

実質株主の透明性向上・協働エンゲージメント等  
に関する改訂案（抜粋）

※本資料は参考資料です。パブリックコメントは別紙  
1・2に基づきご提出ください。

## 「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》

～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

(案)

~~スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（令和元年度）~~

金融庁

20250年●3月●24日

（  
2014年2月26日 策定  
2017年5月29日 改訂  
2020年3月24日 再改訂  
）

## 「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》 について

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

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

※「経緯及び背景」は文書の末尾に移動

### 本コードの目的

**5.1.** ~~冒頭に掲げたように、~~本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本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。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。

**6.2.** 一方で、企業の側においては、コーポレートガバナンス・コードに示されているように、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高いコーポレートガバナンスが実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> また、本コードは、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に適うと考えられる場合に売却を行うことを否定するものではない。

**7-3.** また、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動（以下、「スチュワードシップ活動」という。）において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。スチュワードシップ活動は、機関投資家が、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである<sup>3</sup>。

**8-4.** 本コードにおいて、機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」（以下、「運用機関」という。）である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（以下、「アセットオーナー」という。）である場合とに大別される。

このうち、運用機関には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。

また、アセットオーナーには、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である運用機関の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される<sup>4</sup>。

運用機関は、アセットオーナーの期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきであり、また、アセットオーナーは、運用機関の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。

機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターン拡大を目指すものである。したがって、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る。

**9-5.** また、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家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している主体（以下、「機関投資家向けサービス提供者」という。）には、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）全体の機能向上のために重要な役割を果たすことが期待されている。本コードの原則8は、機関投資家向けサービス提供者に適用されるものであ

<sup>3</sup> 金融庁において、~~2014年2月~~、機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、大量保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について、「~~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~~」を公表し、解釈の明確化を図っている（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）。

<sup>4</sup> なお、アセットオーナーについては、本コードとは別に、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めた「~~アセットオーナー・プリンシプル~~」が策定されている（2024年8月28日公表）。

るほか、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。

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

### 「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

417. 本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家（機関投資家向けサービス提供者を含む。以下この前文において同じ。）が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。本コードの履行の態様は、例えば、機関投資家の規模や運用方針（長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等）などによって様々に異なり得る。

428. こうした点に鑑み、本コードは、機関投資家が取べき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」（細則主義）ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスチュワードシップ責任をその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

「プリンシプルベース・アプローチ」の意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、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る。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

439. 本コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。~~本検討会は、~~本コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明（公表）することを期待する。

4410. その上で、本コードは、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）の手法を採用している。すなわち、本コードの原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考えられる原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。したがって、前記の受入れ表明（公表）を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには注意を要する。ただし、当然のことながら、機関投

資家は、当該説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫すべきである。

機関投資家のみならず、顧客・受益者の側においても、当該手法の趣旨を理解し、本コードの受入れを表明（公表）した機関投資家の個別の状況を十分に尊重することが望まれる。本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、機械的にスチュワードシップ責任が果たされていないと評価することは適切ではない。

なお、原則を実施しつつ、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことも、顧客・受益者から十分な理解を得る観点からは、有益であると考えられる。

**1411.** ~~本検討会は、~~本コードの受入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に対して、

- ・ 以下を自らのウェブサイトで公表すること
  - － 「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）
  - － 「コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目」
    - ① スチュワードシップ責任を果たすための方針などコードの各原則（指針を含む）において公表が求められている具体的項目
    - ② 実施しない原則（指針<sup>45</sup>を含む）がある場合には、その理由の説明
- ・ 当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと（更新を行った場合には、その旨も公表すること）
- ・ 当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知することを期待する。

~~また、本検討会は、~~当該通知を受けた金融庁~~に対しては、~~当該公表を行った機関投資家について、一覧性のある形で公表~~を行うことを期待~~する。

**1412.** ~~本検討会は、~~機関投資家による本コードの実施状況（受入れ・公表を含む）や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善~~がを~~図られていくことを期待する~~っていく~~。このため、~~本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。~~こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考えられる。

<sup>45</sup> 指針の中には、一定の事項が「重要である」とするなど、必ずしも一定の行動を取るべき（取るべきでない）旨が明示されていないものがあり、こうした指針については、必ずしも、実施しない理由を説明することを求めるものではない。

原則4 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

## 指針

4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話<sup>13</sup>を、投資先企業との間で建設的に行うこと<sup>14,15</sup>を通じて、当該企業と認識の共有<sup>16,17</sup>を図るよう努めるべきである。なお、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、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである<sup>18</sup>。

4-2. 機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、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べきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。

4-2.3. 機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるよう意識すべきである。

4-3.4. パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

<sup>13</sup> その際、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることのないよう留意すべきである。

<sup>14</sup> 機関投資家内部において、投資先企業との対話を行う専担部署がある場合には、その他の部署との連携を図ることが重要である。

<sup>15</sup> 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。

<sup>16</sup> 認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる。

<sup>17</sup> 例えばガバナンス体制構築状況（独立役員を活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

<sup>18</sup> 当該企業との対話の内容等を踏まえ、更に深い対話を行う先を選別することも考えられる。

4-4.5. 以上を踏まえ、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である<sup>19</sup>。

4-5.6. 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、~~必要に応じ~~、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）が有益な場合も重要な選択肢であり得る<sup>20</sup>。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

4-6.7. 一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「G20/OECD コーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「コーポレートガバナンス・コード」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において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ある<sup>21</sup>。

<sup>19</sup> 当該方針の内容は、例えば、主として運用機関としての業務を行っている機関投資家と、主としてアセットオーナーとしての業務を行っている機関投資家とでは、自ずと異なり得る。

<sup>20</sup> この点に関連し、2014年2月に公表された金融庁は、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」（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）〔再掲〕は、具体的にどのような場合に大量保有報告制度における「共同保有者」（及び公開買付制度における「特別関係者）」の範囲に該当するかについて、解釈の明確化を図っている（<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>）（再掲）。

<sup>21</sup> その上で、投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、当該企業との対話に臨むべきである。