

# スチュワードシップ・コード 再改訂の概要



金融庁

企画市場局企業開示課課長補佐

**島貫 まどか**

企画市場局企業開示課課長補佐

**山田 裕章**

2020年3月24日、金融庁に設置された「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（令和元年度）（座長・神作裕之東京大学大学院法学政治学研究科教授）（以下「有識者検討会」という。）は、「『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》の再改訂版（以下「再改訂版コード」という。）を公表した<sup>（注1）</sup>。

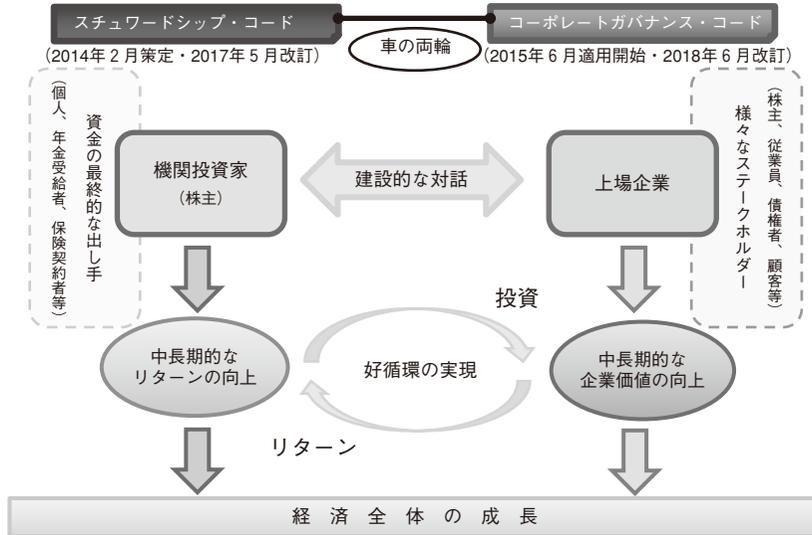
スチュワードシップ・コード（以下「本コード」という。）は、政府の成長戦略の一つであるコーポレートガバナンス改革の一環として、2014年2月に策定（2017年5月改訂）されたものであり、投資先企業の企業価値向上及び持続的成長を促す観点から、企業との建設的な対話を行うことなどを求める機関投資家の行動原則を定めたものである。

本コードと、企業の行動原則を定めたコーポレートガバナンス・コード（2015年6月適用開始・2018年6月改訂）とは、企業の中長期的な価値の向上及び持続的な成長を促し、ひいては顧客・受益者の中長期的な投資リターンを確保を目指すという共通の目標のもと、いわば「車の両輪」として機能すること

## 目次

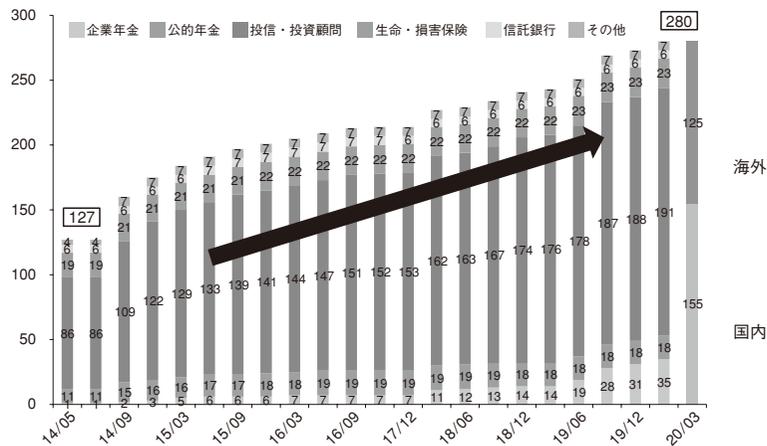
1. 本再改訂の経緯
2. 本再改訂の概要
  - (1) 全体に関する改訂
  - (2) 運用機関に関する改訂（建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実）
  - (3) 企業年金等のアセットオーナーに関する改訂（指針1-3から1-5）
  - (4) 機関投資家向けサービス提供者に適用される原則・指針の新設（原則8及び各指針）
3. おわりに

(図表1) スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの狙い



(図表2) 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、280機関が受入れを表明(2020年3月13日時点)。



(出所) 金融庁

が期待されており(図表1参照)、両コードの策定・改訂を経て市場関係者に浸透してきた(図表2参照)。この度、2019年10月に設

置された有識者検討会で議論を重ね、本コードが再び改訂された(以下、今回の改訂を「本再改訂」という)。

本コードは「プリンシプルベース・アプローチ」<sup>(注2)</sup>を採用したいわゆるソフトローの規範である。本コードの実効性は、規制や監督によらず、各機関投資家が、自ら、コードの趣旨・精神に照らして真に適切なものとなるよう工夫することにより確保されるものである。そのため、本改訂を契機としてコーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと更に深化させていくことができるかどうかは、幅広い関係者による本再改訂の趣旨・内容についての適確な理解とそれを実践に移す取組みによるところが大きい。

本稿では、本再改訂の経緯・概要について解説を試みる。横断的な解説は他の論稿に譲り、本稿では、特に関心を集めたサステナビリティに関する改訂を中心に解説し、それ以外の改訂箇所に関しては改訂の概要の紹介にとどめる。なお、本稿において意見にわたる部分は、いずれも筆者らの個人的見解であることをあらかじめ申し添えておく。

## ■ 1. 本再改訂の経緯

本コードとコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂を含むコーポレートガバナンス改革の取組みの結果として、足下では、機関投資家と企業との建設的な対話が進むなど、機関投資家・企業双方の行動には着実な変容がみられている。他方で、企業との対話の内容が形式的なものにとどまり、中長期的な企業価値向上に十分つながっていないなど

の課題も指摘されているところである。

こうした中、金融庁・東京証券取引所が事務局を務める「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」(座長・池尾和人立正大学経済学部教授)において、2019年4月24日、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書が公表された。本意見書の提言を受け、金融庁において2019年10月から3回にわたって有識者検討会を開催し、同年12月20日、有識者検討会は、本コードの再改訂案を公表してパブリックコメント手続<sup>(注3)</sup>に付した。同手続で寄せられたコメントを踏まえ、2020年3月24日に再改訂版コードが公表された。

## ■ 2. 本再改訂の概要

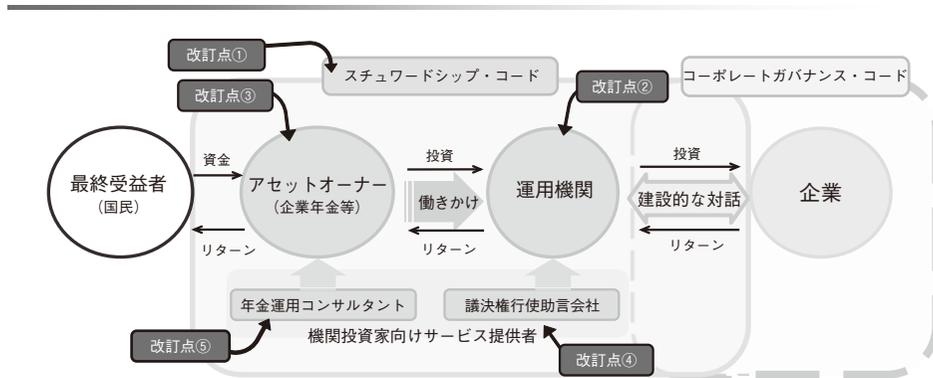
本再改訂の内容は、スチュワードシップ・コード全体に関わる論点と、インベストメント・チェーンの主体ごとの論点とに大別することができるが、その全体像は、図表3に示すとおりである。

### (1) 全体に関する改訂

#### ① 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

ア サステナビリティを巡る世界の動向等  
昨今、気候変動や人口増加といった地球規模の環境変化を背景に、国内外を問わず投資家・企業等の間でサステナビリティに対する

(図表 3) スチュワードシップ・コードの再改訂



〈再改訂のポイント〉

- ① 全体に関わる点
    - (1) 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
    - (2) 債券等に投資する機関投資家へのコードの適用
    - (3) 「中長期的な企業価値の向上」という目的の意識
  - 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
  - ⑤ 年金運用コンサルタント
- }：機関投資家向けサービスの質の向上

スチュワードシップ・コードの再改訂 (2020年) の概要

再改訂の概要	
① 全体に関わる論点	(1) 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 (2) 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) に投資する機関投資家へのコードの適用 (3) 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 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

関心が急速に高まっている。2006年に責任投資原則が提唱され、2015年9月の国連サミットにおいて17の目標等から構成される「持続可能な開発目標」(SDGs)が採択された<sup>(注4)</sup>。責任投資原則の署名機関数が全世界で2,300を超えるなど、その動きは広がっている。2020年1月には世界最大の資産運用会社である米国ブラックロック社のLaurence D. Fink会長が、投資先企業の経営トップに宛てて発出したレターの中で、気候変動リスクは投資リスクである旨明言するなど、その動きは資本市場にも確実に影響を及ぼしている。投資家にとっても、企業にとってもサステナビリティの課題に取り組むことは、世界的な常識になりつつある。

スチュワードシップ・コードの観点からみても、2019年に改訂された英国のスチュワードシップ・コード<sup>(注5)</sup>では、「スチュワードシップ」の定義が「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための、資本の責任ある分配、管理、監督」(金融庁仮訳)とされ、投資判断におけるESG要素の考慮を明確に要求し、サステナビリティを重視する方向に大きく舵が切られている。

#### イ 有識者検討会等での議論と本コードへの導入

(ア) 本コードの目的(前文、指針1-1、原則7、指針7-1)

日本国内でも、TCFDへの賛同企業数が急増して世界一になるなど、サステナビリティ

の重要性に関する意識が急速に高まりをみせている。ESG要素等のサステナビリティの考慮は、事業におけるリスクの減少のみならず収益機会にもつながるとの意見が有識者検討会においても複数出された。また、世界中での昨今のESGを巡る動きの急速な変化に鑑みれば、こうした変化自体がリスクや収益機会に影響を及ぼし得るなどとの指摘もされたところである。こうした指摘を踏まえ、再改訂版コードにおいては、冒頭の「スチュワードシップ責任」の定義における建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が、「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」に基づくものであるべきことが明記された(図表4・(1)、(2))。

もっとも、サステナビリティの考慮を本コードの目的に取り入れるに当たって、二つの工夫がされている点には留意が必要である。

一点目は、サステナビリティの考慮を上記Aのような英国のスチュワードシップ・コードとは異なる形で取り入れている点である。有識者検討会の過程では、前述のようにサステナビリティの考慮を推し進めるべきという意見が複数あった一方で、本コードが政府の成長戦略の一環として、投資先企業の企業価値向上を促す観点から策定されたという経緯等も考慮し、本コードにおけるESG要素は企業価値の向上に資するような形でこれを追求すべきという指摘が複数あった。このような指摘も踏まえ、再改訂版コードでは、スチュ

## (図表 4) 再改訂版スチュワードシップ・コードにおけるESGの記載の変遷

### 再改訂版スチュワードシップ・コードにおけるESGの記載の変遷 (1)

・コード前文の冒頭記載を改訂し、「スチュワードシップ責任」の定義を変更し、ESG要素などのサステナビリティを考慮すべき旨を追加。

「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》について

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、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に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「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。以下同じ。)の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。  
本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

### 再改訂版スチュワードシップ・コードにおけるESGの記載の変遷 (2)

・同様に、前文の「本コードの目的」や指針1-1などを改訂し、「スチュワードシップ責任」の定義を変更し、ESG要素などのサステナビリティを考慮すべき旨を追加。

現行 (2017年5月改訂)

【前文】

本コードの目的

5. 冒頭に掲げたように、本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「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責任を意味する。

【本文】

指針1-1.

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「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その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べきである。

今回再改訂 (2020年3月24日公表)

【前文】

本コードの目的

5. 冒頭に掲げたように、本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに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その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責任を意味する。

【本文】

指針1-1.

機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに運用戦略に応じたサステナビリティ (ESG要素<sup>5</sup>を含む中長期的な持続可能性)<sup>6</sup> 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その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べきである。

脚注5 カバレッジ及び社会・環境に関する事項を指す

脚注6 2015年3月の国連サミットにおいて17の目標等から構成される「持続可能な開発目標」(SDGs)が採択されている。

### 再改訂版スチュワードシップ・コードにおけるESGの記載の変遷 (3)

・コードを受け入れる機関投資家に対して、運用戦略に応じてサステナビリティを考慮するための体制整備等を要請。【原則7、指針7-1】

現行 (2017年5月改訂)

原則7

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

指針7-1.

機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

今回再改訂 (2020年3月24日公表)

原則7

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

指針7-1.

機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

### 再改訂版スチュワードシップ・コードにおけるESGの記載の変遷 (4)

・機関投資家に対して、「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」を、検討を行った上でスチュワードシップ責任を果たすための方針において明確にするよう明記。【指針1-2】  
・機関投資家に対して、サステナビリティに関する対話において、「運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識」するよう明記。【指針4-2】

現行 (2017年5月改訂)

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。

今回再改訂 (2020年3月24日公表)

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。その際、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、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

指針4-2.(新設)

機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

ワードシップ責任の定義の中にサステナビリティの考慮を取り入れつつ、本再改訂前と同様に、「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ことが本コードの目的であるという点は維持することとした。その意味では、英国のステュワードシップ・コードのように「経済、環境、社会への持続可能な利益をもたらすような」顧客と最終受益者に対する長期的な価値を生むための責任をステュワードシップと位置付ける考え方とは一線を画している。

二点目は、本コードが一律にESGの考慮を求めるものではないという点である。「E」「S」「G」の各要素に分類されない事項の中にも、中長期的な持続可能性に資する要素は存在すると考えられる。これらの要素も包含した形で、再改訂版コードは「サステナビリティ」という用語を使用している。また、有識者検討会の中では、ESGへの取組みのスタンスには個社ごとに差があり、ESG要素を投資プロセスに組み込むべき旨を本コードに即時画一的に組み込むことには現段階では慎重であるべき旨の指摘もされたところである。こうした指摘も踏まえ、本コードでは、「運用戦略に応じた」サステナビリティの考慮が求められている。本コードのもとで、企業の企業価値の向上と持続的成長を促すために必要なサステナビリティとしてどのような要素を考慮するかという点については、各機関投資家が個々の事情等も踏まえながら、自らの運用戦

略に応じて検討することが重要であると考えられる。

この他、原則7及び指針7-1においても、機関投資家が企業との対話やステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるに当たり、サステナビリティの考慮に基づく投資先企業との対話を念頭に置くべき旨を明記している（図表4・(3)）。今後、運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき投資先企業との対話やステュワードシップ活動を行っていくに当たり、そのための実力を備えていくこともステュワードシップ活動の質の向上に資すると考えられる。

(イ) ステュワードシップ責任を果たすための方針・対話におけるサステナビリティの考慮（指針1-2・指針4-1）

上記（ア）のとおり、本コードの目的へサステナビリティの考慮を取り入れたことに伴い、本再改訂後の指針1-2では、機関投資家がステュワードシップ責任を果たすための方針において、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、検討を行った上で明確に示すべきとの記載を新たに追加している。

ここでも、上記（ア）と同様、「運用戦略に応じて」という留保を付しているところ、これは前述のとおり、各機関投資家の自主的かつ多様な取組みを推進する趣旨のものである。

さらに、「機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運

用戦略と統合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべき」とする指針4-2を新設している。前述（ア）のとおり、本コードは、引き続き、企業の企業価値の向上と持続的成長を促すことにより、中長期的な投資リターンの拡大を図ることをその目的としていることから、当該指針において、サステナビリティを巡る課題に関する対話を行う場合にも、その目的を意識することが重要である旨を明確化したものである（以上について図表4・（4）参照）。

## ② 上場株式以外の資産に投資する機関投資家への本コードの適用

本コードは、従前より、日本の上場株式に投資を行う場合を基本的に念頭に置いている。

①でも前述のとおり、本コードの趣旨は投資先企業との建設的なエンゲージメントを通じて、当該企業の中長期的な企業価値の向上や持続的成長を促し、ひいては最終受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るという点にある。有識者検討会では、こうした本コードの趣旨に照らして考えると、その対象は上場株式にとどまるものではなく、上場株式以外の資産に投資する機関投資家にも本コードの適用対象を拡張すべきとの指摘がされた。また、前述の2019年に改訂された英国のステュワードシップ・コードにおいても、債券等を含めて全資産への投資をコードの対象とすることが明示されている。

これらの動きに対しては、有識者検討会の中で、中長期的な観点では株主と社債権者として利害が一致する場合もあると考えられるが、両者間には利益相反が生じる場合がある、との指摘があった。また、特に日本の場合には、これまでメインバンクによるデッドガバナンスから株主によるエクイティガバナンスへと移行してきたことに鑑みると、株主資本コストの意識付けや資本生産性の改善等はエクイティガバナンスの規律の中で引き続き定着させていく必要があるため、本コードの適用範囲を拡張することは慎重に検討されるべきとの意見も出された。

こうした議論を踏まえ、本再改訂では、日本の上場株式に投資を行う場合を基本的に念頭に置いているという基本は維持しつつも、「本コードの冒頭に掲げる『ステュワードシップ責任』の遂行に資する限り」において、日本の上場株式以外の資産にも「適用することが可能」であることが明記された（再改訂版コード前文10）。この文章には二つの含意があることに留意が必要である。

一点目は、機関投資家が日本の上場株式以外の資産にコードを適用しない場合でも、実施しない理由の説明（エクスプレイン）をすることまでは求められていないということである（ただし、後述のとおり、日本の上場株式以外の資産にコードを適用する場合には、ステュワードシップ責任を果たすための方針において積極的に説明することが望まれる。）。

二点目は、仮に日本の上場株式以外の資産

に投資をする場合に本コードを適用するという選択をする場合にも、「『スチュワードシップ責任』の遂行に資する限り」で適用することが求められている点である。日本の上場株式以外の資産に投資する機関投資家としては典型的には社債権者などが想定される。中長期的な観点では株主と社債権者との利害が一致する場合もあると考えられる<sup>(注6)</sup>。例えばこのようなケースでは、社債への投資に対する本コードの適用が、スチュワードシップ責任の遂行に資すると解され得る。他方で、社債権者には議決権行使の機会がないなど、株主と同様のスチュワードシップ活動を行うことが困難な場面も想定される。本コードは、日本の上場株式を念頭に置いた記載となっているため、日本の上場株式以外の資産への投資について本コードを適用する場合には、当該資産に適用可能な範囲で本コードの原則・指針を適用することが想定されている。

本再改訂を機に、日本の上場株式以外の資産に投資する機関投資家が本コードを適用する場合には、前述のとおり、スチュワードシップ責任を果たすための方針において積極的に説明することによって同責任を実践していくことが望まれる。

### ③ 「中長期的な企業価値の向上及び持続的な成長」という目的への意識

有識者検討会においては、本コードの策定から約6年を経て、本コードを巡って議論の対象が拡大しているところ、企業の企業価値の向上と持続的成長という本コードの目的へ

の意識が薄れることにより、スチュワードシップ活動が当該目的を達成するというという本来の目的を離れて、形式的な対応になってしまうのではないかと指摘がなされた。

こうした指摘等を踏まえ、再改訂版コードにおいては、機関投資家が本コードに基づきスチュワードシップ活動を行う際には、本コードの目的を意識した上で、実効的な取組みを進めることが重要である旨が明確化された。

## (2) 運用機関に関する改訂（建設的な対話の促進に向けた情報提供の充実）

### ア 議決権の行使結果の公表の充実（指針5-3）

指針5-3に、「特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の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は、賛否を問わず、その理由を公表すべき」という記載が追加された。

本再改訂前の指針5-3では、議決権行使の賛否の理由は、「対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる」と位置付けられるにとどまっておらず、前述の前文10と同様、コンプライ・オア・エクスプレインの対象とされていなかった。本再改訂では、運用機関の議決権行使の可視性をもう一段高めるべく、上述の範囲において、議決権行使理由の公表がコンプライ・オア・

エクस्पラインの対象とされた。

#### イ 運用機関の自己評価及びスチュワードシップ活動の結果の公表（指針 7-4）

スチュワードシップ活動の結果を意識することが重要ではないかとの指摘を踏まえ、再改訂版コードの指針 7-4 では、運用機関において定期的に行われる自己評価の結果の公表に合わせ、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も公表することを求めることとした。

#### (3) 企業年金等のアセットオーナーに関する改訂（指針 1-3 から指針 1-5）

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）全体の機能向上を促すために、最終受益者の最も近くに位置するアセットオーナーの役割が重要であると考えられるが、現在企業年金等のアセットオーナーの本コードの受入れ機関数は少数にとどまっている。

そこで、再改訂版コードの指針 1-3 から指針 1-5 で、アセットオーナーが行うべきスチュワードシップ活動を明確化することを試みるなど、アセットオーナーの本コード受入れを後押しするための改訂が行われた。

#### (4) 機関投資家向けサービス提供者に適用される原則・指針の新設（原則 8 及び各指針）

近年、パッシブ運用が広がる中で、機関投資家に対する議決権行使助言会社の影響力の増加が指摘されている。また、年金運用コンサルタントによる利益相反管理の重要性等も指摘されている。

これらの指摘を踏まえて、再改訂版コードにおいては、議決権行使助言会社や、従前スチュワードシップ・コードにおいては明示的に言及されていなかった年金運用コンサルタントを含む概念として、新たに「機関投資家向けサービス提供者」という主体が定義され（前文 9）、これについて、新たに原則 8 及び指針 8-1 から指針 8-3 が設けられた。

指針 8-1 においては、機関投資家向けサービス提供者による利益相反管理体制の整備・公表を求めている。

また、指針 8-2 においては、本再改訂前の指針 5-5 に引き続き、議決権行使助言会社に対し、助言の策定プロセス等に関して自らの取組みを公表すべきとしているほか、今回新たに、日本に拠点を設置することを含め十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであるとしている。

さらに、指針 8-3 においては、議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきであるとされた。これに関連して、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も、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる旨が示された。

### 3. おわりに

事業活動のグローバル化、デジタルイノベーションの発展やESG要素などの非財務情報への急速な関心の高まりなど、世界全体で投資家や企業を取り巻く環境が大きく変化している。このような環境変化の著しい世の中であるからこそ、我が国の資本市場の機能の発揮が強く求められる。日本全体の最適な資金フローを実現して企業価値を向上し、収益の果実を家計にもたらししていくことが重要である。そのためには、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、機関投資家が投資先企業との建設的な対話を通じて、中長期的な企業価値の向上と持続的な成長を促していくことが肝要である。本再改訂は、こうした取組みを後押しするための政策の一つである。

冒頭で述べたとおり、本コードの本来の目的、そして本再改訂の所期の目的を達成するためには、本コードの受入れを表明している機関投資家等が、本コードの目的・趣旨を正確に理解した上で、自らの行動が真に適切な

ものとなるよう創意工夫を重ねることにより、本再改訂の内容がその趣旨に沿って実践されていくことが重要である。関係者の真摯な取組みを通じて本コードが我が国の資本市場へ定着し、コーポレートガバナンス改革が更に実効的なものとなることを強く期待する。

(注1) 金融庁のウェブサイト(「スチュワードシップ・コード(再改訂版)の確定について」)において公表(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>)。

(注2) 「プリンシプルベース・アプローチ」は、機関投資家が取べき行動について詳細に規定する「ルールベース・アプローチ」(細則主義)の対となる概念である。「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る。

(注3) 再改訂案について、2019年12月20日から2020年1月31日までの間、パブリックコメントが行われた。その結果、日本語では44の個人及び団体から、英語では23の個人及び団体から意見が提出された。パブリックコメントの結果の概要及び提出された意見に対する考え方は、金融庁のウェブサイトに公表されている(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324.html>)。

(注4) この点については再改訂版コード脚注6でも紹介されている。

(注5) 英国では、リーマン・ショックの発生を契機として、2010年にスチュワードシップ・コードが世界で初めて策定され、2012年に一度改訂された

---

後、2019年に二度目の改訂が行われた（2020年1月1日より適用開始）。有識者検討会では、英国の改訂の動きも参考にしつつも、全体として日本の実情に合わせた再改訂が試みられた。

（注6） 有識者検討会においては、例えば、債券保有者の場合であっても、投資前に企業に対してコベナンツを設定したり、契約書の条件を修正したりすること等を通じて、その影響力を行使することができる、との意見もあった。

