

「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》

第三次改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答

2025 revision of Japan' Stewardship Code

Summary of comments received at the public consultation process and FSA's responses

No.	提出意見の概要 / Summary of comments received	金融庁の考え方 / FSA's responses and their provisional translation
I 実質株主の透明性向上（指針４－２）		
問１－１．「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」（改訂案指針４－２）と記載することについてどう考えるか、及びその理由。		
1	改訂案指針４－２に賛成である。「スチュワードシップ・コードの改訂案について」に記載される改訂理由は合理的である。	改訂にご賛同いただきありがとうございます。
2	保有状況を共有することは投資先企業と機関投資家の共通理解を深めるに資することと考えており、上記の変更に賛成します。	
3	機関投資家と投資先企業との建設的な対話を促進するためには、投資先企業における実質株主の把握が必要である。 スチュワードシップ・コードは、法的拘束力を持たないことや、これを受け入れていない株主に影響しないといった問題があるものの、本改定案は、現在検討が進められている会社法の改正がなされるまでになし得るものとして評価できる。 そのため、実質株主の透明性向上にかかる本改訂案に賛成である。	
4	We support the proposed amendment to Principle 4 of the Stewardship Code to require investors to disclose their holding size to the Japanese issuers on request and to disclose in advance a policy on how investors will respond to such requests. Principle 4 currently states that “Institutional investors should seek to arrive at an understanding in common with investee companies and work to solve problems through constructive engagement with investee companies.” In our view, the proposed amendment will contribute to ensuring that engagement with our investee companies is constructive. Stewardship aims to improve the dialogue between investors and investee companies. Companies are bombarded with the opinions of multiple stakeholders, and one method of triaging investor feedback is by the holding size of the investor. Transparency around ownership is key to have constructive and candid conversations about value creation.	改訂にご賛同いただきありがとうございます。 We appreciate your support for the revision.

	<p>Globally, we are also seeing the trend towards greater transparency. Section 793 of the UK Companies Act 2006 allows companies in the United Kingdom to request intermediaries to disclose the identity of their investors to aid their shareholder analysis. The revisions to the European Union Shareholder Rights Directive II (SRDII) provided companies with the ability to make a shareholder identification request using electronic messaging to the entire custody chain. Investors who operate in the European Union are familiar with such requests and will already have central processes established to satisfy such identification requests.</p> <p>We already have a global process which allows the listed companies in which we invest to confirm the size of their holding from a central Compliance mailbox. We will disclose our approach, including the mailbox address, in our 2024 Stewardship Report, due to be published at the end of April 2025. Thus, we see it as reasonable for investors to disclose a policy on how they will respond to such requests from investee companies.</p>	
5	<p>改訂案では「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べき」、「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」とされているが、機関投資家に対して、いつまでに、どの程度の保有状況を回答すべきか等については明示しておらず、対応方針の公表のみを求めている。</p> <p>これは投資先企業からの求めがあった場合にどのように対応するかについては機関投資家側に一定の裁量が認められているとの理解で良いか。</p> <p>また、機関投資家において対応方針が公表されており、当該対応方針に則って保有状況の説明に係る実務が行われている限りにおいては、仮に投資先企業からの求めに応じることができない場合であっても、指針4-2についてはコンプライしたものととして取り扱われるとの理解で良いか。</p>	<p>本コードは、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)を採用しております。</p> <p>改訂コード指針4-2の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p>
6	<p>大多数複数の発行体企業から秩序なくパラバラに機関投資家側に対応を乞われても都度の対応は困難で現実的ではない。機関投資家が具体的に何を、どの位の粒度で、どの頻度で、いつまでに投資先企業に説明するかについては機関投資家側に一定の裁量が認められているとの理解で良いか。</p>	
7	<p>頻度や方法やタイミングや形式等について具体的にないが、各社のやり方でよいものなのか。</p>	
8	<p>指針4-2において、一部の運用ファンド数が少ない機関投資家を除けば、保有株数をリアルタイムに捕捉して企業に開示することは業務負担が膨大になる。このため、開示する保有時点については、各社で定めると理解しているがその考えでよいか。また、機関投資家が株式を保有している理由も伝えることこそが建設的な対話を行うための重要なポイントであると考ええる。</p>	<p>ご理解のとおり、回答の基準時点については、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p> <p>改訂コード指針4-2は「自らがどの程度投資先企業</p>

9	保有の多寡や増減等の理由の開示を求めるものではないとの理解で良いか。	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」としているところ、機関投資家が株式を保有している理由、保有の多寡の理由、増減等の理由の説明を求めるものではありませんが、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて適当と判断した場合に伝えることは望ましいと考えられます。
10	投資先企業からの要請がなければ開示しなくて良いと考えてよいのか。その場合でも4-2を満たしていないとみなされるのか。	改訂コード指針4-2は投資先企業からの求めに応じて、投資先企業の株式の保有状況を説明すべき旨を記載しており、投資先企業からの求めがない場合において保有状況を説明することを求めるものではありません。
11	企業との対話にあたってとの観点からは、対話を行っていない企業からの問合せについては、必ずしも回答する必要はないという理解でよろしいでしょうか。	対話を行っていない企業から、対話を行うことを目的として機関投資家に問合せがあった場合の対応については、あらかじめ対応方針において公表しておくことが考えられます。
12	<p>原則として、ほぼ全ての投資先企業との間で運用担当者が定期的に面談を行っております。については、定期的な面談の場における対話の一環として保有状況を説明することで、今般の日本版スチュワードシップ・コード改訂の趣旨に貢献できると考えております。</p> <p>ただ、実務上の課題として、照会されたタイミングによって、開示できるデータに一定の遅れが発生する可能性がございます。データの整合性を確保するために、入手可能な直近の四半期末時点での保有状況を開示するなどの対応が望ましいと考えます。当社グループの株式運用部門は独立した3つの運用部門に分かれ、法的にも独立しております。リアルタイムの調査を共有せず、トレーディング、議決権行使は各部門ごとに別々に行うため、各部門別に保有状況を開示させていただく必要があります。</p> <p>投資家と投資先企業の間で、真正性を確実に担保しつつ、より効率的に正確な、また包括的な情報伝達を可能にするためには、将来的にはEUのように実質株主を特定する権利を認めるといった法整備がなされることで、実質株主の透明性向上が進むことを支持いたします。また、それまでの間においては、ベストエフォートでの保有状況の開示に努めさせていただきたいと考えます。</p>	<p>本コードは、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)を採用しております。</p> <p>改訂コード指針4-2の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、その対応方針について、あらかじめ公表しておくことが考えられます。</p> <p>また、法整備については、今後、法務省の法制審議会において会社法上の実質株主確認制度の創設に関する議論が行われていくものと承知しております。</p>
13	<p>We support disclosure on shareholdings. We believe that providing transparency on shareholding and disclosure policies promote well-functioning financial markets and brings benefits to investors, companies and regulators.</p> <p>Nonetheless, we believe that the dialogue between investors and companies should not be</p>	ご指摘のとおり、株式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ものと考えられます。

	<p>impacted by the size of share ownership. We take our fiduciary responsibility to vote shares and engage with companies very seriously, regardless of the size of our investments.</p> <p>We believe that encouraging companies to consider a dialogue with their shareholders beyond share ownership in line with their resources and capabilities, should be also marked in the body of the proposed paragraph 4.2, rather than left as a point in the footnote.</p>	<p>As you pointed out, we believe that constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by the size of shareholdings.</p>
14	<p>改訂案では「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べき」、「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」とされているが、機関投資家が具体的に何を投資先企業に説明するかについては明示されていない。</p> <p>対応方針において記載・説明すべき項目として具体的に何が想定されているのか。また、記載・説明項目の統一化・標準化を図ることは、対応方針を作成・公表する機関投資家とそれを確認する投資先企業の双方にとって有益であると思われるところ、金融庁でこうした対応を行う予定はないのか。</p>	<p>対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討いただくことが望ましいものと考えられますが、例えば、以下の項目について公表することが考えられます。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・回答の基準時点 ・回答可能な頻度 ・回答までに要する期間 ・照会者の真正性に関する確認方法 ・その他、照会に当たっての留意事項等 <p>※ 上記に限るものではなく、また、運用を通じて公表すべき内容が適宜アップデートされることが望ましいことに留意する必要があります。</p> <p>また、ご指摘のとおり、株式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ものと考えられます。</p>
15	<p>1. 意見公募項目</p> <p>「投資先企業から求めがあった場合の対応方針」につき予め公表すべきとあるも、かかる方針を定めるにあたり、機関投資家に対して一定のガイダンスが必要と思料</p> <p>2. 意見の詳細</p> <p>以下の点を含めたガイダンス</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「説明」を行う目的 <p>建設的に対話を実施するため</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「説明」を行うための前提条件 <p>具体的なエンゲージメントの申入れを受けた投資先企業から直接、あるいは、当該投資先企業が資産管理機関を通じて、機関投資家に同社株式の保有の有無を確認する場合に限定（することが望ましいと思料。）</p> <ul style="list-style-type: none"> ・「説明」のスコープ <p>グローバルな運用会社の場合、日本法人以外のグループ会社が指図を行うアカウントの取り扱い。エンゲージメントに参加するメンバーの所属先のグループ会社に限定すべきか否か。</p> <p>なお、脚注 15 に関連して、発行体（投資先企業）に対しても、その機関投資家の保有比率だけを以って対応の是非を決定することがないよう別途適切な形で促すべきではないか。</p> <p>3. 理由</p> <p>機関投資家に対して、株主調査の一環として特段の事由なく IR コンサルティング会社そのほか複数のチャネルから五月雨式に問い合わせが行われ、まちまちな回答様式をもってその都度対</p>	

	応を求められる状況を危惧するため	
16	問い合わせ先が当該発行体と確認できない場合は、なりすましや悪質な情報ピッキングに対応しないよう、回答をすることはできないと認められるとの理解で良いか。	
17	<p>We support the elevation of beneficial ownership disclosure from Note 16 to Guidance 4-2 in the main principles. The proposed approach, which requires disclosure only upon company request rather than as a proactive obligation, strikes an appropriate balance between corporate transparency and operational practicality for institutional investors.</p> <p>However, we recommend considering two important technical aspects in the implementation:</p> <p>1. Timing: Any shareholding disclosure should clearly reference a specific point in time, as institutional investors' positions can fluctuate significantly, particularly in dynamic investment strategies.</p> <p>2. Engagement dynamics: The interaction between engagement activities and investment decisions should be acknowledged. Constructive dialogue with companies can naturally influence investment theses and position sizing, making point-in-time disclosures particularly relevant.</p> <p>These considerations, while perhaps too granular for inclusion in the main guidance, are crucial operational factors that will impact the effective implementation of this principle.</p>	<p>ご意見ありがとうございます。 Thank you for your opinion.</p>
18	<p>基本的には改訂案を歓迎するが、対話内容そのものの実質性向上こそが重要であるとの前提のもと、引き続き投資先企業との建設的な対話・エンゲージメントに取り組んでいきたいと考えます。また、本指針の導入に当たっては、回答先の真正性の証明に係る考え方を示していただきたいと考えます。加えて、企業にとって真に重大な影響を持つ実質株主の特定につながる点が重要である点に留意する必要があると考えます。</p> <p>企業と機関投資家との建設的な対話を促進する観点から、議決権行使の権限を持つ実質株主の透明性向上を図ることは重要です。投資先企業が建設的対話を目的として自社に係る株式保有状況の開示を求める場合、機関投資家はその求めに応じることが望ましいと考えます。当社は、投資先企業との対話・エンゲージメントに際しては、建設的な対話に資するため、必要に応じ、当社が実質的にどの程度当該企業の株式を保有しているかについて説明を行っています。一方で、個別の問合せに応じることを想定した場合、フィデューシャリー・デューティーの観点から、回答先の真正性の証明が問題となります。実務においてどのように真正性を確認することが想定されているのか、金融庁において明確に示していただくことで、本指針の実効性の確保につながるものと考えます。</p>	<p>照会者の真正性の確認方法については、照会の状況に応じて、各機関投資家の通常の実務慣行に照らし適切な方法とすることが考えられます。</p> <p>また、法整備については、今後、法務省の法制審議会において会社法上の実質株主確認制度の創設に関する議論が行われていくものと承知しております。</p>

	<p>また、貸株等により水面下で実質的な持分の取得を進めていた実質株主が突然に大量保有者として顕在化する場合があり、このような実質株主こそ、企業にとって真に重大な影響を持つ者として特定したい相手方であると考えます。一方で、本コードはソフトローであることから、このような実質株主が本コードを受け入れていない場合、株式保有状況を明らかとすることが難しく、企業が真に明らかにしたい実質株主の株式保有状況が不明のままとなることも考えられます。個別の投資家に対応を委ねることで平等性を欠き実効性のない制度となることのないよう、引き続きハードローにおける対応も含めご検討いただきたいと思います。</p>	
19	<p>改訂案４－２に「機関投資家は（中略）投資先企業から求めがあった場合の対応方針について予め公表すべき」とある。投資信託が自社の株式を保有している場合、株主名義は信託銀行になっている。大量保有報告書で運用会社を特定する方法では網羅性に欠ける。一方、全ての運用会社に対して、各運用会社が公表する方針にあわせて個別に照会することは、自社の事務負担が大きくなると考えられる。今後、自社の株式の株主名簿管理業務を委託している信託銀行に照会すれば、運用会社別の保有株式数の回答が得られるような仕組みが提供される予定はあるか、ご教示ください。</p>	<p>ご指摘の仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p> <p>また、実質株主情報の公衆開示を求めることについては、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・グループ報告書（2023年12月25日公表）において、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「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」とされています。これを踏まえ、同報告書において、「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」とされたところで</p>
20	<p>今後メールや電話等で事業会社や事業会社の代理機関から毎日一定数の問い合わせが来ることも考えられます。問合せ者の本人確認に相応の手間が取られることになれば、本来の目的である建設的な対話の時間が削られることにもなりかねず、問い合わせの仕組みの整備を進めていくことが必要と考えます。</p>	
21	<ul style="list-style-type: none"> ・投資先企業の立場では、メインバンクガバナンスから分散されたエクイティ（株主）ガバナンスへの移行過程において、対話に割く人的・時間的リソースの逼迫・非効率化は想像に難くない。この観点から、株主平等の原則に配慮しつつも、大きな持ち分を有する株主との対話を一定優先したり、その発言のウェイトを勘案することには合理性がある。 ・株主の立場でも、持ち分に応じた発言力の大きさを考慮した対話先・対話内容選定ができるため、両社の人的リソースの最適化に資するものとする。 ・一方で、実質株主については実務上既にデータベンダー経由で流通している情報であり、カストディアン名義となっている有報・総会招集通知の情報が実質を示していないだけとも捉えられる。実質株主情報を公衆の縦覧に処することも一案。 ・改定には賛成だが、リソース不足や本人確認の必要性などの観点から各運用会社が個別に投資先企業からの要求に対応することは難しく、業界としての対応が必要と考えている。そして、その仕組みは簡便で低コストであることが求められる。 ・公表しておけば開示しなくてよい、ということだと上記目的が果たされるか、その実効性に疑問が残る。 	<p>す。</p>

	<p>・業界としての対応が必要な中でソリューションが固まっていないと、対応方針について具体的な内容が記載できないことが懸念として残る。</p>	
22	<p>We agree that transparency on beneficial shareholders is likely to contribute toward better relationships between investors and corporates, and ultimately more effective engagements.</p> <p>Considering this revision as a first step, we encourage the FSA to continue discussions with investors and corporates to identify opportunities for broader mechanisms (such as databases) to enhance transparency more systematically.</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>ご指摘の仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p> <p>We appreciate your support for the intent of the revision.</p> <p>We recognise that the industry associations have already started discussions regarding the mechanisms you mentioned.</p>
23	<p>We reference the proposed guidance stating “In order to support constructive dialogue with investee companies, institutional investors should, in response to requests from investee companies, explain how many shares they own/hold in the company and should disclose in advance a policy on how many they will respond to such requests from investee companies.”</p> <p>We value engagement with portfolio companies and are supportive of initiatives that facilitate constructive dialogue between institutional investors and investee companies. We believe that engagement is an important tool that enables us to hear directly from company directly from company directors and executives about board’s oversight of management, strategy, material risks and other corporate governance matters to our funds.</p> <p>While we understand the rationale for requesting shareholdings, we note that depending on the organisational structure of an asset manager, it may be operationally difficult and/or resource most up-to-date number of shares held in each investee company at the time of requesting a prescribed disclosures could be considered material non-public information.</p> <p>We support the existing Large Shareholding reporting system in place in Japan which is comparable to other markets in which our funds invests.</p> <p>While we recognize that some investee companies would find the disclosure of shareholdings helpful when assessing engagements, we believe that constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by the size of shareholdings (as stated in Note 16 of the existing Stewardship Code).</p> <p>Finally, while we appreciate the need for transparency and are supportive of initiatives that facilitate constructive dialogue, we question whether disclosure of the exact number of shares</p>	<p>回答の基準時点については、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p> <p>また、対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討いただくことが望ましいものと考えられますが、例えば、以下の項目について公表することが考えられます。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・回答の基準時点 ・回答可能な頻度 ・回答までに要する期間 ・照会者の真正性に関する確認方法 ・その他、照会に当たっての留意事項等 <p>※ 上記に限るものではなく、また、運用を通じて公表すべき内容が適宜アップデートされることが望ましいことに留意する必要があります。</p> <p>また、ご指摘のとおり、株式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ものと考えられます。</p> <p>ご指摘の仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p>

	<p>held should be prescribed in Japan's Stewardship Code (as opposed to the amendment of other relevant regulations/guidelines). In this regard, we encourage stakeholders such as data providers, custodian banks, and others working together to build an ecosystem where shareholdings are easily attainable.</p> <p>Regarding how investors respond to requests from investee companies, we are supportive of investors outlining how and why they engage in their preferred medium. For example, we have published a guide on its website outlining our engagement practices and approach. This document states that "When evaluating on engagement request, we consider, among other factors, the company's proposed agenda items, the clarity of the disclosures regarding matters on the ballot, whether we have any governance concerns, and whether follow-up on a previous proxy voting decision is appropriate. If we decline an engagement request, it is typically because we do not have any questions related to the matters on the ballot or we do not have concerns or uncertainty regarding the company's governance practices based on the company's current disclosures and/or our previous engagement with company leaders. We also commonly share our perspectives and engage with portfolio companies by email, particularly during proxy seasons."</p>	<p>原則 1 は、「機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである」旨を定めており、ご指摘のような対話の手法や理由についても、必要に応じ方針に含めることが考えられます。</p> <p>The reference point in time of the number of shares held should be determined by each institutional investor provided it aligns with the purpose of constructive dialogue between institutional investors and investee companies.</p> <p>Institutional investors are expected to develop a policy, based on their situations, on how they will respond to requests from investee companies. For example, institutional investors may disclose the following items:</p> <ul style="list-style-type: none"> - The reference point in time for the number of shares held; - Frequency of possible responses; - Response time required; - How to confirm the credibility of the inquirer, and; - Other considerations and matters for inquiry <p>*It should be noted that disclosure should not be limited to the items mentioned above and should be periodically updated as the revised Code is implemented.</p> <p>Also, as you pointed out, we believe that constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by the size of shareholdings.</p> <p>Furthermore, we recognise that the industry associations have already started discussions regarding the mechanisms you mentioned.</p> <p>Lastly, Principle 1 states, "[i]nstitutional investors should</p>
--	---	---

		<p>have a clear policy on how they fulfil their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.” We think it may be preferable for institutional investors to outline in their policy how and why they engage through their preferred medium, as you pointed out.</p>
24	<p>On replacing part of Note 16 with new Guidance 4-2, stating that institutional investors should explain how many shares they own/hold in the company in response to requests from investee companies, we believe this could pose hurdles for investors. Firstly, there is a time lag between purchasing shares and engaging with the company, during which the number of shares held could change, making it impractical to track continuously. Secondly, some investors may be unable to disclose their shareholdings for legal or practical reasons, and we do not want this to be used as an excuse for companies to decline engagement requests. Therefore, we think it is better to leave this as an option for investors to disclose. We do support, however, shareholders disclose their holding status in the case of filing resolutions.</p>	<p>機関投資家が、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ることで、実質株主の透明性向上につながることは、企業と投資家の対話や相互の信頼関係を醸成する観点から重要と考えられます。</p> <p>回答の基準時点については、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p> <p>また、ご指摘のとおり、株式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ものと考えられます。</p> <p>From the perspective of building dialogue and mutual trust between investee companies and investors, we believe it is important for institutional investors to explain how many shares they own/hold in the investee companies in response to the inquiries from the investee companies. This will help increase the transparency of beneficial shareholders.</p> <p>The reference point in time of the number of shares held should be determined by each institutional investor provided it aligns with the purpose of constructive dialogue between institutional investors and investee companies.</p> <p>As you pointed out, we believe that constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by the size of</p>

		shareholdings.
25	<p>日本企業が機関投資家の実質的な保有状況を把握することは容易ではなく、調査会社を活用した実質株主判明調査や投資家との個別面談等の相応のコストをかけて、実質株主に関する情報を得ている。照会しても保有状況を開示しない機関投資家も存在する。</p> <p>投資先企業からの求めに応じて保有株式数を開示すべき旨を、指針４－２として明確に位置付ける、本指針の創設に賛同する。本指針により、対話の前提となる実質株主の透明化の進展を期待している。</p> <p>また、今後、実質株主の透明化の実効性をさらに高めるため、会社法制の見直しを行うべきである。</p>	<p>改訂にご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>また、法整備については、今後、法務省の法制審議会において会社法上の実質株主確認制度の創設に関する議論が行われていくものと承知しております。</p>
26	<p>指針４－２に記載のある「説明」の前提となる実質株主を確認するためのインフラが必要であるところ、その実務を担うカストディアン（海外投資家目線ではサブカストディアン）目線での検討が有識者会議では十分になされているようには思えない。今後、法制審議会での検討される過程で、カストディアン目線での議論がなされるよう、金融庁による支援を希望する。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
27	<p>Identification of beneficial ownership:</p> <ul style="list-style-type: none"> • We are supportive of the proposed addition of item 4-2, as a first step towards improving transparency of beneficial ownership. • However, we would caution that this must not be used as a reason for companies not to engage with investors, companies should be open to dialogue with their investors and should be encouraged to engage appropriately, even if the investor is not a stewardship code signatory and as such does not comply with this policy. • It is also important to remember that there are some practical challenges, for example; many asset managers will have holdings on behalf of a very large number of end beneficiaries, there are time lags between share trading points and engagement dates, and some investors may not be able to disclose their holdings for legal or other practical reasons. Therefore, it is important that policies and systems required must be reasonable, flexible and realistic and should not create further confusion about who is best placed to engage, nor create barriers to engagement. • Additionally, it is important to ensure that the appropriate legal changes are made in other places to facilitate better identification of beneficial shareholders, for the benefit of both companies and their shareholders. 	<p>改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>本コードは引き続き、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との考え方に基づいています。</p> <p>本コードは、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「プリンスプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－２の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、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ることが求められます。保有状況の説明をしない合理的な理由がある場合には、対応方針において当該理由が示されることが望ましいものと考えられます。</p> <p>また、法整備については、今後、法務省の法制審議会において会社法上の実質株主確認制度の創設に関する議論</p>
28	<p>We support the principle of increased transparency of beneficial shareholders, however we do not agree with such a requirement for the sole purpose of engagement. Investors' willingness or ability to respond to such requests should not become a barrier or create any time delay for</p>	

	<p>investors to have access to companies for constructive dialogue. Companies should be open to engaging with investors even if they do not provide this information, or are not signatories to the Code, or have smaller shareholdings.</p> <p>There may be practical limitations to providing such information due to the large number of portfolios held by asset managers with operations across multiple jurisdictions. In addition, adequate data security protocols are needed to maintain confidentiality on behalf of investors and prevent misuse of shareholder data including shareholder identity and quantity of holdings.</p> <p>FSA may wish to consider requiring the transparency of beneficial owners at record dates for voting rights and dividends as an alternative route to deliver transparency to companies.</p>	<p>が行われていくものと承知しております。</p> <p>あわせて、ご指摘の仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p> <p>We appreciate your support for the intent of the revision.</p> <p>The Code will continue to be based on the concept that constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by the size of shareholdings.</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. In the implementation of Guidance 4-2 of the revised Code, it is up to each institutional investor to decide how to respond to inquiries from investee companies, as long as it is beneficial for the purpose of constructive dialogue with them. Institutional investors should disclose in advance a policy on how to respond to inquiries from investee companies. If there is a valid reason not to disclose the number of shares held, it is preferable to include that reason in the policy.</p> <p>Regarding legislation, we acknowledge that the establishment of a system to confirm beneficial shareholders under the Companies Act will be discussed in the Legislative Counsel of the Ministry of Justice.</p> <p>We also recognise that the industry associations have already started discussions regarding the mechanisms you mentioned.</p>
29	<p>以下に掲げる３点について、金融庁の考えを伺いたい。</p> <p>（１）今回の見直しは、企業と投資家との間の「対話」、「エンゲージメント」の更なる促進に資するように、実質株主の透明性向上が必要、との趣旨と理解している。（実質株主とは、議決</p>	<p>本コードは、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</p>

	<p>権行使者、あるいは、株の取得・売却の指示権限者と解されていると理解している。）</p> <p>裏返せば、企業側には、大量保有報告制度（５％）の下での開示義務を負わない、５％未満の株主であっても、株主総会時に株主提案や重要議案へ積極的に賛否を表明する可能性が有る株主を中心に、実質株主を把握しておきたい、という要望が有るものと存ずる。</p> <p>現状でも、「対話」を積極的に行いたい投資家は、開示義務の有無にかかわらず、自ら企業に接触している。それ以外の投資家であっても、企業から都度、要望があれば、証券会社や資産運用会社などが、（投資家の同意が必要であれば、同意を取得の上）、株主を開示することは可能であり、「対話」は実施されている。</p> <p>こうした現状であっても、なお不足する部分について、更なる開示を促すプリンシプルベースのコードが新たに追加されるものと理解している。</p> <p>（２）本来、「対話」は、ガバナンス（コーポレート、スチュワードシップ）向上を通じた、日本企業の“稼ぐ力”のアップ、投資家へのリターンの向上、対日投資の促進、経済活性化、国民の安定的な資産形成などの好循環の一翼を担うものと理解。金融面でみれば、資産運用立国、国際金融センターなどの取組みにも資するものであるべき。</p> <p>反対に、情報開示を強いるあまり、それを嫌気して、対日投資を手控える投資家が存在する恐れも有る。</p> <p>以上から、米国、欧州だけでなく、他の法域での先行事例も参考にしつつ、合理的な開示負担とすることが必要。また、必要十分な開示が望ましいものの、透明性自体が目的化して過剰な負担とならないよう留意することも必要。</p> <p>（３）スチュワードシップ・コード改訂というプリンシプルベースでは十分でないとする向きもあり、法制審議会での検討も予定されている。開示義務化の検討は、現行の実務を丁寧に勘案して、合理的な見直しをすべき。</p>	<p>ルベース・アプローチ」（原則主義）を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－２の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、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ることが求められます。</p> <p>また、法整備については、今後、法務省の法制審議会において会社法上の実質株主確認制度の創設に関する議論が行われていくものと承知しております。</p> <p>あわせて、ご指摘の仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p>
30	<p>指針４－２における「投資先企業からの求めに応じて、」という表現は実務を正確に反映していない。ついては、実務を考慮した表現として、「投資先企業からの直接、又は株式の保管業務を行うカストディー行などを通じた間接的な求めに応じて、」という文案への変更をご検討いただきたい。</p>	<p>改訂コード指針４－２の「投資先企業から求め」は、ご指摘のような間接的な求めも含まれ得るものと考えられます。もっとも、投資先企業以外からの間接的な問合せに対してどのように対応するかは、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、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ることが考えられます。</p>
31	<p>株式保有状況の説明が、建設的に対話を行うために必須なものとは限らないと思われます。また、株式保有状況の説明が運用上の理由などで困難な場合に、対話を拒否する理由として使われないかも懸念されるところです。この点からは、建設的に対話を行うために、ではなく、</p>	<p>実質株主の透明性向上は、企業と投資家の対話や相互の信頼関係を醸成する観点から重要と考えられます。</p> <p>他方、本コードは引き続き、株式保有の多寡にかかわ</p>

	<p>現行コード注 15 の、投資先企業との間で対話を行うに当たっては、のほうが適切ではないかと考えます。</p>	<p>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との考え方に基づいています。</p>
32	<p>1. The proposed Principle 4-2 should be revised as follows: 「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」→「投資先企業から当該投資家と建設的に対話を行うために合理的な必要性が示された場合」; from “In order to support constructive dialogue with investee companies, institutional investors should, in response to requests from investee companies” to “When an investee company shows reasonable needs to engage in constructive dialogue”.</p> <p>2. The proposed Principle 4-2 should be further revised as follows: 「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」→「、機関投資家自身が負担する守秘義務その他関連する要素を考慮の上、合理的な範囲で開示する努力をすべきである」; from “explain... and should disclose in advance a policy on how they will respond to such requests from investee companies” to “make efforts to disclose, to the extent it is reasonable, in consideration of its confidentiality obligation and other relevant factors”</p> <p>Reason:</p> <p>1. The proposed Principle 4-2, in particular the Japanese version, indicates that institutional investors (not investee companies) see the needs to disclose shares [for the institutional investor] in order to engage in constructive dialogue with investee companies, which is the opposite of the situation the proposed 4-2 intends to address, and should be corrected.</p> <p>2. The approach proposed in the revised Principle 4 could allow abusive and excessive requests for disclosure by investee companies at the expense of institutional investors, which would significantly disrupt otherwise permissible institutional investors’ investment activities.</p> <p>We note that the Code recognizes that the stewardship activities involve costs, as noted in Item 4 in the Aims of the Code section, which, the Code seems to indicate should be borne by the institutional investors and, ultimately, their clients and beneficiaries as “necessary costs for investment” (described as “indispensable element in asset management” in the English translation).</p> <p>The revised Principle 4 can be read as to allow any investee companies (including investee companies that had not even adopted the Corporate Governance Code) to seek information</p>	<p>実質株主の透明性向上は、企業と投資家の対話や相互の信頼関係を醸成する観点から重要と考えられます。</p> <p>本コードは、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)を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－２の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、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ることが求められます。</p> <p>We believe that increased transparency of beneficial shareholders is important from the perspective of building dialogue and mutual trust between investee companies and investors.</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. In the implementation of Guidance 4-2 of the revised Code, it is up to each institutional investor to decide how to respond to inquiries from investee companies, as long as it is beneficial for the purpose of constructive dialogue with them. Institutional investors should disclose in advance a policy on how to respond to inquiries from investee companies.</p>

	<p>about shares that any institutional investors adopting the Code may hold without showing any reasonable needs for such information to engage in constructive dialogue and without any reasonable or meaningful guardrail or standards applicable to investee companies.</p> <p>There is no responsibility whatsoever of the investee companies in connection with the costs associated with institutional investors' efforts in responding to these requests albeit those costs being solely borne by institutional investors, their underlying investors and beneficiaries. Therefore, institutional investors should only be required to respond to investee companies' requests when there are reasonable needs for such information to engage in constructive dialogue.</p> <p>3. Further, the revised Principle 4 offers no assurance that investee companies will provide opportunities to have constructive dialogue. In this regard, the minutes of the third Experts' Meeting on the Code which took place on 26 February 2025 confirm that, as the premise of the revised Code, the investee companies' inquiries are to be made to support constructive dialogue. Consistent with such understanding discussed during the Experts' Meeting, the Code should clarify that the inquiries that the Code expects institutional investors to respond are the inquiries to provide opportunities to have constructive dialogue.</p> <p>We have concerns that, without such clarification, this amendment would only be used for investee companies' benefits to know potential investors who may be a threat to the management team of the companies from the companies' perspective (and to take so-called defensive measures), and not for purposes of actually initiating or facilitating engagement with institutional investors. By including the proposed clarification, the costs would become meaningful expenses for institutional investors as institutional investors can expect to have engagements with those making inquiries.</p> <p>We note that asset managers regularly meet with companies that they do not hold positions in for due diligence purposes either as a potential candidate or in connection with another company whose stock they do own; and it would be detrimental to the market and the price discovery process if companies decline meetings with asset managers or dismiss their views just because they are not a shareholder at that time, or do not own enough shares to be considered important enough to meet with, which the Code also intends to prevent, as noted in the footnote 15 (in Japanese version)/16 (in English translation).</p>	
--	--	--

	<p>4. Moreover, shareholding information can be competitively sensitive information.</p> <p>Institutional investors should be allowed to make decision as to whether or not to respond, to what extent it responds, how it responds, in consideration of the costs associated with such responses, and its cost-benefit analysis in achieving the goal of medium- to long-term investment return for their clients and beneficiaries, likelihood of opportunities for constructive dialogue being provided by requesting investee companies, what safeguards requesting companies had implemented to preserve the confidentiality of the information, and implications of fiduciary duties and confidentiality obligations or other statutory and contractual obligations that institutional investors may owe to their clients and beneficiaries.</p> <p>The Code should explicitly clarify that institutional investors may consider these various considerations and implications. In this regard, it is reassuring that the FSA commented that “beneficial shareholders’ responses will be, in our understanding, within the scope of what they can do in practice”, which is consistent with the clarification we are seeking.</p>	
33	<p>We in principle supports replacing part of Note 16 with Guidance 4-2, which requires institutional investors to disclose shareholdings upon request. This aligns with global trends (e.g., the UK Stewardship Code’s emphasis on ownership transparency). However, we would like to outline the following concerns below:</p> <p>a) Equitable Treatment of Shareholders: While the Code emphasizes equitable treatment of shareholders, we note that disclosing specific shareholdings may potentially create an uneven playing field. The FSA should consider any risk that engagement with smaller shareholders may be deprioritized by corporates in response to disclosure of holdings and that investors with smaller declared holdings might be disadvantaged in terms of corporate access. We therefore propose that FSA consider moving Footnote 16 “Constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by size of shareholdings” to the main Guidance to supplement Code 4-2.</p> <p>b) Ensure secure data protocols: While article 4-2 mentions the purpose of the data collected is “In order to support constructive dialogue” We believe it is important to introduce safeguards to ensure the companies use the data collected only for legitimate purposes and to avoid or prevent misuse. As an example, the EU Shareholder Rights Directive II (SRD II) mandates ISO 20022 standards for transmitting shareholder identity data, with strict access controls and 12-month retention limits to prevent misuse of shareholder registers.</p> <p>c) Operational costs: Asset managers across many jurisdictions may find it operationally</p>	<p>本コードは引き続き、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との考え方に基づいています。</p> <p>本コードは、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）を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－２の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、回答粒度を含め、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ることが求められます。保有状況の説明をしない合理的な理由がある場合には、対応方針において当該理由が示されることが望ましいものと考えられます。</p> <p>また、ご指摘の仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p>

	<p>burdensome and costly to aggregate the data across multiple strategies and portfolios, with different approaches to voting and engagement. Whilst we support the intent of the article, we would recommend adding “on a best effort basis” so that investors can have some flexibility to respond to requests practically and within reasonable costs.</p> <p>As the FSA is already working on legalizing this requirement by amending Company Law in the Legislative Council, we believe that standardizing the process and building required systems later will be helpful. Various parties including ICJ, a subsidiary of Tokyo Stock Exchange that provides an electronic voting system, or Broadridge can provide a system for asset managers and companies to detail holdings upon request, which seems to be a cost-effective approach to providing the data.</p> <p>d) Encouraging transparency in communications with shareholders: Often there is a time-gap between engaging and investing and asset managers hope that companies do not use this clause potentially to not engage. It is important to encourage corporates to be more transparent in their communication with shareholders, and to accept engagement can also be a critical “pre-investment” strategy for many investors.</p> <p>At the same time, we note requirements for confidentiality between asset managers and underlying clients and would emphasize that requirements to provide information on shareholdings should not require disclosure of underlying beneficial ownership.</p> <p>e) Loss of competitive positioning for some strategies: For some activist and alternative strategies, revealing the number of shares before the AGM can lead to loss of competitive edge and sensitive information. In addition, the number of votable shares may be fluid especially in the run up to a shareholder meeting where there are contested proposals and can change rapidly on a day-to-day basis. Hence, these strategies should be able to provide an indicative response rather than precise number of shares held.</p>	<p>The Code will continue to be based on the concept that constructive dialogue between institutional investors and investee companies should not be merely driven by the size of shareholdings.</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. In the implementation of Guidance 4-2 of the revised Code, it is up to each institutional investor to decide how to respond to inquiries from investee companies, as long as it is beneficial for the purpose of constructive dialogue with them. Institutional investors should disclose in advance a policy on how to respond to inquiries from investee companies, including the granularity of the responses. If there is a valid reason not to disclose the number of shares held, it is preferable to include the reason in the policy.</p> <p>Also, we recognise that the industry associations have already started discussions regarding the mechanisms you mentioned.</p>
34	<p>本改訂案指針４－２は、金融庁が表明している「企業と投資家の建設的な対話を促進する」という目的に反する結果をもたらすと考えます。具体的には、投資先企業の経営陣が、本改訂案指針４－２に依拠して、潜在的なエンゲージメント投資家を早期に特定し、不適切な防衛措置を講じる結果、投資家が有意義な保有比率を形成し、詳細な調査を完了し、その他の方法で投資先企業と対話することが阻害されることを懸念しています。これは、経営陣と投資家の間の建設的な対話の機会を妨げることになります。以上の理由から、当社は本改訂案指針４－２に反対します。</p> <p>本改訂案指針４－２は、投資先企業が機関投資家から株式の保有状況に関する情報を要求で</p>	<p>本コードは、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）を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－２の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねら</p>

<p>きる状況について合理的な基準、制限及び責任を規定していません。そのため、経営陣はこれを濫用して、彼らが恐れる機関投資家の動きを抑え、自らの立場を強固にしようとする可能性があります。また、基準、制限及び責任に関する定めが欠如していることにより、経営陣が、情報の入手や提供に係る機関投資家側のコストを考慮せず、建設的な対話の機会が実際に提供される保証もせず、無計画に株主情報を要求することが可能となってしまいます。このような要求は、多くても半期末に限定されるべきです。また、アクティブなエンゲージメントを行っている株主は、他の株主との協力することについて正当な利益を有しているものの、他の株主によるエンゲージメントを容易に特定することができないことに照らすと、本改訂案指針４－２によってこのような情報が経営陣のみに提供されることは、経営者を一方的に有利な立場に置くこととなります。このような経営者の優位性は、年次株主総会という資本市場の規律をさらに低下させることとなります。仮に本改訂案４－２が施行される場合には、投資家から経営陣に対して株式保有状況に関する情報開示の要求がなされた場合、平等なアクセスを与えるという補完的な義務を経営陣が負うべきです。経営陣はまた、スチュワードシップをさらに促進するために、帳簿や株主名簿等の閲覧を含む株主の権利の行使に積極的かつ迅速に対応するべきです。現在、このような要求はしばしば争いに発展し、会社のリソースと全ての関係者の時間を無駄にしています。</p> <p><u>代替的なアプローチ</u></p> <p>上記の理由により、指針４－２を以下のように改訂することを提案します。</p> <p>投資先企業は、機関投資家との間で建設的な対話を行うことを合理的に求める場合には、機関投資家に対し、自らが投資先企業の株式を何株保有しているかについて説明を求めることができる。機関投資家は、合理的な範囲（要請の性質、機関投資家の守秘義務、受託者責任等の義務、投資の満期、投資・エンゲージメント戦略を考慮する）で、株式の保有状況を開示するか否かを決定することができる。</p>	<p>れるものと考えられ、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ることが求められます。</p> <p>対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討いただくことが望ましいものと考えられますが、例えば、以下の項目について公表することが考えられます。</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 回答の基準時点 ・ 回答可能な頻度 ・ 回答までに要する期間 ・ 照会者の真正性に関する確認方法 ・ その他、照会に当たっての留意事項等 <p>※ 上記に限るものではなく、また、運用を通じて公表すべき内容が適宜アップデートされることが望ましいことに留意する必要があります。</p> <p>保有状況の説明をしない合理的な理由がある場合には、対応方針において当該理由を示しておくことが望ましいものと考えられます。</p>
<p>35 本改訂案指針４－２の追記は、スチュワードシップ・コードの目的を損なう結果をもたらし、日本の資本市場を再活性化し経営者と株主のエンゲージメントを促進するための金融庁の改革に逆行すると考えます。具体的には、投資先企業の経営陣が改訂後の指針を盾にして、開示が法律で義務付けられていない場合に、エンゲージメント投資家に株式保有情報を会社に提供しよう強制することを懸念します。また、本改訂案指針４－２には、会社に当該情報の秘密保持義務を課す規定が何もないため、会社が投資家のポジションを公表することも懸念します。ある企業におけるエンゲージメント投資家ないし機関投資家のポジションの規模と構成は、非常に機密性の高い情報であり、公表された場合には多くの重大な結果をもたらします。</p>	

エンゲージメント投資家のポジションの早期開示は、いくつかの理由でエンゲージメント投資家に損害を与えかねません。早期開示により、当該エンゲージメント投資家のポジションを他の市場参加者が模倣することを可能にします。エンゲージメント投資家は、開示によって発生する価格の歪みなしにそのポジションを構築し終える前に、ポジションを模倣されてしまうおそれがあります。具体的には、開示により株式に投資家が群がって短期的に取得コストが吊り上がることになり、エンゲージメント投資家がそのポジション構築を完了するためのコストがより高額になり、又はそもそも構築が不可能になります。また、短期的に企業のパフォーマンスに対する認識を歪めることになり、エンゲージメント投資家のキャンペーンを頓挫させようとする会社の努力に追い風を吹かせる可能性があります。また、本改訂案指針４－２では企業が繰り返し情報のアップデートを求めることが禁止されていないため、企業は、本改訂案指針４－２を利用して、実質的に投資家によるポジション構築を監視する可能性があります。加えて、エンゲージメント投資家がポジションの開示を拒否した場合（本改訂案指針４－２は強制的な義務ではないためです）、この任意規定を遵守していないとして会社が投資家を公に批判し、エンゲージメント投資家が株主に投げかけたビジネスとガバナンスの議論から注意をそらす可能性があることを懸念しています。

エンゲージメント投資家のポジションの早期開示により、企業の問題が公になってしまい、多くの場合生産的な解決策につながる企業と投資家の間のプライベートな対話の機会が大きくそがれてしまうことになります。企業主導で開示がなされるということをもってこの問題が軽減されることにはなりません。企業は、このような実質的に強制力のある権利を得た場合、エンゲージメント投資家が自社への投資等を検討していると考えや否や早期に権利を行使することが想定され、これにより、エンゲージメント投資家が企業にアプローチしてプライベートな対話を始めることが困難になります。

これらの問題の影響が積み重なり、エンゲージメント投資家がその努力を实らせることが有意に妨げられる可能性があるため、株主エンゲージメントが抑制される可能性があります。このような結果は、経営陣と投資家の間の建設的な対話を促進するどころか、業績の悪い経営陣や取締役会がエンゲージメント投資家との関与を避けることを可能にするだけです。結果として、経営陣と投資家の間の対話の機会も、投資家、他の株主、一般市民の間の強固なコミュニケーションと議論の機会（様々なガバナンスのトピックに関連するアイデアの洗練と強化につながる機会）も減少するでしょう。これにより、エンゲージメント投資家は、投資の目標を明確にし、またコーポレート・ガバナンスを改善するための自由な議論を行うことを制限されることになります。当社は、株主エンゲージメントが日本のコーポレート・ガバナンスの改善に貢献してきたと考えていますが、本改訂案はそれを一歩後退させることになります。

	<p><u>代替的なアプローチ</u></p> <p>上記の理由により、指針４－２を以下のとおり改訂することを提案します。</p> <p>投資先企業は、機関投資家との間で建設的な対話を行うことを合理的に求める場合には、機関投資家に対し、自らが投資先企業の株式を何株保有しているかについて説明を求めることができる。機関投資家は、合理的な範囲（要請の性質、機関投資家の守秘義務、受託者責任等の義務、投資の満期、投資・エンゲージメント戦略を考慮する）において、株式の保有状況を開示するか否かを決定することができる。投資先企業は、機関投資家による投資先企業とのエンゲージメントが公表されるまでは、機関投資家に対する上記の要求及びそれに対する機関投資家の対応について公表してはならない。</p>	
36	<p>指針４－２において、保有株式の説明は、具体的にエンゲージメントを行う投資先企業（投資候補先を含む）から、直接あるいは当該投資先企業が資産管理機関を通じて、機関投資家に株式の保有の有無を確認する場合に限定することが望ましいと思料するが如何か。また、機関投資家の保有株式について、投資先企業において情報秘匿性が担保されることが重要であると考えて如何か。</p>	<p>本コードは、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）を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－２の実施に当たっても、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、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ることが求められます。保有状況の説明をしない合理的な理由がある場合には、対応方針において当該理由が示されることが望ましいものと考えられます。</p>
37	<p>実質株主の透明性向上に関し、「機関投資家が建設的対話を行うために」との改正案文言であり目的は機関投資家にとっての建設的対話であるにもかかわらず、発行会社がアクティビスト対策等のために実質株主の解明を求める可能性がある。制度の目的は建設的対話のためであって、機関投資家が対話を求めているにも関わらず発行会社が開示を求めることは厳に慎むべきであり、開示請求にあたって目的を明らかにして行う必要があることをコードの文言上、明らかにすべき。</p> <p>・また、ここでいう「機関投資家」には複数階層のファンドを介して投資する海外投資家等も含まれるものであり、どこまでの開示を原則的に求めるのかも明らかにしなければ、実務上の対応困難や投資家が投資を躊躇することにもなりかねない。</p> <p>・さらに、本コードにおいて「説明すべき」とまで強く求める以上は、プリンシプルベースとはいえ守秘義務違反については免責されると考えてよいのか、あるいは守秘義務を理由としてexplainすればコンプライしないことも許されると考えてよいのか、明らかにされたい。</p>	
38	<p>アセットオーナーとの投資一任契約に基づき資産運用をする機関投資家によっては、当該契約における守秘義務条項の存在故、アセットオーナーの開示ができないケースがある。よって、有識者会議の第３回会合で指摘されたように、指針４－２において、「合理的な範囲において」「実務上可能な範囲において」といった文言を追加していただきたい。</p>	
39	<p>建設的な対話のためには保有理由の説明が大事になりますが、上記の通り同じ会社であって</p>	

	<p>も一律ではありません。また、アセットオーナーとの関係や運用戦略上などの理由で具体的な保有状況を説明できないという場合も考えられます。従って、コードの記載を、建設的な対話に資する合理的な範囲で説明すべき、とされることを要望します。</p>	
40	<p>『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～」（以下「スチュワードシップ・コード」といいます。）は、機関投資家が投資先企業との間で目的を持った建設的な対話を行い、企業価値の向上を促すことにより、アセットオーナー等の投資家に対して中長期的な投資リターンを拡大する責任を果たすことを理念としています。</p> <p>企業価値の向上は、株主全体の利益（いわゆる株主共同の利益）に資するものであり、同時に幅広いステークホルダーに帰属する価値の向上にもつながるものです（「公正な M&A の在り方に関する指針」5 頁注 7、9 頁）。しかしながら、それは経営陣個人の利益とは必ずしも一致しない可能性があり、スチュワードシップ・コードの運用における主導権が投資先企業の経営陣に委ねられた結果、経営陣がコードを自己保身の手段として用いるような事態が生じれば、スチュワードシップ・コードの存在意義そのものが問われることになります。</p> <p>したがって、スチュワードシップ・コードにおいては、情報開示の要否に関する判断主体は一貫して機関投資家にあるべきです。経営陣による恣意的な運用を防ぐためにも、この点は明確化される必要があります。なお、「コンプライ・オア・エクスプレイン」が実務上、機関投資家に委ねられていることをもって問題がないとする見解もありますが、それはスチュワードシップ・コードの本質的な理念を形骸化させるものであり、到底容認できるものではありません。</p> <p>加えて、「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」（令和 6 年度第 2 回）においては、「既に投資先企業とのエンゲージメントを開始している中で運用会社として株式の保有を減らすという状況になった場合には、投資先企業の心証悪化は避けられず、以後のエンゲージメントの継続が困難となるおそれがあります」との懸念が示されています。この懸念は、建設的な対話の前提として、投資先企業の心証に配慮せざるを得ないという現実を表しており、海外投資家も同様の問題意識を共有しています。</p> <p>実際、海外の機関投資家が日本の上場企業とエンゲージメントを行う際、国内の専門家からまず最初に受けるアドバイスは「経営陣の心証を損なわないように注意すべき」とのものです。こうした状況下で、対話の入口そのものを確保するために、投資家が企業側の心証に細心の注意を払わざるを得ないという構造が常態化しています。</p> <p>このような環境のもと、上場企業が意図的であるか否かにかかわらず、国内外の機関投資家は、心証悪化を理由に対話を拒絶されるリスクが現実存在すると捉えており、株式売却等、企業にとって不本意な行動が行われた場合に、それを理由にエンゲージメントを断られる可能</p>	<p>機関投資家が、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ることで、実質株主の透明性向上につながることは、企業と投資家の対話や相互の信頼関係を醸成する観点から重要と考えられます。</p>

	<p>性があることに強い懸念を抱いています。したがって、本改訂案は、実質的に機関投資家の行動を制約する効果を有しています。</p> <p>もちろん、機関投資家が自発的に保有比率等を開示することは、自然な対話の一環として受け入れられるべきです。しかし、機関投資家側に開示の合理的な必要性がないにもかかわらず、投資先企業の求めに応じて保有比率等を回答することを事実上求めるような運用は、スチュワードシップ・コード本来の趣旨を逸脱しかねません。</p> <p>このような運用が常態化すれば、投資家の自由な投資判断や議決権行使判断が不当に制約されるだけでなく、対話に消極的な企業がスチュワードシップ・コードを対話回避の口実として利用することを助長しかねず、ひいては海外投資家に対して「スチュワードシップ・コードが経営陣に都合よく利用されているのではないか」という懸念や誤解を与えるおそれがあります</p> <p>以上より、４－２．の改訂案については、以下のとおりに修正すべきと考えます。</p> <p>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、投資先企業から求めがあった場合、その必要性や合理性を勘案し、建設的な対話を行うために必要がある場合は、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く、また、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。</p>	
41	<p>保有の多寡や増減によって、対話に支障がきたす事のないよう、コーポレートガバナンス・コード等で発行体にもその旨認識する様に促すべきと考える。</p>	<p>ご指摘のとおり、株式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ものと考えられます。</p>
42	<p>指針４－２において、保有株式数の開示は、円滑に建設的に対話を進めるためのものであって、保有する株式数の多寡が重要ではないことを周知し、株式数で対話機会が左右されないようにお願いしたい。</p>	
43	<p>建設的な対話を行うに当たって、当該投資先企業の株式保有状況について説明することは、多くの機関投資家がすでに実施しています。しかしすべての投資家がそうしているわけではなく、アセットオーナーとの関係等で事情があるケースもあります。市場のあり方として実質株主の透明性向上に反対するものではありませんが、スチュワードシップ・コードの本質的な目的が顧客の長期の利益に対するスチュワードシップ精神を求めるものという観点から、改定案の文言について検討していただきたい部分がありますので、ご検討いただければ幸いです。</p> <p>機関投資家では、様々な運用スタイルのファンドを運用していることが多く、各ファンドによって保有の目的や売買の理由が異なります。また、議決権行使の判断も、ファンドごとの判断やアセットオーナーの意向などによって不統一となる場合もあります。実際に対話を行うアナリストやFMの対話の目的は、それぞれに異なると思われます。そのため、単に会社全体の</p>	<p>ご意見ありがとうございます。</p>

	保有株数を説明するだけでは建設的な対話に役立つとは限りません。従って、企業側においても、株式保有状況を尋ねるにあたっては、株式保有の目的や背景を十分に理解したうえで、機関投資家との対話に臨んでいただきたいと思います。	
44	We support the importance of transparency in the engagement process and are therefore comfortable disclosing our holdings to investee companies upon request. Meanwhile, we encourage companies to make annual general meetings (AGMs) more accessible and inclusive by a) permitting attendance by beneficial (substantial) shareholders, and b) staggering AGM dates.	ご意見ありがとうございます。 Thank you for your opinion.
45	株式のみの対応でよいのか。債券は対象外と考えてよいのか。	ご認識の通りです。
46	機関投資家が投資先企業と対話をするのは結構な事だと思いますが法律違反であるインサイダー取引をさせない為の対策が不十分です。 裏で経営陣と内緒話や秘匿性の高いアプリを使ったやり取りをさせないようにしてください。 日本の商社に投資したアメリカの著名投資家みたいにメディアに出たりして投資先企業と堂々と対話をするよう諸原則を作成してください。	ご意見ありがとうございます。
問 1－2. 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べき旨を記載することについてどう考えるか、及びその理由。		
47	「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べき旨を記載すること」について賛成である。改訂案指針 4－2 の実効性を高めると考えられる。	改訂にご賛同いただきありがとうございます。
48	企業側は、限られた人的・時間的リソースのなかで投資家との対話を進めており、あらかじめ開示方針が明らかとなっていれば、対話の設計・準備が円滑に行われ、限られた機会を最大限に活用することが可能となることから、本提案に賛同する。	
49	「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べき旨を記載すること」が、単に、機関投資家において、抽象的に応じる・応じないを明らかにすることを求めるものではなく、投資先企業による照会に応じる場合（応じない場合）の具体的な内容や機関投資家が照会に応じて行う情報提供の頻度及び照会の具体的な方法を明示することを求めるものであれば、本改定案に賛成である。 すなわち、本改定案の指針 4－2 の導入後、各投資先企業が機関投資家に対してそれぞれ異なる方法・内容による照会を行った場合、機関投資家においては都度これに応じた回答を強いられるおそれがある。また、当該照会が真に投資先企業からなされたものかの確認を強いられる場合もあるなど、機関投資家において過度な負担が生じるおそれもある。 他方、機関投資家において、投資先企業の照会に関する対応方針を予め示していない場合や抽象的な対応方針を示すものにとどまる場合には、機関投資家からいかなる回答が得られるか	ご理解のとおり、改訂コード指針 4－2 は投資先企業から求めがあった場合の具体的な対応方針についてあらかじめ公表することを求めるものです。 対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討いただくことが望ましいものと考えられますが、例えば、以下の項目について公表することが考えられます。 ・ 回答の基準時点 ・ 回答可能な頻度 ・ 回答までに要する期間 ・ 照会者の真正性に関する確認方法

	<p>が明らかでなく、機関投資家の対応次第となってしまう、投資先企業において実質株主を把握するという本改定案の趣旨が達成されないおそれがある。</p> <p>これらの点に鑑みれば、機関投資家において、事前に対応方針として具体的な内容を定めることが有益と解される（この点を、コードに盛り込むことも考えられる。）。</p> <p>なお、実質株主に関する情報のデータベース化は、照会に応じる機関投資家のコストを削減し、利用する側、開示する側の双方の便宜を図る手段の一つとなり得ることから、今後、会社法の改正にあわせるなどしてかかる手法の導入も検討されるべきである。</p> <p>実質株主の把握プロセスの効率化に向けて、一定期間は試行錯誤が続くものと考えられるが、金融庁においては、機関投資家の対応などについての運用状況を適時に把握し、また、好事例の公表等を行うことで、ベストプラクティスが早期に確立するよう配慮されることを要望する。</p>	<p>・その他、照会に当たっての留意事項等</p> <p>※ 上記に限るものではなく、また、運用を通じて公表すべき内容が適宜アップデートされることが望ましいことに留意する必要があります。</p> <p>また、仕組みの整備については、すでに業界団体において具体的な検討が始められていると承知しております。</p>
50	<p>基本的には改訂案を歓迎いたしますが、回答先の真正性の確保が前提となります。このため、個別の問合せがあった場合における対応フローの検討・確立には相当程度のリソース・期間を要するものと想定していただきたいと思います。</p>	<p>ご意見ありがとうございます。</p>
51	<p>機関投資家によって、運用方針・戦略に違いがあるので、企業との対話にあたって株式保有状況を説明できる範囲や条件等について、各機関投資家それぞれが自社の事情に応じてその方針を定めることになるが、その方針の内容については、企業との建設的な対話に資すると各社が考える範囲で、それぞれに任されるものと理解しています。運用戦略上その他の理由で回答を控えることもあり得るが、そのような方針をあらかじめ示しておくことも可能であるという理解でよろしいでしょうか。</p>	<p>ご理解のとおり、保有状況の説明をしない合理的な理由がある場合には、対応方針において当該理由が示されることが望ましいものと考えられます。</p>
52	<p>新たに追加予定となっている指針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。）について、上場株式含む資産運用をすべて外部運用機関に委託しているアセットオーナー（年金基金、学校法人等）には適用されるか。</p> <p>適用されない場合は、企業がアセットオーナーに直接「求め」に出ることがないよう、その旨をコードに注釈として明記すべきと考えるが、どうか。</p>	<p>改訂コード指針４－２は、企業と投資家の間の建設的な対話の促進を目的とするものです。個々のアセットオーナーによって活動実態が異なることを踏まえると、指針４－２がご指摘のアセットオーナーに一律に適用されないことを記載することは困難ですが、同指針の趣旨を踏まえ、合理的に判断されるべきものと考えられます。</p>
53	<p>毎年度、保有する全ての株数及び時価を公表しているアセットオーナーについては、「対応方針」の策定及び公表を要するものではないという認識でよいのか。</p> <p>また、対応方針の策定を要する場合、策定に係る期限の想定はあるのか。</p>	<p>改訂コード指針４－２は、企業と投資家の間の建設的な対話の促進を目的とするものです。個々のアセットオーナーによって活動実態が異なることを踏まえると、指針４－２がご指摘のアセットオーナーに一律に適用されないことを記載することは困難ですが、同指針の趣旨を</p>

		<p>踏まえ、合理的に判断されるべきものと考えられます。</p> <p>また、対応方針の策定期限について、明確に定めているものではありませんが、本コードの確定日から6か月以内に改訂コードへの受入れ表明を行うこととされております。</p>
54	<p>回答のベースとなる残高の基準の定義には、株式保有高ベースか議決権保有ベースか、残高基準日をいつとするかなどいくつかのポイントがあると考えますが、どのような定義で回答するかは機関投資家の判断に委ねられるものと理解しています。</p> <p>こうした内容の文章を注記に加えることが適切だと考えます。</p>	<p>本コードは、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)を採用しております。</p> <p>その趣旨は改訂コード指針4-2にも適用され、ご指摘のような注記を追加せずとも、投資先企業からの求めに応じて具体的にどのように対応するかは、「投資先企業との建設的な対話」に資するという趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられ、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ることが求められます。</p>
55	<p>指針4-2において、保有株数の増減は、投資判断によるもののみならず顧客であるアセットオーナーの事由(増額、解約等によるキャッシュフローの発生)による要因も存在する。また、貸株を行っている場合、基準日において貸株を実行している場合には議決権行使は行われないこととなる。対応方針において、こうした事情をステークホルダーに対して説明することを定めることも重要であると考えが如何か。</p>	<p>ご指摘の事情については、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、対応方針において公表することが望ましいものと考えております。</p>
56	<p>While we support transparency in shareholder-company relationships, we believe mandating a formal policy on shareholding disclosure procedures may be unnecessarily prescriptive. Instead, we recommend a more flexible approach whereby institutional investors describe their engagement process in their stewardship policies. This approach would avoid creating additional administrative burden through formal policy requirements, while maintaining the spirit of transparency and constructive dialogue.</p>	<p>対応方針の公表方法については、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて判断いただくものと考えております。</p> <p>We believe that each institutional investor will determine how to disclose its policy on responding to inquiries from investee companies, based on its situations.</p>
57	<p>We support the new Guidance 4-2 stating that institutional investors should explain how many shares they own, in response to requests from investee companies. We think this requirement would be helpful in improving transparency and building trust to better facilitate constructive engagement between investors and their investee companies. Meanwhile, considering that it</p>	<p>機関投資家が、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ることで、企業と投資家の双方にとって実務の予測可能性が高まり、実質株主の透明性向上に寄与するものと考えられます。</p>

	may also require some flexibility in implementation, we do not feel that the proposal for disclosing a prescribed policy in this regard is more helpful to advance the practice as a principle-based approach.	本コードは、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)を採用しております。
58	We are supportive of expanding the guidance to include disclosure of policies for responding to shareholding inquiries but given many investors are based in different jurisdictions and have different proxy voting and engagement strategies, we believe specifying disclosure “on a best effort basis” will allow signatories to follow the directives to best of their capacity, without undue cost or operational burden. Additionally, we note that there is no explicit regulatory requirement in other jurisdictions mandating asset managers to publicly disclose a policy on how they will respond to requests from investee companies regarding the number of shares they hold.	改訂コード指針4-2の実施に当たっても、対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討いただくことが望ましいものと考えられます。
59	On adding that institutional investors should disclose in advance a policy on how they will respond to such requests from investee companies to Guidance 4-2, we believe it should be optional for investors to disclose this policy.	Institutional investors should disclose their policy in advance regarding how they will respond to inquiries from investee companies. We believe that this will improve the predictability of practices for both companies and investors and contribute to increased transparency of beneficial shareholders.
60	We do not agree that it is necessary for investors to have a public facing policy on their responses to ownership requests from companies for the purpose of engagement. In line with the above recommendation [to Q1-1], FSA may consider replacing this with a policy to disclose the beneficial ownership at record date to the investee company.	The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. In the implementation of Guidance 4-2 of the revised Code, it is up to each institutional investor to decide what to include in their policy on how to respond to inquiries from investee companies, as long as it is beneficial for the purpose of constructive dialogue with them.
61	機関投資家が画一的な対応方針を事前に定めることは非現実的であるため、本改訂案の文言の追加には反対します。多くの場合、受託者責任、守秘義務等の法的義務により、機関投資家は株式保有情報の共有を制限されています。株式保有状況の詳細は、アクティブ・マネージャーをはじめとする多くの機関投資家にとって機密情報です。機関投資家は多くの場合、顧客や受益者に対して受託者責任及び守秘義務を負っています。さらに場合によっては、株式保有状況の情報が競争上の機密情報になることもあります。これらの受託者責任や守秘義務により、機関投資家は、委託者や受益者に関する情報提供を禁止されている場合があります。グローバルな機関投資家は、法律やベストプラクティスを遵守していないとの疑いを抱かれるリスクに対して特に敏感です。そこで、本改訂案のような説明義務の代わりに、機関投資家は、法律上	機関投資家が、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ることで、企業と投資家の双方にとって実務の予測可能性が高まり、実質株主の透明性向上に寄与するものと考えられます。 本コードは、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)を採用しております。 改訂コード指針4-2の実施に当たっても、対応方針

	<p>又は契約上の義務、受託者責任等の義務、投資の満期、投資・エンゲージメント戦略に関する義務を踏まえて、要請を個別の事案ごとに検討する機会を有するべきです。なお、他の主要な投資市場では、機関投資家が投資先企業からの保有株式数に関する要請への対応方針の公表を義務付けていないことには留意すべきです。</p> <p><u>代替的なアプローチ</u></p> <p>上記の理由により、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しておくべき旨の記載は削除することを提案します。</p>	<p>の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討いただくことが望ましいものと考えられます。保有状況の説明をしない合理的な理由がある場合には、対応方針において当該理由が示されることが望ましいものと考えられます。</p>
<p>II 協働エンゲージメント（指針4－6）</p>		
<p>問2－1. 指針を「機関投資家が投資先企業との間に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、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）も重要な選択肢である。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」と改訂することについてどう考えるか、及びその理由。</p>		
62	<p>協働エンゲージメントが重要な選択肢の一つであることを明記する変更賛成します。</p>	<p>改訂にご賛同いただきありがとうございます。</p>
63	<p>改訂に賛同する。複数の機関投資家が、共通の課題意識に基づいて協働エンゲージメントを行うことで、企業との対話を深めることができる場合があると考えられる。</p>	
64	<p>改訂案に賛成である。協働エンゲージメントの重要性・合理性は高まりつつあり、また、改訂案では「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」と協働エンゲージメントの弊害についても考慮されている。</p>	
65	<p>改訂案を歓迎いたします。協働エンゲージメントは、機関投資家と投資先企業との実効的かつ効率的な対話を促進するための正に重要な選択肢であり、機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たっては、参加自体を目的とするのではなく、投資先企業にとっても建設的なものとなるよう留意すべきであると考えます。当社は、協働エンゲージメントへの参画に当たっては、「責任投資に関するマテリアリティ」との関連性や、切実性・必要性が高く広く普及するテーマであるかを踏まえ、実効的かつ効率的であると判断されるものについて積極的に参画を検討しています。</p>	
66	<p>・株主によるエンゲージメントの対象となる論点の多くは株主共同の利益に資するものであることが多く、少数株主同士での利害が対立するケースは多くない（特定株主への自己株TOBなど）ため、対話の効率化という観点で協働エンゲージメントを個別対話と同列に扱うことに賛成。</p> <p>・一方で、投資先企業の視点からは、株主A、B、Cから連続的に、いわば上塗りのに同じ指摘を受けることが、ワンタイムでまとめて伝えられるよりも心理的に効果的であるケースもあることを無視するものではない。</p>	

	<p>・多くの企業や運用会社が対話に積極的になっている状況で、効率化の観点から協働エンゲージメントを活用することは重要であると考える。</p>	
67	<p>協働エンゲージメントは、複数の機関投資家が同様の問題意識を有する場合において、投資先企業が個々の機関投資家に対して同じ回答を繰り返さなければならないといった事態となることを減らすものであり、また、機関投資家において質的・量的なリソースを補うことができるものであって、投資先企業と機関投資家の双方の利益に合致するものと解される。</p> <p>本改定案は、かかる協働エンゲージメントを重要な選択肢と位置づけ、機関投資家においてその実施の検討を求めるものであるところ、協働エンゲージメントが、すでに諸外国で進展している制度であり、対話の効率化に資するものであることからすれば、それを促進することによって、機関投資家と投資先企業の共通目的である「中長期的な企業価値向上」に向けた、スチュワードシップ活動の実質化のより一層の進展を期待することができる。</p> <p>また、本改定案は、機関投資家に対して協働エンゲージメントの実施を強いるものではなく、機関投資家において、協働エンゲージメントを行う必要はないとの判断をするのであれば、それを実施することなく（必要に応じてエクスプレインを行うことで）投資先企業との対話を行うこともできるから、機関投資家に過度な負担を強いるものでもない。</p> <p>そのため、協働エンゲージメントの促進にかかる本改訂案に賛成する。</p>	
68	<p>In principle, we welcome the revision to guidance 4-5 – we agree that collaborative engagement is an important vehicle of stewardship that can increase its effectiveness.</p>	<p>改訂にご賛同いただきありがとうございます。 We appreciate your support for the revision.</p>
69	<p>On revising Guidance 4-5 to emphasize that engaging with investee companies in collaboration with other institutional investors (collaborative engagement) is an important option, we agree. When considering methods for dialogue, it is crucial to ensure they lead to constructive dialogue that contributes to the sustainable growth of investee companies.</p>	
70	<p>現状、協働エンゲージメントにおいては、参加している投資家間の考え方の違いや優先度の相違等により、対話の焦点が分散する例も見受けられる。したがって、協働エンゲージメントの実施にあたっては、対話の目的やテーマについて、参加投資家間で一定程度のコンセンサスが形成されていること、またそれが対話先の企業に開示されていることが、不可欠である。</p> <p>また、協働エンゲージメントの後に実施される個別の対話において、協働エンゲージメントに属する異なる投資家から同一テーマについて重複した質問を受けるなど、企業の負担が増すケースもある。よって、投資家は、協働エンゲージメントの内部で得られた情報を適切に共有し、個別のエンゲージメントとの連携を図ることが求められる。</p> <p>協働エンゲージメントにより、企業の負担が増すなど、当初の趣旨と異なる運用が行われる場合に備えて、金融庁は、企業からの通報窓口を設けるなど、適切なフォローアップを行うべ</p>	<p>貴重なご意見として、今後の政策立案の参考にさせていただきます。</p>

	きである。	
71	協働エンゲージメントを推奨しているのか？建設的な対話ができればどちらでも良いという意味なのか？	改訂コード指針４－６のとおり、「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」いた上で、対話のあり方を検討することが望ましいものと考えられます。
72	<p>改訂案は、協働エンゲージメントの位置づけを一步進めるものとして、賛成します。そのうえで、下記の点についてご検討いただければ幸いです。</p> <p>１ 改訂案の後半、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、は協働エンゲージメントに限らず、企業と投資家の対話一般に当てはまるものと考えます。その観点からは原則４の全体に係る箇所に記載されるのがふさわしいように思われます。</p> <p>すでに指針４－１でも同じ趣旨の規定が定められていると思いますが、あえて協働エンゲージメントに係る指針にこの文章を入れた意図についてご説明をお願いいたします。</p> <p>２ この規定を入れる場合、日本企業の現状を踏まえると、企業価値の向上は最重要な課題と考えます。改訂案の、投資先企業の持続的成長に資する、のみではサステナビリティを重視するような誤解を持たれないとも限りませんので、本コードの目的などに書かれているとおり、企業価値の向上や持続的成長、と企業価値の向上という言葉を加えられることを提案します。</p>	企業と投資家の対話が、企業の持続的成長とともに中長期的な企業価値の向上に向けて行われるべきものであることは、改訂コード指針４－６に含意されているものと考えられます。指針４－６においては、特に、対話のあり方に関する検討が形式的なものとならないよう、当該趣旨を記載しています。
73	<p>2017年のスチュワードシップ・コードの改訂以来、我が国において、日本の機関投資家による協働エンゲージメントを主宰・支援してきた団体として、その経験に照らし、当改訂に賛成です。</p> <p>（理由）</p> <p>協働エンゲージメントで実現できるメリットは大きく２つあると考えています。</p> <p>１つは、対話の効果の観点です。機関投資家の考え方は多様です。国内海外という違い、投資スタイルの違い、投資期間や着目点の違いなどがあり、個別企業の個別課題に対して認識が異なる場合があります。ともすれば、企業は投資家の考え方がまちまちだと感じることがあります。したがって、機関投資家が単に一堂に会して企業と対話する、いわゆるスモールミーティングとは異なり、協働エンゲージメントを行うためには、まず、アジェンダや対象企業について、事前に投資家間で認識している課題を議論し考え方を整理する必要があります。この議論の過程で、投資家相互に新たな気づきや発見もあります。また、個別の対話では、ミーティングの場で、短期業績などのＩＲ上のテーマも含め幅広いテーマを扱うこととなり、特定の課題に費やせる対話の時間は限られますが、協働エンゲージメントでは、投資家が共通して認識</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>企業と投資家の対話が、企業の持続的成長とともに中長期的な企業価値の向上に向けて行われるべきものであることは、改訂コード指針４－６に含意されているものと考えられます。</p>

している課題に絞り込むことができ、深い対話となることが期待できます。

この結果、協働エンゲージメントにおいては、機関投資家が共通して懸念している課題とその理由、企業側の方針とその理由を、双方ともに深く理解し、認識を共有することができます。

もう1つは、対話の効率の観点です。対話の実施には、企業側にも機関投資家側にも、人的、時間的、事務的なコストが発生します。当然、より多くの企業と対話を行うためには、より多くのコストが必要となります。これに対して、協働エンゲージメントでは、数多くの企業、例えば、数百から千を超える企業に向けた投資家共通の意見を広く示すエンゲージメントレターの送付や、運用収益とコストとの観点からはつり合わないような中小型銘柄の企業との対話などについても、機関投資家間で役割を分担することによって、対話の効率化を図ることができます。もちろん、企業としても、個別の課題をアジェンダにしたい場合は、多くの機関投資家との対話を個別に実施していくより、協働エンゲージメントの方が効率的となります。

なお、いくつかの懸念が指摘されていますが、以下のように考えます。

まず、「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」との指摘があります。

確かに、アクティブ運用の中には、基本的に単独でエンゲージメントを行う組織能力を有し、独自の調査で見出した投資リターンのアルファの源泉を重視する投資家もいます。そのような投資家は、他の投資家と分析結果を共有することは自社の競争力の減殺につながりかねず、協働エンゲージメントに直ちに大きなメリットを感じにくいかもしれません。一方、日本株全体に幅広く投資する長期安定運用型のアクティブ運用やパッシブ運用は、日本株全体の中長期的な投資リターンの拡大という目的が共通しており、また協働エンゲージメントを行うための事前議論の過程で新たな気づきや発見もあり、投資家の考え方を深いものにしています。その観点では、まさに多様な投資家にとって、協働エンゲージメントは「重要な選択肢」になると考えます。

なにより、表層的で形式的なエンゲージメントにならず、中長期的な企業価値の向上と持続的な成長に資するよう、建設的な対話が行われるべきことは言うまでもありません。我が国では資本効率やガバナンスといった、より直截的で重要な特定の課題がいまだ多くの企業に残されています。このような特定の重要課題へ、機関投資家が効果的、効率的に取り組んでいくには、協働エンゲージメントは有効な手段であると考えます。少なくとも、当方が主宰・支援する協働エンゲージメントにおいては、建設的な対話が行われていると承知しております。

その観点で、指針4-6改訂案の2文目は、「対話のあり方を検討する際には、投資先企業の

	<p>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」となっていますが、指針 1 - 1 に則り、「対話のあり方を検討する際には、投資先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念頭に置くべきである」とすべきと考えます。</p> <p>また、「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」との指摘もあります。</p> <p>協働エンゲージメントは、事前に投資家間の議論を経るので、その段階で、課題認識が異なる場合や、協働より単独でエンゲージメントした方が効果的と判断する場合などは、不参加を選択することもあり得ます。また、その後の段階で、企業の方針や取り組みの変化に納得して脱退することもあり得ます。協働エンゲージメントを固定的に捉える必要がなく、まさに「重要な選択肢」であると考えます。</p>	
74	<p>We welcome the recognition by FSA that collaborative or collective engagement can be beneficial for both investors and companies and can support deeper and more effective dialogue. We suggest that FSA explains why collective engagement is an important engagement option for investors to consider where appropriate. For example, FSA can highlight that collective engagement can be more effective in some instances, especially if companies are not responding to individual engagement, and can provide learning opportunities for investors, especially those with smaller or newer stewardship teams.</p>	<p>改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>今般の改訂は、機関投資家のスチュワードシップ活動における質的・量的なリソースを補い、コストを低減する観点を含めて検討が進められた結果、投資先企業の持続的成長に資する対話となるかどうかを念頭においた上で重要な選択肢として、提示しているものです。</p>
75	<p>We support the FSA's continued emphasis on the importance of collaborative engagement, including measures taken to address concerns regarding the Large Shareholding Reporting Rule.</p> <p>We further encourage the FSA to consider incorporating a footnote to clarify why institutional investors should consider this approach.</p> <p>For example, we recognize that investor collaboration is widely seen as a key stewardship strategy, both for dealing with companies that have not responded to individual engagement and for encouraging action on system-level issues.</p> <p>In the context of sustainability-related system-level issues, as part of the A Legal Framework for Impact project, we have identified that collaborative engagement is likely both to reduce the costs and enhance the prospects of a successful sustainability outcome.</p>	<p>We appreciate your support for the intent of the revision.</p> <p>Consideration was given to how to supplement quantitative and qualitative resource and to reduce costs in institutional investors' stewardship activities. This revision concluded by proposing collaborative engagement as an important option for institutional investors, with the expectation that they consider whether it will lead to constructive dialogue that benefits the sustainable growth of investee companies.</p>

	Such an explanation could complement the Asset Owner Principles by clarifying that in the context of fiduciary duty, collaborative engagement can be an important option to consider in order to address system-level risks that affect the portfolio as a whole.	
76	今回の改訂の意図としては、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が重要であり、協働エンゲージメントと個別エンゲージメントの優劣を示すものでもなければ、協働エンゲージメントを推進しようという事では無く、個別か協働かは手段の話。あくまで投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるため、受益者の中長期リターン拡大のために、対話内容や目的、機関投資家の特性に合わせて適切な対話形態を検討し、個別か協働かを選択する事を意図したものであるとの理解で良いか。	本コードは、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)を採用しております。 指針4-6の実施においても、最適な対話のあり方の検討は、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話という趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。
77	今回の改訂により「協働エンゲージメントも重要な選択肢」との記載に改められているが、協働エンゲージメントはあくまで手段であり、重要なのはコードにも記載されているように「中長期的な投資リターンの拡大」に資するかどうかであると考え。 この点に鑑みれば、今回の改訂の趣旨はエンゲージメントについて単独か協働かということではなく、より適切・効果的なものを選択すべきということであり、例えば単独でのエンゲージメントが有効に機能している場合においてまで協働エンゲージメントの実施を求めるものではないと理解したが、その理解で正しいか。	
78	We are supportive of the recognition that collaborative efforts can play a valuable role in facilitating constructive dialogue. However, both actual and perceived obstacles persist.	ご意見ありがとうございます。 Thank you for your opinion.
79	当社グループでは、例えば、アジア・コーポレートガバナンス協会(ACGA)や国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)といった業界活動を通じた、幅広い機関投資家にとって市場全体の制度設計を向上させるような協働エンゲージメントも市場全体の持続的成長に寄与するものと考えております。このため、こうした業界レベルでの協働エンゲージメントも促進されることを期待いたします。 長期視点で、ファンダメンタルズ調査に基づく投資をグローバルで展開しているため、仲介者をはさまず、投資先企業の取締役と率直な意見交換を直接行うことが最も効果的と考えております。投資先企業との直接の対話を通じて、企業の持続的な成長に貢献していく所存です。さらに、当社グループでは運用担当者主導のESGインテグレーションを志向しております。お客様のために長期的に優れた運用成果を生み出すことを目指し、重要なESGリスクを投資調査の一環として分析します。当グループにおけるESGインテグレーションは、ESGの考慮を投資調査に組み込むことでリサーチ、デューデリジェンス、エンゲージメントの効果を高めるものであり、別個のプロセスとして存在するものではありません。	ご意見ありがとうございます。
80	We reference the proposed guidance stating that "In addition to institutional investors engaging	本コードにおいて、スチュワードシップ責任は「機関

<p>with investee companies independently, engaging with investee companies in collaboration with other institutional investors (collaborative engagement) is also an important option. When considering methods for dialogue, it should be kept in mind whether they will lead to constructive dialogue that contributes to the sustainable growth of investee companies.”</p> <p>Our stewardship does not participate in collaborative engagements. In our view, one-on-one engagements allow investors to maintain independence in accordance with the investor's specific investment strategies or fund mandates, which in turn results in constructive dialogue. Our team was an early pioneer of engaging with portfolio companies about their company's corporate governance practices. Direct engagement is an important tool that enables us to hear from company directors and executives about a board's oversight of management, strategy, material risks and other corporate governance matters. In turn, through our engagements, company leaders can gain a deeper understanding of what matters to the funds.</p> <p>While we appreciate that collaborative engagement may be appropriate for some investors, we believe that it is not suitable for all investors due to varying mandates, investment strategies, stewardship policies and stewardship resources available. We are supportive of collaborative engagements being an option for other investors, provided that it does not become a compulsory requirement that all investors should participate in collaborative engagements, and that investee companies will continue to offer one-on-one engagement opportunities with investors.</p> <p>In addition, we note the term “sustainable growth” is not defined by the FSA and thus may be subject to each investor's own interpretation. We believe effective stewardship enhances long-term investment returns through promotion of governance best practices. Stewardship is undertaken by a diverse range of organisations performing different roles and pursuing different investment strategies, and it should be recognized that stewardship practices, including the types of dialogue conducted, will inevitably vary depending on the investor's specific investment strategies or fund mandates.</p>	<p>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）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義されています。ご理解のとおり、本コードの履行の態様は、機関投資家の規模や運用方針などによって様々に異なり得ます。</p> <p>また、本コードは、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）を採用しております。</p> <p>このため、指針４－６の実施においても、最適な対話のあり方の検討は、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話という趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p> <p>In this Code, “stewardship responsibilities” refers to the responsibilities of institutional investors to enhance the medium- to long-term investment return for their clients and beneficiaries (including ultimate beneficiaries) by improving and fostering the investee companies' corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment and consideration of sustainability consistent with their investment management strategies. As you mentioned, the implementation of the Code would vary depending on the size of investors and the investors' asset management policies.</p>
--	--

		<p>Also, the Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. For Guidance 4-6, the implementation of the most suitable dialogue is determined by each institutional investor, provided that it serves the purpose of the constructive dialogue that supports sustainable growth of investee companies.</p>
81	<p>Collaborative engagement:</p> <ul style="list-style-type: none"> •We are supportive of the goals of the changes to paragraph 4-6. •We suggest a minor amendment to the language in English: “Collaborative engagement with other institutional investors may also be an effective approach when considered appropriate.” •We believe that this is a pragmatic and balanced amendment, recognising that collaborative engagement is a potentially useful mechanism, but that the choice of engagement approach should be made by the investor based on their judgment. 	<p>本コードは、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのステeward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)を採用しております。</p> <p>改訂コード指針4－6の実施においても、最適な対話のあり方の検討は、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話という趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p> <p>今回の改訂は、ご指摘のように「適切な場合には効果的なアプローチである」ことを含意しつつ、日本語の該当箇所に合わせた英訳としております。</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities focusing on substance. For Guidance 4-6 of the revised Code, the implementation of the most suitable dialogue is determined by each institutional investor, provided that it serves the purpose of the constructive dialogue that supports sustainable growth of investee companies.</p> <p>The revision is an English translation of the corresponding part of the original Japanese text implicating “an effective approach when considered appropriate” as you noted.</p>

<p>82</p>	<p>We are supportive of adding “dialogue that contributes to the sustainable growth of investee companies,” as that implies the mid-to-long term horizon of engagement over short-term behaviour.</p> <p>Inclusion of the term “constructive” may be more nuanced and could lead to differences in opinion. When evaluating approaches to investor dialogue, it is important to recognize that investors, like companies themselves, are diverse in their perspectives and methods. Some may offer candid or critical feedback with the genuine intention of supporting the company’s growth and value creation. If a company were to dismiss such input as “unconstructive” and consequently exclude these investors from further dialogue, it risks incurring significant opportunity costs by foregoing potentially valuable insights. Ultimately, as publicly listed entities, companies have a responsibility to remain open and responsive to all investors, ensuring that a broad spectrum of viewpoints is considered in the pursuit of long-term corporate value enhancement.</p> <p>We are concerned that describing collaborative engagement as “an important option” might give the impression collaborative engagement is “optional” which is not FSA’s intention as Article 7-3 reiterates that Collaborative engagement is an important part of the Code. We are aware this could be a Japanese English translation issue as the Japanese version does not imply collaborative engagement to be optional. For the English version of the Code, we suggest “collaborative engagement is also an important part of stewardship activities”. We believe that maintaining practical flexibility to use various engagement methods is important to give the Code flexibility to accommodate various stewardship approaches.</p> <p>We would like to reiterate the recommendation in our response to the Stewardship Code dated February 7, 2020 and we note that the UK Stewardship Code provides guidance for signatories to report on outcomes in a way that aligns with their long-term stewardship goals. In the UK, signatories are expected to submit an annual Activities and Outcomes Report, detailing how they have applied stewardship principles through their activities and the resulting outcomes. This approach focuses on outcomes and not just principles. We believe Japan’s Stewardship Code could also include Guidance to encourage reporting on mid- to long-term outcomes to reflect stewardship commitment.</p>	<p>本コードは、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)を採用しております。</p> <p>改訂コード指針４－６の実施においても、最適な対話のあり方の検討は、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話という趣旨に合致する限りにおいて、各機関投資家の判断に委ねられるものと考えられます。</p> <p>また、指針７－４は、運用機関について「本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである」旨を定めており、ご指摘のような企業の持続的な成長に向けたスチュワードシップ活動の結果について各運用機関が自らの置かれた状況に応じて報告することは望ましいものと考えられます。</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. For Guidance 4-6 of the Code, the implementation of the most suitable dialogue is determined by each institutional investor, provided that it serves the purpose of the constructive dialogue that supports sustainable growth of investee companies.</p> <p>Guidance 7-4 provides “asset managers should regularly conduct self-evaluations with respect to the status of their implementation of each principle, and disclose such results together with the results of their stewardship activities including dialogue with companies.” Given its situation, it is preferable for each institutional investor to report the outcome of its stewardship activities</p>
-----------	--	---

		in the context of promoting companies' sustainable growth.
83	重要提案行為の範囲と協働エンゲージメントの整理はどう考えればよいのか。平成 26 年の資料から更新はされないのか。	<p>金融庁は、2014 年 2 月に「日本版スチュワードシップ・コード策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（以下「同文書」）を公表し、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ます。もっとも、企業と投資家との実効的な対話の促進のためには、更なる明確化又は限定が必要との指摘があったことから、諸外国の動向等も踏まえて、令和 6 年金融商品取引法等改正において「共同保有者」の範囲を明確化する制度改正を行っております。</p> <p>今後、同改正及び同改正に係る政令・内閣府令等改正を踏まえて、同文書も更新するほか、今後の適用状況を踏まえて、引き続き解釈の明確化に向けて不断に取り組んでまいります。</p> <p>また、本コードは「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」（指針 7-3）旨を明記しています。</p> <p>In February 2014, the FSA published the “Clarification of Legal Issues Related to the Development of Japan’s Stewardship Code” (the “Document”), and sought to clarify the interpretation of “joint holders” under the large shareholding reporting rules as well as “specially related parties” under the tender offer rules. However, since there were suggestions for further clarification or limitation to enable more effective dialogue between companies and investors, we implemented a revision to clarify the scope of “joint holders” in the 2024 Amendment to the Financial Instruments and Exchange Act (the “Amendment”), taking</p>
84	Collaborative engagement offers several compelling advantages that can enhance the effectiveness of stewardship activities. The aggregation of assets under management amplifies investors' voice and influence, while the consolidation of multiple similar discussions into coordinated dialogues significantly improves operational efficiency for both investors and companies. Furthermore, collaborative initiatives enable the communication of clear, consistent expectations and milestones to investee companies, avoiding the potential confusion that could arise from multiple independent engagements conveying similar but slightly varied messages. While these benefits are substantial, investors should remain mindful of jurisdiction-specific regulatory considerations (e.g. in Japan or the US), such as 'acting in concert' rules and group shareholding thresholds, ensuring that collaborative engagements are structured appropriately within local legal frameworks.	
85	We welcome the recent proposed clarifications on the scope of joint holders and the scope of the act of material proposal in the Large Shareholding Reporting Rule. Institutional investors should ensure that they fully understand the final revisions which are intended to promote collective engagement by clarifying what constitutes acting in concert. In particular, institutional investors should note the whitelisting of themes of the sale of cross shareholdings and the increase in the number of independent directors which are core components of corporate governance reforms to drive long-term value creation.	
86	Institutional investors should bear in mind not to cross the line concerning the large shareholder reporting rule, which is also under revision, when conducting collective/collaborative engagements.	
87	<p>We support in principle the proposed revision to Guidance 4-5 regarding investors' commitment to collaborative engagement activities as “an important option”, in addition to engaging with companies individually. We recognise that collaborative engagement, when conducted appropriately, could form a key escalation mechanism for advancing stewardship activities more effectively where necessary.</p> <p>Meanwhile, we would like to make some suggestions for further clarity and improvement of the Code in terms of the issues below:</p>	

<p>1. The amendments to the Financial Instruments and Exchange Act (FIEA), which was proposed by the FSA and passed by the National Diet in May 2024, have provided some much needed clarity on the concert party/joint holder provisions under Japan’s Large Shareholding Reporting Rules. We appreciate the clarification that, as long as multiple investors do not reach a specific agreement (e.g. submit “material proposals” or coordinate on voting matters), they will not be regarded as “joint shareholders”. In addition, the activities that are not directly related to corporate control, such as requests for changing capital policy or dividend policy, are not considered as a material proposal.</p> <p>However, given that collaboration among investors may take different forms (e.g. through an investor forum or public platform, or by bilateral discussions), depending on their individual circumstances (i.e. the differences in investment style and process, the priority issues to engage on, and available resources etc.), we believe that a more detailed Guidance and clarification by the FSA on interpretation and implementation of the FIEA amendments, with regards to the definition of “material proposals” and the scope of “joint shareholding”, is needed as an official document to replace the outdated “Clarification of Legal Issues Related to the Development of the Japan’s Stewardship Code” (published in February 2014). This would be essential in encouraging collaborative engagement activities and ensuring the effectiveness of applying this revised principle of the Code.</p> <p>2. As referred to above, there are different forms of and approaches to investor collaboration. Our observation is that the general perception and practices of collaborative engagement tend to be around joint activities conducted through an investor platform (e.g. global investors initiatives, networks and associations etc.). From our extensive engagement experiences, however, we recognise that having individual and private dialogues with investee companies can often lead to constructive and in-depth discussions. It also helps foster a mutual understanding and trust in the engagement process towards influencing companies, particularly on certain key issues such as their capital allocation strategy and practices. On such occasions, when an escalation step for the engagement is required, we believe that bilateral discussions and exchange of thoughts directly with other major shareholders would likely be more effective in achieving positive changes in the company. Therefore, we think the Code should explicitly acknowledge such bilateral engagement with other investors as a legitimate and useful approach to collaborative engagement activities. We would also expect the additional FSA Guidance (as</p>	<p>into account international trends.</p> <p>We will update the Document in accordance with the Amendment and the amendment to the cabinet order and the cabinet office ordinances related to the Amendment. Going forward, we will continue our efforts to clarify the interpretation while taking their implementation into consideration.</p> <p>Also, Guidance 7-3 clarifies “[e]xchanging views with other investors and having a forum for the purpose may help institutional investors conduct better engagement with investee companies and make better judgments.”</p>
--	---

	mentioned above in Point 1) to be helpful in facilitating such bilateral discussions among investors.	
88	<p>別途パブコメが実施されている「令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等の公表について」の別紙9 問23の「2.共同して重要提案行為等を行うことを目的としないこと」と及び「3.個別の権利の行使ごとの合意であること」を担保するには、それらを口頭といった方法で企業に説明するのみで足りるのか、或いはこれらの要件に該当するかはあくまで実態の行動に即して判断されるのかを明確にすべきではないかと考えます。</p>	<p>2025年3月14日に公表した「令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案等」の内容に関し、当該改正案のパブリックコメント手続で頂戴したご意見に対する金融庁の考え方は、当該パブリックコメントの結果等における「金融庁の考え方」欄においてお示しします。</p>
89	<p>当社も、機関投資家間の協働は重要であると認識しており、投資先企業とその株主の持続的成長につながる建設的な対話を重視しています。しかしながら、金融庁が2025年3月14日付で公表した、大量保有報告書における現金決済型エクイティ・デリバティブ取引の開示に関する政省令の改正案（以下「本改正案」といいます。）により、本改訂案の目的が損なわれると懸念しています。そこで、当社は、2025年4月13日付で、本改正案への懸念を表明する意見書を金融庁に提出しました。</p> <p>具体的には、独立して取得された株式（又はこれに係る現金決済型エクイティ・デリバティブ）のロングポジションを保有する投資家が、他の投資家と共同してエンゲージメントを行う場合には、本改正案の「重要な提案行為」の目的とされるおそれがあることから、他の投資家との協働エンゲージメントを控えるようになると懸念しています。これにより、複数の投資家が共同してエンゲージメントを行っていないにもかかわらず、現金決済型エクイティ・デリバティブに係る複数の投資家が共同してエンゲージメントを行っているものとみなされ、共同保有者とみなされた場合には、大量保有報告書の提出の基準である5%に達する可能性があります。異なる投資戦略の下で活動している複数の投資家が、協働関係が進展していく中で、どの時点で主観的に定義された「目的」の存在を理由に開示義務が生じるかを特定することは不可能です。したがって、指針4-5で提案されているような協働を行った結果、当該複数の機関投資家を共同保有者とみなすべきであると企業が主張し、不当に違法と扱われる可能性があることを懸念しています。</p> <p>上記のとおり、本改訂案は、機関投資家間の協働を抑制し、近年のコーポレート・ガバナンスの強化に資する対話の多様性を抑制するものと考えます。大量保有報告義務等について企業から争われた場合にはコストと時間がかかることから、企業とのエンゲージメントを含む合法的な投資活動が衰退することになります。これは、多くの場合、そのような主張をする企業にとっては本望です。しかしながら、このような結果は、10年以上にわたるコーポレート・ガバナンス改革の進展を妨げ、スチュワードシップ・コードの目的だけでなく、より広い意味での政府の目的にも反することになります。少なくとも、指針4-5において、そのような協働は、</p>	<p>金融庁は、2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コード策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（以下「同文書」）を公表し、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ます。もっとも、企業と投資家との実効的な対話の促進のためには、更なる明確化又は限定が必要との指摘があったことから、諸外国の動向等も踏まえて、令和6年金融商品取引法等改正において「共同保有者」の範囲を明確化する制度改正を行っております。</p> <p>今後、同改正及び同改正に係る政令・内閣府令等改正を踏まえて、同文書も更新するほか、今後の適用状況を踏まえて、引き続き解釈の明確化に向けて不断に取り組んでまいります。</p>

	関連する他の法的要件に照らして検討される必要がある旨を注記することを推奨いたします。	
問２－２．機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たって留意すべき点はあるか、ある場合にはその理由。		
90	<p>「機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たって留意すべき点」としては、ICGN Global Stewardship Principles 3.7 Collaborative engagement（脚注１）に記載される諸点以外に、エンゲージメント対象企業からも、協働する投資家の範囲、目的や対象事項を含む投資家間の合意事項が明確になっていることが、エンゲージメントを生産的・効率的にするために必要である。</p> <p>脚注１．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.</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>金融庁は、いただいたご意見も踏まえて、事例の収集・共有に努める等、スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みを、引き続き促してまいります。</p>
91	<p>機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たっては、参加自体を目的とするのではなく、機関投資家及び投資先企業の双方にとって合理的なものとなるよう留意すべきであると考えます。不特定多数の協働エンゲージメントのイニシアティブに参加し、実質的な行動を伴わないフリーライダーの存在は、対話のコストを偏らせるだけでなく、対話の温度感を下げ、形骸化させるおそれがあります。協働エンゲージメントのメリットを生かした建設的な対話に向けて、イニシアティブに参画する個々の機関投資家による実質的なコミットメントが重要であると考えます。</p>	
92	<p>指針４－６について、エンゲージメントは企業行動の変容をもたらすことにもつながる責任を伴う行為であり、企業戦略を含め深い企業の理解のもとで行われるべきです。協働エンゲージメントで自社の分析を参加者に共有することは難しいことから、対話アジェンダは個別性のあるものではなく、自明の解決すべき社会課題に多くの場合限られるものと考えています。また、そのようなアジェンダの場合でも、開示のフェーズから実行のフェーズにうつれば、より効果的なエンゲージメントを目指す場合企業戦略との親和性が問われるため、協働エンゲージメントの形態がそぐわないことも多くなるものと考えます。</p>	
93	<p>エンゲージメントは、投資先企業における中長期的・持続的な企業価値の向上のために行われるべきものである。そして、協働エンゲージメントは、これに参加する機関投資家が有する共通の問題意識について行われたときに最も効果的なものになると考えられる。</p> <p>そのため、協働エンゲージメントに参加する機関投資家は、大量保有報告に係るルールを遵守することは当然として、協働エンゲージメントを行う複数の機関投資家が保有する株式の合</p>	

	<p>計数を背景として、その要求を通そうとする高圧的な対話を行うべきではなく、特に短期的な利益を得るための手段としてこれを行うべきではない。</p> <p>なお、本改訂案がコーポレートガバナンス・コードの基本原則5と相まって、投資先企業との建設的な対話を促進することを強く期待したい。独立社外取締役は、ガバナンスの重責を担う者として協働エンゲージメントの場に臨むべきである。とりわけ取締役会議長、任意設置を含めた指名・報酬委員会の委員長、あるいは筆頭独立社外取締役を務める役員については、その重責を就任の際に確認しておくなど具体的な措置が望まれる。</p>	
94	<p>協働エンゲージメントを行うに当たっては、原則4の「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」ことが大前提です。投資先企業と課題認識を共有し、問題の改善に努めるために留意すべき点は、以下の4つと考えます。</p> <p>まず、投資先企業に投資家が考える課題を認識してもらうためには、投資家の考え方の背景や理由を説明し、投資先企業自らが納得して改革を進めるように促さなければなりません。そのため、投資家の課題認識の考え方、背景や理由が記述された文書であるエンゲージメントレターを投資先企業に送付することは有意義です。経営陣や社内各部署など多くの人々が課題認識を共有化し、投資先企業が会社を挙げて改革へ意識を切り替えていく上で、資料の存在は重要です。したがって、協働エンゲージメントの手法は、ミーティングにおける口頭での意見交換だけではないことを投資家も企業も理解する必要があります。因みに、エンゲージメントレターを送ることも、海外ではエンゲージメントの有効な手法のひとつと捉えられています。</p> <p>また、古くからの業界慣行や法制度などが、日本企業全体に共通する課題に重大な影響を与え問題となっている場合、これらを是正するための世論形成へ向けた意見発信、いわゆる「パブリックエンゲージメント」も、多くの機関投資家の考え方を集約して問題の改善につなげていく上で、有効な協働エンゲージメントの手法のひとつと考えます。投資先企業に直接働きかけることだけが協働エンゲージメントではないことに留意する必要があります。</p> <p>なお、協働エンゲージメントは、機関投資家が発起したとしても、他の投資家の参加募集や意見集約、企業との調整などが必要であり、直ちに実施できるというものではありません。上述のような協働エンゲージメントの様々な手法や機能を発揮させ、機動的に実施できるように、企画運営・事務局機能を担う常設の機関は重要です。</p> <p>同時に、協働エンゲージメントは、日本企業に共通する課題の改善を促し、日本の資本市場全体の拡大に資するものです。このような協働エンゲージメントを促進するため、インベストメントチェーンを代表して協働エンゲージメントを実施する運用機関の取り組みに対して、インベストメントチェーンの参加者全体が、適切に評価し支援することが肝要と考えます。</p>	

95	<p>・ Acting in concert、ウルフパック行為との関係整理は協働エンゲージメントを促進するうえで引き続き重要。内外機関投資家間で投資先企業についての課題認識や、選好するエンゲージメントの態様が異なることも多くあるため、協働エンゲージメントを促進した結果どういうアクションケースが生まれるかは予測困難な面があり、取締役会の対応能力確保が前提となると思料。</p> <p>・ 多くの運用会社が同じ課題認識を持てるかは、環境・人権・ダイバーシティなどの課題を除くと実際には多くないかもしれないという懸念が残る。経営戦略に近い課題は、各運用会社毎に期待するソリューションが異なる可能性が高い。</p> <p>・ 事務局を担う運用会社の負担が重くなる可能性があり、いかに効率的な仕組みを作っていくかが大事である。協働エンゲージメントに参加することは本来は効率的なはずであるのに、参加することが逆に負担増につながるようだと言用が広がらないと考える。</p> <p>・ 協働エンゲージメントが重要な選択肢となり得るのは、企業が対話に消極的な場合や企業にとって受け入れ難い提案内容である場合など、単独でのエンゲージメントでは実効性が乏しい場合である。協働エンゲージメントでは、複数の投資家が集団となって企業と対峙するため、企業は圧力を感じることもあろう。このような場合、採否を経営陣の自律的な決定に委ねない方法・態様で一定の事項について提案を行うと、重要提案行為に該当する可能性があり、注意が必要である。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>金融庁は、いただいたご意見も踏まえて、事例の収集・共有に努める等、スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みを、引き続き促してまいります。</p> <p>金融庁は、2014年2月に「日本版スチュワードシップ・コード策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」（以下「同文書」）を公表し、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ます。もっとも、企業と投資家との実効的な対話の促進のためには、更なる明確化又は限定が必要との指摘があったことから、諸外国の動向等も踏まえて、令和6年金融商品取引法等改正において「共同保有者」の範囲を明確化する制度改正を行っております。</p> <p>今後、同改正及び同改正に係る政令・内閣府令等改正を踏まえて、同文書も更新するほか、今後の適用状況を踏まえて、引き続き解釈の明確化に向けて不断に取り組んでまいります。</p>
96	<p>Stewardship is an essential strategy for investors to influence real economy actors and assets to achieve financial objectives and sustainability outcomes. Collaborative engagements are an especially relevant form of stewardship when addressing system-level risks.</p> <p>It is a fundamental aspect of an investor's fiduciary duty to preserve and create long-term value on behalf of beneficiaries. Addressing system-level risks is compatible with fiduciary duty, especially for universal owners and long-term investors because system-level risks can affect the financial performance of the market as a whole.</p> <p>We support enhanced accountability and transparency for stewardship activities and alignment of incentives and responsibilities across the investment chain to strengthen the enabling environment for effective stewardship. It is important to be careful with communication to ensure transparency and alignment of interests when conducting collaborative engagements.</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>金融庁は、いただいたご意見も踏まえて、事例の収集・共有に努める等、スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みを、引き続き促してまいります。</p> <p>We appreciate your valuable input.</p> <p>In light of your opinions, we will continue to promote the effective implementation of stewardship activities, for example by collecting and disseminating good practices.</p>
97	<p>Collaborative engagement requires careful planning between investors but can play a pivotal role through bringing together the views of both international and domestic investors to help unlock shareholder value.</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>金融庁は、いただいたご意見も踏まえて、事例の収集・共有に努める等、スチュワードシップ活動の実質化に向</p>

<p>However positive outcomes require planning and coordination as we follow in our Working Groups. We have highlighted below some of our recommendations for good practice in collaborative engagement, based on our experience in coordinating investors stewardship activity.</p> <p>From our experience, below are recommendations for successful collaborative engagements:</p> <p><u>Investors</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Have preparatory calls ahead of the meeting for comprehensive planning: allocate sub-group members to individual topics for the meeting • Focus on key issues for company engagement (pre-determine speakers and focus questions for the meeting rather than laundry-list approach) • Facilitate collaborative engagement that includes voices outside of Japan and recommendations in line with global best practices • Two-way conversation for all meetings: allocate time at end of discussion for companies to ask questions • Have sequential meetings with managers, directors over a period of 2-3 years • Meet the company in-person at least once a year to build trust with the company • Respect Acting in Concert rules and make sure to provide agenda of potential discussion topics that make this clear • No one member to dictate the narrative, discuss investors' common priority areas before the call with the corporate • Set short term and mid term KPIs for the engagement process and update after each engagement meeting <p><u>Corporates</u></p> <ul style="list-style-type: none"> • Encourage having more company officials hear the view of investor members; ensure investor concerns are discussed at the board level for effective implementation • Align targets with investor dialogues and not just box-ticking; awareness of financial terms including valuations, ROE, cost of capital through director and key management personnel training • Disclosures and transparency on recognized areas for improvement, including transparency on board evaluations 	<p>けた取組みを、引き続き促してまいります。</p> <p>We appreciate your valuable input.</p> <p>In light of your opinions, we will continue to promote the effective implementation of stewardship activities, for example by collecting and disseminating good practices.</p>
---	---

	<p>Relevant rules and regulations that need to be followed in process of collaborative engagement:</p> <ul style="list-style-type: none"> • <u>Compliance with Competition Law</u>: Attendees must adhere to competition laws and avoid agreements or practices that prevent, restrict, or distort competition. • <u>Prohibition on sensitive information exchange</u>: Attendees must not disclose or exchange strategic or competition-sensitive information about their businesses, such as pricing, volumes, costs, customer or supplier details, business strategies, or investment plans. • <u>Avoid coordination</u>: Attendees must not coordinate views or actions that could restrict competition or result in concerted action between members or investment companies. • <u>Information exchange caution</u>: Any inadvertent exchanges of information that could breach competition law must be avoided. • <u>Legal compliance</u>: Participation in meetings requires full compliance with competition law. Attendees subject to legal or regulatory regimes must ensure they comply with their obligations, including public disclosure requirements. • <u>No financial, legal or investment advice</u>: Our inputs do not include financial, legal or investment advice. 	
98	<p>We welcome the greater emphasis on collaborative engagement of the proposal. We highly value shareholder collaboration as an engagement strategy to support dialogue with our investees in the most time- and cost-effective manner. We view collaborative engagement as an important lever to access specialist knowledge on specific themes, regulation and market practice. It is a tool for escalation when required, if our concerns haven't been acknowledged through direct engagement.</p> <p>We believe that the decision on engagement strategy and discussion topics should be based on the contribution to sustainable growth of investee companies. It is our view that collaborative initiatives should be prioritised based on the materiality on a company's long-term value creation.</p> <p>We also believe that a key part of any engagement process is to keep this objective in mind throughout and to measure progress against the objective over time. Clear and realistic milestones can be beneficial for both investors and companies. Further, we consider monitoring progress and engagement outcomes fundamental to assess the effectiveness of stewardship actions. We consider the setting of a clear escalation strategy in case of engagement failure also a relevant aspect of the process.</p> <p>We suggest that the panel consider including these aspects in future revision of the Code.</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>金融庁は、いただいたご意見も踏まえて、事例の収集・共有に努める等、スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みを、引き続き促してまいります。</p> <p>We appreciate your valuable input.</p> <p>In light of your opinions, we will continue to promote the effective implementation of stewardship activities, for example by collecting and disseminating good practices.</p>

Ⅲ コードのスリム化／プリンシプル化		
問3. コード策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を、改訂案の通り、削除・統合・簡略化することについてどのように考えるか、及びその理由。		
99	削除・統合・簡略化することについて賛成します。	改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。
100	コードのスリム化／プリンシプル化の趣旨に賛同する。	
101	スリム化／プリンシプル化に賛成である。「スチュワードシップ・コードの改訂案について」に記載される改訂理由は合理的であり、また、「削除・統合・簡略化された箇所についてその趣旨の重要性が否定されるものではない」旨も明記されており、削除等による弊害にも考慮されている。	
102	コード策定・改訂から一定期間が経過し、実務への浸透が進んだ箇所等のスリム化／プリンシプル化を図る本改訂案に賛成する。 また、個別の指針についても、指針8-2において、議決権行使助言会社が整備すべき体制の内容を、「企業を含む関係者との意思疎通を実効的に行うのに十分かつ適切な人的・組織的体制」と具体化したことは、議決権行使助言会社について投資先企業等が指摘する問題点を受けたものと解されることから、この点においても本改訂案に賛成する。	
103	プリンシプルベース・アプローチの趣旨に合致しており、適切な判断と思料。	改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。 We appreciate your support for the revision.
104	We support the streamlining of the Code which clarifies the guidance and helps increase investors' focus on stewardship matters that are not already standard market practice.	
105	On streamlining the Code by removing, consolidating and simplifying parts that have permeated stewardship practices since the Code's development and revision, we agree and appreciate the effort. This approach will make the Code more principles-based and easier to follow, promoting better stewardship practices.	
106	We support the proposed changes in streamlining the Code, as we do not think the changes would significantly undermine the application of the principles outlined in the revised Code.	
107	We believe that the proposed streamlining of the Code is appropriate.	
108	We support the streamlining of the code, provided this will lead to greater clarity and effectiveness. We supported the streamlining of the UK Stewardship Code in the 2025 revision in order to avoid placing onerous reporting burdens on investors who have signed up to the Stewardship Code. Although the context is different, our views on distinguishing between baseline expectations and advanced expectations to encourage progression appropriate to a signatory's size and	

	capacity could be relevant in Japan's case as well.	
109	We welcome the proposed changes in the language and structure intended to simplify and consolidate the Code. We believe that the revised structure will make the recommendations easier to read and understand.	
110	We are supportive of the clarifications to expectations around conflicts management and disclosure of conflicts of interest policies.	ご意見ありがとうございます。 Thank you for your opinion.
111	<p>In principle we support efforts to streamline and simplify the Code, noting that the number of footnotes has been reduced by around 25% and that the three-year period for review has been removed, making the Code more dynamic and ensuring its evolution to reflect current practices and requirements.</p> <p>i) In particular, we support the addition of Footnote 4 which references the fiduciary duties of asset owners through the “Asset Owner Principles” and the deletion of Footnote 8 and Footnote 19 regarding stewardship policies that may differ between asset owners and asset managers.</p> <p>ii) We recommend Footnote 18 should be retained as in many situations, investment managers may engage initially with investee companies before selecting those with which to have in-depth dialogues, given the size and diversity of their portfolios.</p>	<p>改訂にご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>今般の改訂は、策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなど、スリム化／プリンシプル化を図っているものです。もっとも、削除・統合・簡略化された箇所についてその趣旨の重要性が否定されるものではありません。</p> <p>We appreciate your support for the revision.</p> <p>The revision aims to streamline the Code by removing, consolidating and simplifying the parts that have become integral to stewardship practices since the Code was initially developed and revised. It should be noted, however, that the removal, consolidation, or simplification does not imply that such parts are no longer important.</p>
112	<p>Footnote 8 should be retained or the concept should be incorporated in the text of Principle 1-2. Same comment applies to footnote 19.</p> <p>Reason: Footnote 8 provides important clarification that the policy of each “institutional investor” on its stewardship responsibilities (a “Policy”) who adopts the Stewardship Code (the “Code”) can vary from institutional investor to institutional investor, reflecting the role and business (including the investment strategy/purpose) of the particular institutional investor, along with the explicit recognition that roles and businesses of asset managers and those of asset owners are different within the investment chain. Removal of such important clarification appears to indicate that the Code provides less flexibility with regard to the nature or investment strategy/purpose of a particular institutional investors, which would discourage new institutional investors from accepting the Code.</p>	<p>今般の改訂は、策定・改訂時から一定期間が経過し実務への浸透が進んだ箇所等を削除・統合・簡略化するなど、スリム化／プリンシプル化を図っているものです。もっとも、削除・統合・簡略化された箇所についてその趣旨の重要性が否定されるものではありません。</p> <p>本コードは、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)を採用しております。</p> <p>改訂コード前文7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</p>

		<p>運用であるか等）などによって様々に異なり得ます。</p> <p>The revision aims to streamline the Code by removing, consolidating and simplifying the parts that have become integral to stewardship practices since the Code was initially developed and revised. It should be noted, however, that the removal, consolidation, or simplification does not imply that such parts are no longer important.</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. As Preamble 7 of the revised Code states, how to implement the Code would vary depending on the size of institutional investors and the asset management policies (e.g., long-term investment or short-term investment, active management or passive management).</p>
113	<p>We appreciate the FSA's efforts to streamline various aspects of the Code to reflect emerging market expectation and local regulation. While we have no substantive concerns, we offer the following feedback:</p> <p><u>Principle 1</u></p> <p>We support this principle. We provide regular disclose of its Investment Stewardship program and proxy voting policies and outcomes to give our fund investors, portfolio companies and other key stakeholders an understanding of the activities conducted on behalf of the funds.</p> <p><u>Principle 2</u></p> <p>We support the rewording of Guidance 2-2 as well as the merger of Original Guidance 2-4 and Guidance 7-2, as stated in our Conflicts of Interest Policy.</p> <p><u>Principle 3</u></p> <p>We note that the FSA has not proposed any change to Guidance 3-1, which states that institutional investors shall "fulfil their stewardship responsibility with the aim of enhancing the medium-to long-term corporate value and capital efficiency and supporting the sustainable growth of the companies." However, we would reiterate that investors have different mandates,</p>	<p>ご意見ありがとうございます。</p> <p><u>原則 3</u></p> <p>本コードは、スチュワードシップ責任を「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）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義しています。本コードは、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</p>

<p>including capital efficiency decisions, which we believe should be made by company boards and management teams. Nonetheless, as part of our stewardship responsibility, we work to understand how boards oversee the related risk factors that are material to the investee companies, including but not limited to capital efficiency related risks.</p> <p><u>Principle 4</u></p> <p>Under the re-numbered Guidance 4-7, while we understand the sentiment that "shareholders should be treated equally in handling undisclosed material facts" and that the types of dialogue conducted will inevitably vary depending on the investor's specific investment strategies or fund mandates, we would emphasise that for certain investors, constructive dialogue does not involve the receipt of undisclosed material facts. Instead, we look to companies to disclose timely information related to material risks specific to their company to enable the market to accurately price the information into each security.</p> <p><u>Principle 5</u></p> <p>We provide regular disclosure of its Investment Stewardship program and proxy voting policies and outcome to give our fund investors, portfolio companies and other key stakeholders an understanding of the activities conducted on behalf of the funds.</p> <p>We note Guidance 5-4 <i>"When institutional investors use the service of proxy advisors, it is important that they use the service based on an understanding of the voting recommendation process, including the human and operational resources of the advisors. They should not mechanically depend on the advisors' recommendations but should exercise their voting rights at their own responsibility and judgment based on the results of the monitoring of the investee companies and dialogue with them. When disclosing their voting activities, institutional investors using the service of proxy advisors should publicly disclose the name of advisor and how they utilize the service in making voting judgments specifically."</i></p> <p>We support transparency regarding research processes. As we have disclosed in our document, proxy voting platform services provided by several proxy advisory firms are an input to our research process. Importantly, the date from these third-party providers serves as only one of many inputs into our Investment Stewardship's research and voting processed. We believe that this disclosure is important and sufficient, and that naming specific proxy advisors is and should not be required. This perspective is in line with regulation in other markets in which We invest.</p> <p><u>Principle 6</u></p>	<p>て様々に異なり得ます。</p> <p><u>原則 5</u></p> <p>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ます。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ます。指針5－4は、議決権行使助言会社の助言が機関投資家の議決権行使に果たす役割の重要性等を踏まえ規定されているものですが、本コードの署名機関において、利用している議決権行使助言会社の名称を公表しない場合には、その理由を説明することが考えられます。</p> <p>Thank you for your opinion.</p> <p><u>Principle 3</u></p> <p>In this Code, "stewardship responsibilities" refers to the responsibilities of institutional investors to enhance the medium- to long-term investment return for their clients and beneficiaries (including ultimate beneficiaries) by improving and fostering the investee companies' corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment and consideration of sustainability consistent with their investment management strategies. The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. How to implement the Code would vary depending on the size of</p>
--	--

	<p>Our Investment Stewardship provides quarterly and annual reporting of voting and engagement activities conducted on behalf of the funds. It also discloses perspectives on governance topics on an ongoing basis so that our investors, portfolio companies and other interested stakeholders understand our perspectives and approach.</p> <p><u>Principle 7</u></p> <p>We note Guidance 7-4 “<i>Institutional investors should endeavor to improve their policies based on the Code and the quality of their stewardship activities by reviewing at an appropriate timing the status of their implementation of each principle, including guidance. In particular, asset managers should regularly conduct self-evaluations with respect to the status of their implementation of each principle, including guidance, disclose the results toward continued improvement of their governance structures, conflicts of interest management, and stewardship activities, etc., and disclose such results together with the results of their stewardship activities including dialogue with companies²⁶. In doing so, asset managers should be conscious that these are consistent with their investment management strategies and lead to the medium- to long-term increase of corporate value and the sustainable growth of companies.</i>”</p> <p>Our preference would be for it to be reworded such that “Asset managers should regularly evaluate their implementation of the principles and disclose the ways in which they continually improve their governance structures, conflicts of interest management, and stewardship activities, etc., and disclose such results together with the results of their stewardship activities including dialogue with companies.”</p>	<p>institutional investors and the asset management policies (e.g., long-term investment or short-term investment, active management or passive management).</p> <p><u>Principle 5</u></p> <p>The Code adopts a “comply or explain” (comply with the principles or explain why they are not complied with) approach. If an institutional investor finds that some of the principles of the Code are not suitable for it, the investor can choose not to comply with them by explaining a sufficient reason. Guidance 5-4 is provided in consideration of the significance of proxy advisors’ recommendations for voting decisions of institutional investors. The Code signatories should explain the reason if they choose not to disclose the name of proxy advisor they use.</p>
IV その他		
問 4. 上記のほか、改訂案の改訂項目に対する意見及びその理由。		
114	<p>本改訂全般について、その趣旨に賛同しており、引き続き、スチュワードシップ・コードが、責任ある投資家とその責務を果たし、また、企業との建設的な対話を促進する有力な規範となることを期待している。同時に、我が国の資本市場で活動する機関投資家、特に企業と対話を求める機関投資家のうち、スチュワードシップ・コードに未だ署名していないものは、早急に署名を行うことを求めるものである。</p>	<p>ご意見ありがとうございます。</p>
115	<p>We commend the FSA and the Expert Panel on the Stewardship Code for regularly reviewing the Code and for seeking continuous improvement through public consultation. We strongly support these ongoing efforts as they align with our shared goal to enhance Japan’s standing as a preeminent global financial center.</p> <p>The Stewardship Code plays a critical role in ensuring that institutional investors engage</p>	<p>金融庁及びスチュワードシップ・コードに関する有識者会議の取組みにご賛同いただきありがとうございます。</p> <p>We appreciate your support for the initiatives by the</p>

	<p>constructively with the companies in which they invest.</p> <p>We appreciate the ongoing work to continuously evaluate and update the Stewardship Code, which will further strengthen Japan's corporate governance environment and contribute to the sustained growth of its economy.</p>	FSA and the Expert Panel.
116	<p>We recognise that the Japan Stewardship Code emphasises capital management and allocation at the individual company level.</p> <p>However, we also believe that stewardship from a Universal Owner perspective, which considers market-wide impacts, is an important and valuable approach that can deliver benefits to individual companies, the broader market, and long-term asset owners.</p>	<p>ご意見ありがとうございます。</p> <p>Thank you for your opinion.</p>
117	<p>「投資先企業」には、Ｊリートも含まれることを明記すべき。</p> <p>株式に比してＪリートはガバナンスの改善が遅れており、取り組みの積極化を要する。</p>	<p>改訂コード前文６に記載のとおり、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ます。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す。</p>
118	<p>運用資産規模に比して十分な資質と容量を伴った人員が備えられていないという実態は、アセットオーナーとしての企業年金と多くの公的年金では共通している問題である。全体として「自らの規模や能力等に応じ」という免責的な文言が多用されているものの、依然として負担感から、このコードの受入れに躊躇する関係者は多いと思われる。またこのコードのようなプリンシプルによる投資行動の規範の浸透にはどれだけの実効性があったのか、コーポレートガバナンス・コードと共に検証すべきである。実効性はともかく法制度として有権者の意向を反映したハードローによって規範の義務化をしない理由をそろそろ明示すべき時期である。</p>	<p>スチュワードシップ活動のあり方は、機関投資家の規模や運用方針等によって様々に異なり得るため、法令で一律に規制することにはなじまないものと考えられます。金融庁としては、引き続き、本コードに基づく対話の実施状況の確認、スチュワードシップ活動の取組事例の収集・共有を継続すること等を通じて、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実質化に向けた取組みを、促してまいります。</p>
119	<p>We have been encouraged by the progress made by Japanese companies in terms of corporate governance over the past several years, and are grateful for the efforts and leadership of the TSE and FSA on these matters. The effective implementation of the revised Stewardship Code will also require support from continuous governance reform and change of management mindset. The Code has emphasised that investors' stewardship activities should contribute to "achieving sustainable growth and increasing corporate value" of investee companies. As the wording of "corporate value" appears rather vague and open to differing interpretation and understanding, we think that an emphasis on shareholder value creation over the long-term in the Code would provide helpful clarification. By way of precedent we note that, in the UK Stewardship Code, stewardship is clearly defined as "the responsible allocation, management</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>本コードにおいて、スチュワードシップ責任は「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）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」と定義されており、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が明記されています。</p>

	and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries”.	<p>We appreciate your valuable input.</p> <p>In this Code, “stewardship responsibilities” refers to the responsibilities of institutional investors to enhance the medium- to long-term investment return for their clients and beneficiaries (including ultimate beneficiaries) by improving and fostering the investee companies’ corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment and consideration of sustainability consistent with their investment management strategies. Therefore, the responsibilities clearly include the enhancement of the mid- to long- term investment return for their clients and beneficiaries.</p>
120	有識者会議第3回会合における事務局の発言によると、「英語版につきましても同様にパブリックコメントに付したいと考えて」いるとのこと。有識者会議にて指摘されたとおり上場株式30%超を外国人投資家が保有している現状を勘案し、外国投資家・外国株主にも「説明」を実施してもらえる建付けは重要と考えるので、パブリックコメント後英訳版が最終化された場合には、速やかな周知をお願いしたい。	<p>ご意見ありがとうございます。</p> <p>本コードのパブリックコメント時の改訂案、確定版の改訂コードはいずれも日本語・英語で同時に公表されております。</p>
121	We advocate that all FSA consultations be made available in English to support accessibility and effective engagement with international institutional investors. We are encouraged by the following news article published in Nikkei on March 31, 2025 proposing that the Tokyo Exchange mandate English disclosure to lure overseas investors - Nikkei Asia and hope that this practice will also be adopted by regulators.	<p>Thank you for your opinion.</p> <p>The draft revision to the Code for public consultation, as well as the final version of the revised Code, are publicly disclosed in both Japanese and English simultaneously.</p>
122	<ul style="list-style-type: none"> We recommend that the Code encourages investors to engage with independent directors and report on these meetings and the topics discussed at a high level. The increase in number of independent directors is a core component of the ongoing corporate governance reform in Japan. It is important for investors to engage with these directors to develop a deeper understanding of the effectiveness of the boards of investee companies. The Code could include a point that institutional investors should consider engaging on corporate governance and corporate disclosure policies and standards as these impact all listed 	<p>ご意見ありがとうございます。</p> <p>改訂コード注13（英訳版注10）に「（前略）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」と記載されております。機関投資家は、例えば各原則の実施状況の検証やスチュワードシップ活動の結果の報告において、独立社外取締役との対話について、必要に応じ言及することも考えられ</p>

	<p>companies across the jurisdiction. This can be an effective way to address systemic or market level issues that support the fulfilment of stewardship responsibilities.</p> <ul style="list-style-type: none"> • The Code could also include the recommendation, from the background note to the consultation, that the comply or explain approach is reaffirmed by clients and beneficiaries of signatories to the Code. This will drive accountability on the part of signatories given the Code is not a legally binding regulation. 	<p>ます。</p> <p>対話の内容は、投資先企業の状況等により、投資先企業ごとに異なり得るものと考えられますが、指針３－３は対話の前提となる把握すべき事項の１つとしてガバナンスを列挙しています。</p> <p>今後、本コードの受入れ・実施に当たっては、この「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法の趣旨が、コードの署名機関である機関投資家等のみならず、顧客・受益者にあらためて再認識されることが重要であり、金融庁もその周知に努めてまいります。</p> <p>Thank you for your opinion.</p> <p>Note 10 of the English version of the revised Code (note 13 in Japanese) states “it is considered beneficial that institutional investors have dialogue with non-executive officers (including independent outside directors and kansayaku (audit and supervisory board members)) of the company.” It may be preferable for institutional investors to include dialogue with independent outside directors, as necessary, in their reports on the implementation of the Principles or the outcomes of their stewardship activities.</p> <p>Topics of dialogue should vary depending on each investee company, taking into account the specific circumstances of each one. Guidance 3-3 includes “governance” as one of the matters to be covered in dialogue between institutional investors and investee companies.</p> <p>Going forward, when signatories accept and implement the revised Code, it will be important for the “comply or explain” approach to be reaffirmed not only by institutional investors, who are signatories to the Code, but also by their clients and beneficiaries. We will also continue our</p>
--	---	---

		efforts to disseminate the purpose of the approach.
123	<p>We believe the primary function of the Board is to ensure a company prospers and grows in the long term. Boards should be equipped with adequate skills to deal with crisis and guide the management as well as communicate to investors effectively.</p> <p>Principle 5 of Japan's Corporate Governance Code (2021) states: <i>During such dialogue, senior management and directors, including outside directors, should listen to the views of shareholders and pay due attention to their interests and concerns, clearly explain business policies to shareholders in an understandable manner so as to gain their support, and work for developing a balanced understanding of the positions of shareholders and other stakeholders and acting accordingly.</i></p> <p>In order to strengthen constructive dialogue between shareholders and the Board and especially with independent directors, we would recommend the inclusion of an additional clause in the Draft Revision of the Stewardship code under Principle 4. Our recommendation is to add clause 4.8:</p> <p>"Where relevant, institutional investors should seek to meet with board members, and in particular with designated independent directors, to have a better understanding of how the boards of investee companies function."</p> <p>This is referenced at Footnote 14, and we recommend including it in the Guidance as an additional clause to stress its importance and communicate the necessity for engagement to take place at a senior level.</p> <p><u>Rationale:</u> If regulators are encouraging greater and more meaningful dialogue between corporates and investors, this should be included in both the Corporate Governance Code as well as the Stewardship Code. If the stewardship reports also indicate the number of meetings with independent directors and topics discussed, it would be a good indicator of how serious the stewardship effort of the asset manager/ asset owner is.</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>改訂コード注 13（英訳版注 10）に「（前略）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」と記載されております。機関投資家は、例えば各原則の実施状況の検証やスチュワードシップ活動の結果の報告において、独立社外取締役との対話について、必要に応じ言及することも考えられます。</p> <p>We appreciate your valuable input.</p> <p>Note 10 of the English version of the revised Code (note 13 in Japanese) provides "it is considered beneficial that institutional investors have dialogue with non-executive officers (including independent outside directors and kansayaku (audit and supervisory board members)) of the company." It may be preferable for institutional investors to include dialogue with independent outside directors, as necessary, in their reports on the implementation of the Principles or the outcomes of their stewardship activities.</p>
124	<p>本コードのタイトルの副題「～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」について、日本企業の現状を踏まえると、企業価値の向上は最重要な課題と考えます。従って、本コードの目的などに書かれているとおり、企業価値の向上や持続的成長、と企業価値の向上という言葉を加えられることを提案します。</p>	<p>本コードはスチュワードシップ責任を「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）の中長期的</p>

		な投資リターンの拡大を図る責任」と定義しており、ご理解のとおり、中長期的な企業価値の向上を促すことは、対話の重要な目的の一つと考えられます。
125	<p>Broader considerations for effective stewardship, encouraging companies to play their part:</p> <p>In addition to changes aimed at investors via the stewardship code, there are also areas that the JFSA could continue to promote with companies in order to promote effective dialogue with companies. For example:</p> <ul style="list-style-type: none"> •Encouraging a framework and practice where feedback from engagement meetings is fed back to the Board. •Continuing to encourage companies to ensure that independent outside directors are available for engagement and that those directors are actively seeking to engage with investors on a regular basis. •Encouraging companies to make clear links in their sustainability related financial disclosures to materiality and strategic relevance. 	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>We appreciate your valuable input.</p>
126	<p>We recommend highlighting within the Code the benefits of adopting a variety of stewardship tools, including escalation, during the engagement process. While maintaining flexibility in implementation timing and methods, the Code should explicitly acknowledge that investors may need to escalate their engagement approaches, particularly when companies demonstrate prolonged unresponsiveness to initial dialogue attempts. This escalation capability serves as an important mechanism to ensure the effectiveness of stewardship activities, though its specific application should remain at the discretion of institutional investors based on individual circumstances and engagement outcomes.</p> <p>We also believe the Code can acknowledge the important role investors can play in identifying and responding to systemic market risks, while recognizing that their capacity to do so varies. While not every investor will have the resources or scale to actively address systemic risks, consideration of these risks should be integrated into their stewardship approach where feasible. The emphasis should be on investors developing an awareness of systemic risks and responding proportionately to their size and capabilities, rather than prescribing specific actions that may not be suitable for all market participants.</p> <p>In 6-1, it would be welcome to highlight the requirement on investors to be responsive to their clients' periodic reporting requests regarding stewardship activities. Rather than committing to a standardized proactive reporting approach, managers should maintain flexibility to</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p> <p>We appreciate your valuable input.</p>

	accommodate varying client-specific reporting requirements and templates.	
127	<p>・ Page 4, paragraph 12: We recognize that the FSA proposes to remove provisions relating to a periodic review of the Code, which reflects the status quo where a revision was foregone over the past two years. The proposed text however is not coherent, as deleting reference to a “review” from the second sentence makes the “review” referred to in the third sentence ambiguous. Perhaps it would be clearer if the third sentence started with “such improvements to the Code are supposed to...”, as this would refer to the improvements indicated in the immediately preceding sentence.</p> <p>・ The FSA could consider including reference to the ICGN Global Stewardship Principles, for example, to provide greater global alignment on the definition of stewardship.</p>	<p>ご指摘を踏まえて、以下のとおり修正しました。</p> <p>P4 para 12</p> <p><u>Such improvements</u> to the Code <u>are</u> supposed to enable institutional investors and their clients and beneficiaries to be better versed in the stewardship responsibilities, and help the Code to become more widely accepted in Japan.</p> <p>前文 12 のとおり、金融庁としては、引き続き、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を図っていきます。</p> <p>We corrected the sentence as below in light of your comments.</p> <p>P4 para 12</p> <p><u>Such improvements</u> to the Code <u>are</u> supposed to enable institutional investors and their clients and beneficiaries to be better versed in the stewardship responsibilities, and help the Code to become more widely accepted in Japan.</p> <p>As mentioned in Preamble 12, we will continue our efforts to improve the Code, taking into account global trends.</p>
128	<p>原則 1 又は原則 6 の指針として別紙内容を追加すべきである。スチュワードシップ活動は、投資リターンに寄与するまでの期間が長く、また効果の評価が難しいことなどから、軽視されがちな構造的な要因がある。したがって、アセットオーナーがアセットマネージャーのスチュワードシップ活動を適切に評価し、活動のために適切なインセンティブを付与する必要性が高い。しかし、スチュワードシップ・コードでは、「本コードの目的」で運用機関の評価一般への言及があるものの（脚注 2）、アセットオーナーによるスチュワードシップ活動の評価に言及する指針はない。そこで、スチュワードシップ責任を定める原則 1 か、アセットオーナーへの報告を定める原則 6 に、アセットオーナーによる運用機関のスチュワードシップ活動に対する適</p>	<p>指針 1－5 は「アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである」としており、スチュワードシップ活動の評価も含まれ得るものと考えられます。</p> <p>なお、アセットオーナー・プリンシプル（2024 年 8 月</p>

	<p>切な評価を求める指針を追加すべきである。なお、スチュワードシップ活動の評価が必要なものは、アセットオーナーには限られず、アセットマネージャー内部においても、また、スチュワードシップ活動の対象となる投資先企業においても求められるものであり、その旨は脚注等而言及すべきである。</p> <p>別紙</p> <p>アセットオーナーは、運用機関がスチュワードシップ責任を果たすために、そのスチュワードシップ活動について、適切に評価すべきである（脚注3、4、5）。</p> <p>以下は脚注</p> <p>2. 本コードの目的8項「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。」</p> <p>3. 評価にあたり、例えば面談回数などの形式的な評価にならないように、また、評価のためだけに報告のコストが増加しないように、留意すべきである。</p> <p>4. 適切な対価の支払を含む、スチュワードシップ責任を果たすための適切なインセンティブとなることが望ましい。</p> <p>5. 運用機関もスチュワードシップ活動を担う職員について、更に、投資先企業も運用機関との対話を適切に評価することが、スチュワードシップ活動の健全な推進に有益である。</p>	<p>28日公表)には、補充原則3-3において、「(前略)運用委託先への報酬を検討するに当たっては、運用委託先がもたらす付加価値に応じたものとすべきである」と規定しております。</p>
129	<p>原則1の脚注11の記述について</p> <p>「アセットオーナーである企業年金」は公的年金を含める意図で「アセットオーナーである年金」とするべきである。これらの公的年金は殆どの場合、企業年金と同様に個別企業の分析や議決権行使を自ら行っていないからである。</p> <p>また「対話(原則4)」は原則7にもある事柄なので、「対話(原則4及び原則7)」とすべきである。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
130	<p>While the FSA has not proposed any change to the definition of “stewardship responsibilities”, in the Role of the Code section, it is stated that:</p> <p><i>“Stewardship responsibilities refers to the responsibilities of institutional investors to enhance the medium-to long-term investment return for their clients and beneficiaries (including ultimate beneficiaries; the same shall apply hereafter) by improving and fostering the investee companies’ corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment and consideration of sustainability (medium- to long-term sustainability including ESG factors) consistent with their investment management strategies.”</i></p>	<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ます。</p>

	<p>We would like to reiterate that because the terms “sustainable growth” and “sustainability” (and “ESG factors”) are not currently defined in the Code, these terms shall be subject to each investor’s own interpretation and their use could lead to confusion or misunderstanding.</p> <p>As stewards of passively managed equity index funds, we believe effective stewardship should enhance long-term value creation through promotion of governance best practices. We would like to highlight that we approach risk from the perspective of what is financially material to each investee company, and we assess material risks, including material environmental or social risks, in the context of company’s circumstances.</p>	<p>We appreciate your valuable input.</p> <p>The Code adopts a principles-based approach, expecting institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities with an emphasis on substance. How to implement the Code would vary depending on the size of institutional investors and the asset management policies (e.g., long-term investment or short-term investment, active management or passive management).</p>
131	<p>スチュワードシップ・コードの趣旨および8つのコード原則については賛同する。投資先企業の企業価値を高めるため建設的な対話を行うことを推奨することは納得できるものと考ええる。また、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきという点も理解できるところである。</p> <p>しかし、方針そのものの中身については、法に抵触しない限りにおいて、思想・信条の自由の範囲であり、いかなる制約も課されるべきではないと考える。</p> <p>具体的には、指針1－1において、「ESG要素を含む中長期的な持続可能性」とあるが、ESG投資については米国の20を超える州において違法とされるなど、少なくとも賛否両論ある問題であり、一方に偏った信条に制約するかのような指針は不適切であると考ええる。これにより逆のスチュワードシップ・コードの受け入れを躊躇する機関投資家が増えることを危惧する。</p> <p>従って、「ESG要素を含む中長期的な持続可能性」との文言は削除すべきと考える。</p>	<p>貴重なご意見として承ります。</p>
132	<p>スチュワードシップ・コードにもマルチステークホルダー資本主義の理念を反映すべく、原則1の指針1－2に、『』部分を追記いただきたい。</p> <p>指針1－2. 機関投資家は、こうした認識の下、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワードシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、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）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。</p> <p>その際、『機関投資家は、投資先企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られるよう促すことを通じて、投資先企業、顧客・従業員・取引先・地域社会・株主、ひいては社会全体の発展にも寄与する責任があることを認識すべきである。』運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で</p>	<p>本コードは、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を拡大を図るスチュワードシップ責任を果たすために有用な諸原則をまとめたものです。</p> <p>指針1－1は機関投資家が「サステナビリティの考慮に基づく建設的な対話」を行うことを想定しており、様々なステークホルダーへの配慮を通じた中長期的な企業価値の向上は、本コードの趣旨として組込まれているもの</p>

	当該方針において明確に示すべきである。	と考えられます。
133	<p>２－１に「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である（中略）機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。」とありますが、機関投資家がコスト削減を求めた結果、労働者の給料が削減され、それが原因で住宅ローンを組みなくなったり、給料が減ることを恐れて子供を産み育てられなくなったり、車が売れなくなったりなど、労働者と顧客と機関投資家の間で利益相反があります。また、労働者の生活が脅かされることで子供が減ってしまえば、将来の顧客も減り、長期的に見れば企業も成長できなくなるなど副作用が大きいです。</p> <p>２－１か２－２もしくは３－１あたりに「機関投資家がある行動を求めた結果、労働者の生活が脅かされるなど、短期的には顧客や受益者が得をしても、最終的に損をしてしまうことがあり、企業が存続できなくなることも長期的にあり得るので、取締役が何をし、その結果、労働者＝企業にとっての顧客にどのような影響を与えるのか検討すべきである」というのを盛り込んだほうが良いと思われます。</p>	ご意見ありがとうございます。
134	<p>ページ４の脚注４において、指針等に「重要である」とある場合には、「すべきである」とは異なる趣旨の記載がある。</p> <p>ここで、指針３－１は、「企業の状況を的確に把握することが重要である」とあるが、この前提である原則３では「企業の状況を把握すべきである」とあり、指針３－２は、指針３－１を前提とした規定であるにもかかわらず、「企業の状況の把握を継続的に行うべきである」とある。こうした原則３と指針３－２との比較で、指針３－１を見た場合、指針３－１のみ「重要である」とするのは均衡に失うように見受けられ、原則３や指針３－２と同様に、「企業の状況を的確に把握すべきである。」とすることが好ましいのではないか。</p>	ご意見ありがとうございます。
135	<p>We suggest that you consider:</p> <p>In para 3.3 – amending the following to sentence: “Factors may include, for example, the investee companies’ governance, strategy, performance, capital structure, business risks and opportunities (including risks and opportunities arising from social and environmental matters), and how the companies address them, <u>and how they are linked to corporate value and financial outcomes</u>”.</p>	<p>企業の状況の把握は、当該投資先企業の企業価値向上に向けたスチュワードシップ活動の一貫として行われるものです。把握する内容がどのように企業価値や財務結果につながるかは、当然に指針３－３に含意されているものと考えられます。</p> <p>Understanding situations of investee companies is conducted as a part of stewardship activities toward increasing the value of investee companies. Guidance 3-3 emphasises the importance of understanding “the situations of investee companies” and its link to corporate</p>

		value and financial outcomes is naturally implied in the Guidance.
136	Fair disclosure: •We are supportive of fair disclosure requirements.	本コードの趣旨にご賛同いただきありがとうございます。 We appreciate your support for the intent of the Code.
137	<p>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¹³を、投資先企業との間で建設的に行うこと^{14,15}を通じて、当該企業と認識の共有^{16,17}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¹⁸。</p> <p>17 例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）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。</p> <p>協働エンゲージメントに賛成であるが一部追加修正（カッコ書き部分以降「独立社外取締役・監役等少なくとも1名の同席を必ず求め対話を行うべきである。」）。</p> <p><u>理由</u></p> <p>機関投資家が協働エンゲージメントを行うに当たって留意すべき点について、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を、投資先企業との間で建設的に行うこと重要である。その際、企業の実態を客観的に分かる独立取締役・監査役との対話を推奨事項ではなく、1名の出席を必須とすべきである。企業のIR部門やその担当取締役が出てきてQ&A問答集にのっとっての回答を聞いても当該企業の実態は分からない。特にESGやDEIに関する質問には女性独立社外取締役・女性社外監査役の内1名の出席が求められる。</p>	ご意見ありがとうございます。
138	<p>原則8について、以下の通り意見を述べる。</p> <p>議決権行使助言会社については、日本における人的・組織的体制の整備が不十分であることや、助言内容が画一的な基準の適用に基づいた形式的なものに留まっているとの意見が多く聞かれる。</p> <p>この点、指針8－2において、議決権行使助言会社に対して、人的・組織的体制の整備を求めた点については、助言の質と透明性の向上に資するものとして評価する。企業と投資家との</p>	改訂の趣旨にご賛同いただきありがとうございます。 いただいたご意見は、議決権行使助言会社の改訂コードへの対応状況を見極めつつ、今後の政策立案の参考とさせていただきます。

	<p>実効ある対話と信頼関係の構築に向けて、両者の橋渡しをする議決権行使助言会社が、企業と十分に対話することのできる、適切な体制整備をすることが不可欠であり、今回の見直しはその第一歩として期待している。</p> <p>なお、指針８－２で「企業を含む関係者との意思疎通を実効的に行う」ことを求めているのは、議決権行使助言会社の助言の質や助言プロセスの透明性を高めることが目的である。すなわち、議決権行使助言会社は、機関投資家が適切に議決権を行使できるよう、画一的な議決権行使基準のみによらず、企業価値向上に資する深度ある対話を行ったうえで、議決権行使の賛否の推奨を判断することが求められる。</p> <p>金融庁は、議決権行使助言会社が、指針８－２の改正の趣旨を踏まえ、適切な体制整備を行い、助言の質や助言プロセスの透明性を高める取組みを行っているかを監督するとともに、改正による十分な効果が発揮されなければ、更なる指針の見直しや、議決権行使助言会社への法規制を検討すべきである。</p>	
139	<p>議決権行使助言会社に対しては、日本における人的・組織的体制の整備が依然として不十分であることに加え、助言内容が画一的な基準の適用に終始し、個々の企業の状況を実質的に評価していないことについて課題意識がある。</p> <p>日本において引き続き、議決権行使が適切に行われ、企業の中長期的な企業価値の向上と持続的な成長を目指すためには、より一層実効性をもった規制が望まれる。その中で、指針８－２の改訂案については、議決権行使助言会社の日本拠点における十分かつ適切な人的・組織的体制の整備を新たに求めるものと理解しており、必要な見直しであると考える。</p> <p>他方で、議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくばかりでなく、自ら企業と積極的に意見交換を行ったうえで、助言を行うべきである。その際、インベストメントチェーンを担う一角として、企業価値向上に資する対話を行い、画一的な基準のみをもとに、賛否の推奨をすべきでない。また、助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供すべきである。これらの趣旨を指針８－３に反映すべく、以下のとおり修正いただきたい。</p> <p>「議決権行使助言会社は、機関投資家が適切に議決権を行使できるよう、企業の開示情報に基づくばかりでなく、自ら企業と積極的に意見交換を行ったうえで、助言を行うべきである。その際、インベストメントチェーンを担う一角として、企業価値向上に資する対話を行い、画一的な基準のみをもとに、賛否の推奨をすべきでない。助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することで、助言の前提となる情報の正確性や透明</p>	

	性の確保に努めるべきである。」	
	(他 同旨 1 件)	
140	<p><u>提言</u></p> <p>原則 8 の要素として「議決権行使助言会社は、賛否推奨の対象となる上場企業に対して賛否推奨レポートを無償で確認できる機会を付与するべきである。」旨の指針を追加することを提言します。</p> <p><u>詳細</u></p> <p>現在、議決権行使助言会社が発行する議決権行使の賛否推奨レポートは、上場企業の株主総会議案に対する賛否比率の結果に重大な影響力を有しています。この賛否推奨レポートについては、無償で上場企業に提供されている例がある一方、有償での提供となっているケースも存在します。</p> <p>「議決権行使助言会社は競争原理に基づく営利企業であり、サービスの対価を求めるのは当然」との見方もあり得ます。確かに、顧客でありレポートを必要とする機関投資家に対価を求めることには合理性があります。しかし、そもそもそのレポートの前提となる情報を開示（実質的に無償提供）している上場企業に対して、当該情報をレビューした重要なレポートの提供が有償であることには合理性が見出しにくく、公平性の観点から問題があると考えます。</p> <p>加えて、指針 8－3 では、「助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え」と明記されていますし、さらにいえば今回の有識者会議においても「企業価値の向上、そして議決権行使の実質化が非常に大事な中で、指針 8－3 では、しっかりと「機会を与えるべきである」と記載すべき」とする意見があるにもかかわらず、レポートが有償である場合には、企業がその内容を確認するためには料金の支払いが強いられる構造となっており、実質的な制約となります。この構造は、助言の正確性や透明性の確保という本来の目的に逆行する状況になっているといえます。</p> <p>スチュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードが広く浸透する現在、内容の確認を怠ることが企業のガバナンス対応上のリスクとなり得る現状において、確認のために経済的負担を強いられる構造は、著しくバランスを欠いています。</p> <p>このような状況は、上場企業と投資家との信頼関係の構築に悪影響を及ぼす可能性があるとともに、両者の有意義な対話を促進しようとする金融庁や関連機関の尽力にも水を差すものと考えます。</p> <p>したがって、今後も中長期的に議決権行使助言会社の体制やモニタリング等の在り方に関する議論が継続されることを期待しつつも、短期的には、少なくとも対象となる上場企業に対し</p>	ご意見ありがとうございます。

	<p>ては、賛否推奨レポートを無償で確認できる機会を付与する旨を指針に盛り込むべきです。これにより、助言プロセスの透明性・公平性が一定程度高まり、企業の説明責任とガバナンスが強化され、投資家との建設的な対話の深化にも寄与すると考えます。</p>	
141	<p>We support the intent of Article 8-2, ensuring that proxy advisors have adequately skilled personnel to communicate with different stakeholders and support engagement efforts. However, we would respectfully point out that the concentration of AGMs in Japan makes it difficult for both investors and proxy advisors to manage their resources. We look forward to proposals from the FSA and METI enabling AGMs to be distributed over a longer time period, potentially alleviating service provider staffing issues.</p>	<p>ご意見ありがとうございます。 Thank you for your opinion.</p>
142	<p><u>The Code facilitates broad applicability, flexibility, and continued enhancements</u></p> <p>The Code has proven an effective means of enhancing the framework for investor stewardship. The Code provides for flexibility through the “comply or explain” mechanism and continues to achieve broader applicability to institutional investors and service providers of different sizes.</p> <p>As referenced by the FSA, the Code could be streamlined “by removing, consolidating, and simplifying the parts that have permeated stewardship practices since the Code was developed and revised,” allowing signatories to focus on substance rather than form. As also acknowledged in the proposed revision, “further detailed requirements, if introduced, may undermine the original purpose of the ‘comply or explain’ approach and may cause corporate governance reform in practice to lose its substance.” We support the FSA’s decision to maintain a principles-based framework in revising the Code.</p> <p><u>Role of proxy advisory firms under the Code</u></p> <p>We would like to note that the revision of the Code presents an opportunity to memorialize the respective roles and responsibilities of the market participants subject to the Code. With respect to proxy advisory firms, the Code appropriately characterizes these firms as service providers to institutional investors. As such, We, and proxy advisory firms generally, are not in a position to interact with companies in the same manner as investors are expected to engage with their portfolio companies under the Code. We view this distinction as an important principle. Engaging with companies on how they could or should improve on their corporate governance practices is a matter for shareholders, not proxy advisory firms, to address. Indeed, as a service provider to a wide range of institutional investor clients, we may provide different vote recommendations on</p>	<p>本コードは、署名機関が各々の置かれた状況に応じて、自らのステeward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）を採用しております。「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ります。議決権行使助言会社を含めた本コードの署名機関が、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ます。</p> <p>また、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ます。受入れ表明（公表）を行った署名機関であっても、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではありませんが、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ることが求められます。</p> <p>The Code adopts a principles-based approach; a</p>

<p>the same ballot item depending on the clients' voting policy choices. By emphasizing the role and responsibilities of proxy advisory firms as service providers, the Code helps to reinforce the principles of independence, objectivity, and integrity of proxy research, which are of paramount concern to institutional investors.</p> <p><u>Independence and integrity of proxy research are paramount</u></p> <p>With respect to the draft revisions to Principle 8-2, we would like to share some observations and suggestions for FSA consideration.</p> <p>The expectation for proxy advisory firms to rely on publicly available corporate disclosure and focus on research accuracy is appropriate and already corresponds to our established practices. our business model depends on factual accuracy and our record of accuracy is one of which we are proud.</p> <p>Our incentives are to ensure that our investor clients have access to accurate information; these incentives align with those of both institutional investors and issuers alike. We have established effective processes to identify and address factual errors. In addition, we engage in dialogue with companies and are open to interacting with them when there are unclear points in their published disclosures or to gain deeper insight and to check material facts relevant to our research.</p> <p>Regarding the proposal to introduce an expectation for proxy advisors to “effectively communicate” with “stakeholders, including companies,” if this addition remains in the revised Code, it should align with text under Principle 8-3 that states that the “exchange [of] views with companies” should be done “<i>upon necessity</i>” (emphasis ours). This coherence could be achieved by adding “as necessary” to Principle 8-2.</p> <p>In addition, it is currently unclear who would comprise “stakeholders,” which is a broad term. Setting the expectation for proxy advisors to “develop appropriate and sufficient human and operational resources” to communicate with a potentially wide range of interested parties could unnecessarily expose them to multiple sources of external pressure regarding the development of proxy research reports and vote recommendations. Moreover, for both emerging and existing proxy research firms, the expectation to communicate “effectively” with “companies” and “stakeholders” could be highly resource intensive and raise practical challenges during an already compressed proxy season window. For these reasons, too, the inclusion of “as necessary” to Principle 8-2 is, in our view, important.</p>	<p>principles-based approach in this context expects institutional investors to fulfil their stewardship responsibilities focusing on substance. The significance of a principles-based approach is as follows: even if principles may look abstract and broad on the surface, they can work effectively if relevant parties confirm and share the aim and spirit of the principles, and review their activities against the aim and spirit, not necessarily against the letter of the principles. In implementing the Code, the Code signatories, including proxy advisors, should respect such intent of the principles-based approach.</p> <p>Also, the Code adopts the “comply or explain” approach (comply with the principles or explain why they are not complied with). A signatory who made its intention to accept the Code public does not have to comply with all of the principles uniformly. However, signatories, when they make explanation, should aim to articulate to clients and beneficiaries the approach they chose to adopt in lieu of the principles they have decided not to comply with.</p>
--	---

<p>In general, we believe Principles 8-2 and 8-3 could be better balanced to avoid the impression that more issuer involvement in the research process could enhance the quality of proxy research or accuracy of vote recommendations, or altogether better align the recommendations with investors' best interests. While dialogue and interaction with companies, as subjects of proxy research, can be helpful, proxy advisory firms are ultimately accountable to their institutional investor clients, who subscribe to the services that proxy advisors provide. Investors' confidence in the quality and integrity of proxy research and vote recommendations depends upon the reliability and independence of proxy advisors. Accordingly, it is important that proxy advisors are not unnecessarily exposed to external pressures of market participants or organizations with a vested interest in the outcome.</p> <p>Investors and proxy advisors would benefit from a clearly articulated policy view embedded in the Code that promotes the independence of proxy analyst research. Small textual changes could easily help achieve this objective, such as the inclusions of "if" and "could" under Principle 8-3, as proposed in the bracketed text in the following: <i>"Upon the request from a company that is the subject of a proxy recommendation, [if] it is considered to contribute to secure accuracy...proxy advisors [could] provide the company with an opportunity to confirm whether such information is accurate, etc., and provide the submitted opinion of the company to their clients together with the recommendation."</i></p>	
--	--