

「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≫

パブリックコメント(英文)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
●前文			
▼“エクスプレイン”の形骸化のおそれ			
37	The proposal also relies heavily on “comply or explain” mechanism which is new to Japan. This could potentially result in an excessive use of boilerplate in the disclosure of the application of the code’s principles, especially when dealing with the “explain” part. Such a development would make the disclosure meaningless to investors, stakeholders and regulators.	日本版コードの素案は、日本にとって新しい「 <u>コンプライ・オア・エクスプレイン</u> 」の手法にも大きく依存している。この手法は、特に「エクスプレイン」の部分扱う場合において、 <u>コードの原則を適用する旨を開示する際に、雛形の過剰な使用につながる可能性がある</u> 。そのような雛形の発展によって、投資家、ステークホルダー、規制当局にとって開示が意味の無いものとなるだろう。	ご指摘の点については、機関投資家やその業界団体等に対し、同コードが求める開示において雛形の作成や使用が行われることがないよう、要請していくことが重要と考えます。 また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法については、日本にとってまだ馴染みの薄いものであり、その意義についても周知を図っていくことが重要であると考えます。
▼エンゲージメントのコスト			
38	There is an administrative cost associated with adherence to the stewardship code. It is important to note that large institutional investors could have the resources and the administrative capacity to apply the code. However, small institutional investors may not have the administrative tools or the resources to implement active stewardship and it could be prohibitively expensive... FSA could possibly consider a different approach	スチュワードシップ・コードを遵守することに伴い運営コストが発生する。大規模な機関投資家であれば、本コードを適用する人員と運営能力を持ち合わせていることに注意しなくてはならない。しかし、 <u>小規模な機関投資家は積極的にスチュワードシップを実践するための運営ツールや人員を持ち合わせていないかも知れず、ひどく高いコストを払うことになり得るだろう</u> 。(中略) <u>金融庁は小規模な機関投資家に対して別の</u>	機関投資家による実効性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と本コードの前文7. において明記しています。

	to small institutional investors who have small amounts under management. To make adherence to the code cost effective, FSA could possibly consider different forms of participation for different kinds of players (i.e. active – long only asset managers versus passive; equities versus bonds; activist asset managers; Hedge funds; asset owners versus asset managers, etc.)	<u>手法を検討してもらえないだろうか。コードの遵守を費用対効果の高いものとするために、金融庁は異なる種類の投資家(つまり、ロング・オンリーのアクティブ運用対パッシブ運用、株対債券、アクティビスト、ヘッジファンド、アセット・オーナー対アセット・マネジャー等)にとって、異なる形式での参加が可能となるよう検討してもらえないだろうか。</u>	また、ご指摘のとおり、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と本コードの前文9.において明記しています。 この点、ご指摘も踏まえ、誤解のないように周知徹底を図っていきたいと考えています。
<b>▼機関投資家の範囲</b>			
39	We encourage the FSA to extend the responsibility of stewardship beyond listed equities and into private equities, bonds, etc. while recognizing that the practices of stewardship in these markets are less established and more difficult.	私達は、非上場株式や債券の市場ではスチュワードシップの実践があまり確立されておらず、これを実践することは困難であることを認識している。しかし、 <u>私達は、スチュワードシップ責任を上場株式のみならず非上場株式や債券等にも拡大するよう、金融庁に推奨する。</u>	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」を念頭に置くものですが、非上場株式や債券等に投資する機関投資家が、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。
<b>●原則2(利益相反の適切な管理)</b>			
40	It is important to emphasize the need for clear policies on how to manage conflicts of interest. We suggest that this principle may be strengthened by adding reference to the fact that investors should also ‘understand such conflicts and strive to minimize them.’	利益相反の管理方法に関する明確な方針の必要性について強調することが重要である。投資家はまた、「 <u>そのような利益相反を理解し、最小化するよう努める</u> 」べきである旨の言及を付け加えることにより、 <u>この原則が強化されるであろうことを私達は提案する。</u>	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極めて重要であり、その際には、利益相反について十分に理解し、これを最小化するよう努めることが必要になると考えます。 こうした点も踏まえ、指針2-1において、「スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。」と記載しています。

●原則3(投資先企業の状況の的確な把握)			
41	We encourage institutional investors to actively monitor companies. We would suggest a reconsideration of the drafting in this principle with regards to the words ‘and support the sustainable growth of companies.’ When monitoring a company, the role of an investor is to ‘assess the individual circumstances, performance and long-term potential of companies in order to make an informed investment decisions.’ This is different from the reference to ‘supporting the sustainable growth of companies’ which may infer a degree of influence more relevant to management.	私達は、機関投資家が積極的に投資先企業をモニタリングすることを促進している。私達は、この原則案の「 <u>投資先企業の持続的成長をサポート(できるようにモニターする)</u> 」という言葉に関して再考することを提案する。投資先企業をモニタリングするとき、投資家の役割は、「確かな情報に基づいて投資を決定するために、各社の状況、業績、長期的な会社の将来性を評価する」ことにある。これは、より経営へ影響を与えることを示唆するような「投資先企業の持続的成長を支援する」旨の言及とは、意味合いが異なる。	確かに、素案(英語版)では、「投資先企業の持続的成長をサポート(できるようにモニターする)」という表現になっていますので、日本語版の「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(ためにモニターする)」という趣旨が伝わるように、ご指摘を踏まえ、英訳を修正させていただきます。
42	Principle 3, Guidance 3.3, allows leeway for investors to choose the focus of their monitoring. It is important, however, that they are encouraged to monitor a broad range of factors, not just financial ones. Risk arises from non-financial issues.	原則3の指針3-3は、投資家がモニタリングを行う際にどのような項目を選択するかについて裁量を与えている。しかし、投資家は、財務面に限られない、幅広い項目についてモニタリングを行うよう促されることが重要である。非財務面からリスクは発生する。	ご指摘を踏まえ、同指針において、把握する内容として非財務面が含まれることを明確化するためにその旨の記載を新たに追加しました。
●原則4(建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)			
43	We note that principle 4 is carefully worded to ‘achieve common understanding’ with investee companies. Although we recognise that it is extremely important to do this, and we practice this every day, there will always be cases where a ‘common understanding’ cannot be reached. In this case, there should be a defined procedure to escalate the issue, in order to resolve it more effectively.	原則4は、投資先企業と「認識の共有」を図るよう慎重に言葉が選ばれているものと認識している。私達はそれを行うことが非常に重要であると認識し、日々実践しているところであるが、必ずしも「認識の共有」に到達することができる場合ばかりではない。この場合、より効果的に問題を解決するために、活動を段階的に強化するための確立された手続きを用意しておくべ	ご指摘のとおり、対話を行ったとしても、必ずしも全ての意見が一致するわけではないことも事実です。このため、指針4-1の脚注7(英文では脚注6)において、「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」旨の記載を新たに追加しました。

		きである。	また、指針4-2にあるように、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と考えます。
44	Principle 4, Guidance 4.3, allows investors discretion in disclosing details of their dialogue with companies. It is right that corporate engagement should generally take place on a confidential basis if trust is to be established between investors and companies. Investors should therefore not routinely disclose the content of such engagement, but it should also be clear that the purpose of engagement is not to enable investors to obtain private information that gives them a market advantage.	原則4の指針4-3は、投資家が企業との間で行う対話の詳細を公表する際に裁量を与えている。投資家と企業との間で信頼が確立されているならば、一般的にエンゲージメントは内密に行われるべきである、というのは正しい。したがって、投資家はそのようなエンゲージメントの内容を通常公表すべきではないが、エンゲージメントの目的は、投資家に競争上の優位を与えるような機密情報を得させることではない、ということも明らかにすべきである。	ご指摘を踏まえ、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」旨の記載を新たに追加しました。
●原則5(議決権行使方針の公表と行使結果の公表)			
45	We are concerned that there is not stronger requirement in the Code for Japanese investment firms to fully disclose its voting records. We do not find voting records being aggregated by resolution type to be helpful disclosure. (他 同旨3件)	<u>日本版コードでは、機関投資家に対して、議決権の行使結果の全面的な開示を強く求めていることを私達は懸念している。私達は、議決権の行使結果を議案の種類ごとに集計開示することが有益な開示方法であるとは思わない。</u>	本検討会においては、個別開示を求めると、却って機関投資家による積極的な議決権行使を萎縮させるのではないかと、といった趣旨の意見も出されたところです。 このため、本コードでは、議決権の行使結果について、議案ごとに整理・集計して公表すべき等としていますが、ご指摘のとおり、個々の機関投資家において、個別開示をすることが、自らのステeward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、そのようにすべきであると考えます。 なお、英国コードでも、具体的な開示方法と



			して、必ずしも個別開示を特定して推奨してはいないという点も参考にしました。
<b>●原則6(顧客・受益者に対する報告)</b>			
46	It is our hope that the reporting requirement will be broadened to include the public rather than being limited to clients and beneficiaries. (他 同旨1件)	(原則6の報告は、)対象が顧客・受益者に限定されるのではなく、広く公衆に報告対象が拡大されることを希望する。	原則6の報告の対象を「顧客・受益者」以外(公衆)にまで拡大することについては、「顧客・受益者」との合意の内容や、当該報告の内容が一般に公開可能な情報であるか否か(「顧客・受益者」の利益を害することにならないか)等についても考慮が必要であると考えます。
<b>●その他</b>			
<b>▼集团的エンゲージメントの必要性</b>			
47	The principle of ‘collective engagement’ has not been incorporated into the suggested code. We are cognisant that companies and investors are wary of joining together to actively engage on common issues. This is not unique to Japan; we have observed this in markets such as the US, which has treaded carefully on the potential issue of consortiums.	<u>コードの素案には、集团的エンゲージメントに関する原則が組み込まれていない。私達は、投資先企業と機関投資家が共通の問題に対して積極的に協調してエンゲージメントを行うことに慎重であることをよく知っている。この問題は、日本だけに特有の問題ではない。米国のような市場でも同じ問題が観察されており、機関投資家の連合体が抱える潜在的な問題について慎重に検討されている。</u>	ご指摘のとおり、本検討会においても、集团的エンゲージメントは、必ずしも日本の実情には馴染まないのではないかと、また、実務的にも行われていないのではないかと、との議論がなされました。 なお、ご指摘のとおり、本コードには集团的エンゲージメントに関する原則は盛り込まれていませんが、必要に応じて、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旨、記載しています(指針7-3)。
<b>▼法的論点</b>			
48	<ul style="list-style-type: none"> <li>Many investors are concerned about unintentionally being considered by the company or regulators to have formed a concert party by discussing views on a company with one another whilst engaging independently. It would be appreciated if the Financial Services</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li><u>多くの機関投資家は、個別にエンゲージメントを行いながら、互いに投資先企業について意見交換を行うことで、その意図に反して投資先企業や規制当局によって共同保有者に該当すると判断されてしまうことについて懸念を</u></li> </ul>	ご指摘を踏まえ、機関投資家と投資先企業との間の対話がスムーズに行われるよう、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」等に該当するかについての疑義を解消するため、金融庁が公表している

	<p>Agency (FSA) would in due course publish guidance which would provide clarification in Japan on the issue.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>In November 2013, the European Securities and Markets Authority (ESMA) has published a statement on practices governed by the Takeover Bid Directive, focusing on shareholder cooperation relating to acting in concert and the appointment of board members...</li> </ul> <p>We think that it would also be helpful if the FSA, liaising with other regulators and legislators in Japan, could consider developing and providing such kind of clarification to address concerns of institutional investors and to help facilitate effective engagement collaboration.</p> <p>(他 同旨2件)</p>	<p><u>有している。日本におけるこの問題について解釈を明確化するような指針を金融庁が公表していただければ幸いである。</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2013 年 11 月に、欧州証券市場監督局 (ESMA) は、公開買付指令によって規定されている実務に関する声明を公表した。この声明は、共同行動に関連した株主間の協調や取締役の選任について焦点を当てたものである。</li> </ul> <p>金融庁も、機関投資家の懸念を払拭し、有効なエンゲージメントの協調を促進するために、解釈の明確化を検討していただければありがたい。</p>	<p>「Q &amp; A」において、更なる解釈の明確化を図ることとしました。</p> <p>実際には個別判断が必要ですが、本コードに基づいて他の投資家との意見交換を行った場合であっても、「共同して株主としての議決権その他の権利(株主としての法令上の権利に限定)を行使すること」を「合意」と認められない場合には、当該他の投資家が共同保有者に該当することはないと考えられます(詳細は Q &amp; A 参照)。</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、本コードを手にした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>
<b>▼企業側のスチュワードシップ責任</b>			
49	<ul style="list-style-type: none"> <li>It is important to recognize that companies, even more than investors, should accept primary responsibility for seeking common ground with investors and initiating constructive engagement.</li> <li>...the draft does not specifically mention that</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資家以上に<u>企業側において、投資家との間で共通点を探り、建設的なエンゲージメントを開始するための主要な責任を受け入れるべきことを認識することが重要である。</u></li> <li>本素案は、企業の取締役会にもスチュワー</li> </ul>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>本コードは、機関投資家が、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り、企業側の行動についての原則を定めるものではありませんが、対話は双方向で行われるものであることから、ご指</p>

	<p>company boards also have responsibility for stewardship. We would suggest that it would be helpful to make this clear. This would strengthen the position of investors in instances where they wish to engage with a board that is perhaps reluctant to have a meaningful dialogue.</p> <p>・ It is perhaps beyond the strict scope of this consultation but we consider that the existing “Principles of Corporate Governance for Listed Companies” published by the Tokyo Stock Exchange in 2004 need to be reviewed and reinforced”.</p>	<p><u>ドシッ</u>責任があることについて特に言及していない。私達は、この点を明確にすることが有益だと考えている。これによって、意義ある対話を行うことに消極的になりがちな企業の取締役会を相手にエンゲージメントを行う投資家の立場を強化することができるだろう。</p> <p>・ <u>東証が 2004 年に公表している現在の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は見直しで強化する必要があると考える。</u></p>	<p>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>
<b>▼その他</b>			
50	<p>The FSA should report annually on progress with the code. It would also encourage investors to adhere to the code if they were obliged by the FSA to state publicly whether or not they apply it as is the case with asset managers in the UK. Asset owners who might not be subject to such a declaration could be required to state their expectations with regard to the code when issuing mandates to asset managers.</p>	<p>金融庁は本コードの実施状況について毎年報告書を出すべきである。英国のアセット・マネジャーのようにコードを受け入れるか否かについての公表を金融庁から義務付けられる機関投資家がもしあったとすれば、当該報告書の公表は、受入れを促すことになるだろうし、そうした義務を負わないアセット・オーナーは、アセット・マネジャーに運用を委託する際に、本コードに関する自らの期待を表明することが求められるようになるだろう。</p>	<p>各機関投資家による本コードの取組み状況に関し、何らかの公表を行うことの意義は大きいと考えられますので、今後、金融庁において具体的に検討してまいります。</p>
51	<p>We believe that investors should make informed voting decisions at investee companies, applying due care, intelligence and independent judgment. Investors should seek to vote all shares held, however, the ability to vote all shares in Japan</p>	<p>投資家は、相当な注意と検討、独立した判断の下、十分な情報を提供された上で投資先企業に対する議決権行使の決定を行うべきである。投資家は保有株式の全てについて議決権を行使するよう努めるべきであるが、<u>日本にお</u></p>	<p>ご指摘のとおり、株主による議決権行使を容易にするための環境の整備は重要です。企業の側においても様々な努力がなされていると承知していますが、今後とも、より一層の改善努力がなされることを期待しています。</p>

	<p>can be challenging given the high number of companies that have their annual meetings within a similar time frame.</p> <p>(他 同旨1件)</p>	<p><u>いては、多くの企業が同一の期間内に株主総会を開催していることを考慮すると、全ての株式について議決権を行使することは困難である。</u></p>	
52	<p>We expect the FSA collaborates with the Ministry of Justice and the Ministry of Economy, Trade and Industry to remove the barriers to achieve Japan's long-term growth. The Corporate Act Committee in the Ministry of Justice discusses the reform of corporate laws including board structure and independent directors. The Competitiveness and Incentives for Sustainable Growth: Building Favorable Relationship between Companies and Investors Project in the Ministry of Economy, Trade and Industry discusses policies for competitiveness of companies for sustainable growth. The top-down governance would clearly be a strong incentive to change activities of companies and investors towards the long-term and integrated thinking.</p>	<p>我々は金融庁が法務省や経済産業省と協働して日本の長期発展を阻む要因の撤廃へ行動することを期待している。法務省法制審議会会社法制部会は、取締役会の構成や独立取締役について議論している。また、経済産業省は「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトにおいて企業の競争力と持続的成長について議論している。これらの組織との協働は、日本企業と投資家を長期的・統合的思考へと導く強力なインセンティブとなるはずである。</p>	<p>金融庁は、ご指摘のあった法務省法制審議会会社法制部会や経済産業省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトにオブザーバーとして参加しています。アベノミクスの3本目の矢として取りまとめられた「日本再興戦略」の実現に向けて、今後とも、関係省庁等と緊密に連携を図りながら尽力してまいりたいと考えています。</p>