

# スチュワードシップ・コード再改訂の 経緯と狙い



2020年12月3日

金融庁 企画市場局 企業開示課

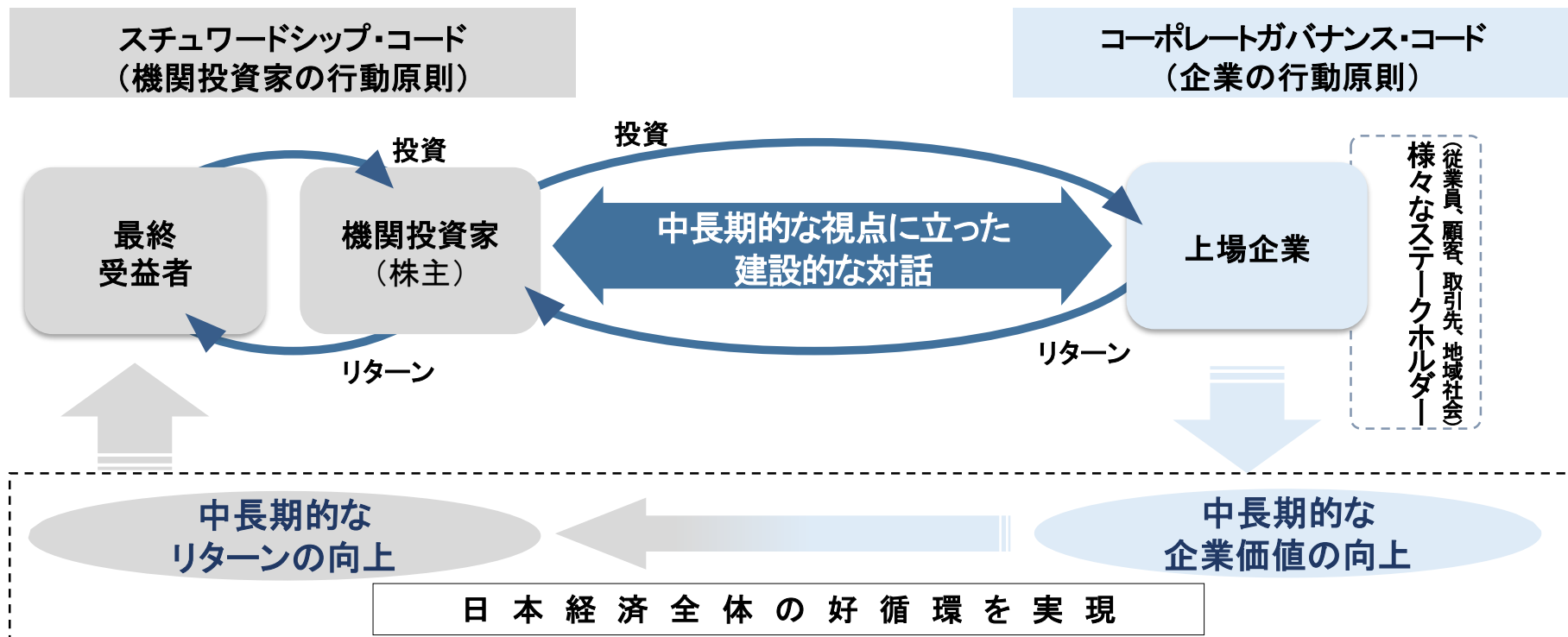
企業統治改革推進管理官

浜田宰

# 1. コーポレートガバナンス改革の概要

# コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み

- 安倍内閣発足以降、成長戦略の一環として、**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**を「車の両輪」として、中長期的な企業価値の向上を目的とし、**コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組み**を実施。



□ 機関投資家が、投資先企業との「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：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。
- コンプライ・オア・エクスプレイン：コードは、法令のように一律の義務を課すのではなく、「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」を求める手法を採用。

## 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。
  - 議決権行使結果は、個別の投資先企業及び議案ごとに公表。
  - 形式的に議決権行使助言会社の助言等に依拠せず、自らの責任と判断の下、議決権を行使すべき。
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き、適切な対話と判断を行うための実力を備えるべき。
8. サービス・プロバイダーは、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するよう努めるべき。

- 上場企業が、幅広いステークホルダー（株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等）と適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、中長期的な収益力の改善を図るための行動原則。

## 枠組み

東京証券取引所が定める有価証券上場規程の一部であり、コードについてコンプライ・オア・エクスプレインを上場会社に義務付けている。

- 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

1. 上場会社は、株主の権利・平等性を確保すべき。
  - 政策保有株式の保有目的や保有に伴う便益・リスクの検証と政策保有に関する方針の明確化 等
2. 上場会社は、従業員、顧客、取引先、地域社会などのステークホルダーとの適切な協働に努めるべき。
3. 上場会社は、利用者にとって有用性の高い情報の提供に取り組むべき。
4. 取締役会は、会社の持続的成長を促すため、企業戦略等の大きな方向性を示すことや、実効性の高い監督を行うことなどの役割・責務を果たすべき。
  - 持続的成長に資するような独立社外取締役の活用 等  
（建設的な議論に貢献できる人物を2名以上設置すべき）
5. 上場会社は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上に資するよう、株主と建設的な対話を行うべき。

# スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの共通点・相違点

	スチュワードシップ・コード	コーポレートガバナンス・コード
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>機関投資家が、投資先企業との「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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場会社が、幅広いステークホルダー(株主、従業員、顧客、取引先、地域社会等)と適切に協働しつつ、実効的な経営戦略の下、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図るための行動原則</li> </ul>
対象	<ul style="list-style-type: none"> <li>機関投資家 (運用機関、アセットオーナー、議決権行使助言会社、年金コンサルタント等)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上場会社 (一部・二部の上場会社には全ての原則が、新興市場の上場会社には基本原則のみが、それぞれ適用される)</li> </ul>
受入れの要否	<ul style="list-style-type: none"> <li>機関投資家がコードを受け入れるかどうかは任意</li> <li>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</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>東京証券取引所が定める有価証券上場規程の一部であり、コードに対してコンプライ・オア・エクスプレインでの対応を上場会社に義務付けている</li> </ul>
手法	<ul style="list-style-type: none"> <li>プリンシプルベース・アプローチ(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、対象者自身が判断)</li> <li>コンプライ・オア・エクスプレインの(法令のように一律の義務を課すのではなく、「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」の対応を求める)</li> </ul>	

# プリンシプル・ベースとは

- 「プリンシプル・ベース」は、「ルール・ベース」と対応する手法であり、抽象的で大掴みな原則について、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を意味する。
- 「プリンシプル・ベース」と「ルール・ベース」は、必ずしも二者択一の関係にあるわけではなく、両手法の最適な組み合わせを追及してゆくことが肝要。

	ルール・ベース(細則主義)	プリンシプル・ベース(原則主義)
概要	<ul style="list-style-type: none"><li>• ルールが遵守されているか否かについて、明確な基準を示すもの</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 抽象的で大掴みな原則について、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</li></ul>
特徴	<ul style="list-style-type: none"><li>• 規範の内容が具体的かつ詳細であり、明確性・予見可能性に優れる</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• 事案に応じた柔軟な解釈が容易となる</li></ul>
具体例	<ul style="list-style-type: none"><li>• 会社法、金融商品取引法等</li><li>• 制限速度を「60km/h」とする、騒音基準を70db以下とする等</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コード</li><li>• 制限速度を「合理的かつ慎重な速度」とする等</li></ul>

# コンプライ・オア・エクスプレインとは

- 実施することが望ましいと一般に考えられる原則を示しつつ、対象者において、自らの個別事情等に照らして実施(コンプライ)することが適当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(エクスプレイン)することにより、一部の原則を実施(コンプライ)しないことも許容されるという手法。

(スチュワードシップ・コード序文12項、コーポレートガバナンス・コード原案序文11項)

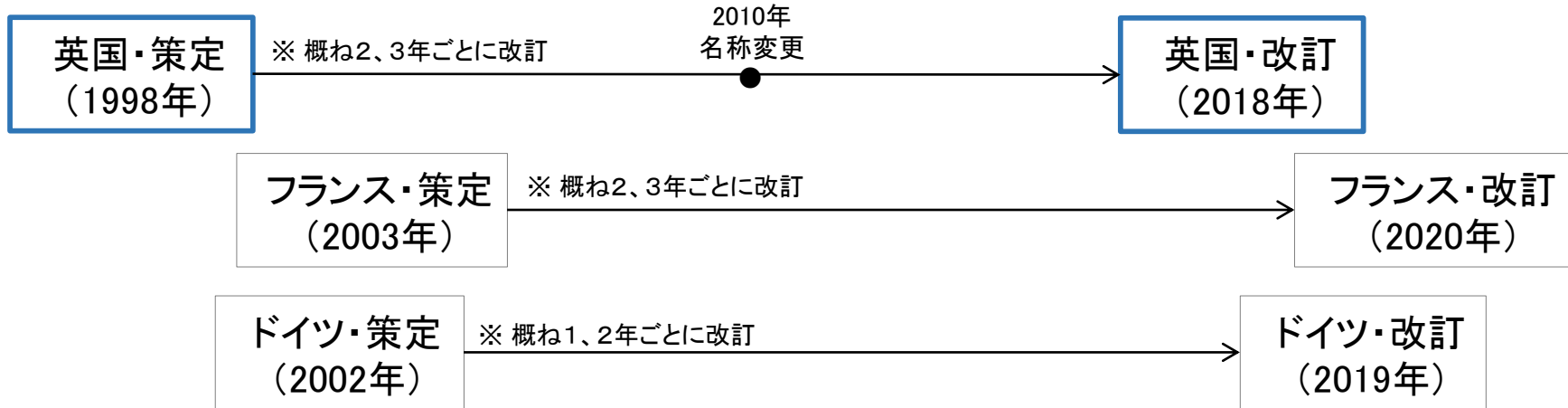
〈ご参考〉コーポレートガバナンス・コードの原則・補充原則におけるコンプライ率(抜粋)

原則・補充原則	市場一部	市場二部
1-2④ (議決権電子行使プラットフォームの利用、招集通知の英文化)	56.30%	15.20%
4-10① (任意の諮問委員会の設置)	63.30%	36.90%
4-1③ (後継者計画)	73.00%	58.80%
原則4-11 (取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件)	76.20%	66.90%
4-2① (持続的な成長に向けた報酬制度の設計)	77.50%	51.70%
3-1② (英文開示)	79.70%	33.50%
原則5-2 (経営戦略や経営計画の策定・公表)	84.40%	68.80%
4-11③ (取締役会評価)	84.70%	67.10%
4-3③ (CEOの解任手続)	86.70%	78.80%
4-3② (CEOの選任手続)	87.80%	80.20%
4-1② (中期経営計画に関する株主への説明)	88.30%	76.50%

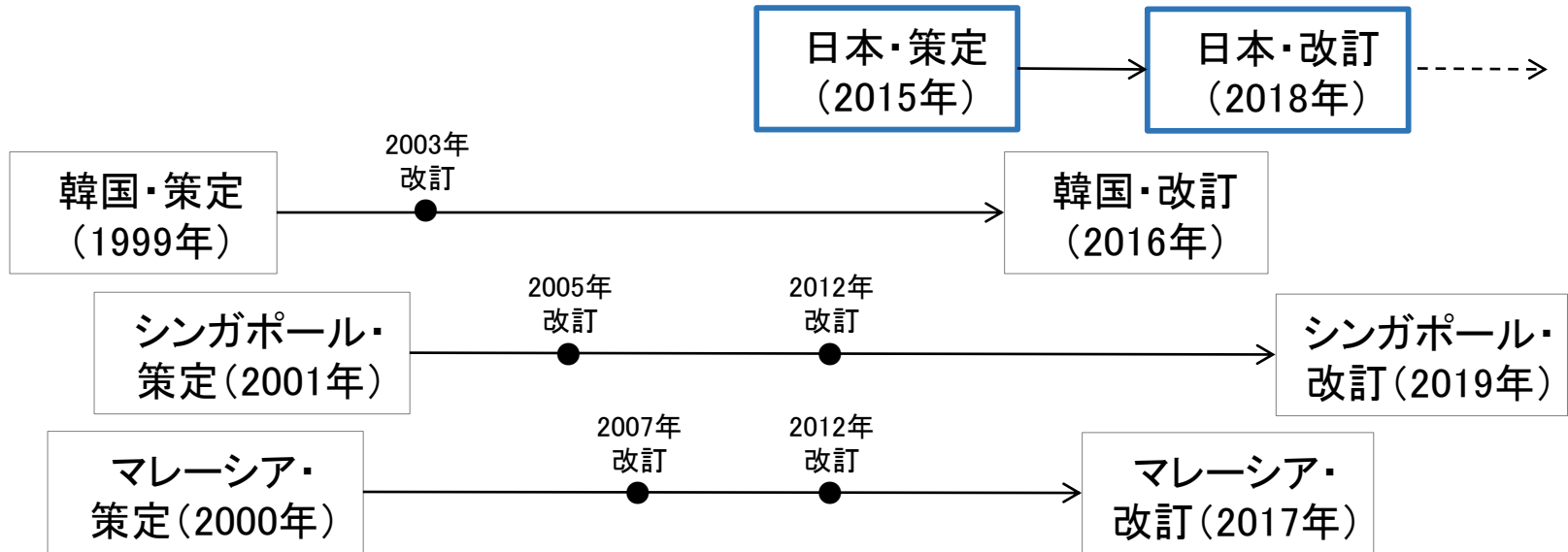


# 諸外国のコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂の状況

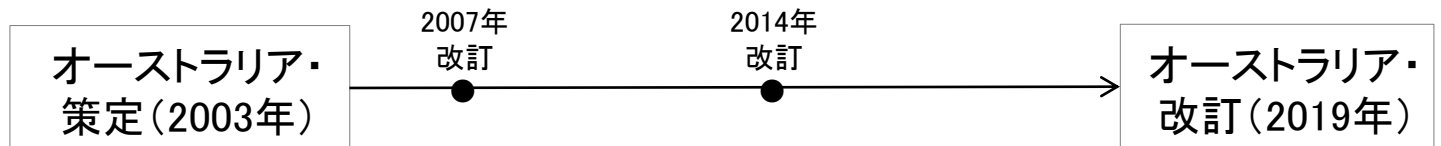
欧州



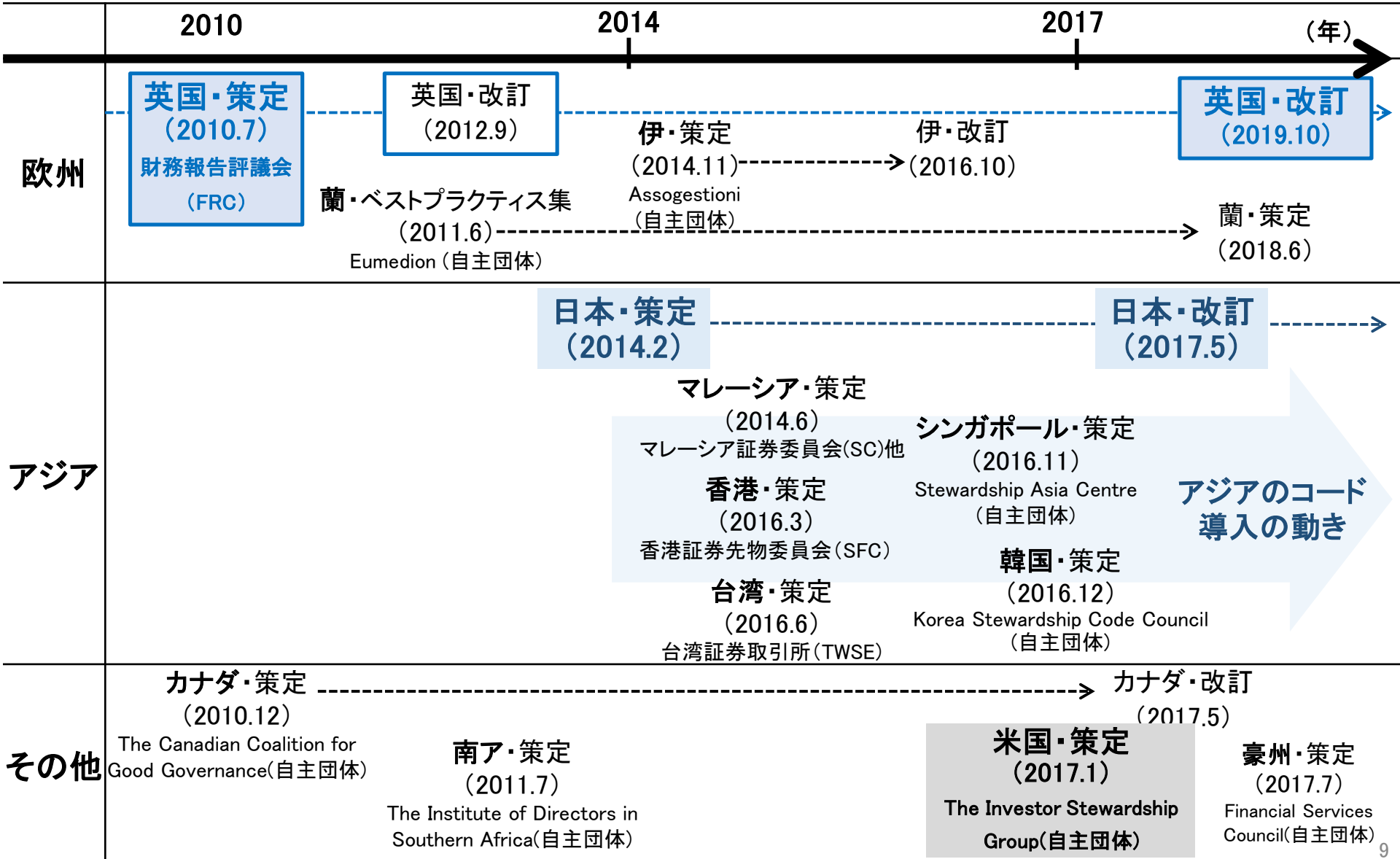
アジア



その他



# 各国のステewardシップ・コードの策定等の状況



## 2. スチュワードシップ・コード再改訂の経緯

- 2015年にコーポレートガバナンス・コードを策定後、企業統治改革を「形式」から「実質の充実」へと向上させるべく、金融庁と東京証券取引所を共同事務局として、「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」を設置。
- フォローアップ会議では、コーポレートガバナンスやスチュワードシップ責任の更なる充実に向けた議論等を行い、意見書の公表等を行っている。

平成 27 年 8 月 7 日  
金融 庁  
株式会社東京証券取引所

## 「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」の設置について（報道発表資料）

### 1. 趣旨

『日本再興戦略』改訂2015（平成27年6月30日閣議決定）においては、「昨年2月に策定・公表された『スチュワードシップ・コード』及び本年6月に適用が開始された『コーポレートガバナンス・コード』が車の両輪となって、投資家側と会社側双方から企業の持続的な成長が促されるよう、積極的にその普及・定着を図る必要がある。」とされている。形だけでなく実効的にガバナンスを機能させるなど、コーポレートガバナンスの更なる充実は引き続き重要な課題であり、また、このような取組を、経済の好循環確立につなげていく必要がある。このため、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・コードの普及・定着状況をフォローアップするとともに、上場企業全体のコーポレートガバナンスの更なる充実に向けて、必要な施策を議論・提言することを目的として、「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」（以下、「会議」という。）を設置する。

### 2. 構成

- (1) 会議の構成員は、企業経営者、内外投資家、研究者等の外部有識者とする。
- (2) 会議の庶務は、金融庁総務企画局企業開示課及び株式会社東京証券取引所上場部において処理する。

# フォローアップ会議での議論の推移

- フォローアップ会議は、2015年以降、これまでに4本の意見書を公表。このうち、2016年11月公表の意見書(3)における指摘等を踏まえ、2017年5月にスチュワードシップ・コードの改訂を実施。
- 同様に、2019年4月公表の意見書(4)における指摘等を踏まえ、2020年3月にスチュワードシップ・コードの再改訂を実施。

2015年8月 フォローアップ会議の設置

2015年11月 コーポレートガバナンス・コードへの対応状況と今後の会議の運営方針(意見書(1))の公表

2016年2月 会社の持続的成長と中長期的な企業価値の向上に向けた取締役会のあり方(意見書(2))の公表

2016年11月 機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方(意見書(3))の公表

2017年5月 → スチュワードシップ・コードの改訂

2018年3月 「コーポレートガバナンス・コードの改訂と対話ガイドラインの策定について」の公表

2019年4月 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(意見書(4))の公表

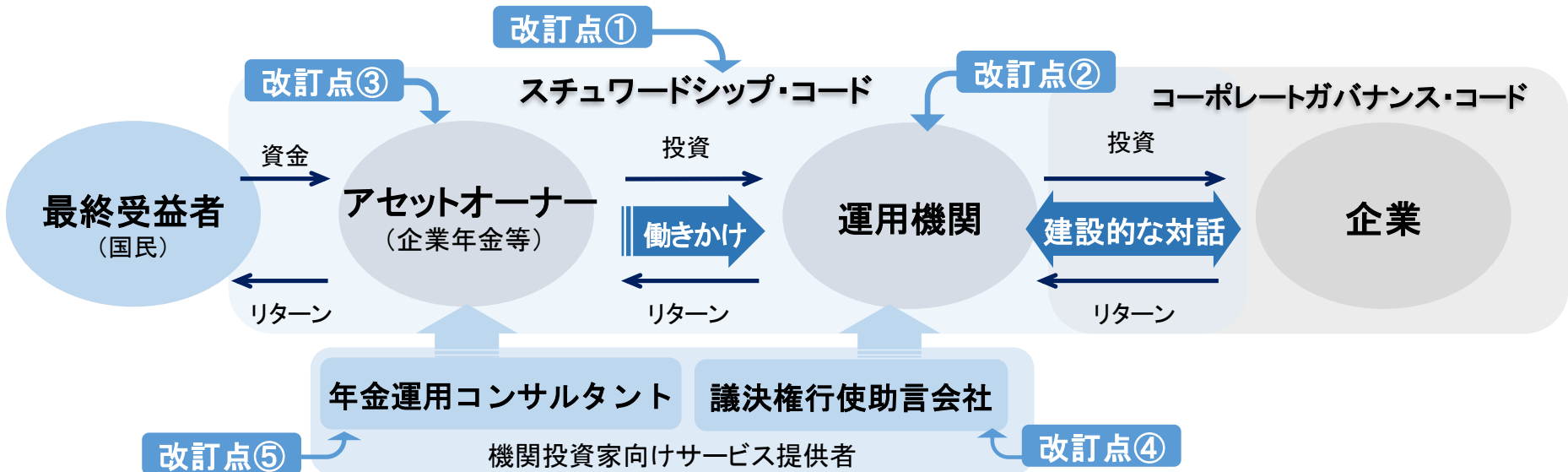
2020年3月 → スチュワードシップ・コードの再改訂

2021年 → コーポレートガバナンス・コードの再改訂(予定)

### **3. スチュワードシップ・コード再改訂の概要**

# スチュワードシップ・コードの再改訂(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) 全体に関わる論点	(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	
(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

# 全体に関わる論点(サステナビリティ)

## 再改訂前

### 【コードの目的】

- 企業の事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な対話等を通じて、**中長期的な企業価値の向上や持続的成長**を促進。

## 有識者検討会での議論

- ESG要素等のサステナビリティを考慮することは、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**ものである。
- 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。
- 機関投資家がESG要素を検討する場合には、**投資リターンや企業価値の向上に資する限度で**行うべき。

## 再改訂コード

【コードの目的】 企業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等を通じて、**中長期的な企業価値の向上や持続的成長**を促す

※ その他、以下を追加。

- **【ステュワードシップ活動方針の策定等】**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、ステュワードシップ活動方針に明示すること
- **【企業との対話】**サステナビリティに関する対話を行うに際して、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結びつくものとなるよう意識すること
- **【実力の具備】**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



## 再改訂前

### 【コードの適用対象】

基本的に、日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いている。

※スチュワードシップ・コード策定の背景

我が国経済の再生に向けた成長戦略の一環として、「産業競争力会議」の議論を踏まえ、内閣総理大臣より、「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討」するよう指示。

## 有識者検討会での議論

- スチュワードシップ責任は本来株券保有者のみに限られない。少なくともサステナビリティ要素については債券投資家による対話も重要であり、コードの適用対象を債券保有者にも拡張すべき。
- まずは株主としての機関投資家の役割強化が重要であり、コードの適用対象者の拡張は時期尚早。また、債券保有者が債務不履行を恐れるあまり、対話の最優先事項が内部留保の確保に向かうと、本コードの趣旨に反する。

## 再改訂コード

### 【コードの適用対象】

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るが、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ある。(前文10項)

# 運用機関：議決権行使に係る賛否の理由の公表

## 再改訂前

□ 理由の開示については、多くの運用機関は、**反対理由のみ**を公表(右図参照)。

※ スチュワードシップ・コードの指針5-3においては、「議決権行使の賛否の理由について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。」と記載されている。

## <運用機関X社の賛否の理由の公表例>

企業名	議案番号	議案種別	議案分類	賛否・理由
a社	会社 2	取締役の選解任	8	反対 独立性に関する当社基準を満たさないため
	会社 2	取締役の選解任	9	反対 独立性に関する当社基準を満たさないため
b社	会社 1	剰余金の処分		賛成
	会社 2	定款に関する議案		賛成
	会社 3	1 取締役の選解任		賛成
	会社 3	2 取締役の選解任		賛成
	会社 3	3 取締役の選解任		賛成
	会社 3	4 取締役の選解任		賛成
	会社 3	5 取締役の選解任		賛成
	会社 3	6 取締役の選解任		賛成
	会社 3	7 取締役の選解任		賛成
	会社 3	8 取締役の選解任		賛成
c社	会社 3	9 取締役の選解任		賛成
	会社 3	10 取締役の選解任		賛成
	会社 3	11 取締役の選解任		反対 独立性に関する当社基準を満たさないため
	会社 4	1 監査役の選解任		賛成
	会社 1	剰余金の処分		賛成
	会社 2	1 取締役の選解任		賛成
	会社 2	2 取締役の選解任		賛成
	会社 2	3 取締役の選解任		賛成
	会社 2	4 取締役の選解任		賛成
	会社 2	5 取締役の選解任		賛成
	会社 2	6 取締役の選解任		賛成
d社	会社 2	7 取締役の選解任		賛成
	会社 1	剰余金の処分		賛成
	会社 2	1 取締役の選解任		賛成
	会社 2	2 取締役の選解任		賛成
	会社 2	3 取締役の選解任		反対 株主価値を大きく毀損する行為について責任を有すると判断されるため
	会社 2	4 取締役の選解任		賛成
	会社 2	5 取締役の選解任		賛成
	会社 2	6 取締役の選解任		賛成
	会社 2	7 取締役の選解任		賛成
d社	会社 2	8 取締役の選解任		賛成
	会社 2	9 取締役の選解任		賛成
	会社 3	1 監査役の選解任		賛成
	会社 4	役員報酬		反対 株主価値を大きく毀損する行為が認められたため

## 有識者検討会での議論

- 行使結果の個別開示により、投資家と企業双方の行動が変化して、対話の質がより高まる。
- 建設的な対話の促進に向け、運用機関は、利益相反が懸念される議案や世間の注目度が高い議案等について「賛否の理由」を開示することが望ましい。
- 開示の充実は、各社が創意工夫を重ねて継続的に取り組みを強化すべきポイントだが、各社の実力、体力等も踏まえた柔軟なものであるべき。

## 再改訂コード

特に、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**(例えば、①外観的に利益相反が疑われる議案、②議決権行使の方針に照らし説明を要する判断を行った議案)については、**賛否を問わず**、議決権行使の理由を公表すべきである。

## 再改訂前

□ 約5割の機関投資家がスチュワードシップ活動報告を公表。

## 有識者検討会での議論

- 運用機関は議決権行使の結果のみに留まらず、それに至るまでの企業との対話活動についての説明や情報提供を充実させるべき。
- スチュワードシップ活動の結果がスチュワードシップ・コードの目的である中長期的な企業価値向上に結び付いているか確認する必要。

## 再改訂コード

運用機関は、持続的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、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、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。

その際、これらは自らの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である。

## <エンゲージメントの結果の事例>

### 2. エンゲージメント活動の振り返り

個社でのエンゲージメントが企業のアクションにつながった事例

#### CASE1

ガバナンス  
取締役会の独立性、ダイバーシティ

**対話の概要**  
製造用機器メーカーA社の社外取締役は1名のみであるため、2017年6月総会において取締役選任議案に反対とした。取締役会の経営監視機能を高めるために独立した社外取締役を2名以上置くことが望ましく、また、ダイバーシティの観点からも改善の余地があるとの意見を述べて、2015年12月から検討作業のままとされている独立社外取締役の増員について、検討状況を確認した。

**企業の反応**  
社外取締役の増員について機関投資家の意向は認識しているものの、形式的な増員を行う考えはない。一方で、現時点では選任者が選まできておらず増員には至っていない。しかしながら、2017年6月総会の取締役選任議案で会長・社長に対する賛成率が70%に落ち込んだことは強く受け止めており、取締役選任期間である2年を待つことなく、独立取締役を増員するように社内で検討していきたい。

**企業のアクション**  
2018年4月、社外取締役を2名増員(内1名は女性)、社内取締役を2名減員を実施。取締役会の構成は社内5名・社外3名となりガバナンス体制の改善がみられた。

#### CASE2

資本生産性  
キャピタル・アロケーション

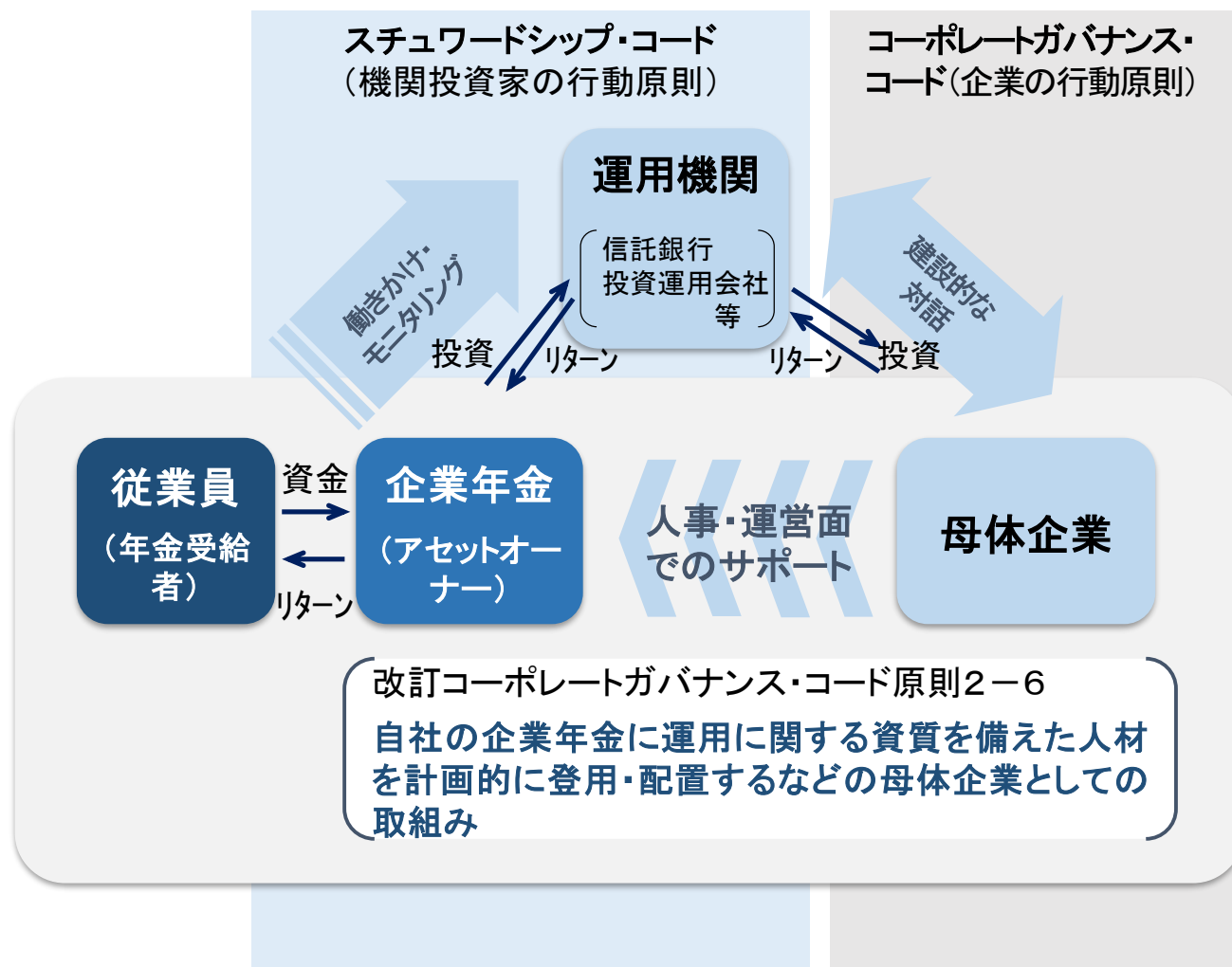
**対話の概要**  
化学メーカーB社の2016年度は過去最高益を更新し、財務指標も大きく改善。非市場性事業の強化が顕著し、収益およびキャッシュフローも安定度が向上した。一方、株主還元の方針が分りにくく、配当性向も約20%と低水準に留まっている。半年度からの次期中計では、株主還元も含めたキャピタル・アロケーションについて分りやすく説明することが必要ではないかとの意見を述べた。会社見直しを確認した。

**企業の反応**  
過去は市場性事業への依存度が高く、年度ごとにキャッシュフローの変動が大きかった。このため構造改革や成長投資を通じた企業価値向上を優先し、株主還元が弱弱気であったことは否めない。一方、近年は非市場性事業強化や構造改革の効果が顕在化してきたと認識している。また、株主還元の方針が分りにくいとの指摘は、海外投資家からも受けている。次期中計はそうした投資家の声に応えられるよう改善させたい。

**企業のアクション**  
2017年11月、発行済株式1.7%増員の自社株取得を実施。また、第3四半期決算の際に、業績上方修正と合わせて増産生産率を向上し、株主還元について改善がみられた。

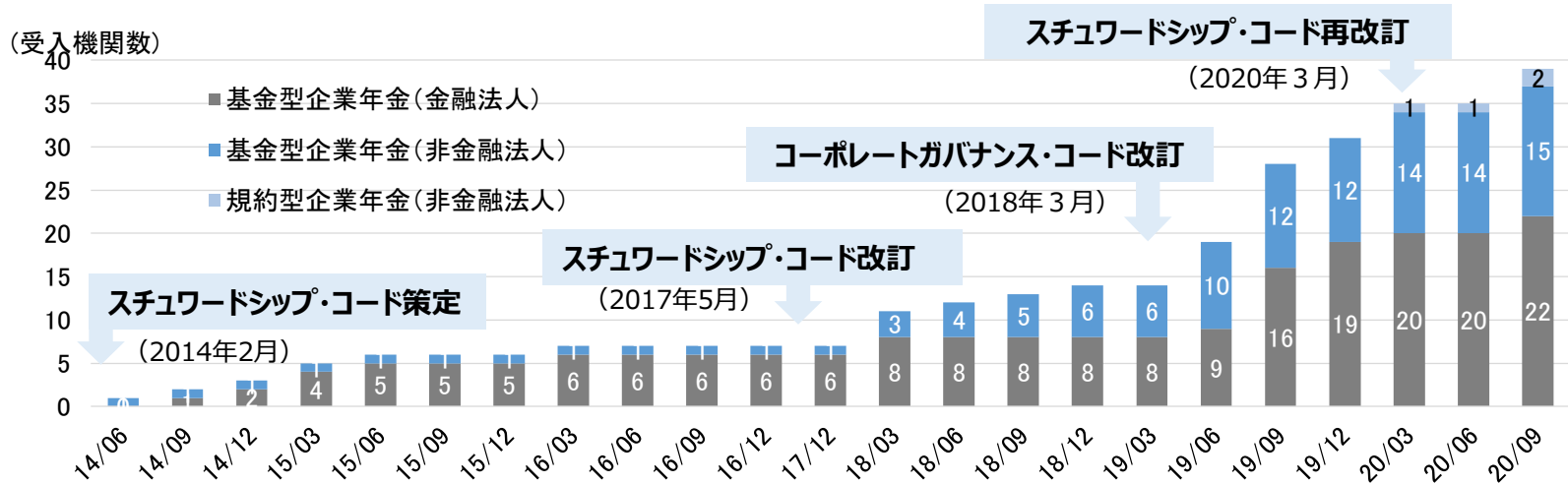
# 企業年金等のアセットオーナー: 役割と機能発揮の重要性

- インベストメント・チェーンの機能発揮を促していくためには、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる**運用機関**に対して働きかけやモニタリングを行っている**アセットオーナー**の役割が極めて重要。



# 企業年金等のアセットオーナー: スチュワードシップ・コードの受入れ状況

□ スチュワードシップ・コードを受け入れている288の機関投資家のうち、**企業年金は39機関**。  
(2017年改訂後、新たに**30基金型・2規約型企業年金**が受入れを表明。2020年9月30日時点)



## 基金型企業年金(金融法人)

2014年	三菱UFJ信託銀行企業年金基金 三菱UFJ銀行企業年金基金
2015年	三井住友銀行企業年金基金 みずほ企業年金基金、りそな企業年金基金
2016年	三井住友信託銀行企業年金基金
2018年	あいおいニッセイ同和企業年金基金 三井住友海上企業年金基金
2019年	横浜銀行企業年金基金、百五銀行企業年金基金 千葉銀行企業年金基金、中国銀行企業年金基金 第四銀行企業年金基金、北越銀行企業年金基金 伊予銀行企業年金基金、東邦銀行企業年金基金 武蔵野銀行企業年金基金、肥後銀行企業年金基金 鹿児島銀行企業年金基金、
2020年	常陽銀行企業年金基金、北陸銀行企業年金基金 北海道銀行企業年金基金

## 基金型企業年金(非金融法人)

(出所) 金融庁

2014年	セコム企業年金基金
2018年	エーザイ企業年金基金、 全国建設企業年金基金、 エヌ・ティ・ティ企業年金基金 三菱商事企業年金基金
2019年	公認会計士企業年金基金、 カシオ企業年金基金、 日本ITソフトウェア企業年金基金、 大塚製薬企業年金基金 伊藤忠企業年金基金 オムロン企業年金基金
2020年	観光産業企業年金基金、 アドバンテスト企業年金基金 資生堂企業年金基金 日清食品企業年金基金

## 規約型企業年金(非金融法人)

2020年	株式会社野村総合研究所(規約型企業年金) パナソニック株式会社(規約型企業年金)
-------	---



## 有識者検討会やヒアリングでの指摘

- 中小規模の企業年金は、その役割や関与する範囲が十分には理解できていない
- 企業年金等がスチュワードシップ・コードの受入れを表明すると、投資先企業と直接対話をしたり、議決権行使をしたりしなければならないと思っていた

### 再改訂前のコード指針1-3

アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワードシップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

### 再改訂版コード指針1-3

アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである【注11】。

アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

【注11】アセットオーナーである企業年金が直接、議決権行使を伴う資金の運用を行わない場合は、まずは運用機関に対して本コードの対応状況を確認するなどの、自らの規模や能力等に応じた取り組みを行うことが想定されている。特に対話(原則4)及び議決権の行使と行使結果等の公表(原則5)については、必ずしも企業年金がこれらを行うことを想定したものではない。

## 有識者検討会やヒアリングでの指摘

- 本コードを受け入れることによる業務負荷が心配である
- アセットオーナーは、自ら建設的な対話に取り組んでいる運用機関に対しては、ある程度その裁量に任せる対応も考えるべき

### 指針 1 - 4

アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。

特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

### 指針 1 - 5

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【注12】。

このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話等のスチュワードシップ活動の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

【注12】運用機関が投資先企業との間で建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認することが有効であり、必ずしも個別の詳細な指示を行うことまでを求めるものではない。

誤解①: 企業年金も、コードを受け入れると投資先企業と直接対話をしたり、議決権行使をする必要があるのではないか。

直接議決権行使を行っていないのであれば、企業と直接対話を行う必要はなく、運用機関の対話等のスチュワードシップ活動につき報告を受ける等、運用機関のモニタリングをすることが求められている旨を、再改訂に際して明確化

## 再改訂スチュワードシップ・コード

指針1-3. アセットオーナーは、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

注11 アセットオーナーである企業年金が直接、議決権行使を伴う資金の運用を行わない場合は、まずは運用機関に対して本コードの対応状況を確認するなどの、自らの規模や能力等に応じた取組みを行うことが想定されている。特に対話(原則4)及び議決権の行使と行使結果等の公表(原則5)については、必ずしも企業年金がこれらを行うことを想定したのではない。

注12 運用機関が投資先企業との間で建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認することが有効であり、必ずしも個別の詳細な指示を行うことまでを求めるものではない。



＜「責任ある機関投資家」の諸原則《日本版ステュワード シップ・コード》の受入れ＞  
(原則1)

当基金は、運用受託機関に対して「日本版ステュワードシップ・コード」の受入れを求めます。また運用受託機関のステュワードシップ活動に関して、実効的な活動を通して投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことを求めるとともに、当基金が求める事項や原則に整合的であるかモニタリングを行います。

(原則2)

当基金は、運用受託機関に対して、ステュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反についての明確な方針の策定と公表を求めます。 (中略)

(原則5)

当基金は、「アセットオーナー」として、運用受託機関の保有株式について、議決権の行使と行使結果の公表に関する明確な方針の策定を求めます。また、その方針は、投資先企業の持続的成長に資するものとなるように工夫することを求めます。

(原則6)

当基金は、運用受託機関を通じてステュワードシップ責任を果たす立場にあることから、その実施状況に関する定期的な報告を各運用受託機関に求めます。また、その結果を、少なくとも年に一度、最終受益者となる当基金の加入者および受給権者へ報告いたします。

(原則7)

当基金は、投資先企業の持続的成長に資するよう、運用受託機関に対して、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対話とステュワードシップ活動に伴う判断を適切に行える実力や体制を備えることを求めます。

また、当基金は運用受託機関のステュワードシップ活動を評価する実力を備えるよう努めます。

誤解②: 規約型企業年金は、スチュワードシップ・コードの受入れはできないのではないかと。

**可能。**コーポレートガバナンス・コード及びスチュワードシップ・コードにおいて、「企業年金」とは、基金型の企業年金のみならず、**規約型の企業年金も想定している。**

【「フォローアップ会議の提言を踏まえたコーポレートガバナンス・コードの改訂について」に寄せられたパブリック・コメントの結果について】（抜粋）（2018年6月1日）

No.	コメントの概要	回 答
285	<ul style="list-style-type: none"> <li>原則2-6における「企業年金」には、確定給付年金だけでなく、確定拠出年金も含まれるのか。</li> <li>確定拠出年金も制度の運営主体は企業であり、従業員に対して責任を負っていることには変わりがない。むしろ、運用リスクやコストが直接従業員に帰属することを踏まえると、運用機関・運用商品のモニタリングや利益相反防止の重要性は、確定給付年金よりも高いともいえ、こうした観点から、「企業年金」には確定拠出年金も含めるのが適切と考える。</li> </ul>	<p>※ 原則2-6における「企業年金」は、基本的には、<b>基金型・規約型の確定給付年金</b>及び厚生年金基金を<b>想定</b>しています。</p> <p>※ なお、ご指摘のとおり、確定拠出年金についても、運用が従業員の資産形成に影響を与えることは確定給付年金と同様であるため、一般論としては、例えば、運用機関・運用商品の選定や従業員に対する資産運用に関する教育の実施などの場面で、上場会社において適切な取組みがなされることが期待されるものと考えます。</p>

## 再改訂スチュワードシップ・コード

注9 本コードは、アセットオーナーである企業年金について、基本的には、**基金型・規約型の確定給付企業年金及び厚生年金基金を対象とすることを念頭に置いている。**なお、**規約型の確定給付企業年金は、母体企業と法人格は一体であるものの、母体企業としてではなく、企業年金として本コードを受け入れることが想定されている。**

一般社団法人日本経済団体連合会  
常務理事 井上 隆

## 企業年金のステュワードシップ活動に関するお願い

ご高承の通り、経団連では Society 5.0 の実現を通じた SDGs の達成を掲げて活動を展開しているところです。Society 5.0 の実現に向けてイノベーションを活性化するためには、投資先としての日本企業の魅力をさらに高め、世界からわが国の資本市場に資金を呼び込むことがきわめて重要であり、実効あるコーポレート・ガバナンスの実現に向けた取組を推進していく必要があります。会員企業の皆様におかれましても、自社の状況を踏まえ、望ましいコーポレート・ガバナンスの確立に向けた取組を着実に進めていただいていることと存じます。

コーポレート・ガバナンスを真に実効あるものとするためには、発行体企業の取り組みに加え、機関投資家の取組も不可欠です。機関投資家には、投資先企業やその事業環境等への深い理解に基づく建設的な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を促すことが求められます。

こうした中、最終受益者の最も近くに位置し、企業との対話の直接の相手方となる運用機関に対して働きかけやモニタリングを行っているアセットオーナーの役割がきわめて重要であるとの観点から、政府は、昨年5月29日に日本版ステュワードシップ・コードを改訂し、アセットオーナーの役割を一層明確化しました。また、本年6月1日のコーポレートガバナンス・コードの改訂においては、企業年金のアセットオーナーとしての機能発揮のため、母体企業による人事・運営面における取組が求められることとなりました。

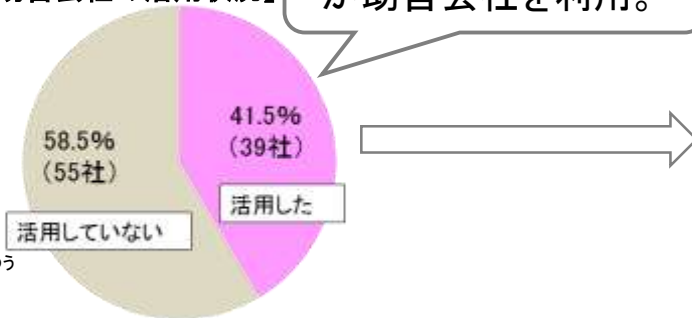
企業年金によるステュワードシップ活動の強化は、わが国企業全体のコーポレート・ガバナンスの充実に資するのみならず、従業員の安定的な資産形成や企業自らの財政状態にも好影響を与えるものと考えられます。こうした観点から経団連としても、企業年金においてステュワードシップ・コードの受入れが広がり、実効的なステュワードシップ活動が進められていくことを期待しているところです。

会員企業の皆様におかれては、自社の企業年金に関して既に様々な取組を進められているところと存じますが、ステュワードシップ・コードの受入れを含め、企業年金のステュワードシップ活動の強化について引き続きご尽力いただきますようお願い申し上げます。

(注)下線は金融庁にて付記。

## 再改訂前

### 【機関投資家による助言会社の活用状況】



※ 回答会社地53社中(調査対象225社)のうち  
日本株投資残高を有する94社を対象

全体	回答数 39社(複数回答)
必ず、助言内容に沿って議決権行使を指図する	2.6% (1社)
稀に異なる時もあるが、基本、助言内容に沿って議決権行使を指図する	30.8% (12社)
親会社等について助言内容に沿って議決権行使を指図する	20.5% (8社)
議決権行使指図の判断の際、参考としている	43.6% (17社)
その他(主な項目:当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している)	33.3% (13社)

(出所) 日本投資顧問業協会「日本版ステュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート(第5回)の結果について(平成30年10月実施分)」より金融庁作成。

## 有識者検討会での議論

- 助言は正確な情報をもとに行われるべき。また、助言策定プロセスの透明性が求められる。これらの要請に応えるための人的・組織的体制の充実が重要
- 議決権行使助言会社も、企業と建設的な対話を行うべき

## 再改訂コード

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

※ 助言会社が、企業に対して、助言の前提となる情報について確認の機会を付与することや、顧客に対して、助言に対し企業から出された意見を提供することも有益。

※ 運用機関は、助言会社の助言策定プロセス等を踏まえて助言会社を利用することが重要。利用する場合は、当該助言会社名とサービスの具体的な活用方法を公表すべき。(指針5-4)

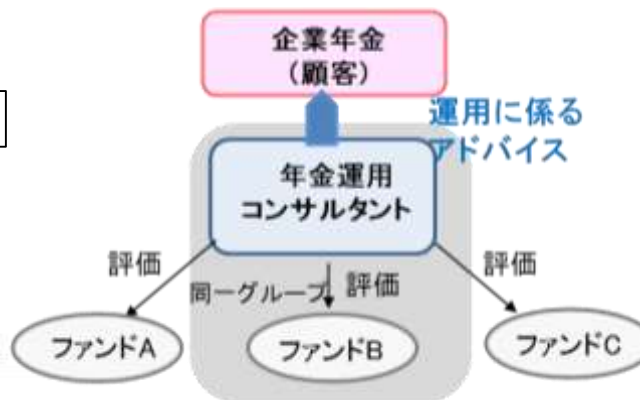
## 再改訂前

＜企業年金における運用コンサルタントとの契約状況＞  
(資産規模別)



(出所)企業年金連合会「実態調査概要2017」より金融庁作成。

＜年金運用コンサルタントに生じ得る利益相反の構造＞



年金運用コンサルタントにつき、利益相反事例の疑い。

## 有識者検討会での議論

- 年金運用コンサルタントが、顧客に対するその影響力を背景として、コンサルタント業務と併せて自らの投資商品の購入の勧誘を行う例が見られ、運用機関のステュワードシップ活動を適切に評価していないのではないかとこの疑念がある。生じ得る利益相反については、管理すべき。
- 年金運用コンサルタントも、最終的なゴールは持続的な企業価値の向上であることを意識すべき

## 再改訂コード

年金運用コンサルタントは、利益相反管理方針を策定し、利益相反管理体制を整え、それらの取組みを公表すべき。