

事務局説明資料

2024年10月18日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

I. スチュワードシップ・コードをめぐる前回改訂以降の状況

II. スチュワードシップ活動の実質化

A) これまでの議論を踏まえた課題

B) エンゲージメントに関する取組み例

III. ご議論頂きたい事項

- 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(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく「建設的な対話」を通じて、企業の持続的成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大という責任(スチュワードシップ責任)を果たすための行動原則

枠組み

- ・ 機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意。ただし、金融庁がコードの受入れを表明した「機関投資家のリスト」を公表する仕組みを通じて、コードの受入れを促す。
- ・ プリンシプルベース・アプローチ及びコンプライ・オア・エクスプレインの手法を採用。

概要

機関投資家は、

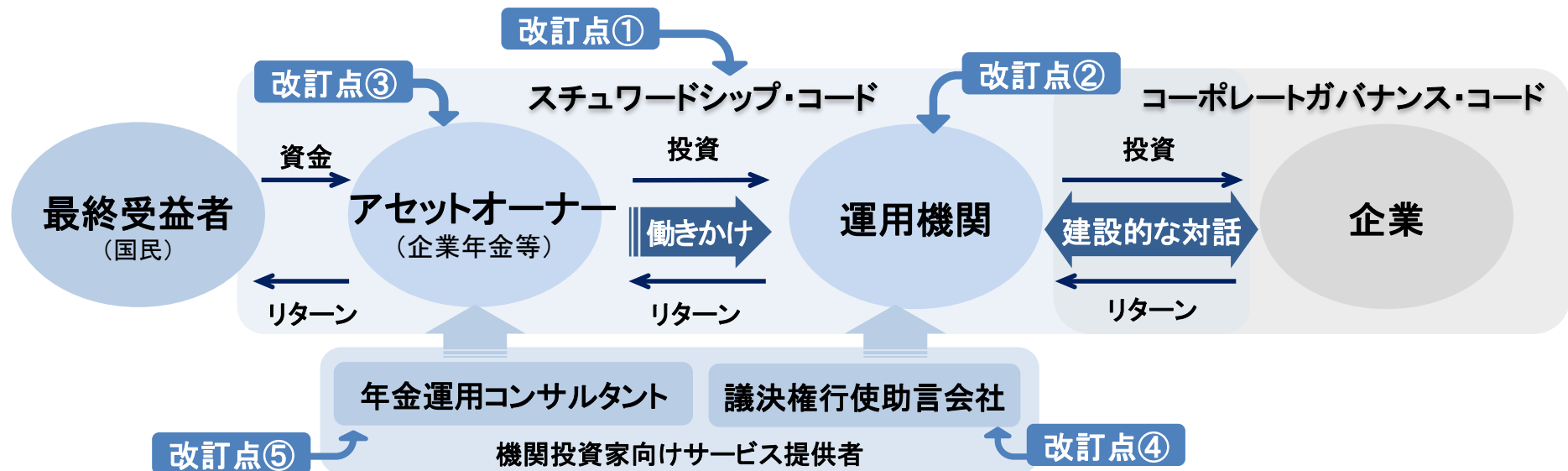
1. スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 顧客・受益者の利益を第一として行動するため、「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況を的確に把握すべき。
4. 建設的な対話を通じて投資先企業と認識を共有し、問題の改善に努めるべき。
5. 「議決権行使」の方針と行使結果を公表すべき。
6. 顧客・受益者に対して、自らの活動について定期的に報告を行うべき。
7. 投資先企業に関する深い理解に基づき、適切な対話と判断を行うための実力を備えるべき。

機関投資家向けサービス提供者は、

8. 機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすにあたり、適切にサービスを提供するように努めるべき。

スチュワードシップ・コードの改訂(2020年)のポイント

- コーポレートガバナンス改革の実効性の向上に向け、スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会(2019年10月～12月に3回開催)における議論を踏まえ、2020年3月にスチュワードシップ・コードの再改訂を実施。



① 全体に関わる点	(1)「中長期的な企業価値向上」という目的の意識 (2)サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮 (3)債券を保有する機関投資家等へのコードの適用
② 運用機関	・ 建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実
③ アセットオーナー	・ 企業年金のスチュワードシップ活動の後押し
④ 議決権行使助言会社	・ 機関投資家向けサービスの質の向上
⑤ 年金運用コンサルタント	

スチュワードシップ・コードの改訂(2020年)の概要

① 全体に関わる点

- (1) 中長期的な企業価値の向上及び企業の持続的な成長という目的にスチュワードシップ活動が向けられたかを意識すべき
- (2) サステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮
- (3) コードの目的に沿うスチュワードシップ活動ができる場合における、上場株式以外の資産(債券等)を保有する機関投資家へのコードの適用

② 運用機関

- ・ 外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案について「賛否の理由」を公表すべき
- ・ 企業との対話の状況を含むスチュワードシップ活動の結果や自己評価について、企業の持続的な成長と中長期的な投資リターンの拡大に向けられたかを意識して公表することが重要

③ アセットオーナー

- ・ 規模や能力等に応じてスチュワードシップ活動を行うべき

④ 議決権行使助言会社

- ・ 助言の正確性や透明性を確保するため、
 - ✓ 人的・組織的体制の充実(日本拠点の整備含む)
 - ✓ 助言策定プロセスの透明性の確保
 - ✓ 企業との積極的な意見交換

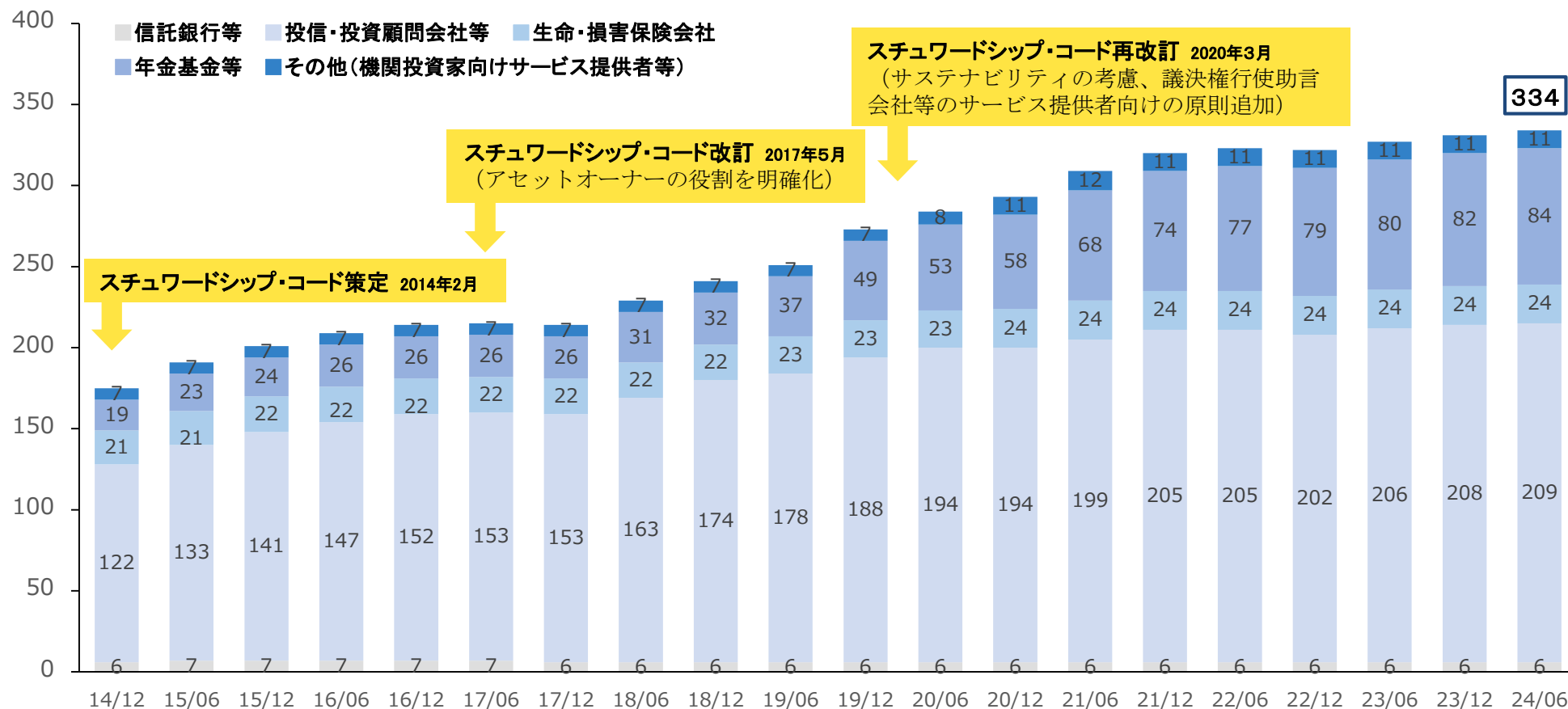
⑤ 年金運用コンサルタント

- ・ 利益相反の管理を行うべき

スチュワードシップ・コードの受入れ機関数の推移

- 2014年2月のスチュワードシップ・コード策定以降、受入れ機関数は継続的に増加し、334機関が受入れを表明。(2024年6月末時点)
- 2020年3月の再改訂版スチュワードシップ・コードには、302機関(運用機関215、年金基金等77、その他10)が対応。(2024年6月末時点)

受入れ機関数



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

V スチュワードシップ活動の実質化に向けた取組み

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

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

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

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

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

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

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

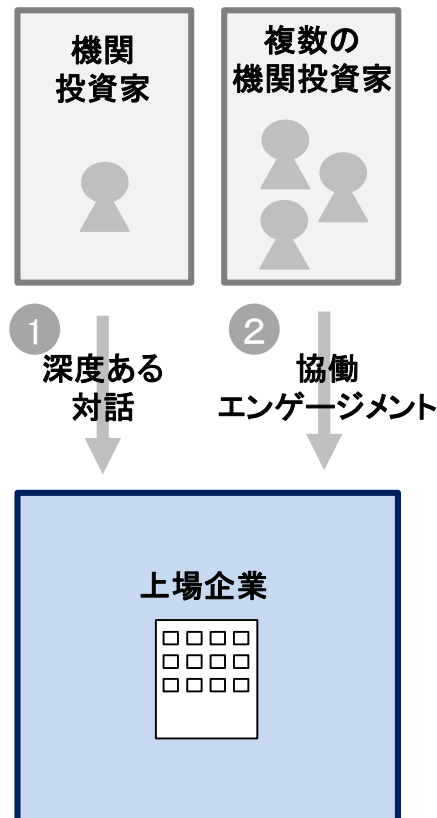
30 スチュワードシップ活動には、人材育成も急務であるとの意見があった。

金融審議会 公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ 報告(2023年12月25日)の概要

大量保有報告制度・実質株主の透明性

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

大量保有報告制度



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

(※1)例えば、配当方針や資本政策に関する変更の提案。

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

(注)「重要提案行為」: 代表取締役の選解任の提案など、事業活動に重大な変更・影響を及ぼす行為を目的とする場合は、「態様」を問わず該当。

- 2 **協働エンゲージメントを促進**する観点から、複数の機関投資家が**一定の合意**を行わない限り、「共同保有者」として保有割合を合算する**必要がないこと**とすべき(※)

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

実質株主の透明性

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

(※)議決権指図権限や投資権限を有する者。

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

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

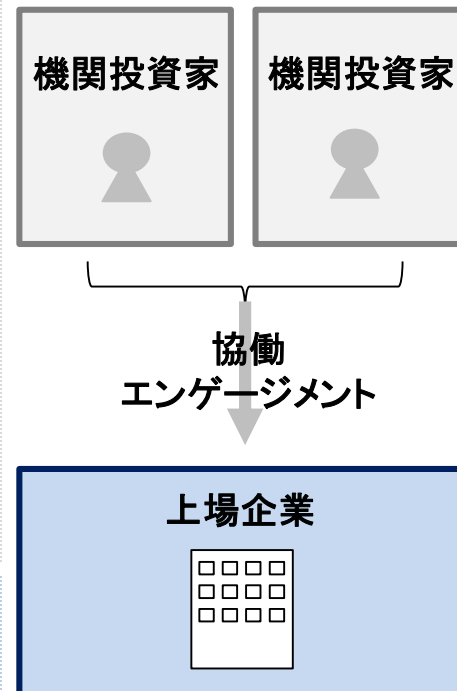
課題と対応

課題

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

対応

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



「共同保有者」の範囲の明確化

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

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

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

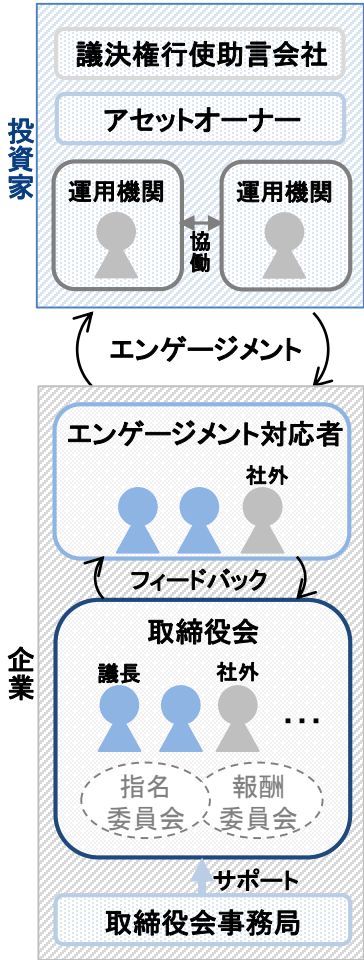
改正事項

コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024(2024年6月7日公表)

2023年4月に策定した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」を踏まえ、これまでに様々な取組みを実施。こうした取組みをフォローアップし、継続的に今後の方向性を検討する必要。

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上という目的に立ち返り、具体的な取組みの検証や共有を通じて、企業と投資家の自律的な意識改革に基づくコーポレートガバナンス改革の「実践」に向けた施策を推し進めるべき。

課題	これまでの取組み	今後の方向性
スチュワードシップ活動の実質化	✓ 投資家による協働エンゲージメントを促進するために「共同保有者」の定義を明確化(金融商品取引法等の一部を改正する法律が成立(2024年5月))	✓ 建設的な目的を持った対話を促進するため、協働エンゲージメントの促進や実質株主の透明性確保に向けたスチュワードシップ・コードの見直しを検討。 ✓ 投資家(運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社等)におけるスチュワードシップ・コードの遵守状況を検証。
取締役会等の実効性向上	✓ 社外取締役の質の担保・向上に向けた取組みとして「社外取締役のことはじめ」を作成(2024年1月) ✓ 民間主体において取締役等に対する研修等が進展	✓ 取締役会の実効性向上に向けた取組みの実践を促進するため、社外取締役と投資家の対話や、実質的な議論を促すための取締役会事務局による取組み等、具体的な好事例を共有。
収益性と成長性を意識した経営	✓ 東証の要請を踏まえ、PBRをはじめ資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて対応を進めている企業を「見える化」(2024年1月～)	✓ 継続して各企業の取組み状況をフォローアップし、収益性と成長性を意識した経営に向けた実質的な対応を促進。その際、取締役会における対応や投資家との対話の状況や、中長期的な企業価値向上の観点から成果を意識した分析・評価が行われているか等について着目。



コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024(2024年6月7日公表)

課題	これまでの取組み	今後の方向性
情報開示の充実・ グローバル投資家との対話促進	✓ 投資家との対話の実施状況の開示を要請し、エクスブレインの好事例や不十分な事例を公表(2023年3月) ✓ 2025年4月からの英文開示の義務化に向け東証の上場規則を改正(2024年5月)	✓ タイムリーな情報開示の更なる充実とともに、有価証券報告書の開示が株主総会前のタイミングとなるよう、実態把握を進め、事業報告等との重複開示の効率化を含む抜本的な環境整備に向け検討。 ✓ グローバル投資家の期待に応える企業群をリスト化。
市場環境上の 課題の解決	✓ 上場子会社に関する情報開示の充実に向けた要請を実施(2023年12月) ✓ 政策保有株式の開示に関する課題や開示例等を公表(2024年3月)	✓ 政策保有株式について、形式的な対応とならないよう、有価証券報告書において実態を踏まえ開示されているか等、企業に対し、コーポレートガバナンス・コードに照らして保有の合理性についての検証を尽くすよう促す。
サステナビリティを 意識した経営	✓ 有価証券報告書において、女性管理職比率や男女間賃金格差等の多様性に関する指標等を追加(2023年3月期～) ✓ 人的資本関係等の開示の好事例集を公表(2023年12月) ✓ 女性役員比率の目標(2030年までに30%以上)を東証の上場規則において規定(2023年10月)	✓ 国際的な比較可能性を確保したサステナビリティ開示・保証制度のあり方を検討。 ✓ 企業価値向上というアウトカムの意識や、コーポレート・カルチャーを意識した経営や対話等、具体的な好事例を共有。

(リスト化のイメージ)
JPXプライム150指数構成銘柄の状況

会社名	各種指標の状況 PBR(倍)	コーポレート・ガバナンスの状況	
		独立社外取締役の割合(%)	女性役員比率(%)
A	2.5	37.5	18.2
B	1.1	41.7	8.3
C	1.2	44.4	23.1
D	1.2	44.4	22.2
E	5.3	33.3	13.3
F	5.8	66.7	22.2
G	1.8	60.0	20.0
H	6.7	40.0	13.3
I	15.8	37.5	16.7

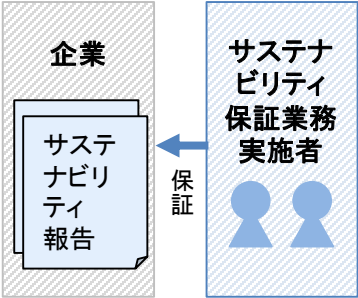
有価証券報告書

第一部 企業情報

...

第4 提出会社の状況

政策保有株式の銘柄ごとの保有目的が具体的に記載されていない 等



アセットオーナー・プリンシプルの概要(2024年8月28日公表)

アセットオーナーに求められる、**受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任(フィデューシャリー・デューティー)**を実現する上で必要となる共通の原則。

アセットオーナーの範囲は、**公的年金、共済組合、企業年金、保険会社、大学ファンド**のほか、例えば資産運用を行う**学校法人**など幅広く、その規模や運用資金の性格等は様々。

経緯: 2024年3月～6月に、新しい資本主義実現会議の下、「アセットオーナー・プリンシプルに関する作業部会」において議論を行い、2024年6月よりパブリックコメントを実施し、**8月28日に公表**。

枠組み: プリンシプルの受入れは任意。**「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)**の手法を取る。プリンシプル受入れ時は、所管省庁に表明し、**内閣官房において受入状況を一覧化して公表**。

(※受入れ表明のアセットオーナーのリストは来年1月初めに公表予定であるものの、中間的な状況を取りまとめたところ、2024年9月末時点で主要な公的アセットオーナーを中心に他17機関が受入れを表明。)

<原則1> アセットオーナーは、受益者等の最善の利益を勘案し、何のために運用を行うのかという**運用目的を定め**、適切な手続に基づく意思決定の下、**経済・金融環境等を踏まえつつ**、運用目的に合った**運用目標及び運用方針を定めるべき**。また、これらは**状況変化に応じて適切に見直すべき**。

<原則2> 受益者等の最善の利益を追求する上では、アセットオーナーにおいて**専門的知見に基づいて行動**することが求められる。

そこで、アセットオーナーは、原則1の運用目標・運用方針に照らして必要な**人材確保などの体制整備を行い**、その体制を**適切に機能させるとともに**、**知見の補充・充実のために必要な場合には、外部知見の活用や外部委託を検討すべき**。

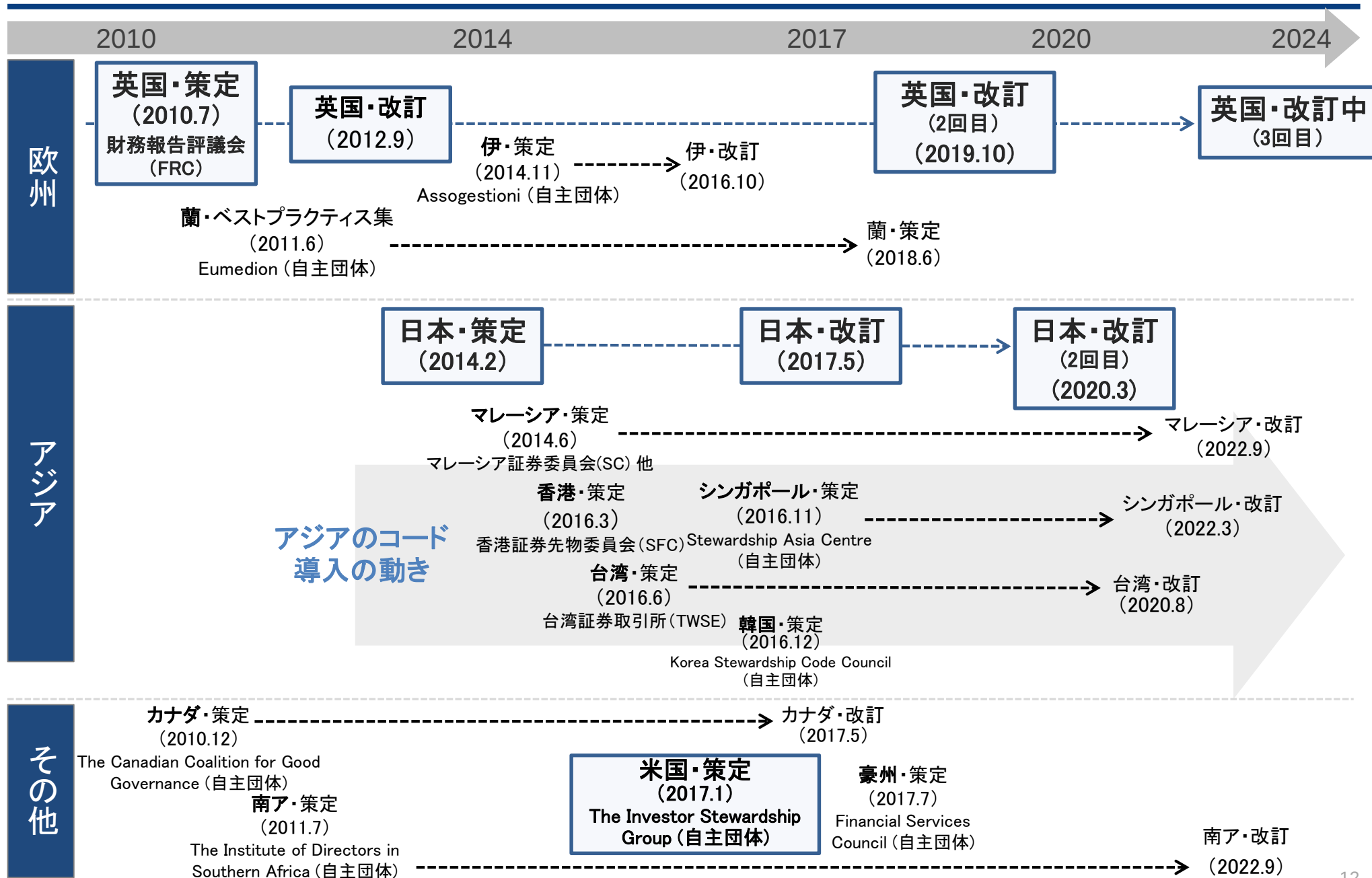
<原則3> アセットオーナーは、運用目標の実現のため、運用方針に基づき、**自己又は第三者ではなく受益者等の利益の観点から運用方法の選択を適切に行うほか**、投資先の分散をはじめとする**リスク管理を適切に行うべき**。

特に、**運用を金融機関等に委託する場合は、利益相反を適切に管理しつつ最適な運用委託先を選定するとともに**、定期的な見直しを行うべき。

<原則4> アセットオーナーは、ステークホルダーへの**説明責任を果たすため**、運用状況についての**情報提供(「見える化」)**を行い、**ステークホルダーとの対話に役立てるべき**。

<原則5> アセットオーナーは、**受益者等のために運用目標の実現を図るに当たり**、自ら又は運用委託先の行動を通じて**ステークホルダーシップ活動を実施するなど**、投資先企業の**持続的成長に資するよう必要な工夫をすべき**。

各国のステewardシップ・コードの策定・改訂の状況



英国スチュワードシップ・コード：見直しの方向性

- ❑ 英国FRCは**原則のスリム化**を含めた**スチュワードシップ・コードの見直し**に着手。年内に市中協議を開始し、2026年から改訂版の適用を開始する予定。また、関係者へのヒアリングを踏まえ、2024年7月、見直しの主要テーマ及び署名機関の**報告負担軽減のための暫定措置**を公表。
- (※)2020年改訂後、スチュワードシップ報告を当局が詳細にレビューし、機関投資家にとって過大な負担となっていた経緯。

スチュワードシップ・コード見直しの観点

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

見直しの主要テーマ		報告負担軽減のための暫定措置	
目 的	スチュワードシップが長期的な価値創造を超える利益を追求するものと捉えられかねないとの指摘を受け、定義の見直しについて検討。	● 英国FRCは、コードの改訂に先立ち、本年10月31日を提出期限とする報告書に関し、既存の署名機関の報告負担軽減のために以下の暫定措置を公表。 ・ 重大な変更がある場合を除き、「背景」(context)の報告の更新を不要とする。 ・ 重要な更新がある場合を除き、一部の原則についての「活動」(activity)及び「結果」(outcome)の報告の更新を不要とする。 ・ 重大な変更がない場合には、直近の報告書を参照可能とする。 ・ 期待される報告事項のうち「結果」の内容を明確化。 ・ 協働エンゲージメント及びエスカレーションは、「必要に応じて」実施すべきことを明確化。	
原 則	運用モデルの違いを踏まえた報告のあり方、広範な投資資産をより適切に反映した原則のあり方、原則及び期待される報告事項のスリム化について検討。		
助言会社	サービスプロバイダーの運営・活動報告の明確性向上(特に、議決権行使助言会社の活動の透明性の更なる向上)に向けてコードがどのように寄与できるか検討。		
プロセス	スチュワードシップ報告の内容がステークホルダーのニーズを満たすものとなるよう留意しつつ、報告負担の軽減について検討。		
位置づけ	複数の国内当局からの要求が署名機関に与える影響を考慮しながら、コードによる重複を避けるように留意。		

ICGNグローバル・スチュワードシップ原則の改訂

- ❑ ICGN (International Corporate Governance Network)は、1995年に設立されたコーポレートガバナンスやスチュワードシップに関する国際的なネットワーク組織。投資家のスチュワードシップ責任・方針・プロセスに関するベストプラクティスについてのICGNの見解を示したものとして、**ICGNグローバル・スチュワードシップ原則**を策定。
- ❑ 過去、概ね3年毎に改訂されており、**直近では2024年9月に改訂**。今般の改訂では、**全体として冗長な表現を簡潔にしつつ、環境変化を踏まえて必要な要素を追加**。
- ❑ 改訂版では、従前**7章にわたっていた目次を5章にまとめる**等、構成が見直された。

原則の章立て

エンゲージメントに関する記載

○2020年版の構成

○改訂案の構成

1.Internal governance: foundations for effective stewardship	1.Stewardship commitment (旧2,6,7を踏襲)
2.Developing and implementing stewardship policies	2.Robust governance (旧1を踏襲)
3.Monitoring and assessing investee companies	3.Monitoring and engagement (旧3,4を踏襲)
4.Engaging companies and investor collaboration	4.Voting and other ownership rights (旧5を踏襲)
5.Exercising and protecting voting rights	5.Public policy advocacy (一部の原則を拡充しつつ新設)
6.Promoting long term value creation and integration of	
7.Meaningful transparency, disclosure, and reporting	

3.7 協働エンゲージメント

投資家は、特定の問題について企業や発行体にエンゲージメントするために、必要に応じ、他の投資家と協働することを検討し得る。投資家は、実際に行われた協働、対話の目的、タイムフレーム、主要な対話のマイルストーン、及び結果を必要に応じ開示すべき。投資家は、「act in concert」に係る規制、市場濫用規制、機密性、顧客の利益に配慮し、議決権行使の意思決定が個別に行われることを確保すべき。

3.8 エンゲージメント結果の報告

投資家は、エンゲージメントの目的達成のための進捗をモニタリングし、受益者および受益者に対し報告すべき。開示には、関連性に応じて、エンゲージメントの目的がどのように決定されたか(例:資産タイプ、保有規模、議決権行使に関わる課題、地理)、エンゲージメントの総ミーティング数、その他の種類のエンゲージメント、テーマを含むべき。(以下略)

I. スチュワードシップ・コードをめぐる前回改訂以降の状況

II. スチュワードシップ活動の実質化

A) これまでの議論を踏まえた課題

B) エンゲージメントに関する取組み例

III. ご議論頂きたい事項

スチュワードシップ活動の実態調査①

- より実質的なスチュワードシップ活動を促進するため、機関投資家におけるスチュワードシップ活動の実態調査・課題分析・これらを踏まえた提言をみずほリサーチ&テクノロジーに委託。同社において、2023年1月から3月にかけて、機関投資家136社に対しアンケート調査、16社に対しヒアリング調査を実施。
- 調査の結果、スチュワードシップ活動の実質化に向けては、①エンゲージメントのためのリソース(人材・時間)の不足、②投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分、③プロセス構築(PDCAサイクル)に改善の余地がある、④コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如といった課題があると指摘された。また、これらの各課題に対する各運用機関の個別の取組みが、集積された。

調査の結果指摘された課題

1

エンゲージメントのためのリソース(人材・時間)の不足

- 運用機関各社及び業界全体において、**実効的なスチュワードシップ活動を担うために必要なスキル・能力を備えた人材が不足**している。
- 自社で十分な人材の確保・育成が難しい場合には、協働エンゲージメント等を通じた外部の知見の活用が期待されるが、**大量保有報告制度上の「共同保有者」の概念が不明確**であることや**協働エンゲージメント等の負担が一部の運用機関に集中**することにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完が十分に出来ていない可能性がある。
- エンゲージメント対象企業の選定を行う結果、**中堅以下の規模の企業が対象外となりやすい**。

2

投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

- **企業から運用機関によるエンゲージメント(対話)や議決権行使が形式的と捉えられ**、企業の納得感が得られず、行動変容につながっていない可能性がある。
- **大量保有報告制度上「重要提案行為」概念が不明確**であるために踏み込んだエンゲージメントがなされていない可能性がある。

3

プロセス構築(PDCAサイクル)に改善の余地

- **アセットオーナーにおける十分な評価・モニタリング体制が確保されていない**可能性がある。

4

コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如

- 運用機関による**スチュワードシップ活動が、運用機関の選定や報酬設定に適切に反映されていない**可能性がある。

スチュワードシップ活動の実態調査②

- 調査結果を踏まえ、より実質的なスチュワードシップ活動を促進するためには、①運用機関における幅広い協働の取組み、②運用機関とアセットオーナーの間の取組み、③アセットオーナーにおける幅広い協働の取組みを促進するとともに、④これらの取組みを行政当局が適切にフォローアップすることで、関係者全体が一丸となってスチュワードシップ活動の実効性向上に取り組むことが適切であるとの提言がなされた。

課題解決に向けての取組み

- | | |
|----------------------------|--|
| 1
運用機関における幅広い協働の取組み | <ul style="list-style-type: none">● 運用機関個別の課題に関する各運用機関の自己評価を踏まえ、運用機関が幅広く協働して、各運用機関における課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性について意見交換を行い、具体的な対応策を検討する場を設けることが考えられる。● 運用機関全体の課題として、協働エンゲージメント等の取組みにおいて、一部の運用機関のみが過度な負担を強いられることがないよう、適切な体制を構築していくべきである。また、新規人材の獲得に向けた取組みなどについても、運用業界全体で協働して取り組むことが期待される。 |
| 2
運用機関とアセットオーナーの間の取組み | <ul style="list-style-type: none">● 運用機関において、アセットオーナーに対して、自らが抱える課題やその解決に向けた取組みを報告すべきであるとともに、アセットオーナーから受けた評価を適切に今後の取組みに反映すべきである。● アセットオーナーにおいて、上記報告を受けて運用機関の課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性を適切に評価し、今後の取組みを適切にモニタリングすべきである。また、評価・モニタリングの結果を運用機関の選定や報酬設定に反映することが期待される。 |
| 3
アセットオーナーにおける幅広い協働の取組み | <ul style="list-style-type: none">● アセットオーナーにおいて評価・モニタリングのための十分な知見・運営体制が確保されることが重要。● 各アセットオーナーが単独で十分な知見や運営体制を確保することが困難な場合においては、必要に応じ、十分な知見や運営体制を有するアセットオーナーと協働して運用機関を評価・モニタリングするといった方策を講じることも考えられる。 |
| 4
行政当局におけるフォローアップ | <ul style="list-style-type: none">● 上記の各取組みについて、行政当局はその実効性を適切にフォローアップし、必要に応じ、これらを促進するための更なる施策を講じるべきである。● 大量保有報告制度上の「共同保有者」概念や「重要提案行為」概念の不明確性について、課題解決に向けた取組みを進めるべきであるとともに、運用機関のエンゲージメント対象外となる企業が、自ら運用機関との対話を依頼することができるよう、実質株主の透明性を向上させるべきである。 |

企業インタビュー エンゲージメントの実態及びコーポレートガバナンス改革の実践

スチュワードシップ・コード及び
コーポレートガバナンス・コード
のフォローアップ会議(第29回)
事務局説明資料(抜粋)

- 投資家のスチュワードシップ活動の実質化に向けて、機関投資家によるエンゲージメントの実態や取締役会の実効性確保の工夫等を企業側から把握する趣旨で、企業への個別インタビューを実施。
- 第27回フォローアップ会議時のヒアリング対象企業や経団連からの推薦企業を含め、東京証券取引所プライム市場上場企業の中から12社を選定。

インタビュー実施企業（50音順）

- ・ 稲畑産業株式会社
- ・ ANAホールディングス株式会社
- ・ 株式会社荏原製作所
- ・ オムロン株式会社
- ・ 花王株式会社
- ・ 株式会社神戸製鋼所
- ・ 株式会社三陽商会
- ・ ソニーグループ株式会社
- ・ TDK株式会社
- ・ 株式会社ニトリホールディングス
- ・ 三井化学株式会社
- ・ ヤマハ株式会社

御協力いただいた企業の皆様に感謝申し上げます。

企業インタビュー概観①:エンゲージメントの実態

- ❑ 企業の置かれている状況に応じ、参考となる他社事例の共有や、事業に精通した担当者による継続性のあるエンゲージメントが建設的な対話に発展している傾向があり、厳しい意見でも企業価値向上に資すると捉えられるものを、企業は歓迎している。
- ❑ 他方、(割合として少ないものの)投資家側が、企業側の説明に一切耳を傾けず一方的に要望を伝えてくるのみの場合や、企業側の回答に対し追加の質問がなく一辺倒な質疑に終始する場合は、双方向のコミュニケーションが図られず、建設的な対話に発展していない。
- ❑ 改めて、機関投資家は、対話自体が目的にならないよう、自らの対話が中長期視点から投資先企業の企業価値や資本効率を高め、持続的成長を促すことが出来ているか留意が必要である。

企業からみたエンゲージメント

意義がある と感じる 対話の傾向

- 企業の置かれている状況を客観的に把握でき、それに応じた気づきが得られる。
- 自社の取り組みを進めるにあたって参考となる他社の好事例を知ることができる。
- 中長期的な視点に立った継続的な対話により、企業の状況変化・成長フェーズに応じた助言に発展している。
- 事業に精通した担当者が対話に臨んでいる。
- CEO・CFO・担当者といった企業側の対応者に応じた対話のテーマがセットされている。
- 耳の痛い指摘であっても、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資する示唆がある。
- データ・ファクトに基づいた洞察を基に、企業の客観的評価を示している。

意義が乏しい と感じる 対話の傾向

(意義の乏しいエンゲージメントは少なく、新たな気づきや視点が得られる場合が大半)

- 会社の立ち位置を鑑みず、理想論のみで企業を厳しく追及している。
- 投資家が求めるあるべき論を、どのようなプロセスを経て実現できるのかの具体案がない。
- 形式的な数値基準の適否の指摘のみで議論が進み、何故その基準が必要なのかの説明が乏しい。
- テンプレートのチェックリストに1つずつ答えても、更問はなく質疑が淡々と続く。
- 短期目線の質問で、開示できない数値について執拗に言質を取りに来る。

企業インタビュー概観②:エンゲージメントの実態

- ❑ 東証による要請等を踏まえ、企業側には**エンゲージメントを活用して企業価値を向上させようとする行動変容**が生まれつつある。
- ❑ 企業側の期待に応えるために、多様な機関投資家においても、各々が**自らの役割を果たすために入念に準備し、対話に臨む必要**がある。
- ❑ 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に資する対話に向け、**双方が歩み寄り、対話の目的と効果を継続的に確認し合う必要**がある。

エンゲージメントの改善に向けて	企業側の取組み	対話前	● 対話前に資料を案内することで、投資家側が資料を事前に読むように誘導している。 ● 対話を重ねる中でその必要性を更に重視し、IR部門のリソースを増強している。
		対話時	● CEO・CFOが直接対話する際には、会社の大きなビジョンに対する投資家の見方を議論している。 ● 取締役会として、社外取締役のみで対話に応じることが投資家の理解促進に寄与すると考えており、様々な機会を捉えそうした場を設けている。
		対話後	● 対話の結果を取締役会も含め社内でフィードバックし、さらにその反応を投資家に還元している。 ● 事業別ROICやM&Aの検証等、投資家から質問が多かった項目を分析した上で開示している。
	機関投資家への要望	対話前	● 限られた時間内で目線が合った状態で対話をスタートできるよう、開示資料に事前に目を通してほしい。 ● 適切な対応者をアサインするため、対話のアジェンダを事前に伝えてほしい。
		対話時	● 業績改善や企業価値向上につながった好事例があると、経営陣・取締役への説明・説得がしやすい。 ● 株主還元については、会社のステージを踏まえた上で成長投資すべきか還元すべきかを議論したい。
		対話後	● アドバイスをもとに改善して、次の対話の際に報告し、追加のアドバイスがもらえる循環にしたい。 ● 複数のチームに対し重複した説明を求められるので、運用会社内での情報連携を図ってほしい。

ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける主な意見

- コーポレートガバナンス改革を加速化し強化するため、海外投資家を含むステークホルダーから幅広く意見を聞く場として、ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラム(JCGF)を設置。
- 引き続き、コーポレートガバナンスの改善を評価する声があった一方、スチュワードシップ活動の実質化や取締役会の実効性向上、収益性と成長性を意識した経営に向けた課題等が指摘された。

開催実績(2023年4月～)

第4回 2023年5月25日: Asian Corporate Governance Association(ACGA)との意見交換

第5回 2023年6月12日: 米国投資家等との意見交換

第6回 2023年6月21日: International Corporate Governance Network(ICGN)との意見交換

第7回 2023年9月27日: ACGAとの意見交換

第8回 2023年10月5日: ICGNとの意見交換

第9回 2024年7月17日: ICGNとの意見交換

第10回 2024年9月27日: ACGAとの意見交換

第11回 2024年10月3日: 海外投資家等との意見交換

総 論

- 会社自身が**コーポレートガバナンス改革の必要性**を感じ、取り組んでいる点を好感。
- 企業の**透明性**は改善傾向にある。
- コーポレートガバナンス改革の意義を理解しておらず、**形式的なものと捉えている**ように感じる。
- 中小の上場企業ではアクション・プログラムについてこれない企業も多いのでは。頭では分かっているが、**腹落ちしていない企業も多い**。

スチュワード シップ活動の 実質化

- 日本企業のコーポレートガバナンスの改善のためには、企業とより日常的にエンゲージメントを行い、言語のハードルもない**国内の運用会社が、積極的に企業に対するプレッシャーを高めること**を期待。
- **自律的に顧客へのスチュワードシップ責任を果たす姿勢**が重要。
- **投資先企業の全てに毎年エンゲージメント**するのは現実的ではない。**一定の周期でエンゲージメント**を行いガバナンスの改善につなげることや、テーマの設定、**優先順位付け**も重要。
- **企業がノウハウを有していないテーマ**について、投資家が**課題解決のための提案**をすることは、企業から好評。そのための**協働エンゲージメントの活用**は重要。

スチュワードシップ・コード(抜粋)

□ 「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム2024」において

➤ 「エンゲージメントを一層実効的なものとするため、金融審議会の報告書による提言を踏まえ、建設的な目的を持った対話に資する協働エンゲージメントの促進や、実質株主の透明性確保に向けて、スチュワードシップ・コードを見直すべき」

との提言。

指針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。

15 株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。

指針4－5.

機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(協働エンゲージメント)が有益な場合もあり得る²⁰。

I. スチュワードシップ・コードをめぐる前回改訂以降の状況

II. スチュワードシップ活動の実質化

A) これまでの議論を踏まえた課題

B) エンゲージメントに関する取組み例

III. ご議論頂きたい事項

協働エンゲージメントの取組み

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



国内における取組み

機関投資家協働対話フォーラム(IICEF)

組織概要

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

活動内容

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

参加者

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

生命保険協会

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

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

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



英国における取組み

Investor Forum

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

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

- 55社(英国内外のアセットオーナー・アセットマネジャーで構成)

諸外国における協働エンゲージメントの促進

- ❑ 英国スチュワードシップ・コード及びICGNグローバル・スチュワードシップ原則では、協働エンゲージメントに言及。
- ❑ 英国及びEUでは、協働エンゲージメントを萎縮させるおそれのある公開買付規制上の「共同行為者」(“act in concert”)について、その範囲を明確化。
- ❑ 米国SECは、2023年10月、大量保有報告制度上の「共同保有者」の範囲について、協働エンゲージメントに関する新たなガイダンスを公表。

スチュワードシップ活動に関するソフトロー

英国



- ❑ 機関投資家は、必要に応じ、協働エンゲージメント(collaborative engagement)に参加する。
- ❑ 参加している枠組み及び参加の理由を開示すべき。

ICGN

- ❑ 投資家は、特定の問題について企業にエンゲージメントするために、他の投資家と協働することを検討し得る。
- ❑ 実際に行われた協働、対話の目的、タイムフレーム、主要な対話のマイルストーン、及び結果を必要に応じ開示すべき。
- ❑ 「act in concert」に係る規制、市場濫用規制、機密性、顧客の利益に配慮し、議決権行使の意思決定が個別に行われることを確保すべき。

米国



- ❑ 共同行為や株式等の取得・保有・処分に関する合意に及ぶ意図のない株主間の意見交換や協働エンゲージメント、株主提案者との接触、株主が独立して決定した議決権行使の内容(株主提案への賛同を含む。)の公表・伝達等については、当該行為のみでは「共同保有者」(group)に該当しない。

英国



- ❑ 特定の事項に関する株主総会決議において、共同して議決権行使をすること自体は、通常、共同行為(“act in concert”)とはみなされない。ただし、支持者と共同して、株主総会において、取締役会の支配を求める提案を考慮するように要求し、又は要求するように脅す者は、通常、共同行為者と推定される。

EU



- ❑ 取締役会の議題となり得る事項について株主間で議論すること、会社の政策・慣行等について取締役会に対し意見表明すること等の行為のみでは、共同行為者に該当しない(ホワイトリスト)。

GPIFが採用する「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドについて

- GPIFは、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル(「**エンゲージメント強化型パッシブ**」)を採用(通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系)。採用された各社は、インデックスへのインパクトが大きい企業の絞り込みによる効率的なβの上昇や、トップマネジメントによる積極的な関与など、各社の状況に応じたエンゲージメントを実施。
- エンゲージメントの実質化に向けては、**スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、自らの置かれた状況(規模・運用方針等)に応じた対応の促進が重要**ではないか。

「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドによるエンゲージメントの特徴

アセットマネジメント One	✓ 2018年開始。 ✓ 20年以上の運用実務経験を擁するESGアナリスト、議決権担当者が運用部門のファンドマネージャー、アナリストと協働して18のESG課題についてエンゲージメントを実施。企業の問題意識を顕在化させ、投資先の企業価値向上に貢献する。
フィデリティ投信	✓ 2018年開始。 ✓ アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的にβを上昇させることを目指す。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、企業の競争力強化による収益性、成長性向上を目指す。
三井住友トラスト・ アセットマネジメント	✓ 2021年開始。 ✓ トップマネジメント(会長、社長)もエンゲージメントに積極的に参画するマルチエンゲージメントモデル。ESGマテリアリティをベースにしたトップダウンアプローチと事業目線のボトムアップアプローチの融合によりエンゲージメント効果を最大限に引き出し企業価値増大に繋げる。
りそなアセット マネジメント	✓ 2021年開始。 ✓ AIを活用した統合報告分析を起点にエンゲージメント。統合報告書の開示促進、質的向上を中間目標・トリガーとして投資先の企業価値向上を目指す。現在は分析対象を有価証券報告書等にも拡大し、TCFD分析などにも展開。

協働モニタリングの取組み及び個社による取組み

- アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリングに関する取組みとして、企業年金連合会が協働モニタリングを行う協議会を設立。また、個社によるエンゲージメント支援の取組みも存在。

アセットオーナーによる協働モニタリングの取組み

企業年金連合会

組織概要

- 厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として設立され、法律改正により2005年に企業年金連合会に改組
- 主に以下の事業を実施
 - ・ 年金通算事業
 - ・ 会員支援事業
 - ・ 国からの受託事務
 - ・ 年金給付等積立金の管理及び運用

活動内容

- スチュワードシップ活動の実質化に向け、**企業年金スチュワードシップ推進協議会**を設立し、加入を推奨。
- **協働モニタリングの実施** (2025年夏から取組開始予定)
 - ・ 運用機関のスチュワードシップ活動に関するアンケート調査
 - ・ 運用機関ごとに説明会を開催し協働で運用機関と対話
 - ・ 運用機関が作成した自社の活動内容と自己評価に関するレポートを受領

参加者

- 上記協議会の加入会員数: 67企業年金 (2024年9月末現在)

個社による取組み

MFA株式会社

- 資本市場と企業との間での本来あるべき生産的・創造的対話の成立を支援する媒介(エージェント)となることを企図して2022年に設立
- 以下をミッションとする
 - ① 「責任ある株主」のあり方の確立
 - ② 「エンゲージメント」モデルの確立
 - ③ 「実りある対話」の場の創造

- **機関投資家等から、株式保有先企業に対する「エンゲージメント」の代行・支援の受託を受け、実施**
- 代行・支援にあたり、以下を実施
 - ① 経営者・経営陣との対話
 - ② 課題解決に向けたプロフェッショナルサービスの提供
 - ③ 他の外部ステークホルダー(金融機関等)との対話

- 株主: 三井住友信託銀行、CDIヒューマンキャピタル、経営共創基盤、みさきフェデレーション、コーポレートディレクション、京都銀行、きらぼし銀行

- I. スチュワードシップ・コードをめぐる前回改訂以降の状況
- II. スチュワードシップ活動の実質化
 - A) これまでの議論を踏まえた課題
 - B) エンゲージメントに関する取組み例
- III. ご議論頂きたい事項

ご議論いただきたい事項①

【コーポレートガバナンス改革】

- ❑ 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上というコーポレートガバナンス改革の趣旨に照らして、スチュワードシップ・コードが果たしている役割と今後の課題をどう考えるか。

【スチュワードシップ活動の実質化】

- ❑ 機関投資家のスチュワードシップ活動の実質化に向け、どのように取り組んでいくべきか。
- ❑ 例えば、パッシブ運用の割合が高まっている中、エンゲージメントを一層実効的なものとするためには、スチュワードシップ活動に対する適切なインセンティブの付与や、スチュワードシップ活動に係る適切なコストシェアリングが重要との指摘があるが、どう考えるか。
- ❑ また、このような指摘に関連して、機関投資家において以下のような取り組みが行われているが、どう考えるか。
 - ①(運用機関において)質的・量的なリソースを補い、コストを低減する観点から、協働エンゲージメントの取り組みを積極的に活用する取り組み
 - ②(アセットオーナーにおいて)スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル(通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系)を採用し、市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目指す取り組み
 - ③(アセットオーナーにおいて)複数のアセットオーナーが協働して運用機関をモニタリングする取り組み
- ❑ あわせて、アセットオーナー・プリンシプルの策定も踏まえ、より広い主体によるスチュワードシップ活動を促進するため、例えばコードのコンプライ・オア・エクスプレインの趣旨を改めて確認する等、更に取り組むべき事項はあるか。

ご議論いただきたい事項②

【実質株主の透明性】

- 我が国においては、企業が実質株主（株式について議決権指図権限や投資権限を有する者であって名義株主でない者）を把握するための制度が存在しない。
- 企業と機関投資家の信頼関係の醸成を促進するとともに、企業から機関投資家に対話を申し入れることを容易にする観点からは、実質株主の透明性を向上させることが重要との指摘があるが、どう考えるか。

【スチュワードシップ・コードのスリム化】

- 英国スチュワードシップ・コードやICGNグローバル・スチュワードシップ原則は、スリム化の方向。
- 日本のスチュワードシップ・コードについても、策定・改訂時からの時の経過とともにコードに記載する必要性が低下した箇所、改訂時の経緯から重複感がある箇所、冗長な表現を簡潔にすべき箇所等を中心に、スリム化すべき点はあるか。

【その他】

- スチュワードシップ・コードの見直しに当たり、上記以外に重要な課題はあるか。