

# 事務局説明資料

(「日本版コード」策定に向けた検討のポイント)

平成 25 年 10 月 18 日

## 1. 総論（コード「前文」）

### （1）「日本版コード」策定の経緯・目的

- 「日本再興戦略」では、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則について」、年内に取りまとめるとの記載（平成 25 年 6 月 14 日閣議決定）。
- 「英国コード」でも、スチュワードシップの目的について、機関投資家が運用する資金の「根源的な提供者(ultimate providers)も繁栄できるような方法により、会社の長期的成功を促進することにある」とし、「実効的なスチュワードシップは、会社、投資家、経済全体に恩恵を及ぼす」と記載。
- 両者の記述は互いに矛盾するものではなく、「日本版コード」の策定にあたっては、両者の趣旨を踏まえた内容を盛り込むことが考えられるのではないか。

### （2）「スチュワードシップ責任」

- 「英国コード」は、機関投資家の責任について、直接的な委託・受託関係を基礎とする「受託者責任」のみではなく、より広く、機関投資家が運用する資金の「根源的な提供者(ultimate providers)」に対する責任も含む概念として、「スチュワードシップ責任」という表現を使用。
- 「スチュワードシップ責任」という表現は、日本では馴染みがないため、「日本版コード」では、これと同様の範囲を示すものとして、例えば、「機関投資家としての責務」等の表現を用いることが考えられるのではないか。

### (3) コードの対象とする機関投資家

#### [機関投資家の範囲]

- 「日本版コード」はあくまでもソフト・ロー（法的拘束力のない規範）であり、法令のように必ずしも適用対象を明確に定義しなければならないわけではない。

このため、より幅広い主体が「日本版コード」を受け入れることが可能となるよう、適用対象である「機関投資家」の外縁は敢えて明確にしない（定義は置かない）ことが考えられるのではないか。

（注）「英国コード」も、「機関投資家」の定義を置いていない。

- 機関投資家として求められる役割は、
  - ・ 「資産保有者としての機関投資家（アセット・オーナー）」と、
  - ・ 「資産運用者としての機関投資家（アセット・マネジャー）」

とでは、自ずと異なる場合がある。

このため、「日本版コード」においても、必要に応じて両者の書分けを行うことが考えられるのではないか。

（注）「英国コード」も、こうした書分けを行っている。

- 議決権行使助言会社や投資助言会社は、機関投資家ではないものの、機関投資家が議決権行使や投資戦略を決定し「機関投資家としての責務」を果たすに際し、大きな影響力を有する。

こうした点に鑑み、「議決権行使助言会社や投資助言会社については、『日本版コード』の拡大適用が想定される」旨を、コードに記載することが考えられるのではないか。

（注）「英国コード」も、「議決権行使助言会社や投資助言会社等のサービス・プロバイダーに対しても拡大適用される」旨を記載している。

- 「機関投資家としての責務」を果たすためには、ある程度のコストが発生するが、当該コストは、機関投資家の規模や運用方針（長期運用/短期運用、アクティブ運用/パッシブ運用等）によって、受容水準が異なるものと考えられる。

このため、「コード履行の態様は機関投資家の規模や運用方針により差があり得る」旨を、コードに記載することが考えられるのではないか。

（注）「英国コード」も、「コードの全てがあらゆる署名機関にあてはまるものではない」旨を記載している。

#### 【国内外の別】

- 「日本再興戦略」では、「企業の持続的な成長を促す観点から、『日本版コード』を策定すべき」旨が示されている。

このため、「『日本版コード』は、日本企業の持続的な成長を促すという観点から、日本株に投資する「機関投資家」を念頭に置いて策定したものである」旨を、コードに記載することが考えられるのではないか。

（注）「英国コード」も、英国株に投資する機関投資家を対象としている。

## (4) 位置付け等

### [Comply or Explain 等]

- 「英国コード」同様、
  - ① まず、コードを受け入れるかどうか (Signatory)、
  - ② また、コードを受け入れる者も、すべてを遵守する必要はなく、遵守しない原則等があれば、その理由を説明すれば足りることとする (Comply or Explain)、との「2段階アプローチ」をとることが考えられるのではないか。
  
- さらに、記載事項のすべてを「Comply or Explain」とするのではなく、
  - ① 遵守しない場合に説明を求める項目(「~すべきである」と、
  - ② 先進的な取組みや、現時点では一律に懲憑することが適切とは言えない事項など、遵守しなくとも説明を求めない項目(「~することが望ましい」/「~することが考えられる」等)とに、書き分けることが考えられるのではないか。

- 「機関投資家」によるコードの受入れ状況を可視化し、その周知性を高める観点から、コードを受け入れる「機関投資家」に対しては、
  - ・ 「コードを受け入れる旨」及び「各原則の遵守状況(遵守しない原則がある場合には、その理由の説明)」を自社のウェブサイトで公表することと、
  - ・ 当該公表内容を金融庁に通知することを求めることが考えられるのではないかと。  
その上で金融庁がリストを公表することとしてはどうか。
  
- また、議決権行使結果など別途定期的な公表が必要となる事項については、
  - ・ これを自社のウェブサイトで公表することと、
  - ・ その公表 URL を金融庁に通知することを求めることが考えられるのではないかと。  
その上で金融庁が URL リストを公表することとしてはどうか。

## [定期見直し]

- 「日本版コード」について、その実施状況等を踏まえつつ、更にその内容の改善等を図っていくことが考えられる。

こうした点に鑑み、「日本版コード」については、「定期的に見直しを実施する」旨を、コードに記載することが考えられるのではないかと（例えば、3年程度か）。

（注）「英国コード」も、定期的（2年毎）に見直すこととされている。

## [その他]

- 「ルールベース」の規律が一般的な日本においては、一見当たり前のような内容が多い「プリンシプルベース・アプローチ」は軽視されがちではないかと懸念がある。

こうした点に鑑み、「日本版コード」では、「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を、コードに記載することが考えられるのではないかと。

「プリンシプルベース・アプローチ」の意義は、一見当たり前の原則（プリンシプル）であっても、関係者がその趣旨・精神を改めて共有し、再確認したうえで、各自、自らの活動が（形式的な文言ではなく）その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断するというところにある、と考えてよいか。

- 機関投資家と投資先企業との建設的対話を促進するためには、機関投資家側の努力だけではなく、企業側の努力も重要であると考えられる。

このため、「日本版コード」では、「企業側にも、株主総会議案について投資家側が十分に検討し得る期間を確保するなど、建設的対話に向けた取組みを期待する」旨を、コードに記載することが考えられるのではないかと。

## 各 論（コード「各原則」）

○ 「日本版コード」の原則・指針策定にあたって、どのような点に留意すべきか。

### ■ 原則 1について

#### <「英国コード」の概要>

原則 1：機関投資家はスチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を開示すべきである。

指	① 最終受益者・顧客にとっての価値を増大・保全するためにスチュワードシップをどのように適用しているのか、についての方針を開示すべき
	・ 当該方針は、インベストメント・チェーン内における各機関投資家の業務と当該業務に伴う責任を反映 ・ 当該方針では、投資プロセスを広めに捉え、その中でスチュワードシップを統合的なものとするための工夫について記述
針	② 業務を外部委託している場合、自らのスチュワードシップ責任の適切な発揮にどのように合致するのか説明すべき。また、自らのスチュワードシップのアプローチと一致する方法で外部委託業務が実行されるよう、どのような手段を講じたのか説明すべき

➤ 基本的に「英国コード」の枠組みを活用することで問題ないか。

ー [上記②]：資産保有者（アセット・オーナー）が資産運用者（アセット・マネージャー）に業務を外部委託する場合や、機関投資家が議決権行使助言会社・投資助言会社に業務を外部委託する場合の留意点も含め、「英国コード」の枠組みを活用することで問題ないか。



## ■ 原則2について

### <「英国コード」の概要>

原則2：機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。

指

① 顧客・受益者の利益を第一として合理的な範囲内であらゆる行動をとることを目指し、利益相反を特定して管理するための方針を策定、公表すべき

針

・ 顧客又は受益者間での利益が互いに一致しない場合にどのように対処するのかについて説明すべき

➤ 基本的に「英国コード」の枠組みを活用することで問題ないか。

ー 前回会合（第2回）におけるヒアリングでは、「本原則（利益相反の管理）については、概ね対応できている」旨の意見。

## ■ 原則3について

### <「英国コード」の概要>

**原則3：機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。**

- |  |   |
|--|---|
| 指<br>針   | ① 不断のモニタリングを実施し、定期的の実効性をチェックすべき   |
|  | ② モニタリングに当たり、以下を追求すべき   |
|  | (a) 会社業績の最新状況の把握  |
|  | (b) 会社の価値、リスクを左右するような会社内外の状況変化の最新状況の把握  |
|  | (c) 会社内に実効的なリーダーシップが存在することの確認   |
|  | (d) 取締役等との面談を通じた会社の取締役会・委員会のコーポレート・ガバナンス・コードとの整合性の確認                              |
|  | (e) 会社の開示・会計情報の品質の検討  |
|  | (f) 適切かつ実務的に可能な場合、自身が主要株主である会社の株主総会への参加   |
|  | ③ コーポレート・ガバナンス・コードから乖離した場合に会社が行う説明については、慎重に検討し、合理的に判断すべき。会社スタンスに同意できない場合の対話の準備すべき |
|  | ④ 投資価値に大きな損失をもたらすおそれがある事象の早期把握すべき。そうした懸念を有する場合には、投資先企業の経営陣と認識を共有すべき               |
| ⑤ インサイダーとなるよう希望することも、そうならないよう希望することも可能。インサイダーになっても構わない場合には、その意思・方法を明示すべき |   |

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用しつつも、以下の点で修正を行うことが考えられるのではないか。
- － [原則3]：「日本再興戦略」では、「企業の持続的な成長を促す観点から、『日本版コード』を策定すべき」旨が示されていることに鑑み、原則3の本体において、「機関投資家は、投資先企業の持続的成長を促すとの観点も踏まえ、投資先企業をモニタリングすべきである」と、記載することなどが考えられるのではないか。
  - － [上記②]：「英国コード」のように個別のモニタリング項目を細かく列挙することについて、どのように考えるか。
    - ・ 個別のモニタリング項目を細かく列挙すると、かえって列挙項目のみに注力すれば足りるとの誤解を与えるおそれがあるのではないか。
    - ・ 投資先企業のモニタリングに当たり、様々な項目が考えられる中でどれに注目すべきかは、コードにおいて個別列挙するのではなく、機関投資家自身の判断で行うべきと考えられるのではないか。
  - － [上記⑤]：インサイダー情報（「未公表の重要事実」）の取扱いについて、「英国コード」はインサイダーになることを希望する特定の株主に選択的開示を行うことを想定しているが、前回会合（第2回）におけるヒアリングでは、「株主平等の観点等から、インサイダーになることを希望することはない」旨の意見。

「日本版コード」では、こうした点を踏まえた記載を行う必要があるのではないか。

## ■ 原則4について

### <「英国コード」の概要>

**原則4：機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていく（escalate）のかにつき、明確なガイドラインを持つべき**

指	① どのような場合に積極的に「関与」（intervene）を行うのかを明示すべき
	・ 「関与」を行おうとする場合の例としては、会社の戦略、業績、ガバナンス、報酬、リスク（社会問題・環境問題に関連するリスクを含む）へのアプローチに対して懸念を有する場合が挙げられる
	② 「関与」を行った場合における結果を定期的に評価すべき
	③ 「関与」は、アクティブ/パッシブの運用方針に関わらず、検討すべき
針	④ 「関与」を行ったにもかかわらず会社が建設的に対応しない場合、例えば下記の方法で活動を強化するか検討すべき
	(a) 懸念事項のみに特化した議論のための経営陣との追加的な会合
	(b) 会社のアドバイザーを通じた懸念の表明
	(c) 取締役会議長その他の取締役との会合
	(d) 事項を特定し、他の機関投資家と協調した関与
	(e) 株主総会への意見公表
	(f) 株主総会への議案提出、意見表明
(g) [臨時] 株主総会の招集要求、必要に応じた経営陣の交代提案	

- 「英国コード」のように、投資先企業への関与（intervene）の結果を踏まえ、投資先企業に対する関与を更に「強めていく」（escalate）ことについてどのように考えるべきか。
  - ー [原則4]：「日本版コード」では、投資先企業に対する関与の結果を踏まえ、更に関与を「強めていく」ということよりも、「投資先企業との間での目的を持った対話を通じた『認識の共有』や『問題の改善』に努めることに重きを置くべき」旨を、記載することが考えられるのではないか。
    - ・ 前回会合（第2回）におけるヒアリングでは、「投資先企業において問題が生じた場合等には、より十分な説明を求める等の対応を図っているが、投資先企業に対する関与を更に『強める』といった対応は行っていない」旨の意見。
  - ー [上記④]：「英国コード」のように投資先企業への関与の方法を細かく列挙することについて、どのように考えるか。
    - ・ 投資先企業への関与の方法を細かく列挙すると、かえって形式的な対応を招くおそれがあるのではないか。
    - ・ 投資先企業への関与に当たり、様々な方法が考えられる中でどの方法をとるべきかは、コードにおいて個別列挙するのではなく、機関投資家自身の判断で行うべきと考えられるのではないか。
- むしろ、「日本版コード」では、「実際の局面に応じて、どのような方法で投資先企業への関与を行っていくかについて、明確な方針を持つべき」旨を、コードに記載することが考えられるのではないか。

## ■ 原則5について

### <「英国コード」の概要>

原則5：機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。

指

① 集团的エンゲージメントに関する方針を開示すべき

針

② 当該方針では、必要な場合には他の投資家と協調して行動する用意がある旨を明らかにすべき  
また、どのような場合に集团的エンゲージメントへの参加を検討するかについても明らかにすべき

➤ 「英国コード」のように、他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して行動を起こすことについては、必ずしも日本の実情には馴染まないのではないか。

ー 前回会合（第2回）におけるヒアリングでは、

- ・ 「投資家間においては、個別の投資先企業に関する具体的な課題ではなく、議決権行使にあたっての一般的な考え方などについて、意見交換を行っている」旨の意見。
- ・ 「他の投資家と協調して個別の投資先企業に対して何らかの行動を起こすことについては、投資先企業との信頼関係の維持や秘密保持の必要性等の観点から、実務では行われていない」旨の意見。

## ■ 原則6について

### <「英国コード」の概要>

**原則6：機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。**

指	① 全ての保有株式について議決権を行使するよう努めるべき。自動的に取締役会に賛同すべきでない積極的な対話で満足いく結果が得られない場合には、議案に対し棄権又は反対票を投じるべき
	② 議決権行使記録を公に公開すべき
針	③ 議決権行使の助言サービスを利用する場合には、その旨を開示すべき。また、その利用範囲・業者名の明示、当該業者の推奨にどの程度準拠し、依存・活用しているのか、を開示すべき
	④ 貸株とその返済についてのアプローチを開示すべき

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用することで問題ないか。
  - － [原則6]：議決権行使の「方針」については、「明確なものであること」に加え、「単に形式的な基準のみを定めるのではなく、投資先企業の持続的成長に資する『方針』となるよう工夫すべき」旨を、コードに記載することが考えられるのではないか。
  - － [上記②]：議決権行使結果の公表について、「英国コード」でも個別の開示までは求めていないが、「日本版コード」ではどのように考えるか。
    - 前回会合(第2回)におけるヒアリングでは、
      - ・ 英国では、「約65%の運用機関が議決権行使結果について何らかの形で開示を行っているが、投資先企業の個社別に開示を行っているのは約44%」との報告。
  - － [上記③]：議決権行使について、「外部の議決権行使助言会社を利用する場合でも、その推奨に機械的に依拠するのではなく、投資先企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断で行うべき」旨を、コードに記載することが考えられるのではないか。

## ■ 原則7について

### <「英国コード」の概要>

原則7：機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

指 針	① スチュワードシップ活動に関する明確な記録を保持すべき
	② アセット・マネジャーは、顧客・受益者に対し、責任をどのように果たしているか定期的に報告すべき
	③ アセット・オーナーは、少なくとも年に1度、スチュワードシップの方針とその実行について、自らが責務を負う相手方に報告を行うべき
	④ アセット・マネジャーは、自らのエンゲージメント・議決権行使プロセスについて、独立した意見[保証報告書]を取得すべき。保証報告書を取得した場合、その旨を開示すべき。顧客の要求があれば、当該保証報告書は提供されるべき

- 基本的に「英国コード」の枠組みを活用しつつも、以下の点で修正を行うことが考えられるのではないか。
- － [上記②、③]：委託者への「報告」を基本としつつも、実務的には、例えば、委託者自身が「報告不要との意思を有している」場合や、最終的な受益者に「個別に報告する手段が存在しない」場合などが想定されることを踏まえれば、このような場合には、個別の「報告」ではなく、一般に公開可能な内容を「公表」することを念頭に置いた記載が必要となるのではないか。
  - － [上記④]：保証報告書の取得については、英国においても実態上ほとんど行われていない模様。この点に鑑みれば、「日本版コード」においても、保証報告書の取得を求める旨の記載は必要ないのではないか。



## ■ 「日本版コード」独自の原則について

- 「日本版コード」独自の原則として、どのようなものが考えられるか。
  - ・ 前回会合（第2回）では、「企業と実りある対話を行うためには、投資家側も相当程度の見識を持つことが重要である」旨の意見。
  - ・ これを踏まえ、「日本版コード」独自の原則として、例えば、「投資先企業の持続的成長につながるよう『高い見識』と『深度ある理解』に基づき『適切な対話と判断を行うための力』を持つべき」旨を、盛り込むことなどが考えられるのではないか。
  - ・ その際、当該原則の指針として、
    - － 投資先企業や投資先企業が属する業種についての深度ある理解に努めるべき旨、
    - － 高い見識と深度ある理解に基づき、適切な対話と判断を行うため必要な「体制整備」を行うべき旨、
    - － 自らの対話と判断が適切であったか否かについての「事後的検証」を行うべき旨、などを記載することが考えられるのではないか。
- 上記の例示のほかに、どのようなものが考えられるか。