップ活動が促進されるであろう。</p>	<p>脚注 13 から 17 の内容はご指摘のとおり重要なものと考えますが、各指針をより詳細に補足する役割のものであるため、現状どおり脚注へ記載することを維持させていただきます。</p>
118	<p>We note that there is a change in the terminology and you now use the term ‘investment management strategy’ (see also Principle 3-3). We would like to see some more clarification in the use of this</p>	<p>指針 3-3 において用語の変更が行われ、「運用戦略」という言葉が使われている。「方針」や「スチュワードシップ活動報告」という用語と比べこの言葉がどのように使われているのかをより明確にしていきたい。</p>	<p>「運用戦略」とは、コードの受入れ表明を行う主体レベルにおける投資の戦略を指します（当該用語についての本検討会における議論については、第3回会合の議事録及び三瓶メンバーの意見書をご参照ください。）。</p>

	term as opposed to the terms (stewardship) ‘ policy ’ and ‘ stewardship activity reports ’ (see also Comment 3 above).		「スチュワードシップ責任を果たすための方針」は、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則ってどのように果たして行くのか、また、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ(インベストメント・チェーン)の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を指します。「スチュワードシップ活動報告」は、機関投資家におけるスチュワードシップ活動の報告を指します。
119	Encourage outcome-oriented engagement. Including expectations that signatories set objectives in advance of engagements and be prepared to escalate when appropriate could improve outcomes from dialogue and contribute to long-term value creation.	結果重視のエンゲージメントを促進すべき。署名機関がエンゲージメントに先んじて目標を設定し、適切な場合にはエスカレーションの準備をするよう期待することは、投資家と企業の対話の成果を向上させ、長期的な価値を生み出すことに資する。	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。エスカレーションを行う場合も含めた方針を持つことも一つのアプローチであると考えます。
120	The change of the wording of Principle 7 is a step to the right direction. This allows for more flexibility, though we still find the criterion of ‘in-depth knowledge of the investee companies ’ difficult to be assessed and satisfied, especially for signatories with large portfolios.	原則7における文言の修正は正しい方向性のものである。 特に大規模なポートフォリオを持つ署名者の場合、「投資先企業の深い理解」の基準を満たすのは難しいと思うが、本原則の改訂は柔軟性を残していると考える。	改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。

121	<p>We believe Principle 7 is the key point of engagement. Some investors may not have the scale and scope to appropriately engage with companies, but, at least, should vote their shares responsibly in accordance with the mid- to long-term interests of their investee companies. For other investors, research and insights into a company's business and various factors affecting the business and the company are all important for productive engagement for the mid- to long-term success of the company.</p>	<p>原則7はエンゲージメントに関する重要な部分である。企業との適切なエンゲージメントを実施するために必要な規模や視野を持ち合わせていない投資家もいるが、少なくとも、彼らも投資先企業の中長期的な利益にかなうように議決権を行使すべき。その他の投資家は、企業の中長期的な成功に資するような生産的なエンゲージメントのために、企業のビジネスやそれに影響を与える様々な要因に対する調査・洞察力が重要である。</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただき有難うございます。</p>
122	<p>In order to assist in developing high quality engagement, we would like to see companies disclose their attempts to engage with investors (including minority shareholders) and who at the company undertook that discussion. As shareholders we particularly value the ability to speak directly to the board, as in our experience it is more likely to facilitate positive change.</p>	<p>より質の高い対話の進展に資するために、企業に対し、企業が(少数株主を含む)投資家との対話を試み、企業において誰が対話に応じたかを開示することを求める。株主としては、取締役と直接対話できることに特に価値があり、我々の経験上、そうすることで企業にポジティブな変化が促される可能性が高い。</p>	<p>対話に取締役が応じることに関しては、コーポレートガバナンス・コードの補充原則5-1①において、「株主との実際の対話(面談)の対応者については、株主の希望と面談の主な関心事項も踏まえた上で、合理的な範囲で、経営陣幹部または取締役(社外取締役を含む)が面談に臨むことを基本とすべきである。」としております。引き続き、企業において建設的な対話に向けた体制を整えるよう促すことが重要であると考えます。</p>
123	<p>The government should not put up barriers to hostile takeovers since it could play an</p>	<p>政府は敵対的買収について障壁を設けるべきではない。敵対的買収は日本の断片化</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>

	important role in the consolidation of Japan's fragmented industry structures.	している産業構造を統合する意味において、重要な役割を果たし得るからである。	
124	The Code should include engagement with policymakers within investors' stewardship responsibilities. Public policy has a substantial effect on the sustainability and stability of financial markets.	本コードは投資家のスチュワードシップ責任に政策立案者へのエンゲージメントを含めるべき。公共政策はサステナビリティと金融市場の安定に多大な影響を与える。	貴重なご意見として承ります。
125	We ask that the FSA considers the recently published UK Stewardship Code and reflect on whether additional emphasis could be given in Japanese Stewardship Code on the reporting by signatories of stewardship activities outcomes achieved.	先般公表された英国のスチュワードシップ・コードを受けて、本コードにおいても受入機関のスチュワードシップ活動報告の提出についても追加することを検討いただきたい。	本コードにおいては、機関投資家等にスチュワードシップ責任を果たすための方針の公表やスチュワードシップ活動報告をしていただくことにより、そうした情報を基に市場関係者における判断に役立てていただくことを念頭に置いているため、現時点で、当局において報告内容の適否を判断して選別することは検討しておりません。
126	FSA should consider adopting a tiering exercise for signatories. For the Code to be truly effective, the quality of reporting should be a tool for competitive differentiation among asset managers and a relevant source of information for asset owners in manager selection procedures. Moreover, the enforcement of the Code should be improved.	金融庁は、本コードの署名機関に対してティアリングを実施することを検討すべき。コードが真に効果をもつために、報告の質は運用機関間の競争による差別化のツールや運用機関選択手続におけるアセットオーナーの情報源でもあるべき。また、コードのエンフォースメントを高めるべき。	本コードにおいては、機関投資家等にスチュワードシップ責任を果たすための方針の公表やスチュワードシップ活動報告をしていただくことにより、そうした情報を基に市場関係者における判断に役立てていただくことを念頭に置いておりますため、現時点で、当局においてティアリングを実施することは検討しておりません。



	(他 同旨1件)		
127	The Code needs to address the stewardship role of passive shareholders.	本コードは、パッシブな株式保有者のステュワードシップにおける役割に言及すべき。	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、有識者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。