

## 「責任ある機関投資家の諸原則」(案)

《日本版スチュワードシップ・コード》

## 主なパブリックコメント(和文)の概要及びそれに対する回答案

No.	コメントの概要	回答案
<b>●タイトル</b>		
1	上段のタイトルを責任ある機関投資家の「行動原則」とすることを提案したい。下段のタイトルは、日本版という表記は不要ではないか。	ご指摘のとおり、本コードは機関投資家の「行動原則」としての側面が多いものの、行動以外にも、例えば原則7では「実力を備える」ことが求められていること、また、英国版コードのタイトルも“UK Stewardship Code”とされていること等から、タイトルは原案どおりとさせていただきます。
<b>●前文</b>		
<b>▼スチュワードシップ責任について</b>		
2	スチュワードシップとは、英国における伝統的慣行としての「信託」概念に基づく「受託者責任」である。つまり、機関投資家に対する最終的な受益者の信託の中身は、あくまで「投資資産の最善の管理(その受託者責任)」であって、「企業の持続的成長」は、あくまでその結果として実現されるものと考えられる。このため、スチュワードシップ責任の中に、「企業の持続的成長を促すこと」は含ませない方が良いのではないか。	ご指摘のとおり、機関投資家の最終的な目標は、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にありますが、本コードは、そうした中長期的な投資リターンの拡大のために、「目的を持った対話」等を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すことが重要であるとの考え方を示そうとするものです。したがって、本コードにおけるスチュワードシップ責任の説明では、こうしたひとまとまりの考え方を省略することなく、記載する方が望ましいのではないかと考えます。
3	潤沢な資金等を持つ投資先企業が有望な投資機会を見出せない場合等に、株主還元のための自社株買いや増配等を行うことで、ミクロ的に投資家の利益となるケースも少なくない。加えて、低成長企業からの積極的な株主還元と、同資金が還流する形での成長企業への資金供給が、マクロ的にも金融市場全体としての資本の適正配分に資するのではないか。	ご指摘のとおり、投資先企業に直接的な利益還元の拡大を求めることは、状況に応じて、スチュワードシップ責任を果たすことと整合的な場合とそうでない場合とがあると考えます。本コードは、機関投資家が直接的な利益還元の拡大を求めることを一概に否定するものではなく、むしろ何が本当にスチュワードシップ責任を果たすことにつながるのか、個々の機関投資家が実質的に判断することが重要と考えるものです。

4	<p>英国コードでは、「保有株式売却が顧客・受益者の最善の利益に適うと考えられる場合に、当該売却を妨げるものでもない」旨が記載されている。当たり前のことではあるが、一般人の適切な理解のため、売却の可能性があることについては記載しておくことが適切ではないか。</p>	<p>保有株式の売却に関しては、ご指摘を踏まえ、本コードの一部修正を行いました。 (注)具体的には、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趣旨ではない旨を前文において新たに脚注に追加しました。</p>
<b>▼「目的を持った対話」とは</b>		
5	<p>短期運用の視点でエンゲージメントをすると、短期的利益の極大化に走り、長期的な企業価値創造に反する場合も想定されるのではないか。「目的を持った対話」の範囲や目的について、当事者間で現時点において共通理解がないため、「当該企業の中長期の企業価値向上に資する目的を持った対話」などと解釈指針で明示してはどうか。「目的を持った対話」の「目的」とは何を指すのか明確にして欲しい。</p>	<p>対話の「目的」については、指針4-1において、「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」である旨を記載しておりますが、ご指摘を踏まえ、原則1においても、同様の記載を新たに脚注に追加することにより、更に明確化を図ることとしました。</p>
<b>▼スチュワードシップ活動に伴うコストの負担</b>		
6	<p>スチュワードシップ活動の最終目的が、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大にあるならば、スチュワードシップ活動の実施に伴うコストは、顧客・受益者が負担すべきものと考えられるのではないか。スチュワードシップ活動の実施に伴う「適正」なコストの水準について、今後目線合わせをしていく必要があるのではないか。</p>	<p>機関投資家による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リターンの拡大を目指すものです。したがって、ご指摘のとおり、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであると考えており、そういった意識を機関投資家と顧客・受益者の双方において共有することが重要であると考えます。</p>
<b>▼機関投資家の範囲</b>		
7	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 海外機関投資家は、本コードの対象となる機関投資家に含まれるのか。</li> <li>・ 国内機関投資家による外国企業投資は、本コードの対象とならないと考えてよいか。</li> </ul>	<p>本コードは、基本的に「日本の上場株式に投資する機関投資家」を念頭に置いており、これには海外の機関投資家も含まれます。このため、本コードの英語版も作成しており、海外の機関投資家による本コードへの受入れ表明も歓迎いたします。</p> <p>なお、外国の上場株式に投資する国内機関投資家については、基本的に念頭に置いていませんが、本コードの趣旨に賛同し、これを受け入れていただくことを排除するものではありません。</p>
8	<p>本コードの受入れ表明をした機関投資家について、金融庁がリスト形式で公表を行うとしているが、当該リストがあたかも優良な機関</p>	<p>本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものであり、例えば、運用規模や運用方針(長期運用であるか短期</p>

	投資家の一覧と誤解され、債券運用への特化、短期売買中心の運用を行っている等の理由により、本コードにサインしない機関投資家が不利益を被ることを懸念。当該リストの公表の際には、スチュワードシップの目的が正確に伝わるよう配慮いただきたい。	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)などの違いによって、本コードの履行の態様が様々に異なり得る旨を前文9. において明記していますが、ご指摘を踏まえ、その点について誤解のないよう、リストの公表時を含め、適切に周知してまいります。
<b>●原則2(利益相反の適切な管理)</b>		
9	指針2-2の脚注で利益相反の具体的な例を挙げることを提案。利益相反の範囲は広いかもしれないが、行動原則として重要な部分なので、より具体的な指針を与えておくことが必要ではないか。	ご指摘のとおり、利益相反を適切に管理することは、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たす上で非常に重要です。 他方、利益相反の具体例を列挙すると、却って形式的な対応を招くおそれもあると考えられます。このため、本コードでは、敢えて、具体的な列挙は控えることとさせていただきます。
10	指針2-2において、「顧客・受益者の利益を第一として行動するために必要な措置として」と記述されているが、このような間接的な記述にとどめるのではなく、「機関投資家は、受託者として顧客・受益者の利益をもっぱら図ることが求められている」旨を原則2の指針の冒頭で明示することが適当ではないか。	ご指摘を踏まえ、指針2-1の冒頭において、機関投資家は、「顧客・受益者の利益を第一として行動すべき」旨を明記することとしました。
<b>●原則3(投資先企業の状況の的確な把握)</b>		
11	モニタリング項目について、英国版のように、各指針でより具体的な内容を記載する必要があるのではないか。	把握すべき投資先企業の状況については、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、自らの運用方針や個別の投資先企業の特性等に応じて、自ら判断することが重要であると考えます。 このため、指針で現在記載している以上に個別の項目を詳細に列挙すると、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、敢えて具体的な列挙は控えることとさせていただきます。
12	小規模な機関投資家等にとっては、公表されている情報以上の特別な情報を把握することは困難であるため、「的確に把握すべき」という言葉は「正確に観察すべき」に修文すべきではないか。	本コードの原則3は、機関投資家が投資先企業の状況を把握するに当たり、一般に知りえない特別な情報の取得までも求める趣旨ではありません。 また、ご提案の「モニタリング」という言葉の使用については、本検討会の議論において、投資先企業を一方的に「監視する」とのニュアンスがあり、本コードの趣旨に照らして必ずしも適切ではないとの意見があったところです。
13	単に「企業の状況を的確に把握」するだけにとどまるのではなく、次の行動に進むことも含まれるよう、より直接的な「モニタリング」と	なお、ご指摘のように、機関投資家が投資先企業の状況を把握した後、必要に応じ

	<p>明確に記載すべき。</p>	<p>て、次の行動を起こすことは想定される場所ですが、原則3と原則4の区別を明確にする観点から、原則3では「把握」までにとどめ、これ以降の行動については原則4の指針4-1にまとめて記載しています。</p> <p>いずれにせよ、投資先企業の状況を具体的にどのように「的確に把握」するかについては、個々の機関投資家が状況に応じて自ら判断することが求められます。</p>
<p><b>●原則4 (建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)</b></p>		
<p>14</p>	<p>原則4では、平時より「目的を持った双方向の対話」、「認識の共有」、「問題の改善」を求めている。こうした行動パターンはアクティビスト等に該当するが、全ての機関投資家に対して、この特定の運用スタイルを求めることは、本コードの本意ではないと推察する。したがって、本原則は非常時レベルの規定であることが分かるように修文すべきではないか。</p>	<p>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、より十分な対話を求めるべき(指針4-1後段)と考えられますが、本コードは、そうした場合においてだけ対話を求めているわけではありません。むしろ、企業に問題がある場合にだけ対話するというスタンスの大きな転換を求めるものです。特定の問題を抱えていない企業とも対話を行い、例えば、企業の中長期的なビジョンについて意見交換することにより、機関投資家と投資先企業の双方において、短期的視点に偏らない投資先企業の持続的な成長に向けた取組みが促進されるものと考えます。</p> <p>ただし、対話先の選定は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて判断すべきであり、いたずらに対話の数を積み重ねるなど、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることは避けるべきであると考えます。</p> <p>他方、企業側においても、機関投資家から対話を申し込まれたからといって、必ずしも自身が問題視されているわけではないという発想に立って対応していただきたいと考えます。</p>
<p>15</p>	<p>指針4-1のように、「より十分な説明を求める」だけでは、場合によっては不十分であるため、必要に応じて強硬な手段に訴えることが必要ともなり得る。選任(再任)議案への反対や解任を求める株主提案が選択肢として法律上も規定され、場合によっては行使されるべきであるのに、このような緊張関係が根底にある事実から目をそむけて、「あいまいな」表現でぼかしているのは適当ではない。</p>	<p>本コードは、投資先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、まずは当該企業に対してより十分な説明を求めるなど、当該企業と更なる認識の共有を図るべきであるとしています。</p> <p>その上で、ご指摘のとおり、「より十分な説明を求める」だけでは不十分な局面もあり得るため、個々の機関投資家において、自らのステュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しい「問題の改善」の仕方を工夫・判断していただきたいと考えます。こうした点を踏まえ、本コードは、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、(公表を求めているものではありませんが、)あらかじめ明確な方針を持つべき旨を記載しています(指針4-2)。</p>

16	<p>素案の指針4-3の注釈6(最終版では注釈10)における、未公表の重要事実を「受領する場合」という表現について、「する」とした場合、インサイダー取引規制との関係において、機関投資家は積極的に未公開情報を取りに行くという印象を与えるため、偶発的に受領する場合のみを想定する観点から「受領した場合」に修正すべきではないか。</p>	<p>素案の指針4-3の注釈6(最終版では注釈10)は、未公表の重要事実の偶発的な受領だけに限らず、機関投資家が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しようとする場合も想定しています。しかし、ご指摘のとおり、機関投資家に対して積極的に未公開情報を受領することを奨励するような印象を与えてしまうことは望ましくないため、同指針の冒頭に、「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」旨を新たに加筆しました。</p>
<p><b>●原則5(議決権行使方針の公表と行使結果の公表)</b></p>		
17	<p>議決権の行使結果を要約せずにそのまま公表することも、スチュワードシップ責任を果たすために適切な場合もあると考えられる。このため、議決権の行使結果を公表する形式は、機関投資家の合理的な裁量に委ねるべきではないか。</p>	<p>ご指摘のとおり、個々の機関投資家において、「議決権の行使結果を要約せずにそのまま公表」することが、自らのスチュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しいと判断される場合には、そうすることを妨げている趣旨ではありません。</p>
<p><b>●原則7(投資先企業に関する深い理解に基づく対話と判断)</b></p>		
18	<p>「実力」は解釈の幅が広い用語であり、「対話と判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべき」等のように明確化していただきたい。  (他 同旨2件)</p>	<p>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るためには、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のみならず、他の投資家との意見交換等を通じて見識を高めることなど、様々な方法が考えられます。こうした中、機関投資家がどのように実力を備えていくかについては、個々の投資家において、自らのスチュワードシップ責任を実質的に果たす上でもっとも相応しい方法を工夫・判断していただきたいと考えます。</p>
<p><b>●その他</b></p>		
<p><b>▼検査・監督の対象か否か</b></p>		
19	<p>本コードの受入れは、機関投資家の自主的な判断に基づくものであることから、検査・監督で日本版スチュワードシップ・コードの遵守状況が確認されることはないとの認識でよいか。  (他 同旨2件)</p>	<p>本コードが採用する「プリンシプルベース・アプローチ」の意義は、記載された文言を逐語的に追いこれを形式面で満たすといった対応ではなく、個々の機関投資家が、自らの活動について、本コードの「趣旨・精神」に照らして真に適切なものとなるよう工夫していくことにあります。  本コードの定着を図るに当たっては、検査や監督の直接の対象として位置付けるのではなく、より主体的・能動的な対応を促していくことに重点を置くべきものと考えます。</p>

▼法的論点	
20	<p>複数の投資家が一定の共通方針をもって企業に対話等で物申すことは共同支配行為に当たり大量保有報告等の対象となると考えてよいか。</p>
	<p>大量保有報告制度における「共同保有者」に該当するためには、「株主としての議決権その他の権利」を行使することを合意している必要があります。</p> <p>この点、「株主としての議決権その他の権利」とは、「議決権の他、株主提案権、議事録・帳簿閲覧権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権など、株主としての法令上の権利」を指しており、法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意にすぎない場合には、基本的に「共同保有者」には該当しないと考えられる旨を、金融庁が公表している「Q&amp;A」において、新たに記載を追加することとしました（第4回検討会における議論）。また、必要に応じ、更なる解釈の明確化が図れないかについても、引き続き検討してまいります。</p> <p>なお、当該「Q&amp;A」の内容を含め、日本の既存の法制度との関係で生じる論点に関し、改めて一覧性のある形で解釈を示し、その明確化を図る観点から、金融庁において「日本版ステューワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表することとしました。当該「考え方の整理」については、本コードを手にする読者が参照することができるよう、前文に脚注を新たに追加し、金融庁のホームページアドレス(<a href="http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf">http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf</a>)を記載しています。</p>
▼企業側のステューワードシップ責任	
21	<p>・ 機関投資家側だけでなく、企業側にも機関投資家との建設的な「目的を持った対話」について、真摯に対応する旨の内容を追記すべきではないか。</p> <p>・ 日本においても「コーポレート・ガバナンス・コード」を策定すべきではないか。</p> <p style="text-align: right;">(他 同旨5件)</p>
	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>なお、対話は双方向で行われるものであることから、ご指摘のとおり、機関投資家による建設的な「目的を持った対話」の実施に当たっては、企業側にも真摯に耳を傾けて対応していただくことを期待しています。</p>