

事務局説明資料

2024年11月18日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. 第1回有識者会議での主な意見

II. 実質株主の透明性

III. 協働エンゲージメント

IV. ご議論頂きたい事項

第1回有識者会議での主な意見①

コーポレートガバナンス改革全般

- この10年で取締役会での議論が、資本市場からの見え方を意識した内容に変化しつつある。
- サステナビリティ・トランスフォーメーションをビジネスモデルにどのように帰着させ、企業価値向上につなげるか、統合した議論をすることが重要。
- 対話の件数は増えたが、未だPBR1倍未満のプライム企業数は多く、十分な市場評価を得られていない。
- 中長期的な成長資金が、日本企業への投資へ向かっていない。

スチュワードシップ活動の実質化

- 一部で形式的な対話が行われており、建設的な目的を持った対話になっていない。
- 対話の実質化が、議決権行使の実質化につながっているのか、あらためて確認すべき。
- 原則6(スチュワードシップ責任をどのように果たしているかの報告)等の適切な箇所に、機関投資家による開示を追記することも検討すべき。
- アセットオーナーによるスチュワードシップコードへの賛同が増えるべき。報酬によるインセンティブ付けや協働エンゲージメントといった取組みをいかに拡充していくかが重要。
- スチュワードシップコードの遵守状況/活動状況をモニタリングすべき。
- アセットオーナー、アセットマネージャー、企業から成功事例や失敗事例を集め、何が好事例かを共有することで、それに向けて研鑽を積むことが出来るのではないか。
- パッシブ運用の機関投資家は、アクティビストから投資先企業への提案やTOBに対して、自らの賛否を表明する形で投資先企業の企業価値向上に貢献していくべき。
- リソースやコスト面に関し、最終受益者も含めたインベストメントチェーン全体での最適化を行うべき。
- 依然として政策保有株式の存在が大きく、実質的なエンゲージメントの実効性を阻害しているのではないか。

第1回有識者会議での主な意見②

協働エンゲージメント

- 投資家ごとに投資哲学や運用目的が異なり、協働エンゲージメントを必要としない投資家もいるので、**対話の手法の一つと位置づけ、建設的な対話が阻害されないようにするべき。**
- 協働エンゲージメントを円滑に進めるためには、**投資家間で投資哲学や投資期間が近いことが重要。**他方、事業戦略等の改善策などのように投資家間の認識が異なるものを扱うことは難しい。
- 協働エンゲージメントについて、中立的に**必要に応じて活用できる選択肢として提示してはどうか。**
- 多数の協働エンゲージメントのイニシアティブに参加するよりも、**自らがより貢献できる少数のイニシアティブ選択し、積極的に関与することが重要**ではないか。
- 協働エンゲージメントによって**企業に対して過度な圧力がかかる懸念もある**ので、当局に相談できる仕組みを設けることも検討すべき。

実質株主の透明性

- 対話の質を継続的に向上させる観点から、**実質株主の透明性の向上は重要。**
- 企業として**自社の株式を保有する投資家の考え方や保有状況を把握する必要**があり、現状は多大なコストをかけて調査しているが完全には捕捉できない。本来は法改正で投資家に回答義務を定めるべきだが、それまでの間はコードで手当すべき。
- 実質株主の把握には海外投資家の協力は不可欠であり、**企業が確実に把握できるように態勢整備をすべき。**
- 企業の問い合わせに**都度回答をするのは投資家の負担が大きく**、回答先の真正性が確認できないとフィデューシャリー・デューティーの観点から投資家は回答できない。

スチュワードシップ・コードのスリム化

- スリム化によって、**コードが「骨抜き」**になったり、署名者のスチュワードシップに対する**全体的な期待が低下したりすることはあってはならない。**
- **コードの注記について、自明のものを削除するなど検討を行うべき。**
- 原則2(機関投資家の利益相反管理)と原則7(機関投資家の実力の整備)を統合し、他の課題も含めて「**機関投資家のガバナンス**」という形で整理することも一案。

第1回有識者会議での主な意見③

その他

- スチュワードシップ・コードが株式以外の資産への投資にも適用される旨をより具体的に記載することも検討すべき。
- 発行体のみではなく、行政やサービス提供者を含めた広い相手方と対話することが考えられる旨を明記することも検討すべき。
- 機関投資家による機関投資家向けサービス提供者に対する働きかけについてどのように位置づけるか検討すべき(原則8、指針5-4関連)。
- 議決権行使助言会社について、対話の質に対する不満や、そもそも対話が行えず評価に偏りがあるといった指摘が相次いでいる。
- 議決権行使助言会社が、ROE水準など多くの形式的要件によって機械的に推奨判断を出していることが、企業に安易な自社株買いなどの対応に走らせるというような企業行動に大きなプレッシャーを与えているのではないか。
- ESG情報がスチュワードシップ活動に及ぼす影響が高まっていることを踏まえ、ESG情報提供者に署名を求めていくことも一案。

I. 第1回有識者会議での主な意見

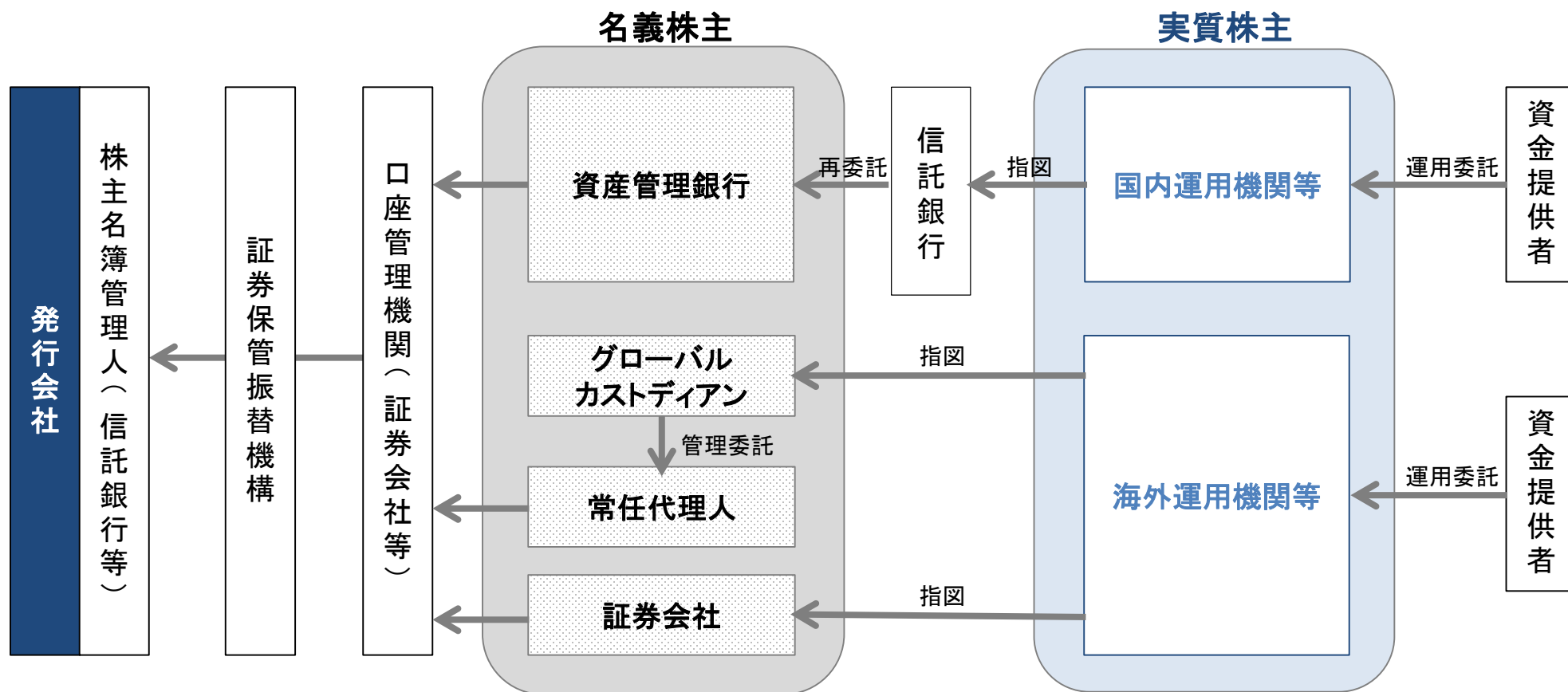
II. 実質株主の透明性

III. 協働エンゲージメント

IV. ご議論頂きたい事項

機関投資家の株主名簿管理における関係者

- 株主名簿管理には、多数の関係者が関与。金融機関（銀行・生損保等）・事業会社・個人等が株式を保有する場合には、株主名簿上の株主が実質株主（議決権指図権限や投資権限を有する者）となるが、その他の場合には実質株主である機関投資家の名前は株主名簿に登場しない。
- 多くの企業は国内外の株主判明調査を外部に委託して実施。



Ⅲ. 実質株主の透明性について

現行制度上、名義株主については、会社法上の株主名簿や有価証券報告書等の大株主の状況に関する開示を通じて、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が整備されている一方、当該株式について議決権指図権限や投資権限を有する者(以下「実質株主」という。)については、大量保有報告制度の適用対象(5%超)となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度が存在しない。

このため、企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社や他の株主が効率的に把握できるよう、諸外国の制度も参考に実務的な検討がされるべきとの指摘がされている²⁰。

諸外国の制度を概観すると、主として

- 米国のように、一定の運用資産を有する機関投資家に対して、定期的にその保有明細の公衆開示を求める制度や
- 欧州諸国のように、発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合に、その質問に対する回答を義務づける制度が存在する。

このうち米国の制度については、発行会社や他の株主のみならず、あらゆる者が機関投資家の保有明細を閲覧することを可能とするものであるため、市場の透明性向上に資する制度であると考えられるものの、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的に照らすと過剰な規制であるとの意見や、制度の設計次第では企業にとって必要な情報が開示されない場合があるとの意見が見られた。

これに対して、欧州諸国の制度は、発行会社に対して実質株主の保有状況を伝達するものであり、企業と株主・投資家の対話を促進するという目的により適うものといえる²¹。

このため、今後、関係者においては、欧州諸国の制度を参考に適切な制度整備等に向けた取組みを進めるべきである。具体的には、**まずは早急に、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することを**、またその後、そのような回答を法制度上義務づけることを、それぞれ**検討すべき**である²²。

併せて、こうした実質株主の把握プロセスを効率的にするための制度・運用のあり方についても検討されることが期待される。

20 近時、企業と投資家の建設的な対話の重要性が急速に高まっていることや、大量保有報告制度の実効性について課題が存在すること(上記「Ⅱ. 大量保有報告制度のあり方について」の「4. 大量保有報告制度の実効性の確保」)等に鑑みれば、発行会社や他の株主が実質株主とその持株数を把握するための制度が存在しないことは、我が国の資本市場における喫緊の課題であるとの意見も見られた。

21 他方、市場の透明性向上の重要性に鑑み、米国の制度を参考にした制度の導入についても引き続き検討すべきとの意見も見られた。

22 その際、企業が得た実質株主に係る情報の有価証券報告書等を通じた開示のあり方について検討すべきとの意見も見られた。

実質株主の判明に関する諸外国の制度①

米国

NOBO

Form 13F

制度・趣旨

- NOBO制度
- 本制度の目的は、名義株主と実質株主との間で、会社とのコミュニケーションの格差が生じることの緩和とされている。(注1)

- 1934年証券取引所法に基づく機関投資家による保有明細の開示(Form 13F)
- 本制度の目的は、①機関投資家の投資活動に関するデータの一元的な管理、②機関投資家の保有資産に係るデータを提供し、機関投資家が市場に与える影響及びその影響がもたらす公共政策への影響の検討を容易にすること、③市場の健全性に対する投資家の信頼の向上とされている。(注2)

概要

- 株主は、証券口座の開設時にOBO(Objeeting Beneficial Owners:会社に対して氏名・住所・証券持高の開示を拒否する株主)となるか、NOBO(Non-Objeeting Beneficial Owners:会社に対して前記情報の開示を拒否しない株主)となるかを選択することができる。
- 証券会社は、会社等の請求により、NOBOである顧客の前記情報の一覧(NOBO List)を会社等に提供しなければならない。

- 米国の証券取引所に上場されている株式に係る一任運用資産が1億ドル以上の機関投資家は、四半期ごとに、保有銘柄の名称・株式クラス・証券識別番号・株数・市場価格を記載した保有明細をSECに提出しなければならない(Form 13F)。
- 提出されたForm 13Fは、SECのウェブサイト(EDGAR)上において公開される。

(注1) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)41頁

(注2) SEC “Reporting Threshold for Institutional Investment Managers” Release No. 34-89290; File No. S7-08-20 (Jul 10, 2020), at 9

実質株主の判明に関する諸外国の制度②

英国

制度・趣旨

- 会社法793条に基づく開示請求制度
- 企業は株主の真の素性を知る権利を持つべきであるという理由から制度化(注1)

概要

- 公開会社は、議決権のある発行株式について実質的利害関係を有している者、又は実質的利害関係を有していると信じるに足る合理的理由がある者に対して、事実確認のための通知をすることができる。(793条1項)
- 通知を受けた者は、通知において指定された合理的な期間内に、実質的利害関係を有する(有していた)ことを認めるか否か、認める場合には、実質的利害関係を有する者を特定するに足る情報、保有数等の詳細な情報、他の実質的利害関係を有する者の有無等を提供しなければならない。(793条2項～7項)

開示制度

- 会社は、本制度によって判明した実質株主の情報を3日以内に登録株主名簿に加えて管理する必要があると同時に、public inspection の対象として開示する必要がある。(808条～)

実務フロー(注2)

- 793条に基づく通知は、まず株主名簿上の株主に対して発せられる。通知を受けた者が、その株式の唯一の実質的保有者である場合には、通常は、その者が唯一の実質的保有者である旨の返答がされ、調査が完了する。株主名簿上の株主以外に、その株式について実質的利害関係を有する者がいる場合には、複数回の通知が必要となることが多い。
- 793条の通知に相当する制度は、必ずしも企業が投資家とのエンゲージメントを円滑に行えるようにすることを目的としたものでないが、現在では、793条の通知の制度は、少なくともイギリス国内のカストディアン及び機関投資家にはよく知られているようである。会社は1か月に1回程度は793条に基づく通知を実施し、名目株主を通じて実質的保有者を把握することに努めているようであり、カストディアン・機関投資家も情報提供を拒絶することはほぼないようである。

(注1) 伊藤邦雄・尾崎安央総監修・経済産業省監修・あずさ監査法人編「持続的成長のための「対話」枠組み変革ー日本における企業情報開示と株主総会プロセス上の課題ー」(商事法務、2017)316頁

(注2) 商事法務研究会「令和元年度産業経済研究委託事業(持続的な企業価値の創造に向けた企業と投資家の対話の在り方に関する調査研究)(株主総会に関する調査)成果報告書」(2020年3月13日)72-73頁

実質株主の判明に関する諸外国の制度③

EU

制度・趣旨

- 2017年5月17日に成立したEU第2次株主権利指令(SRD II : The Shareholder Rights Directive II)^(注1)の3a条では、加盟国は、「会社が株主を特定する権利」を持つよう確保しなければならないとされている。
- 株主が株主権を行使するとともに、株主と会社が仲介機関を介さずに直接エンゲージメントを行うことを促進するためには、株主がだれであるかを会社が知ることが出発点となり、場合によっては会社から株主に対してアクセスする権利を認める必要があると考えられたため制度化。^(注2)

概要

- 加盟国は、会社又は会社が指名する第三者の要求に応じて、仲介機関が株主に関する情報を会社に遅滞なく伝達することを保証しなければならない。
- 議決権の一定割合以上を有する株主に限って株主特定の対象にすることもできるが、その閾値は0.5%を超えてはならない。
- 会社及び仲介機関が得た情報は情報保護法のルールに従って保護される。

(※) 2023年7月、欧州市場証券監督機構(ESMA)と欧州銀行監督機構(EBA)は、SRDIIの2017年改正項目の適用状況に関するパブリック・コンサルテーションの結果をまとめた報告書を公表。同報告書においては、①加盟国間で「株主」の定義が異なるため、実質株主(beneficial owners)を含めた統一的な定義付け・規制を検討すべき、②株主を特定する権利が及ぶ有価証券の範囲が不確定であるため、その範囲を明確化すべき、③発行体・振替機関・他の仲介機関間のコミュニケーションに関する統一的な規制要件・フォーマット整備が不十分であるため、これを明確化すべき、④0.5%を超えない範囲での閾値の設定に当たっては、発行体・株主間の対話促進の観点から賛成・反対双方の意見が寄せられたこと、⑤保有割合等に応じた株主情報請求のカスタマイズ、等が記載されている。

(注1) Directive (EU) 2017/828 of the European Parliament and of the Council of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement

(注2) 神作裕之「企業の持続的成長と会社法・金商法上のいくつかの論点—欧州からの示唆—」商事法務2198号(2019)20頁、Directive (EU) 2017/828, supra note 1, Paragraph 4.

I. 第1回有識者会議での主な意見

II. 実質株主の透明性

III. 協働エンゲージメント

IV. ご議論頂きたい事項

金融審議会 市場制度ワーキング・グループ・資産運用に関するタスクフォース報告書(2023年12月12日)(抜粋)

- 金融審議会「資産運用に関するタスクフォース」において、スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みについて議論が行われ、2023年12月に公表された報告書において、協働エンゲージメントの促進等について提言。

V スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

インベストメント・チェーンの中核的な役割を担う機関投資家には、投資先企業と対話(エンゲージメント)を行い、中長期的な視点から企業価値の向上を促すスチュワードシップ責任を果たすことが求められている。その際、画一的な数値基準や議決権行使助言会社の助言等に基づく形式的・一律の対応ではなく、個別の企業の事情に対する深い理解に基づくエンゲージメントが行われる必要があり、そうした活動に対して適切なインセンティブが働くよう、インベストメント・チェーンを通じてスチュワードシップ活動に係るコストシェアリングを行い、政策的な後押しを含めた環境を整備していくことが重要である²⁶。

こうしたエンゲージメントを通じたスチュワードシップ活動の実質化に向けては、機関投資家がスチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、自らの置かれた状況(規模・運用方針等)に応じた対応を促進することが重要である。機関投資家がそのような対応をより積極的に行うようになるためには、一方で、機関投資家がスチュワードシップ活動を行うことで得ることのできるベネフィットの増加が有用であり、他方で、そうした活動に要するコストの削減も有益である²⁷。こうしたことを踏まえ、質的・量的なリソースを補い、コストを低減する観点から、協働エンゲージメントの取組みを積極的に活用することも有用である²⁸。

そうした方向に向けた具体的な取組みの事例として、一部のアセットオーナーにおいては、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル(通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系)を採用し、市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目指す動きも見られる。また、複数の投資家が協働して企業に対して対話を行う協働エンゲージメントの取組みや、複数のアセットオーナーが協働して運用機関をモニタリングする取組みが見られる²⁹。こうした様々な取組みを行う投資家の厚みが増すことにより、スチュワードシップ活動の実質化がより一層進展していくことが期待される³⁰。

26 実質的なエンゲージメント活動を促進できるよう、企業の実情に対する深い理解に基づくエンゲージメントを実現するための具体策についても検討が進められるべきであるとの意見があった。

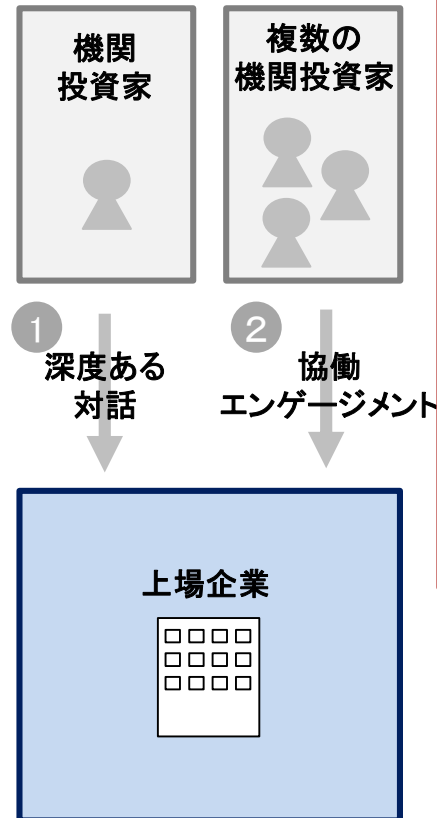
27 スチュワードシップ活動にかかる報告業務等を含めたコスト負担について、過度とならないことや、そのコストについて適切に報酬に含まれることも必要ではないかとの意見があった。

28 議決権行使助言会社にも、スチュワードシップ・コードに基づく体制整備等を求めるとともに、何らかの規律の導入についても検討すべきであるとの意見があった。

29 パッシブ投資家のエンゲージメントについては、パッシブ特有の特定の数値の一律基準ではなく、アクティブのように、個別の企業の特性をよく見て、判断した上で行うことがベースであることは忘れてならないとの意見があった。

30 スチュワードシップ活動には、人材育成も急務であるとの意見があった。

- 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告(2023年12月公表)において、投資家と企業の建設的な対話を促進する観点から、大量保有報告制度や実質株主の透明性について、以下のとおり提言。
- 当該提言を踏まえて、大量保有報告制度の対象を明確化するための金融商品取引法等改正法案を提出。



大量保有報告制度

- 1 パッシブ投資家が企業と深度ある対話を実施できるよう、
 - ・ 「企業支配権等に直接関係しない行為」(※1)を「目的」とする提案行為を、
 - ・ 「企業経営陣に採否を委ねる」という「態様」で行う場合には、**報告書の提出頻度を緩和する特例(※2)を受けられるよう明確化すべき**

(※1)例えば、配当方針や資本政策に関する変更の提案。

(※2)機関投資家は「重要提案行為」(注)を行わないとの要件のもと、報告書の提出頻度が緩和される特例の適用を受けている。

(注)「重要提案行為」:代表取締役の選解任の提案など、事業活動に重大な変更・影響を及ぼす行為を目的とする場合は、「態様」を問わず該当。
- 2 協働エンゲージメントを促進する観点から、複数の機関投資家が**一定の合意を行わない限り、「共同保有者」として保有割合を合算する必要がないこととすべき(※)**

(※)例えば、機関投資家間において、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的とせず、かつ継続的でない議決権行使に関する合意をするような場合には、保有割合を合算する必要がないこととするなど

実質株主の透明性

- ・ **実質株主(※)を効率的に把握**できるようにするため、(1)機関投資家の行動原則として、株式の保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに**回答すべきであることを明示**、(2)**法制度上義務付けることを検討すべき**
- (※)議決権指図権限や投資権限を有する者。

大量保有報告制度における「共同保有者」の範囲の明確化 (金融商品取引法及び投資信託及び投資法人に関する法律の一部を改正する法律 2024年5月15日成立)

□ 企業と投資家の建設的な対話の促進により、中長期的な企業価値向上を促すため、「共同保有者」の範囲を明確化

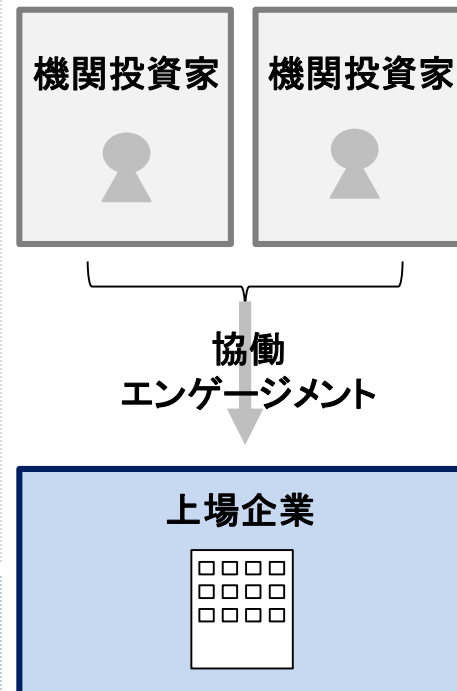
課題と対応

課題

- 投資家には、個別企業に対する深い理解に基づき、企業と対話（エンゲージメント）することが求められる中、協働エンゲージメント(※)の積極的活用により、質的・量的なリソース不足を補い、対話の実効性を高めることが重要
 - ※ 複数の投資家が協調して個別の投資先企業に対し特定のテーマについて対話を行うこと
- しかし、大量保有報告制度における「共同保有者」(※)の範囲が法令上不明確であることが、協働エンゲージメントの支障となっているとの指摘がある
 - ※ 複数の投資家（投資家A■%、投資家B□%）が「共同保有者」(＝共同して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者)に該当すると、合算した保有割合(■%＋□%)が5%超となれば、大量保有報告書の提出が求められる

対応

- 中長期的な企業価値向上に資する協働エンゲージメントを促進する観点から、法令により「共同保有者」の範囲を明確化する



「共同保有者」の範囲の明確化

- 複数の投資家が「経営に重大な影響を与えるような合意」を行わない(※)限り、「共同保有者」に該当しないことを明確化
【改正金商法第27条の23第5項】

※ 配当方針や資本政策の変更といった、企業支配権に直接関係しない提案を共同して行う場合等を想定

(参考)他方、複数の投資家による潜脱的な報告書不提出など、市場の公正性を脅かしかねない事例に適切に対応すべく、役員兼任関係や資金提供関係など、一定の外形的事実がある場合に「共同保有者」とみなす規定を整備する予定[政令改正事項]

改正事項

英国スチュワードシップ・コード及びICGNグローバル・スチュワードシップ原則 (協働エンゲージメント)

- 現行の英国スチュワードシップ・コードにおいて、署名機関は**必要に応じ**(where necessary) **協働エンゲージメントに参加すること**とされ、**参加してきた協働エンゲージメントとその参加の理由**等を開示すべき旨を規定。
- ICGNグローバル・スチュワードシップ原則においても、**必要に応じ**(as appropriate)、他の投資家と**協働することを検討し得ること**とされ、**実際に行われた協働、対話の目的、タイムフレーム、主要な対話のマイルストーン、及び結果を必要に応じ開示すべき旨**を規定。

※P.24に原文掲載

英国	原則 10	<ul style="list-style-type: none"> □ 署名機関は、必要に応じ、発行会社に影響を及ぼすために協働エンゲージメント(collaborative engagement)に参加する。
	期待される報告事項: 活動	<ul style="list-style-type: none"> □ 署名機関は、参加してきた協働エンゲージメントと参加の理由について、自らが直接行ったものか他者が代表して行ったかを含め、開示すべき。例えば、 <ul style="list-style-type: none"> • 特定の変化を達成するために、他の投資家と協働して発行会社に対してエンゲージメントを行うこと、又は • より広い利害関係者の一部として、特定の課題に関しエンゲージメントを行うこと □ 署名機関は、例えば、取り扱われる課題、手法・場、署名機関の役割と貢献を示すべき。
	期待される報告事項: 結果	<ul style="list-style-type: none"> □ 署名機関は、協働エンゲージメントの結果を説明すべき。例えば、 <ul style="list-style-type: none"> • 発行会社の行動や変化 • 協働エンゲージメントの結果がいかに関し投資判断(売り、買い、保有)に情報を与えたか • 表明された目的が達成されたか □ 事例はバランスのとれたものであるべきであり、望ましい結果が達成されなかった事例や未だ達成されていない事例も含めるべき。
ICGN	3.7 協働エンゲージメント	<ul style="list-style-type: none"> □ 投資家は、特定の問題について企業や発行体にエンゲージメントするために、必要に応じ、他の投資家と協働することを検討し得る。投資家は、実際に行われた協働、対話の目的、タイムフレーム、主要な対話のマイルストーン、及び結果を必要に応じ開示すべき。投資家は、「act in concert」に係る規制、市場濫用規制、機密性、顧客の利益に配慮し、議決権行使の意思決定が個別に行われることを確保すべき。

英国スチュワードシップ・コード改訂：市中協議案①

□ 英国FRCはスチュワードシップ・コードの見直しに向け、2024年11月11日に市中協議を開始。コードの改訂版は2025年前半に公表され、2026年1月から適用される予定。

(※)2020年改訂後、スチュワードシップ報告を当局が詳細にレビューし、機関投資家にとって過大な負担となっていた経緯。

スチュワードシップ・コード見直しの観点

- 英国FRCは、スチュワードシップ・コードの見直しに当たって、以下に焦点を当てることとしている。
 - 適切な投資家・発行体間のエンゲージメントを通じた長期的な価値創造を支援し、発行体の見込み(prospect)と業績(performance)を向上させているか。
 - コードの署名機関及び発行体に報告の負担を生じさせていないか。
 - 発行体の目標(targets)や見通し(outlook)が短期的なものになるなど、意図しない結果をもたらしていないか。

見直し案の主要ポイント

「スチュワードシップ」の定義	<ul style="list-style-type: none">● スチュワードシップの定義に「leading to」以下(「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらす」)が含まれていることにより、顧客のために価値を創造することは、常により広範な追加的価値をもたらすものでなければならないという解釈を助長する可能性があるため、改訂案では「leading to」以下が削除された。● 現行コード<ul style="list-style-type: none">- ‘Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.’ (スチュワードシップとは、顧客と受益者のために長期的な価値を創造するために、責任をもって資本を配分、管理及び監督し、経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすことである。)● 改訂案<ul style="list-style-type: none">- ‘Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries.’ (スチュワードシップとは、顧客と受益者のために長期的に持続可能な価値を創造するために、責任をもって資本を配分、管理及び監督することである。)
原則の構成	<ul style="list-style-type: none">● 現行コードの「期待される報告事項」(reporting expectations)という用語は、署名機関に対して、開示は定型的なものでなければならないことを暗示している可能性がある。● 改訂案では、報告方法(how to report)に関して、署名機関がスチュワードシップに対する個々のアプローチを説明することを奨励するために、署名機関が記載を希望する情報の一部について、規範的ではない追加的な提案を示すより簡潔なものとしてガイダンス(Guidance)を追加する予定。

英国スチュワードシップ・コード改訂案：市中協議案②

見直し案の主要ポイント

協働エンゲージメント

- 市中協議案における解説文

【原文】

'In the updated Code, we have brought together Principles 9 and 10 of the 2020 Code, which deal with engagement and collaborative engagement respectively. **This reflects the fact that collaborative engagement may be used by signatories as part of their overall approach, when it is appropriate. Collaborative engagement can be an important and effective stewardship tool.** However, not every signatory will have the opportunity to engage collaboratively each year. Case studies highlighting engagement, any examples of escalation and rationale for their chosen approach would be disclosed under this Principle. Please see Appendix D for the sample guidance.'

【仮訳】

改訂案では、現行コードにおける「エンゲージメント」に関する原則9と「協働エンゲージメント」に関する原則10を統合した。これは、適切な場合には、署名機関が全体的なアプローチの一環として、協働エンゲージメントを利用するという事実を反映したものである。協働エンゲージメントは、重要かつ効果的なスチュワードシップ手段となりうる。しかし、すべての署名機関に毎年協働エンゲージメントを行う機会があるとは限らない。エンゲージメントをハイライトした事例研究、エスカレーションの事例、選択したアプローチの根拠は、本原則のもとで開示されるであろう。ガイダンスのサンプルはAppendix Dを参照のこと。

- 改訂案

【原文】 Principle 3. Signatories engage to maintain or enhance the value of assets.

- 'Engagement may take many forms, including directly with investee companies and other assets, with other relevant stakeholders or **in collaboration with other investors.**'
- '[Signatories] describe your methods of engagement, including whether the Signatory have engaged directly or **in collaboration with others, and the reasons for your chosen method.**'

【仮訳】 原則3. 署名機関は、資産価値を維持し又は強化するためにエンゲージメントを行う。

- エンゲージメントには、投資先企業やその他の資産との直接的な関わり、その他の関連ステークホルダーとの関わり、**他の投資家との協働など、さまざまな形態をとりうる。**
- 署名機関は、直接行ったのか、**協働して行ったのか、方法を選択した理由を含めて、エンゲージメント方法を記載する。**

英国スチュワードシップ・コード改訂案：市中協議案③

見直し案の主要ポイント

<p>開示負担の軽減</p>	<ul style="list-style-type: none"> 異なる種類の情報を区別し、可能な限り報告を軽減するために、報告書は以下の2つのパートに分割される。 <ol style="list-style-type: none"> 方針と状況の開示 (Policy and Context Disclosure) : 組織、ガバナンス、人員に関する情報であり、関連する方針とリンクする。FRCによるレビューの頻度は低く(3年に1回)、署名機関が必要に応じて報告書を更新する。 活動及び成果報告書 (Activities and Outcomes Report) : 署名機関は、12ヶ月ごとに、前年にどのようにスチュワードシップを行ったかに関する情報を記載した報告書を提出する。 改訂案は、署名機関が評価の一環として、スチュワードシップ報告書以外で開示された情報を参照することを認める。 相互参照を使用する場合は、その適切な使用方法に関するFRCの明確な方針が必要となる。
<p>助言会社</p>	<ul style="list-style-type: none"> スチュワードシップ・エコシステムにおいて、助言会社及び投資コンサルタントが顧客に提供するサービスの重要性を反映し、助言会社及び投資コンサルタントに特に適用される原則 (Principle) を導入する。 原則2. 議決権行使助言会社は、自社のリサーチ、推奨、議決権行使の実施の質と正確性を確保する。 ステークホルダーとのエンゲージメントは、議決権行使助言会社のサービスの提供と正確性を支える。

改訂案と現行コードのマッピング

Updated Code for asset owners and asset managers	2020 Code for asset owners and asset managers	Updated Code for service providers	2020 Code for service providers
<p>Policy and Context Disclosure</p>		<p>Policy and Context Disclosure</p>	
<p>A. The organisation, its clients and investment beliefs</p>	<p>1. Purpose, strategy and culture</p>	<p>A. The organisation and its services</p>	<p>1. Purpose, strategy and culture</p>
<p>B. Governance and resources</p>	<p>2. Governance and resources</p>	<p>B. Governance and resources</p>	<p>2. Governance and resources</p>
<p>C. Stewardship policies and review</p>	<p>5. Review and assurance</p>	<p>C. Stewardship policies and review</p>	<p>6. Review and assurance</p>
<p>D. Conflicts of interest</p>	<p>3. Conflicts of interest</p>	<p>D. Conflicts of interest</p>	<p>3. Conflicts of interest</p>
<p>E. Dialogue with clients and beneficiaries</p>	<p>6. Client and beneficiary needs</p>	<p>Principles (Activities and Outcomes Report)</p>	
<p>Principles (Activities and Outcomes Report)</p>		<p>1. Communication with clients</p>	<p>5. Supporting clients' stewardship</p>
<p>1. Integration of stewardship and investment</p>	<p>7. Integration of stewardship and investment</p>	<p>2. Proxy advisors – quality and accuracy of recommendations</p>	<p>5. Supporting clients' stewardship</p>
<p>2. Market-wide and systemic risks</p>	<p>4. Market-wide and systemic risks</p>	<p>3. Investment consultants – integration of stewardship and advice</p>	<p>4. Market-wide and systemic risks</p>
<p>3. Engagement</p>	<p>11. Escalation</p>	<p>4. Investment consultants – market-wide and systemic risks</p>	<p>5. Supporting clients' stewardship</p>
<p>9. Engagement</p>	<p>9. Engagement</p>		
<p>10. Collaboration</p>	<p>10. Collaboration</p>		
<p>11. Escalation</p>	<p>11. Escalation</p>		
<p>4. Exercising rights and responsibilities</p>	<p>12. Exercising rights and responsibilities</p>		
<p>12. Exercising rights and responsibilities</p>	<p>12. Exercising rights and responsibilities</p>		
<p>11. Escalation</p>	<p>11. Escalation</p>		
<p>5. Selection and oversight of external managers</p>	<p>8. Monitoring managers and service providers</p>		
<p>8. Monitoring managers and service providers</p>	<p>8. Monitoring managers and service providers</p>		
<p>6. Monitoring service providers</p>	<p>8. Monitoring managers and service providers</p>		

協働エンゲージメントの取組み

- 協働エンゲージメントに関する取組みとして、国内における機関投資家協働対話フォーラムや生命保険協会による取組みや、英国におけるInvestor Forumによる取組みが存在。
- 各社の状況に応じた実効的なスチュワードシップ活動を行うために、こうした協働エンゲージメントの取組みを活用することも有用ではないか。

● 国内における取組み

機関投資家協働対話フォーラム (IICEF)

組織概要

- 機関投資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家が協働で行う企業との建設的な「目的を持った対話」(協働エンゲージメント)を支援する目的で2017年に設立

活動内容

- 協働エンゲージメントを行うための**機関投資家協働対話プログラム**を運営
 - ・ 参加投資家間で日本企業に共通する課題を議論しアジェンダを設定
 - ・ 事務局が対象企業との対話を主宰し、ファシリテートしながら、**企業と参加投資家の間の建設的な対話を支援**
 - ・ 主なアジェンダは以下の通り
 - ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現
 - ✓ マテリアリティの特定と非財務情報開示
 - ✓ 株主総会の高反対率議案への対応 等

参加者

- 企業年金連合会、第一生命保険、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(7社)

生命保険協会

- 生命保険業の健全な発達及び信頼性の維持を図り、もって国民生活の向上に寄与することを目的として設立
- 株式市場の活性化と持続可能な社会の実現に貢献するため、**スチュワードシップ活動ワーキング・グループ**を運営

- **スチュワードシップ活動ワーキング・グループ参加会社(下記11社)による協働エンゲージメントの実施**(2017年度より開始)
 - ・ 主なアジェンダは以下の通り
 - ✓ 株主還元の充実
 - ✓ ESG情報の開示充実
 - ✓ 気候変動の情報開示充実 等

- 朝日生命、かんぽ生命、ジブラルタ生命、住友生命、第一生命、大樹生命、大同生命、太陽生命、日本生命、富国生命、明治安田生命(11社)

🇬🇧 英国における取組み

Investor Forum

- 対話を促進し、長期的な解決策を創出し、価値を高めることにより、スチュワードシップを投資の意思決定の中心に位置づけることを目的として2014年に発足

- 法的リスク等を整理した**Collective Engagement Framework**を策定し、参加投資家の意見を代表する形式で**協働エンゲージメントを実施**
- 投資家と企業の対話のためのイベントの開催
- ベストプラクティスの共有

- 55社(英国内外のアセットオーナー・アセットマネジャーで構成)

- I. 第1回有識者会議での主な意見
- II. 実質株主の透明性
- III. 協働エンゲージメント
- IV. ご議論頂きたい事項**

ご議論いただきたい事項①

【実質株主の透明性向上】

- 我が国においては、大量保有報告制度の適用対象(5%超)となる場合を除き、企業が実質株主(株式について議決権指図権限や投資権限を有する者であって名義株主でない者)を把握するための制度が存在しない。
- 企業と機関投資家の信頼関係の醸成を促進するとともに、企業から機関投資家に対話を申し入れることを容易にする観点から、スチュワードシップ・コードにおいて、機関投資家はその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することについて、どう考えるか。
- 機関投資家は具体的にどのように対応すべきか。例えば、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しておくことが望ましい旨を、コードに追記することについてどう考えるか。

改訂案	現行コード
<p><u>指針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る。</u></p>	<p>指針4-1. <u>15. 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。</u></p>

(※)現行コード註15を格上げし、新たな指針4-2を追加。

ご議論いただきたい事項②

【協働エンゲージメントの促進】

- 複数の投資家が協働して企業に対して対話を行う取組みが見られるが、このような協働エンゲージメントの取組みについてどう考えるか。
- 協働エンゲージメントの利点として、以下の指摘がある。
 - ① 複数の投資家の対話目的が同じであれば、協働することでスチュワードシップ活動にかけるリソースを補い、コストを低減することができる
 - ② 複数の投資家が同じ問題意識を持つ場合に、個々の投資家から繰り返し同じ質問をされるよりも協働での対話の場を持つ方が、企業にとっても合理的な場合がある
- 他方、留意点として、以下の指摘がある。
 - ① 機関投資家はエンゲージメント先の企業について相応のコストをかけて分析を行っており、その詳細を他の投資家に共有することは難しい。しかし、これを共有しないまま行う協働エンゲージメントは表層的なものとならざるを得ず、かえって形式的なスチュワードシップ活動を助長しかねない
 - ② 投資家ごとに投資目的、投資期間が異なり、事業戦略等の改善策に対する投資家間の認識が異なるものを扱うことは難しい場合がある。また、対話の初期段階では投資家間の問題意識が一致していても、その後の段階における対話の程度、内容、タイムライン等について投資家間で立場が異なり得るため、継続的に協働してエンゲージメントを行うことが難しい場合がある
- 上記を踏まえ、スチュワードシップ・コードにおいて、協働エンゲージメントについて「選択肢として検討すべき」旨を記載することについてどう考えるか(次頁参照)。
- あわせて、協働エンゲージメントを実施する際の具体的な留意点としてどのようなものが考えられるか。また当該留意点について、コードにどのように記載すべきか(次頁参照)。

ご議論いただきたい事項③

【協働エンゲージメントの促進】

改訂案	現行コード
<p>指針4-6. 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)も選択肢として検討すべきである。<u>その際には、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。</u></p> <p>[註20は削除]</p> <p>[現行指針7-3の趣旨は改訂後指針4-6に包含されることから削除]</p>	<p>指針4-5. 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)が有益な場合もあり得る²⁰。</p> <p>20 この点に関連し、2014年2月に公表された金融庁の「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」(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」)に該当するかについて、解釈の明確化を図っている。</p> <p>指針7-3. 対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。</p>

(参考)英国スチュワードシップ・コード及びICGNグローバル・スチュワードシップ原則 (協働エンゲージメント)(原文)

UK FRC	Principle 10	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Signatories, where necessary, participate in collaborative engagement to influence issuers.
	Reporting expectations: <u>Activity</u>	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Signatories should disclose what collaborative engagement they have participated in and why, including those undertaken directly or by others on their behalf. For example: <ul style="list-style-type: none"> • collaborating with other investors to engage an issuer to achieve a specific change; or • working as part of a coalition of wider stakeholders to engage on a thematic issue. ❑ Signatories should provide examples, including <ul style="list-style-type: none"> • the issue(s) covered; • the method or forum; • their role and contribution.
	Reporting expectations: <u>Outcome</u>	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Signatories should describe the outcomes of collaborative engagement. For example: <ul style="list-style-type: none"> • any action or change(s) made by the issuer(s); • how outcomes of engagement have informed investment decisions (buy, sell, hold); and • whether their stated objectives have been met. ❑ Examples should be balanced and include instances where the desired outcome has not been achieved or is yet to be achieved.
ICGN	3.7 Collaborative engagement	<ul style="list-style-type: none"> ❑ Investors may consider collaborating with other investors to engage with companies and issuers on specific issues, as appropriate. Investors should disclose collaborations undertaken, engagement objectives, time frames, key engagement milestones, and outcomes, as appropriate. Investors should respect 'acting in concert' and market abuse regulations, confidentiality, client interest, and ensure that voting decisions are made individually.