

開示行政の最近の取組み

水見野 良三

（）をいいます。

はじめに

御紹介いただきました金融庁の水見野です。今は、金融庁の開示企画部門での最近の取組みについて御紹介させていただきます。貴重な機会を頂戴し、ありがとうございます。

一、「日本版スチュワードシップ・コード」

（「第三の矢」——コーポレート・ガバナンス面での取組み）

まず最初のスチュワードシップ・コードでございます。

これは二月末に公表いたしましたもので、いわゆるアベノミクスの第三の矢の一環をなすもので

示制度の改正関係です。三つ目が国際会計基準でワードシップ・コード。二つ目は、金商法上の開示制度の改正関係です。三つ目が国際会計基準で

あります（資料3ページ）。第三の矢では、コーポレート・ガバナンス面での取組みが一つ重要な柱になつております。

いろいろなところが力を合わせてやつております。法務省の場合は、前の国会に会社法の改正案を提出して、今国会で審議されると思いますが、

社外取締役について、置くか、置かない場合には説明するという規定が入つております。また、取引所では、独立取締役を設ける努力義務を上場規則に規定したほか、新インデックスの銘柄選定に際して、二人以上の独立取締役を加点理由にしております。

経産省では、いわば「日本版ケイ・レビュー」として、企業と投資家が対話する際に具体的にどういう対話の仕方が考えられるのかといった実践的などころを議論されておられるところであります。

経産省では、いわば「日本版ケイ・レビュー」として、企業と投資家が対話する際に具体的にどういう対話の仕方が考えられるのかといった実践的なところを議論されておられるところであります。

金融庁は、これから御説明するスチュワードシップ・コードに加えまして、現在、監督指針のパブコメをしておりますが、上場銀行について、社外取締役の設置に関する規定を監督指針に設けるという取組みも行つております。

各省庁や取引所の取組みが、全体として合はさつてコーポレート・ガバナンス面で成果を上げていくことを期待しているわけであります。例えば、金融庁のスチュワードシップ・コードには、投資家と企業の対話ということは書いてあるのですが、対話の具体論は余り書いていない。それはむしろ経産省の検討されているところでいろいろアイデアが出てくるということで、組み合わせになる形になつております。

三月の初めに世界中の機関投資家が集まるICGNの総会が東京でございました。資料に日経の社説を付けておりますが、ICGN総会に出席さ

れて、日経の論説の方も、日本の取組みには海外からの関心が高い、しかも、日本はなかなか進まないものだと思つていたら結構進んでいるということで、足元、海外から評価が高い、そんな印象を受けられたようあります。

そういうことで、日本の仕組みとしていいものにしていくことはもちろんとして、それが結果として海外の投資家にとっての日本の魅力を高めるほうにも働いてほしいということを考えた上での取組みになつております。

(経緯及び背景)

スチュワードシップ・コードの策定という話は、まず昨年、産業競争力会議で始まつた議論であります（資料4ページ）。スチュワードシップ・コードというのは余り耳なれない言葉ですが、「スチュワード」というのは中世の家令

とか執事とか、領主の財産を預かっていた人のことです。財産とか、組織とか、お金とかを預かつて管理することをスチュワードシップというようであります。コードは、イギリスでは二〇一〇年からありまして、機関投資家が投資先企業に対しどういう関与をすべきかについての行動規範をこう呼んでいるということであります。

産業競争力会議の議論を踏まえて、総理から金融担当大臣に「こういうものをつくれ」という指示が出まして、その後、成長戦略には、産業の新陳代謝の促進、コーポレート・ガバナンスの強化という項目に、「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企業との建設的な対話をを行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論も踏まえながら検討を進め、年内に取りまとめる」と示されました。

読むとあつさりしているのですが、かなり含蓄のある文章であります。「持続的な成長」という言葉には、短期的な株主資本主義ではなくて、という意味も込められているように読みますし、「建設的な対話」というのも、機関投資家に物言う株主になつてもらうとしても、極端なアクティビストみたいなことまでは期待していらないというようにも読めます。

また、その次に、「我が国の市場経済システムに関する議論も踏まえながら」とありますが、日

本型の資本主義はいかにあるべきかというレポートを経済財政諮問委員会の有識者会議でまとめておられるのを参考にせよ、ということで、イギリスのものを直輸入するのではなく、日本に合ったものをつくるように、という趣旨と思われます。そこで、一つ議論のポイントになるのが、出来上がつた日本版スチュワードシップ・コードが果

たして日本の実情や考え方には合つたものになつてゐるかどうか、という点になります。案文を説明させていただく機会に、こんな意見を頂戴したこともあります。「イギリスにいろいろいい知恵があるのであれば、その工夫を持つてきて取り入れるというのもいいだろう。でも、日本にだつて古くから優れた知恵はある。例えば、三河商人の『三方よし』という知恵もある。そういうものも踏まえてしっかりと取り入れるようにしてもらいたい」という御意見です。

今テーブルの上にあります最終案（文末添付の冊子『『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』）を参照）の一ページの一番上に、四角い枠で囲つたところがあります。そのときは、このところを紹介させていただきました。読ませていただきますと、一パラグラフ目で、「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……当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促す」と書いてあります。これは投資先企業にとってプラスになるということを書いている。その次の部分では、「(投資先)企業の企業価値の向上や持続的成长を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る」ということも書いておりまして、つまり、スチュワードシップ責任を適切に果たすことによって、受益者である顧客の利益も図る。

更に、二つ目のパラグラフの最後のところで、「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」と書いております。投資先企業にも、委託者にも、経済全体にとってもいいスチュワードシップを目指すのだという」とで、「日本版スチュワードシップ・コードは、

まさに『三方よし』の思想で書かれております」と御説明申し上げました。

(「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」における検討)

では、このスチュワードシップ・コードをどのように議論してきたかということになります(資料5ページ)。成長戦略を受けまして、八月にスチュワードシップ・コードに関する有識者会議を設置いたしました。東大の神作先生に座長になっていただきて、六回、議論をいただきました。非常に面白い議論だったと思います。金融庁のホームページに議事録が載っていますので、お読みいただくことができます。

六回出でいて私が一番面白かったと思いますのは、二回目にあつた論争であります。御紹介させさせていただくと、あるメンバーの方からこういう意

見が出ました。「（先ほど）『我々は議決権行使について多くのことをやっている』というご説明がありました。この点について、ちょっと事実認識が私は違っていると思います。私も運用業界の一員という意識で言わせていただくと、我々は十年間以上、お客様に対して（…）価値を破壊してきた立場にあります。実際に投資家に対してリターンを提供しなかつたということです。にもかかわらず、結構やっていきますというのは、話が違うのではないかなと思います。私は、第一に事実認識として、我々は投資家に対するリターンを提供してこなかつたという、まずは反省がありその反省に立つて、投資家責任をいかに果たしていくかということのためにこの会議をやっており、もう少し建設的な意見を言っていただきたいというのが第一点です」という相当厳しい御発言がありました。

それを受けまして、別の方から、それはそのとおりだけれども、投資先企業と本当に対話をうまくやつて、それで企業価値を上げるためのプラスになるというのは、言うほど簡単なことではない、という御意見も出ました。一人目の方のも少し読み上げます。「今から五十年近く前になるのですが、経営の神様と言われた松下幸之助さんが言っていたことあります。（…）『少數株しか持っていない株主であっても、会社の主人公たる株主としての権威、見識を持つて、会社の番頭である経営者を叱咤激励する、こういうことが大いに望ましい』」のだと。言つてみればスチュワードシップ・コードに関連するようなことを五十年前に松下さんはおっしゃつておられるわけですね。（…）『権威とか見識を持つて経営者とお話をされる』これが非常にキーワードになつてているのではないかなと思います。相当な知見が求められる

という覚悟を持つてやらないと、ほんとうのエンジメントというのはそんな簡単なものではないよ、と言うことをおっしゃっているのではないでしょかと思いません」ということを一人の方がおっしゃいました。

三人目の方は、最初の方の意見に強く反発されました。「二十五年前と比べ株価が下がっていることについて、投資家が何かをやらなかつたといふことにその原因を求めるような議論というのはおかしいと思います。確かに、この二十五年間、日本の株価は上がらなかつたが、では株価が上がつた市場があつて、その国の投資家がしつかりしたエンジメントをしたから株価が上がつたか」というと、おそらく違うと思います。あくまでも将来に向かつて、これまでのいろいろな取組みの是非を個々に見ながら、それを踏まえて生産的に検討していくべきであつて、過去の自虐的な反

省に基づいて議論をスタートするというのは、合理的な結果には繋がらないのでないでしょか」という御意見でした。

お客様のお金を預かりながら二十何年間価値が減つてきていることは、運用担当者として、やはり日本株全体として取組み方がどうだつたかを考えるべきだという御意見もあれば、そんなのマクロのことじやないかという御意見もあつて、非常にかみ合つたというか、激論になりました。

終わつた後、新聞記者の方で傍聴しておられた方が来られまして、私に向かつて「あなたは最初の人のときも三人目の人のときも深くうなずいて聞いていたけれども、どちらかにうなずいて、どちらかに首を振るならわかるが、両方うなずくといふのはどういう意味か」と聞かれまして、全くおっしゃるとおりだと思いましたが、では、どちらの御意見の方にうなずくべきだつたのか。

証券界に長い方に、こんな議論があつて大変面白かった、いずれの意見にも真実が含まれているのではなかろうか、と申し上げましたら、その方は非常に割り切つた方で、「ああ、それは両方間違ひだね」とおっしゃつておられましたが、どう考えたらいいかというのは、ある意味非常に難しい問題で、皆様の御意見も、質疑応答の折にでも聞かせていただければと思います。

そういう議論を経まして、一二月に案をまとめ

まして、パブリックコメントに出しました。今回、パブリックコメントで、金融庁の仕事の仕方として新しかった点は、お配りしたものにも英語がついておりますが、英語の案文も出して、英語で出してもらうのもいいから、海外の人もどうぞコメントしてくださいというのをやりました。

パブリックコメント用の案文を翻訳に出すとすぐ正確な訳が来るのですが、通読できるような

ものにはなりません。「○○等」というときに、「等」を英語に訳すとすぐ複雑になつてしたり、「以上に鑑み」が「in view of the recognition above」とこつた余り耳慣れない英語になつたり、言葉の違いで論理が飛んだ感じになつたりで、通読できないものになるのを、みんなで苦労して、美しい英語ではないけれども、とにかく頭から最後まで何とか読めるだろうというものに直しまして、パブコメに出したわけです。

全部で四十五のコメントが来ました。四割強が海外からで、ヨーロッパが多かつたけれども、アジアからも北米からもコメントが参りました。また、コメントを出した人も、機関投資家が中心ですが、イギリス版コードの作成に携わった人が、自分が起草したときの経験にかんがみて意見を言つてきていたとか、コメントというよりも小論文みたいな力の入つたものとか、結構寄せられて

まいりました。後で御紹介しますが、内容的にも大変参考になるところがありました。手間的にはかなり大変なのですが、こういう形で海外の機関投資家と日本の当局で対話をすると、テーマによつてはかなり関心があるのだなと感じました。

全体的なコメントの例を資料に幾つか示しておきました。対日投資がもう少し注目されるようになるとだろうとか、海外の投資家にとって日本の株式市場の魅力が高まるのではないかという意見もありました。

国内の御意見は、おおむね賛同で、その上で一部確認とか修文を求める意見が多かったのです。が、真っ向から否定する意見も一つございました。機関投資家はこういうふうに企業に向き合え、みたいなことを役所が言うと、「投資先企業へ投資家が過剰に関与することは株式の『所有と経営の分離』の原則に反し、経営の自由度を阻害

し、ひいては企業経営の多様性を失わせ、金太郎飴的な画一的な経営ばかりになつて、日本経済の競争力を失わせる懸念がある」という、正面から剛速球のコメントをいただいたわけであります。

私どもは、これを変なコメントだと思ったわけでは必ずしもありません。そうしたリスクにも注意する必要があるのでないかと思つております。コメントされた方に十分満足いただけるかどうかはわかりませんが、お手元の冊子の一ページに原則5を書いております。二行目の頭から、「議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである」と書いております。

5—4ですが、「機関投資家は、議決権行使助言会社」、これは何に賛成したらいい、しないほうがいいというのをアドバイスしてくれるサービ

スで、世界で大手が二社ありますが、このサービスを利用する場合であっても、「議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、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、自らの責任と判断の下で議決権行使すべきである」ということを書き込んでおります。

一三ページでも、7-1では、企業や業界を理解した上で適切な判断ができる実力が必要である旨示しておりますが、これらは松下幸之助さんが言つておられるのと同じことにもなると思いま

す。

あるいは、7-3の三行目から、「機関投資家は、過去に行つた投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげる

など、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである」ということを書いております。

言いつ放しではなく、言つたことが本当に相手の企業のためになつたであろうかどうかを定期的に振り返つてほしいということを書いておるわけです。

(日本版スチュワードシップ・コードの概要)

これまで、部分的に御紹介して参りましたが、では、全体としては何が書いてあるかということになります。資料6ページの、点線で囲まれた部分のところです。基本方針をつくって公表すべきである。利益相反は適切に管理すべきである。投資先企業の状況をモニターすべきである。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である。議決権行使の方針と

行使結果を公表すべきである。顧客・受益者に対しても定期的に報告を行うべきである。最後に、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べきである。大体、ある意味当たり前のようなことが書いてあるわけです。

この七つの原則は、数はイギリスと同じですが、イギリスないものが七番目です。「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べき」。対話する投資家の側にも求められるものがあるというところが、日本の七番目であります。

他方、イギリスに入つていて日本に入つていないう部分もございます。資料の一番最後の黒ボツです。イギリス版では、企業と意見が合致しない場合、企業への働きかけをエスカレートしていくという規定があります。エスカレートの例が書いてあるのですが、最後は臨時株主総会の招集を要求

して取締役の解任決議を提出する、というところでまで書いてあります。そこまでコードで求めるというのは日本の風土にはやや合わないだろうということで、外してございます。

あと、「他の投資家と共に企業に対する要請を行ふこと」もイギリス版には入つておりますが、イギリスでもアメリカでもいろいろヒアリングを行つた結果、実態はそれほどそういうことはなつてないということもありますし、日本版では入れなかつたところでございます。

(日本版スチュワードシップ・コードの枠組み)

もう一つ、スチュワードシップ・コードの特徴としてありますのは、法令とか監督指針とか、皆が強制的に守るという仕組みにしなかつたところであります。こういうガバナンス関係の問題は、対話の質が一番大事であります。しかし、質は強

制出来ません。当局がつくったものをチェックリストにして実施するのでは、「我が社も投資先企

業との対話は年に〇〇回やつております」とかいった形で、対話することが自ら目的化してしまふれすらあるかもしれません。そこで、イギリスのコードに倣つて柔軟な枠組みを入れております。

まず、そもそも機関投資家がこのコードを受け入れるかどうかは任意であるということです。ただ、受け入れた機関投資家をリストにして金融庁のウェブサイトで公表することにしております。一回目は五月末に締め切つて、六月の頭に、株主総会に間に合うタイミングで公表したいと思っております。短期のさや狙いのヘッジファンドの人達がこれにサインすることにはあまり合理性がないわけですから、むしろ中長期の視点で企業に投資したいという「責任ある機関投資家」の方にサイ

ンしてほしいことことがあります。

一つ目です。今お手元でご覧いただいたところ、すばく細かく何をしろ、するなど書くのではなくて、基本的な原則を示した上で、具体論はそれぞれの事情に応じて考えていただくという「principles-based approach」と云ふのもイギリスに倣つて使っております。さらに、「comply or explain」approach」といつておりますが、このコードに書いてあるものに沿つてやつていく場合だけを想定するのではなく、自分にとつてそれが適当でないと考える場合には、これはやらなければいけれども、こういう理由だというふうに説明してください。今回これが初めてだと思つております。

これを説明して回りますと、コードに賛成の方から、よく「監督指針に書かないのですか」とか

「検査・監督で調べに行かないのですか」と言わ
れるのですが、それではむしろ“comply or ex-
plain” approach をとった趣旨に沿わないだろう
と思います。委託者の目的のも考慮ながら、機

関投資家の方々に主体的に工夫していただこうと
を希望しているところであります。また、説明会
とかをいたしますと、公表すべき文書のひな形を
金融庁でつくるのか、と尋ねられるのです
が、それについても、それぞれの機関投資家みず
から御検討いただきて、みずからの考えを書いて
いただくところにこそ価値があると考えております。

なお三四年ほどに実情を踏まえて見直していくと
いうことを考えております。

(寄せられたコメントの例)

海外からいろいろコメントが来たと申しまし
た。先程は総論的な部分を御紹介しましたが、今
度はもう少し具体的にどんなものが来たかを御紹
介します（資料8ページ）。

いろいろ来たのですが、例えば原則4で、投資
家と企業で共通の認識に至るよう努めるべきだ、
といったことが書いてあるのですが、このコメン
トでは、そんなことを言つても、努力するのはい
いかもしれないけれども、いつも意見が一致する
など気持ち悪いではないか。日本人はコン
フォーミズムでみんな一致したら気分がいいのか
もしれないけれども、agree to disagree というの
も立派な対話の仕方ではないか、というのが來
て、おつしやるとおりだなと思いました。その点
については、agree to disagree も認識の共有の一
種類だというふうを注で書かれ加えました。

あと、法的な側面をすりあわせてくれとい
う話がいろいろありました。例えば資料の下のほう

に掲げておりますコメントは、密接な対話をすると言ふけれども、どこまで期待しているのか。非

公開の情報までもらうようなことを求めているのであれば、それはインサイダー規制との関係も出てくる。この点どう考へてゐるのか、というコメントでした。実際にイギリスのコードでは、社内で取引をブラックするような手だてをとつてから深い非公開の情報をもらうつもりで対話に行く、

といふあり方を対話のやり方の一類型として掲げてあります。この点は有識者会議でもいろいろ議論があつたのですが、やはりディスクロージャーが、ほかの法的側面についてもいろいろ照会がありました(資料9ページ)。まず一つは、投資先企業との対話をすると、大量保有報告制度での重要提案行為に当たつてしまふのではないか。そうすると、機関投資家も頻繁に大量保有を出さなければならなくなつてしまふのではないかとか、大量保有報告の共同保有者とか、T O B の特別関係者という制度がありますが、ほかの投資家と協調して投資先に意見を言いに行くとそれに当たつ

とは少し違う書き方になつております。

実際、米英の機関投資家に聞いて回りましたが、そういうインサイダー情報を入手することを前提に対話しているところはほとんどないということでしたので、むしろ、一般の公開情報を前提に十分深い議論ができるはずだということを、このコメントへの対応としてつけ加えさせていただいたところです。

また、ほかの法的側面についてもいろいろ照会がありました(資料9ページ)。まず一つは、投資先企業との対話をすると、大量保有報告制度での重要提案行為に当たつてしまふのではないか。そうすると、機関投資家も頻繁に大量保有を出さなければならなくなつてしまふのではないかとか、大量保有報告の共同保有者とか、T O B の特別関係者という制度がありますが、ほかの投資家と協調して投資先に意見を言いに行くとそれに当たつ

てしまうのではないかとか、その辺をはつきりしてくれば怖くて対話などできないではないかということは、日本からも出ておりますが、海外からも三件ぐらい出ました。

これにつきましては、そうした論点について整理した紙を金融庁のウェブサイトに載せておりまします。「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表いたしまして、そういうところができるだけ妨げにならないように透明化を図つたところであります。

以上、コメントの例の御紹介を申し上げました。
金融庁の行政の仕方として、今回、特徴があるとすれば、comply or explain 方式を正面から取り入れてやつてみたというのが一つと、策定のプロセスにおいてかなり本格的に海外の関係者との

対話を行つたというところだと思つております。今後、海外の関係者と対話しながらやつていくといふ仕方はさらに工夫していく必要があると思います。コメントの出方とか、あるいはICGN総会が東京で行われた際のいろいろな海外の機関投資家の反応から見ても、やはり語りかけて対話をしていくことにはそれなりの意義があるのでないか、というのが実感でござります。

以上、スチュワードシップ・コードのお話をさせていただきました。

一、金融審議会「リスクマネー・ワーキング・グループ」報告及び今通常国会提出法案の開示連項目

残りの時間で、少し駆け足になるかもしれません

んが、法改正等の御紹介と、時間があれば国際会計基準のお話をさせていただきたいと思います。

これも基本的にはアベノミクスの第三の矢の一
部といったとして、特にこれから伸びていくよう
な企業にエクイティ性の資金がちゃんと回るよう
にということで、開示制度関係の改正をやつてい
る部分の御紹介であります。開示以外でも、投資
型クラウドファンディングの促進策とかいろいろ
なものを準備しておりますが、今日は開示関係の
話をさせていただきます。

(新規上場企業のための特例)

一つ目は、新規上場をしやすくするためとい
ふことで、アメリカではJOBS法ということができ
ました。そこでは、SOX法の本家のアメリカで
も、内部統制の監査については、上場後一定期間
免除を選択できるようになつております。上場審

査で内部統制のチェックが行われていることも踏
まえまして、日本でも三年間は免除を選択できる
ようにしたいということであります(資料12ペー
ジ)。これと併せて、上場の際の有価証券届
出書は過去五年分の決算をつけることが求められ
ておりましたが、これから伸びる企業に余り昔を
さかのぼらせてもということで、二年分でいいと
いうことに変える予定としております。

(上場企業の資金調達に係る期間の短縮)

次に、上場企業の資金調達に係る期間の短縮と
いうことで、一三ページです。これは次のページ
とある意味で一体の政策であります。このページ
についてまず申し上げますと、届出書を出してか
ら実際に約定してよくなるまで、七日間の待機期
間がございます。待機期間中に投資家が熟慮する
ためにあるわけです。何を熟慮するかというと、

企業情報と証券情報を熟慮するわけです。

企業情報については、市場でよく知られた企業については、さまざまな情報がいつも提供されているということもあって、それほど熟慮期間は要らないのではないか。

証券情報についても、複雑な商品でなければ、例えば普通株とかであれば比較的判断は容易ではないかということで、米国でも、WKS-Iと呼んでいるようですが、市場でよく知られた一定の企業については待機期間をなくすことができるのは仕組みになつておりますが、日本でもそのようにしたいとあります。

欧米では、増資をするといいますと、引受先として機関投資家が中心になります。日本の場合は、むしろ個人投資家に営業をかけるということになります。後者の場合はどうしても時間がかかるわけあります。しかし、日本も年金の資金配

分が変わるとか、機関投資家の役割が大きくなつていくということになりますと、欧米型の増資をやりたいという需要も出てくるはずであります。

例えば、米国では、二〇〇九年五月にガイツナー財務長官がストレステストをやって、金融機関はこれだけ資本が足りないという発表をした直後、幾つかの大手の金融機関は極めて迅速に増資を終えて、穴は全部埋まりましたと宣言して、そこからガーッと金融システムが回復したといったことがあります。増資を宣言してから成立するまで余り長く市場に晒しておく、といったことは、ああした環境ではできるだけやりたくないこととあります。

また、平時であっても、日本でも、七日間の間に相場が希薄化の率からは説明できいくらい崩れたような事例もあります。それを避けよう、なるべく短期間で機関投資家に売りさばこうとい

ことで、日本企業でも日本以外で募集する、日本市場でだけしないという選択をされたところもありましたが、それも待機期間が原因になっていたとすれば、今回の見直しで問題を解消できるのではないかということあります。もちろん、任意で、お客様との関係で、必要な待機期間をとることは自由にできますが、即日なり短期間なりで実施することも可能になる。

(「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化)

ただ、それをやろうとすると、事前にある程度お客様に当たつて感じをつかんでおく必要が出てまいります。プレ・ヒアリングが必要ということになるわけです。

届出前勧誘を禁止しているが（資料14ページ）、そもそも現状では、何が届出前勧誘かというのは曖昧で、企業の方が弁護士に相談すると、大体、

これも言わないでください、あれも言わないでください、全部だめという答えが返ってくる、という話を聞くこともあります。そのままですと、発行企業による情報発信が萎縮する。むしろ投資家にいろいろな情報が伝わることが目的の開示制度なのに、萎縮してしまう。

また、広報活動のスケジュールが決まると、增资できるタイミングが非常に狭くなってしまうとか、前のページで言いましたような待機期間をなくした形での増資をしようとしても、プレ・ヒアリングが禁止されているので実際にはできないといったことになりますので、金融審議会の報告で、届出前の勧誘に該当しない類型を開示ガイドラインで明確化せよという御提言をいただいております。例えば、届出の一ヶ月以上前の情報発信とか、定期的な情報発信、新製品の発表、届出前に投資者の関心をあらかじめ調査するプレ・ヒア

リングとかは、届出前勧誘に当たらないということを書いております。

ここでよく御質問を受けますのは、届出の一ヶ月以上前の情報発信はオーケーというと、一ヶ月を過ぎたらもうだめなのかと聞かれることがあります。これは全く誤解であります。これは一ヶ月以上前であればオーケー、一ヶ月以内であっても、例えれば定期的な情報発信とか、新製品の発表とか、プレ・ヒアとか、そうした問題ないものであれば、一ヶ月より近い時点でもオーケーということを言っているものであります。

(大量保有報告制度における自己株式の取扱いの見直し)

事務負担に関する問題ですが、大量保有報告制度における自己株式については、自己株式は議決権がないことと、また自社株を買うときにはすぐ

に適時開示をしていることがありますので、負担軽減ということで大量保有報告制度の適用対象から自己株式を除外したいというのが、今回出している法案の中に入っています(資料15ページ)。

(流通市場における虚偽開示書類を提出した会社の損害賠償責任)

次は、流通市場における虚偽開示書類を提出した会社の損害賠償責任(資料16ページ)です。粉飾している企業の株をマーケットで買って、その粉飾が表に出で株価が下がって損をした投資家は会社を訴えられる、というのは、粉飾ならば当然ですが、では、企業側に事実に反する記載になってしまったことについての過失がない場合はどうか、という問題です。現行では、企業側に過失がかなくとも訴えられる制度となつております。

これについて、そもそも民法の原則が過失責任だということ、また、発行市場であれば会社は投資家から資金を受け取っていますが、流通市場であれば投資家同士の売買の話なので、発行体が無過失のときにも、発行体のほかの株主の負担となるような形で賠償させることが妥当か、という問題があること、更に、この制度の導入後、課徴金制度とか内部統制報告書制度なども入っており

ますので、民事訴訟で虚偽記載を抑えるというプライベート・エンフオースメントの考え方を理由に民法の基本原則を変える必要性も弱まっているのではないかということで、過失責任に戻したい。ただ、提出会社側に無過失の挙証責任を行わせることにしたいという案を出しております。

以上が、開示関係の制度改革の主なポイントです。技術的な点が多いのですが、昔から議論になつていて懸案になつていたところをかなり解決

できるのではないかと考えております。こういったところを一つ一つ手当てしていくことで資本市場の機能が高まっていくことを期待しているものであります。

三、国際会計基準（IFRS）をめぐる課題

（会計基準に関する主要市場の状況）

最後に、国際会計基準についても、最近の状況を御報告させていただきたいと思います。

日本の場合は企業会計基準委員会（ASBJ）がつくっている日本基準がありますし、米国の場合は財務会計基準審議会（FASB）がつくっている米国基準があります。ただ、EUの場合には国際会計基準審議会（IASB）がつくっている国際会計基準を強制適用しているという状態にあ

ります（資料18ページ）。

（国際会計基準（IFRS）財団の組織について）
では、ロンドンにあるIASBというのはどう

いうものかということになります（資料19ペー
ジ）。日本はヨーロッパなどとは異なり、国際会
計基準を強制適用していないのですが、かなりの
発言権を確保している状態にあります。

准設定主体と議論しながらそれを参考にしていく
というふうにしております。一二カ国がメンバ
となつてゐるうちに、日本のASBJも入つてい
るということであります。

実際に基準をつくつてゐるのは資料の左下に描
いてあるIASBです。一六人の委員のうち一名
が鷺地さんという日本人である。また、IASB
の唯一の在外支店みたいなものが大手町にできて
おりまして、その所長は竹村氏が務めている。
また、従前はこのIASBは主にアメリカのFA
SBと議論しながら規制をつくる、基準を改定す
るというやり方が中心だつたのですが、去年から
はASAIFというものをつくりまして、各国の基

（IFRSの適用状況）

先程、ヨーロッパで使われてゐると言いまし

た。確かにヨーロッパが出だしだったのですが、かなり広まつておりまして、濃いシャドーのところは国際会計基準を強制適用しております（資料20ページ）。薄いシャドーのところは、金融機関以外に適用している。日本を含め縦線のところは、強制ではないけれども選びたい企業は使えるようになっている。中国は「自国基準を使用」となつておりますが、実際には、中身的には、中国基準は相当部分、国際会計基準の翻訳だと言われております。そういうことで、主だった国ではアメリカが残つているといった状態になつてきております。

（国際会計基準（IFRS）・米国基準・日本基準の主要な相違点）

では、各基準の中味はどこが違うのかということです（資料21ページ）。よく言われております。日本の場合は、買収した後、買収価格と簿価との違いを定期的に償却して、更に価値が落ちたら減損するわけですが、国際会計基準や米国基準では本当に価値が落ちたという判断をしたときにだけまとめて減損するという考え方になつております。

のは、国際会計基準は純資産の増減を反映した「包括利益」を中心に考える。日本基準は当期純利益を重視するけれども、米国基準は両方見るということを言います。ただ、日本基準の決算でも包括利益は示すことになつておりますので、見ようと思えば見られるのですが、投資家の方が当期純利益を中心見ているということになります。

よく、国際会計基準は時価主義だという話も聞きますが、上場株式の扱いはそれほど異なりません。非上場株式までは時価評価させていないとうところが日本の特徴であります。

のれんの償却という話も非常によく言われます。日本の場合は、買収した後、買収価格と簿価との違いを定期的に償却して、更に価値が落ちたら減損するわけですが、国際会計基準や米国基準では本当に価値が落ちたという判断をしたときにだけまとめて減損するという考え方になつております。

す。

(IFRSの会計観)

一応残った違いを図式化していえば以上のようになりますが、国際会計基準の考え方もかなり変わりつつあります(資料22ページ)。金融危機の前は、とにかくバランスシートさえきちんと見ればいいのだ、バランスシートを時価で評価して、時価評価した変動差額を包括利益として決算として見ればそれでいいのだという方向に向かっているのだと言わっていましたし、そういうことを考えていた理事の人もかなりいたのだろうと思いません。

ただ、金融危機後、少し考え方があわってきていいようになります。現在、基本的な考え方を示した「概念フレームワーク」という文書の改訂作業が行われております。

本屋に行って国際会計基準の教科書を見ますと、一ページ目に「包括利益中心というのが国際会計基準だ」と、書いてありますが、かなり変わつたあるわけです。本当に一〇〇%変わるのか、若干の方向修正にすぎないのかというのは改訂作業の行く末を見守る必要がありますが、日本

のASBJは先程御紹介したASAFAという議論の場に出て、論陣を張つておられるところで、これに期待したいと考えております。

(「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に 関する当面の方針」)

では、こういった状況のもとで、日本として国際会計基準にどう向き合うのかというところあります（資料23ページ）。去年の六月に企業会計審議会で報告書を出してますが、発言権は確保する。そのためにも任意適用は積み上げる。ただ、強制適用すべきかどうかというのはまだ判断の時期ではないという考え方が示されております。

①と③はもう既に実施済みであります、②については、今ASBJで策定作業中であります。一番議論になりますのは②の修正版IFRSであります。よく聞かれますのは、金融庁はこれをつくると言つた以上、たくさんの企業に使ってもらえないとメンツが潰れると思っているのではないということであります。そのようなことはありません。企業が日本基準から国際会計基準に移るというのは、それなりのメリットがあつてこそ移られるわけです。例えば、海外の子会社と同じ基準で決算を組みたいとか、アメリカ市場にそのま

当面は、①任意適用を選べる企業を増やすことと、②日本の考え方、実情に即した修正版のIFRSもつくっていくということと、③IFRSの

ま上場したいとか、あるいは投資家への説明会で会計基準はこう違つてこの部分はこうですという説明に時間を割きたくないとか、そういう理由があつて移られるわけです。

そういうふたメリットは、ピュアなIFRSを使わない限り一〇〇%は得られないわけです。ですので、実際にはピュアIFRSを選ばれる企業のほうが圧倒的に多いのではないかと想像しております。また、金融庁として修正版のIFRSのほうに企業を誘導していくと考えているわけでもありません。ただ、日本の考え方をきちんと持つ

ということです（資料24ページ）。任意適用の積み上げということを言つたわけですが、二年前には任意適用会社の数は八社でしたが、今は三三社まで増えております。この三三社を合計しますと上場企業の時価総額の一割ぐらいになります。かなりの規模になつてきていると言えると思います。（注：五月一日時点では四十社）

（経団連における米FASBゴールデン議長基調講演、米公認会計士協会におけるIASBファーガーホルスト議長講演）

では、その日本の方針が国際的にどう受けとめられているかということになります。去年の一〇月、アメリカの基準設定主体であるFASBのゴールデン議長が経団連に来て講演していきました。経団連も企業会計審議会の報告と方向の合った提言をされているのですが、ゴールデン議長は

（IFRS任意適用会社（適用予定会社を含む））

こういう方針を出した結果、どうなつてているか

「経団連の報告書」と企業会計審議会の提言は繰り返し読んだ。いずれも、日本だけでなく世界の主

要な市場が今後どう進むべきかを示してくれている」という言い方をしております。スピーチ原稿は公表されておりますが、経団連と企業会計審議会の報告に繰り返し言及しておられます。

では、国際会計基準審議会のフーガーホルスト

議長がどう言つているかというと、アメリカの公認会計士協会で去年一二月に講演しまして、資料

に掲げたうち、最後の三行の部分ですが、「個人

的には、日本の例はアメリカにも参考になるのではないか」と言つておられます。アメリカの人は日本の考え方が世界の参考になる、国際基準を作っている人は、日本のやり方がアメリカの参考

になると言つている。これをどう解釈すべきかに

森本理事長 氷見野審議官、大変ありがとうございます。

（拍手）

それでは、まだ多少時間もございますので、会場から御意見、御質問をいただきたいと思います。いかがでしょうか。

質問者A 貴重な御意見、どうもありがとうございました。

が、いざれにしても、これからも、注意深く考え

ていく必要があるうかと思ひます。

三つばらばらなテーマで、しかも順序悪く御説明して、お聞き苦しいところが多かつたかと思ひますが、私から御紹介させていただこうと思つておりますが、おりましたのは以上でござります。御意見とか御質問とかをいただければ大変ありがたいです。

技術的な質問です。発表されたパブコメの回答につきまして、英語の部分は英語の質問の部分だけで、回答については日本語になっていると思います。日本語の質問については日本語のみの回答ということです。私の探し方が間違っていたら申し訳ないのですが、コードについては日英両方で出ているという状況の中で、外国の人にパブコメの内容を知つてもらう上では全て英語で開示する必要もあるかなと思います。その辺についての御準備等々についてはいかがでしょうか。

水見野 全く同じ考え方であります。せっかくコメントを雇つて、各国に質問状も出して、それを整理した結果が公表されましたので、それに沿つて色を塗つたものであります。

ヨーロッパは濃いシャドーになつてゐるけれども、ヨーロッパはヘッジ会計について一部の金融機関、二十社程度ですが、これは外してゐるので、百パーセント・ピュアとは言えないのではないかと

二〇〇〇年当時から IFRS 財団は、この濃いシャドー部分が強制適用と言つていますが、ピュア IFRS を採用している国は非常に少ないと昔から聞いています。ニュージーランドとか、オーストラリアとか。なので、この IFRS 財団の表は昔から何とかならないかな、と思っています。

水見野 ご質問が三点あるということですが、忘れててしまうといけないので、一個ずつお答えさせていただければと思います。

森本理事長 ほかに御意見はいかがでしようか。
質問者B 三点あります。一点目は IFRS の関係で、二〇ページです。

いかとか、細かくは議論の余地はあるかもしません。しかし、今までよりはかなり厳しく見ていいと思います。

ると思います。例えば、中国などはもともとほとんど濃いシャドーだと言っていたのですが、中国の基準自体は中国の財政部がつくっている基準であって、幾らそつくりだといつても違っている部分もあるということで、IFRS財団もこれは独自基準だと仕分けたりしています。

100%何も違わないものだけをIFRSと言うのだ、という考え方で整理するとIFRSの影響の広がりを却つて示さないことにもなりかねません。むしろ、常識的な分類になつてているのではなかという印象を持つております。

質問者B 確かに、中国は昔は濃いシャドーだったので、その辺は改善があつたと思います。

二点目は弁護士的で細かいところで恐縮ですが、今回、届出前勧誘の一四ページで、これを整

理していただいたのは大変すばらしいと思つております。

一方、御指摘がございました大量保有報告の特例報告にある重要提案行為等のところは、結局、現状、例えば大量保有報告書を出していいる株主が重要提案行為等をしようと思うと、まず目的に関する変更報告書を出さないとけませんので、働きかけをする前に公表されてしまう。そういうことで、特に名前の通つた上場会社等はそもそも提案等ができるないという課題が従来からござります。

今回、解釈上の工夫を多少していくのですが、政令改正まで踏み込んでいただかないと、解釈では多分限界があるのかなと思っています。これは要望でございますので、二点目は御検討いただければと思います。

氷見野 現行の制度の中で何が重要提案行為に当

たるか、可能な限り明確化したと思つております。御指摘の点は、機関投資家以外の株主とのバランスや、なぜ特例を認めているのか、という点とも絡み、単純ではないと思いますが、貴重な御意見として承つておきます。

質問者B 三点目は、今日の講演内容とは直接かわりがなくて、国際関係の長い氷見野審議官に御要望です。

今日たまたま金融庁の英文ホームページを見ました。ある個別案件の課徴金納付命令の決定の英文を探してみましたら、監視委員会は勧告の英文が載つているのですが、金融庁はどこを探しても見当たらぬ。結果的に同じなのでいいのですが。

いろいろ見ると、私が国際課企画官をやつたとき、二〇〇二年から二〇〇五年のときにいろいろ載せたものが、まだそのまま載つているのです。

それから情報量が余り増えていないのです。人手が少なくて大変なのですが、ただ、恐縮ですが、私が証券関係をやつたときは二人で、今は人数が一四〇一五倍いると思います。申し訳ないですが、それでも、もう少し英文ホームページを……。IOSCOのページも私がつくったときのままなのです。なので、充実していただければと思います。

氷見野 金融庁の国際部局の陣容は拡大してはおりますけれども、他方、最近では、IOSCOの理事会議長職を初め、主だつた議長職、例えば国際会計基準のモニタリング・ボード議長とか、いろいろな仕事が増えておりまして、陣容増強があつても却つて厳しい状況です。国際室の職員は、一晩に電話会議を二つも三つもこなすような生活をしております。

金融庁と財務省で、日本の金融資本市場の活性化に向けた有識者検討会を開いておりまして、去

年の末に提言が出ております。国際的な発信力の強化ということも提言いただいておりまして、実

は政策課というところに小さな翻訳チームが今月初めて立ち上がっております。しかも、かなりプロフェッショナルな翻訳力のある人にも来てもらっております。余り約束し過ぎてがっかりされはいけませんが、ぜひ御期待いただければと考えております。

森本理事長 ほかに御意見、御質問はございませんでしようか。

では、私から一点、よろしいですか。日本版スチュワードシップ・コードのcomply or explainというのはどこで決めるのですか。例えば、年金などはどこでそういうことが決められて、どこでエクスプレインしなければいけないのかというのはどうなるのでしょうか。

水見野 これについては、お手元の冊子の四ペー

ジの下のほうの一四パラグラフに書いております。

本検討会は、本コードの受入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に 対して、

- ・「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」

（実施しない原則がある場合には、その理由の説明を含む）を自らのウェブサイトで公表すること

- ・当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと

- ・当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知すること

ということで、金融庁に対する届け出というよりは、まず自分で自分のウェブサイトで「こうや

ります」という文章をエクスプレインしたものを

す。

氷見野

どうもありがとうございました。（拍手）

（ひみの りょうぞう・（金融庁総務企画局審議官）
記録で、文責は当研究所にある。）

載せる。載せた上で、金融庁に、こんなのを自分のところに載せたよということで、アドレスを送っていただと、金融庁にはそのリンクがずらつと載るので、見たい関心のある人はそれをクリックすると、どういう説明をしているかが見られる。

そういうことで、まず年金なり機関投資家の内部の決定があつて、決定文を自分のホームページに載せていただいて、それを金融庁に教えていただくという形を考えております。

森本理事長 ほかに御質問、御意見等ございませんでしょうか。

それでは、ほぼ時間となりましたので、本日の「資本市場を考える会」は以上とさせていただきたいと思います。

最後にもう一度盛大な拍手をお願いいたします

水見野 良三 氏

略歴

1983年 大蔵省入省

1999年～ 金融監督庁国際室長、金融庁国際課企画官、等

2003年～ バーゼル銀行監督委員会事務局長

2006年～ 金融庁監督局証券課長

2007年～ 同銀行第一課長

2009年～ 同総務課長

2010年～ 同総務企画局参事官（国際担当）

2012年～ 現職

開示行政の最近の取組み

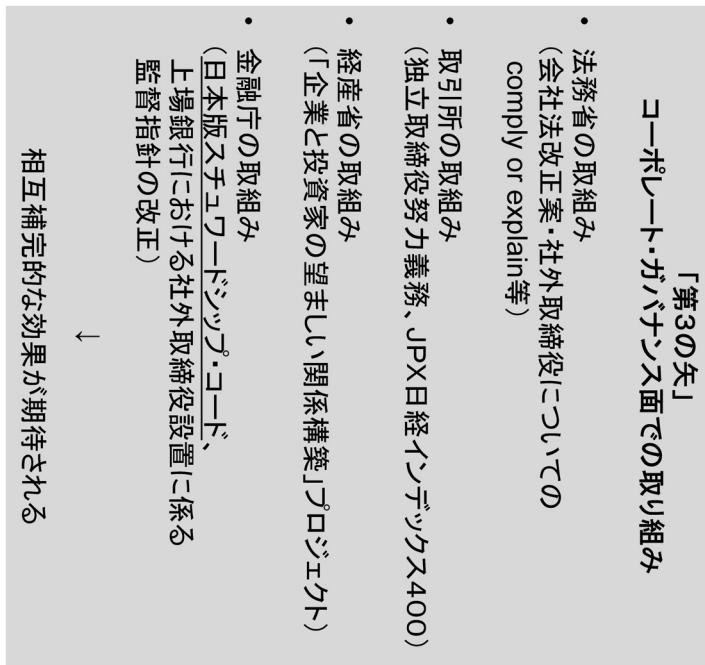
開示行政の最近の取組み

4月2日 金融庁 氷見野
(意見にわたる部分は個人的な見解です)

【目次】

- (1) 「日本版スチュワードシップ・コード」
- (2) 金融審議会「リスクマネー・ワーキング・グループ」
報告及び今通常国会提出法案の開示関連項目
- (3) 国際会計基準（IFRS）をめぐる課題

(1) 「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～



開示行政の最近の取組み

経緯及び背景

- 「産業競争力会議」において、「英国のスチュワードシップ・コードの日本版導入」について議論。

「スチュワードシップ・コード」とは
「機関投資家が、投資先企業に対して、いかなる開与をすべきか、について規定した行動原則」のことを指す。
2010年に英国で策定されている。

steward / a person employed to manage another person's property, especially in a large house or land
stewardship / the act of taking care of or managing sth, for example property, an organisation, money or valuable objects
(Oxford Advanced Learner's Dictionary)

- これを踏まえ、以下の総理指示（平成25年4月2日）。

・ 内閣府特命担当大臣（金融）は、関係大臣と連携し、企業の持続的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について検討すること。

- さらに、「日本再興戦略」では、日本版スチュワードシップ・コードについて検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定（平成25年6月14日）。

第I. 総論

・ 成長への道筋に沿った主要施策例
・ 機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップ・コード）について検討し、取りまとめる。

【年内に取りまとめ】

第II. 3つのアクションプラン

1. 緊急構造改革プログラム（産業の新規代替の促進）
 - コーポレートガバナンスの強化
 - ・ 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企業との建設的な対話をを行い、適切に受託者責任を果たすための原則について、我が国の市場経済システムに関する経済財政諮問会議の議論を踏まながら検討を進め、年内に取りまとめる。

「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」における検討

- 平成25年8月5日－「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」を設置。
 - 平成25年12月26日－「『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》」の草案を取りまとめ、公表。
 - ▼ 合計で45の個人・団体から意見の提出。そのうち4割強が海外からの意見。
 - ▼ コードの策定に賛同する立場から、コードの趣旨・内容の確認や一部修正を提案する意見等が大宗。
 - ▼ コードの策定を歓迎する海外からの意見(代表例)は以下のとおり。
 - ・ 本コードは、金融市場システムの透明性をより向上させるとともに、市場参加者(発行体企業と投資家の間に、より一層のアカウンタビリティをもたらす上で有益であると確信している。その結果、グローバルな金融市場において対日投資がより注目されるようになるだろう。
 - ・ 本コードは、スチュワードシップのベストプラクティス達成に向けて“Race to the top”において、機関投資家に継続的な努力を促すものであると考えている。ベストプラクティスを反映・促進させるために高い基準を設定した本原則に賛同する。
 - ・ 本コード策定の取組みを高く評価する。スチュワードシップのレベルが向上することによる潜在的な利益は大きい。なぜなら、より効率的なエンゲージメントによって投資先企業のガバナンスや業績が改善され、金融危機で大きく動搖した経済全般にわたる信頼回復につながるからである。
 - ・ 本コードによって、おそらく日本の投資者が日本の株式市場への投資を増大させることができると同時に、日本の株式市場が海外投資家にとってより魅力のある市場となるだろう。
- ▼ 国内から否定的な意見1例
- ・ 投資先企業へ投資家が過剰に関与することは株式の所有と経営の分離の原則に反し、経営の自由度を阻害し、ひいては企業経営の多様性を失わせ、金太郎筋の古画一般的な經營はかゝりになって日本経済の競争力を失わせる懸念がある。
- 平成26年2月26日－国内外からのパブリックコメントの結果を反映の上、最終確定・公表。
 - ▼ 話題内容の明確化を図るために一部修正等を実施。

日本版スチュワードシップ・コードの概要

◆「日本版コード」の7原則の概要

機関投資家は、

1. 「基本方針」を策定し、これを公表すべき。
2. 「利益相反」を適切に管理すべき。
3. 投資先企業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（議案の主な種類ごとに整理・集計して公表）。
6. 顧客・受益者に対し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べき。

《「日本版コード」の特色》

- 日本の実情に応じたバランスの取れたコードとなるよう、
・中長期的視点から企業価値及び資本効率を高め、「企業の持続的成長」を促すことが重要である旨を強調。
- ・機関投資家と企業の間の「建設的な対話」を重視。
- ・企業にとっても有益な対話となるよう、機関投資家に対して、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解を要請。
　なお、英國コードには、「企業と意見が合致しない場合において、企業への働きかけをエスカレートさせていくこと」や、「他の投資家と共働して企業に対して要求を行うこと」を機関投資家に促す原則が含まれているが、日本版コードでは、二のような原則は採用せず。

日本版スチュワードシップ・コードの枠組み

○ 機関投資家が、各自の置かれた状況に応じて、対応できるような枠組みを設定(この点は英國コードと同じ)。

- 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、金融庁でコードを受け入れた機関投資家をリスト化して公表する仕組みを通じて、コードの受け入れを促す。

※ コードの受け入れを明確に行つた機関投資家のリストを3ヶ月毎に公表予定。

(初回は5月末締切り、6月初旬公表。)

参考:コードの受け入れを明確に当たつては、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針など

「コードの各原則に基づく公表項目」も合わせて公表することを想定。

ただし、初回のリスト公表時には、本年5月末までに受け入れを明確のみを行い、「コードの各原則に基づく公表項目」については、次回(本年9月初め)のリスト更新時までに公表を行うことも可。

- 機関投資家が取るべき行動について、詳細に規定するのではなく、「基本的な原則」を提示("principles-based" approach)。

— 法令のように一律に義務を課するのではなく、機関投資家に対して、個別の原則ごとに、「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("comply or explain" approach)を採用。

○ 本コードについては、3年毎に見直しを実施(定期的な見直し・議論により、コードの更なる定着を図る)。

開示行政の最近の取組み

寄せられたコメントの例

No.	コメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回答
●原則4(建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)			
26	<p>We note that principle 4 is carefully worded to achieve common understanding with investors companies. Although we recognise that it is extremely important to do this, and we practice this every day, there will always be cases where a 'common understanding' cannot be reached. In this case, there should be a defined procedure to escalate the issue, in order to resolve it more effectively.</p>	<p>原則4は、投資先企業と「認識の共有」を図るよう慎重に言葉が選ばれているとの認識している。私は(それを行うことが非常に重要である)と認識し、日々実践しているところであるが、必ずしも「認識の共有」に到達することができる場合ばかりではない。この場合、より効果的に問題を解決するために、活動を段階的に強化するための確立された手続きを用意しておくべきである。</p>	<p>ご指摘のとおり、対話を行ったとしても、必ずしも全ての意見が一致するわけではないことも事実です。このため、「指針4-1」の注7(英文では注6)において、「認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる」旨の記載を新たに追加しました。</p> <p>また、「指針4-2」にあるように、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じて、投資先企業との間でどのように対話をを行うべきなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきであると考えます。</p>
27	<p>Principle 4, Guidance 4.3, allows investors discretion in disclosing details of their dialogue with companies. It is right that corporate engagement should generally take place on a confidential basis if trust is to be established between investors and companies. Investors should therefore not routinely disclose the content of such engagement, but it should also be clear that the purpose of engagement is not to enable investors to obtain private information that gives them a market advantage.</p>	<p>原則4の指針4-3は、投資家が企業との間で行う対話の詳細を公表する際に裁量を与えている。投資家と企業との間で信頼が確立されているなら、一般的にエンゲージメントは内密に行わるべきであるといふのは正しい。したがって、投資家はそのようなエンゲージメントの内容を通常公表すべきではないが、エンゲージメントの目的は、投資家に競争上の優位を与えるような機密情報を得させることではない、ということを明らかにすべきである。</p>	<p>ご指摘を踏まえ、同指針の冒頭に、「一般に、機関投資家は、未公表の重要な事実を受領することなく、公表された情報をもとに投資先企業との建設的な目的を持つ対話を」を行うことが可能である」旨の記載を新たに追加しました。</p>

No.	コメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回答
▼法的論点			
30	<ul style="list-style-type: none"> Many investors are concerned about unintentionally being considered by the company or regulators to have formed a concert party by discussing views on a company with one another whilst engaging independently. It would be appreciated if the Financial Services Agency (FSA) would in due course publish guidance which would provide clarification in Japan on the issue. In November 2013, the European Securities and Markets Authority (ESMA) has published a statement on practices governed by the Takeover Bid Directive, focusing on shareholder cooperation relating to acting in concert and the appointment of board members... We think that it would also be helpful if the FSA, liaising with other regulators and legislators in Japan, could consider developing and providing such kind of clarification to address concerns of institutional investors and to help facilitate effective engagement collaboration. <p>(他 同旨2件)</p>	<ul style="list-style-type: none"> 多くの機関投資家は、個別にエンゲージメントを行いつながら、互いに投資先企業について意見交換を行うことで、その意図に反して投資先企業や規制当局によって共同保有者に該当すると判断されてしまうことについて懸念を有している。日本におけるこの問題について解釈を明確化するようFSAが公表するようお願いします。 2013年11月に、歐州証券市場監督局(ESMA)は、公開買付指今によって規定されている実務に関する声明を公表した。この声明は、共同行動に関する株主間の協調や取締役の選任について焦点を当てるものである。 金融庁も、機関投資家の懸念を払拭し、有効なエンゲージメントの協調を促進するためには、解釈の明確化を検討していただきたい。 	<p>ご指摘を踏まえ、機関投資家と投資先企業との間の対話をスムーズに行われるよう、具体的にどのような場合に大量保有報告制度における共同保有者等に該当するかについての疑義を解消するため、金融庁が公表しているQ&Aにおいて、更なる解釈の明確化を図ることとしました。</p> <p>実際には個別判断が必要ですが、本コードに基づいて他の投資家との意見交換を行った場合であっても、「共同して株主としての権利に限定して行使すること」を「合意」と考へられますが(詳細はQ&A参照)、投資家が共同保有者に該当することはない」と認められない場合には、当該他の投資家が共同保有者に該当することはない」と考へられます(詳細はQ&A参照)。</p> <p>なお、当該Q&Aの内容を含め、日本の既存の法制度との関係で生じる論点に関しては、改めて一覧性のある形で解釈を示し、その明確化を図る観点から、金融庁において日本規制当局の統一された法的論点による考え方の整理を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表することとしました。当該考え方の整理」については、本コードを手にした読者が参照することができるよう、前文に脚注を新たに追加し、金融庁のホームページアドレス(http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue/pdf/)を記載しています。</p>

(参考)公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議 報告書
 (平成25年11月20日公表) 概要

① 運用目標・方針

- ・ テフレからの脱却を図り、適度なインフレ環境へと移行しつつある我が国経済の状況を踏まえれば、国内債券を中心とする現在のポートフォリオの見直しが必要。
- ・ 収益目標を適切に設定するとともに、リスク許容度の在り方にについても検討すべき。

② ポートフォリオ(運用対象)

- ・ 新たな運用対象(例えば、REIT・不動産、インフラ、ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティ、コモディティなど)の追加により運用対象の多様化を図り、分散投資を進めるなどを検討すべき。
- ・ アクティイ(運用比率を高めること)を検討すべき。その際、一部をベビーファンド(基本ポートフォリオの中で一定の資金額を設定し、ある程度の独立性を持たせて柔軟な運用を行うもの)として特別に管理することも考慮される。
- ・ ベンチマークの選択(に工夫を凝らすこと等でリターン向上を目指すことが望ましい)。株式運用のベンチマークについては、より効率的な運用が可能な指標(例:REIT等も考慮した新たな株式指数等)を利用するなど、改善策を検討すべき。

③ リスク管理体制等のガバナンスの見直し

- ・ 所管大臣との関係により運用機関の自主性や創意工夫が損なわれないよう留意する必要。

- ・ 資金運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が中心的な役割を果たす合議制により実質的な決定を行う体制が望ましい。

- ・ 運用対象の多様化やリスク管理等の高度化を図るために、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠。

- ・ 資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな(先行きを見据えた)リスク分析が必要。

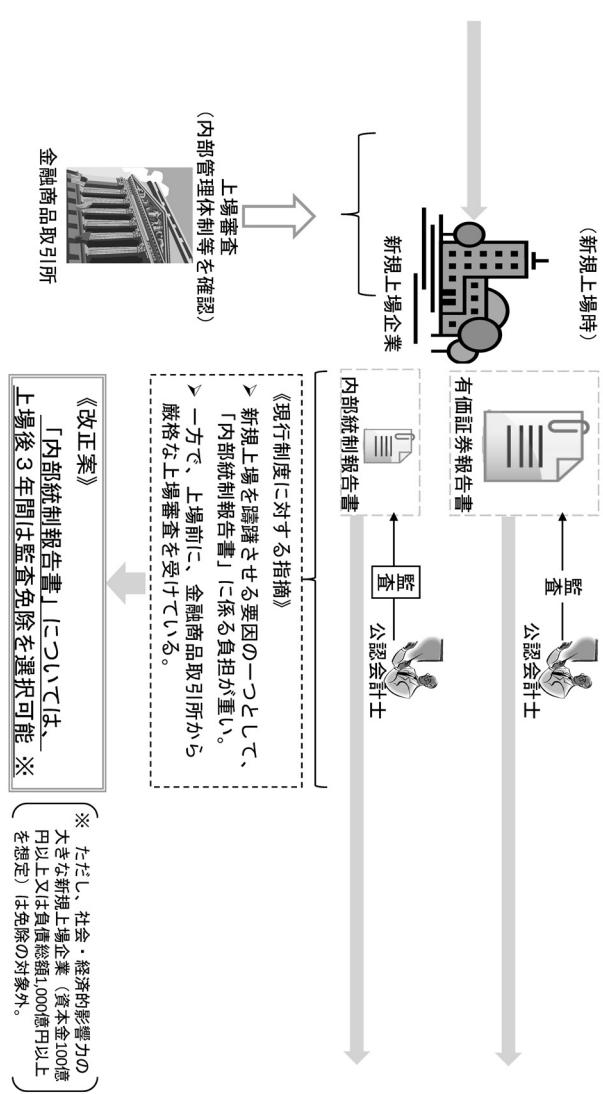
④ エクイティ(資産に係るリターン最大化)

- ・ 株式などのエクイティ資産への投資については、長期投資を前提としてリターン向上を目指す必要があり、投資先との緊密な対話や適切な議決権行使が求められる。このため、日本版スチュードンツ・コードによる検討を踏まえた方針の策定・公表を行い、運用受託機関に対して、当該方針にのっとった対応を求めるべき。

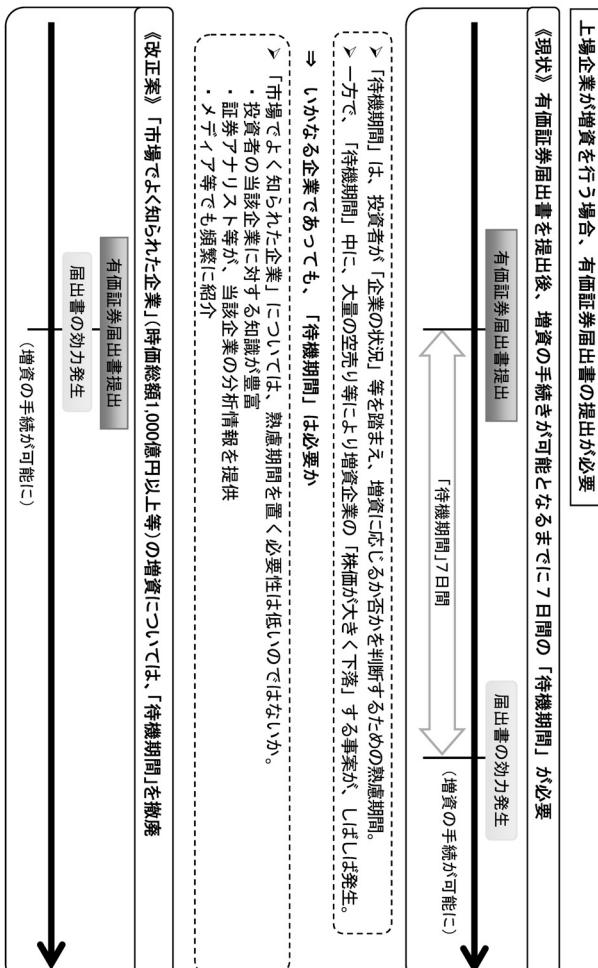
(2) 金融審議会「新規・成長企業へのリスクマネー供給の
あり方等に関するワーキング・グループ」報告及び
今通常国会提出法案の開示関連項目

開示行政の最近の取組み

新規上場企業のための特例



上場企業の資金調達に係る期間の短縮



「届出前勧誘」に該当しない行為の明確化

上場企業が増資を行う場合

有価証券届出書提出

届出書の効力発生



《現状》

♪ 「届出前勧誘」は法令上禁止

何が「届出前勧誘」に該当するかが不明確

⇒ その結果、

- ・発行企業による情報発信が萎縮
- ・広報活動のスケジュールが予め決まっているため、増資のタイミングが事実上限定
- ・投資者の関心を届出前に予め調査する「プレ・ヒアリング」を自主ルールで禁止

《改正案》

♪ 「届出前勧誘」に該当しない類型（※）を明確化

（※）・届出の1ヶ月以上前の情報発信

・定期的な情報発信、新製品の発表など

・届出前に、投資者の関心を予め調査する「プレ・ヒアリング」等

⇒ これにより、

- ・増資予定企業の情報発信の促進が期待されるニーズをより踏まえた増資が可能に
- ・（プレ・ヒアリングの実施により）投資者のニーズをより踏まえた増資が可能に

大量保有報告制度における自己株式の取扱いの見直し

《現状》

- 上場企業の株式の大量保有者は、
 - ・「株券等保有割合」が5%超となった日から、5営業日以内に「大量保有報告書」を提出しなければならないこととされている(大量保有報告制度)。

- 当該制度の目的は、大量の株券の保有状況が、投資者にとって重要な情報であることから、それを開示すること。
- 一方で、「自己株式」については、当該上場企業は議決権を有しないため、「大量保有報告書」を提出させる必要性は、通常の株式に比べ限制的。

《改正案》

- 大量保有報告制度の適用対象から「自己株式」を除外。(第27条の23第4項 大量保有報告書の提出)

流通市場における虚偽開示書類を提出した会社の損害賠償責任

○ 企業が虚偽の開示書類を提出した場合の責任

	発行時（增资等）	流通時（売買等）
責任	無過失責任	<u>無過失責任 ⇒ 過失責任へ《改正案》</u> (ただし、提出会社側に無過失の举証責任を負わせる)

⇒ 以下の理由から、今回、「流通市場」における提出会社の「無過失責任」を「過失責任」に見直し。

✓ そもそも損害賠償責任は、「過失責任」が原則。

✓ 「発行時」は、提出会社は投資者から払込みを受けており、無過失であっても返還するのが公平。

一方で、「流通時」は、提出会社に利得がないため、返還の原資は、結局は他の株主等が負担。

✓ 近年、課徴金制度の進展や内部統制報告書制度の導入等、違法行為抑止のための他の制度が充実。

⇒ 併せて、損害賠償を請求できる者についても、以下のとおり改正。

《現状》 取得者 ⇒ 《改正案》 取得者+処分者（他の主要国も同様の制度）

（注）虚偽記載により損害を被る者は「取得者」だけでなく、場合によっては「処分者」もありうるため。

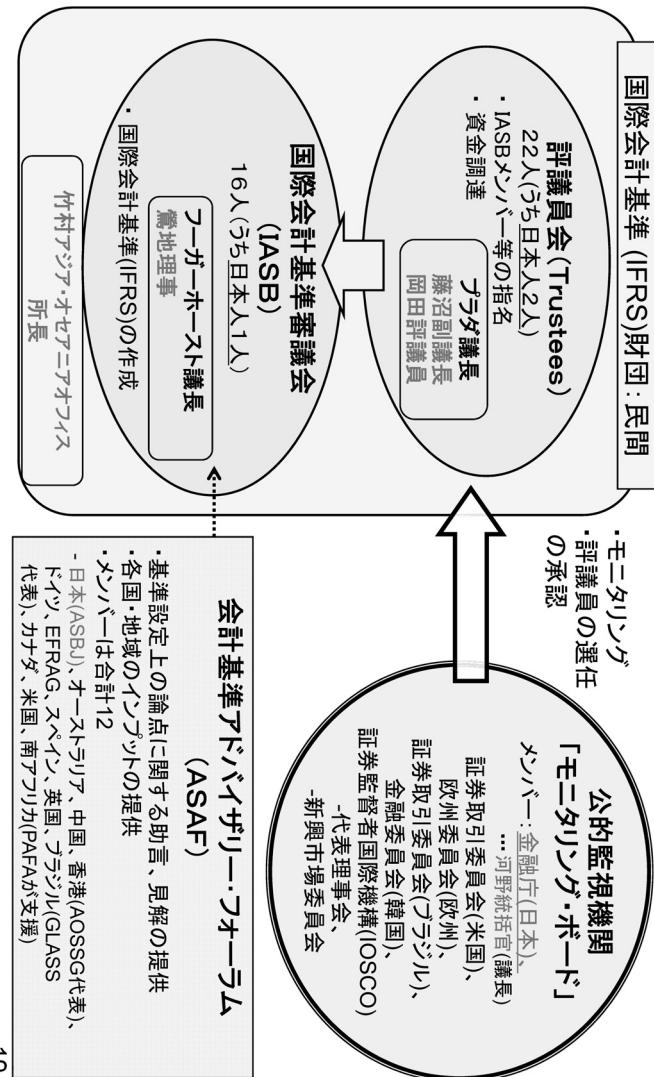
(3) 國際会計基準(IFRS)をめぐる課題

会計基準に関する主要市場の状況

日本	EU	米国
証券当局 金融庁	欧洲委員会 (各国証券当局)	証券取引委員会 (SEC)
会計基準 設定主体 (民間) 企業会計基準委員会 (ASBU) (2001年設立)	国際会計基準審議会 (IASB) (2001年設立)	財務会計基準審議会 (FASB) (1973年設立)
会計基準 日本基準	国際会計基準(IFRS)	米国基準

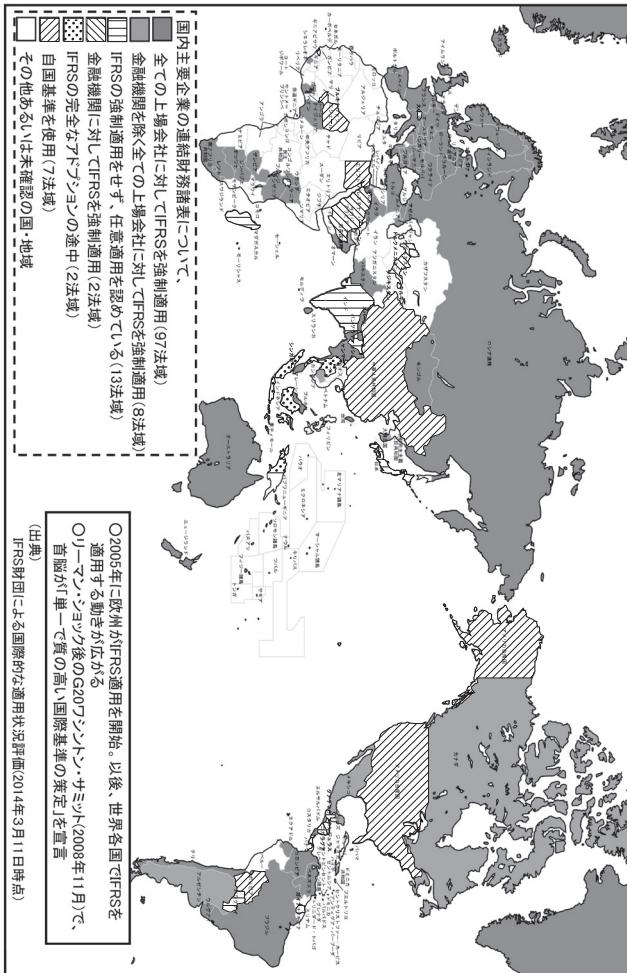
- ・国際会計基準(IFRS; International Financial Reporting Standards)
- ・国際会計基準審議会(IASB; International Accounting Standards Board)
- ・企業会計基準委員会(ASB); Accounting Standards Board of Japan)
- ・米国財務会計基準審議会(FASB; Financial Accounting Standards Board)

国際会計基準(IFRS)財団の組織について



開示行政の最近の取組み

(4) -① IFRSの適用状況



国際会計基準(IFRS)・米国基準・日本基準の主要な相違点

IFRS	米国基準	日本基準
利益の考え方	純資産の増減(包括利益*)を重視	実現利益(当期純利益)を重視
株式・債券の評価	(*) 実現利益+含み損益等 ただし、非上場株式は時価	概ね同様
のれん	償却しない・減損のみ	定期償却+減損
基準の考え方	原則主義(**) 細則主義(***)	原則主義と細則主義の両方の側面を有している

(**) 細かい規定ではなく、原則的な会計処理の方法のみが示されている。
 (***) 個別の会計処理について、数値基準など細かく規定されている。

IFRSの会計観

従来、「IFRSが最終的に目指している姿で
はないか」と見られてきた考え方

金融危機の
影響等

「概念フレームワーク
見直しのための
討議資料(7月18日公表)

(注) 概念フレームワーク
基準設定の基本的な考え方を整理した文書。一部の章だけ
が完成した状態にあった。2015年の完成を目指し、
2013年初から残りの部分の議論を再開。

バランスシートを
時価で評価

資産・負債ア
プローチ

バランスシートの
変化を示す「包括
利益」を重視

(有力案)
当期純利益は、当期の収益についての
primaryな情報源
(8. 40、8. 81、8. 97)

「国際会計基準(IFRS)への対応のあり方にに関する当面の方針」(25.6.19企業会計・審)

審議会の経緯

- 2009年6月 「中間報告」:
 - ①日本企業によるIFRS任意適用を容認(2010年3月期より)
 - ②強制適用の是非・時期を2012年末を目途に判断
- 2012年7月 「中間的論点整理」:
 - ①IFRSの適用のあり方にについて、影響等を十分勘案しつつ、引き続き検討
 - ②単体や非上場の中小企業には非適用
- 2013年3月より、審議会を再開 → 「当面の方針」(同年6月19日)を取りまとめ

「当面の方針」の基本的考え方

- IFRSは今後とも世界の関係者が参加して改善されていくべきものであることから、IFRS策定への日本の発言権を確保していくことがとりわけ重要
- まずは、IFRSの任意適用の積み上げを図ることが重要

○IFRSの強制適用の是非等については、未だその判断をすべき状況にない(当面、判断見送り)

(今後、任意適用企業数の推移も含め今回の措置の達成状況を検証・確認する一方で、米国の動向及びIFRSの基準開発の状況等の国際的な情勢を見極めながら、関係者による議論を行っていくことが適当)

⇒わが国としても、単一で高品質な国際基準の策定という目標を実現していくため、主体的に取り組むことが重要

「当面の方針」の3つの方針

①任意適用要件の緩和

→ 上場企業「国際的な財務活動・事業活動を行う企業」の2要件を撤廃

②IFRSの適用の方法(修正版IFRSの作成)

→ ビューアーなIFRSに加え、日本の国情に則して修正したIFRSを作成

③単体開示の簡素化(開示負担の軽減)

→ 金商法の単体開示を、できるかぎり会社法の単体開示に揃える

連続財務諸表規則等を改正
(平成25年10月28日施行)

ASBEJにおいて修正版IFRSの策定作業中

財務諸表等規則を改正(平成26年3月期決算から適用)
公 布: 平成26年3月期決算から適用)

開示行政の最近の取組み

IFRS任意適用会社(適用予定会社を含む) (2014年3月28日時点:計33社)

任意適用会社(適用予定会社を含む)

計33社(2014年3月28日時点)

◆ 適用済み(17社)

- ・日本電波工業
- ・日本たばこ産業
- ・マネックス
- ・中外製薬
- ・旭硝子
- ・住友商事
- ・アンリツ
- ・双日
- ・ネクソン
- ・HOYA
- ・DeNA
- ・トーセイ
- ・丸紅
- ・日本板硝子
- ・SBHホールディングス
- ・楽天
- ・ソフトバンク

◆ 任意適用予定を公表(適時開示済)(16社)

- 2014年3月期予定(年度末より)
 - ・アステラス製薬
 - ・武田薬品
 - ・小野薬品
 - ・第一三共
 - ・ゼセイグループ
- 2015年3月期予定(第1四半期より)
 - ・三井物産
 - ・三菱商事
 - ・伊藤忠
 - ・伊藤忠エヌクス
 - ・リコー
 - ・ヤフー
 - ・日東电工
 - ・エーザイ
 - ・参天製薬
- 2016年3月期予定(年度末より)
 - ・GCAサヴァイアン
 - ・LIXIL

※ 上記企業以外に、報道等でIFRS任意適用予定とされている企業もある。

経団連における米FASBゴールデン議長基調講演(2013年10月)

- First, let me congratulate the Keidanren and the Business Accounting Council for their leadership and vision. Together you have outlined a process through which Japan – and in my opinion, other major capital markets – can continue to work toward a common set of global financial accounting standards, while recognizing the importance of maintaining some key differences that arise from our individual national business cultures.

米公認会計士協会におけるIASBファーホースト議長講演(2013年12月)

- [W]e have also seen during the year significant progress in Japan using voluntary adoption of IFRS as a way to satisfy the needs of those that wish to benefit from global standards without imposing on others the transitional burden. Personally, I believe Japan provides an interesting template for the US to explore.

開示行政の最近の取組み

**「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～

日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会

平成 26 年 2 月 26 日

**Principles for Responsible Institutional Investors
《Japan's Stewardship Code》**

— To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue —

The Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code

February 26, 2014

「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」
メンバーネーム

平成26年2月26日現在

座長	神作 裕之	東京大学大学院法学政治学研究科教授
メンバー	石田 猛行	ISS エグゼクティブ・ディレクター
	江口 高顕	一橋大学大学院国際企業戦略研究科博士後期課程（経営法務） 在籍コンサルタント
	大場 昭義	東京海上アセットマネジメント投信㈱代表取締役社長
	小口 俊朗	ガバナンス・フォーオナーズ・ジャパン㈱代表取締役
	川田 順一	JXホールディングス㈱取締役常務執行役員
	橋・カツ・咲江	G&S Global Advisors Inc. 代表取締役社長
	田中 亘	東京大学社会科学研究所准教授
	徳成 旨亮	三菱UFJ信託銀行㈱専務取締役
	野口 亨	DIAMアセットマネジメント㈱専務取締役
	濱口 大輔	企業年金連合会運用執行理事チーフペースメントオフィサー
	古市 健	日本生命保険相互会社代表取締役副社長執行役員
	堀江 貞之	堀野村総合研究所上席研究員
	松島 俊直	大和証券投資信託委託㈱代表取締役兼専務執行役員
幹事	坂本 三郎	法務省民事局参事官
	白川 俊介	内閣官房日本経済再生総合事務局内閣参事官
	三浦 聰	経済産業省経済産業政策局産業組織課長
	安井 良太	東京証券取引所上場部長

(敬称略・五十音順)

開示行政の最近の取組み

「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の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。

経緯及び背景

- 平成 24 年 12 月、我が国経済の再生に向けて、円高・デフレから脱却し強い経済を取り戻すため、政府一体となって、必要な経済対策を講じるとともに成長戦略を実現することを目的として、内閣に「日本経済再生本部」が設置された。また、平成 25 年 1 月、同本部の下に、我が国産業の競争力強化や国際展開に向けた成長戦略の具現化と推進について調査審議するため、「産業競争力会議」が設置された。同会議における議論を踏まえ、日本経済再生本部において、本部長である内閣総理大臣より、「内閣府特命担当大臣（金融）は、関係大臣と連携し、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こと。」との指示がなされた¹。
- 以上の経緯を経て、平成 25 年 6 月、いわゆる「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則（日本版スチュワードシップコード）」、すなわち「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話をを行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定された。
- 前記の総理指示及び閣議決定を踏まえた検討の場として、平成 25 年 8 月、金融庁において「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（以下、「本検討会」という。）が設置された。本検討会は、同年 8 月から計 6 回にわたり議論を重ね、今般、「『責任ある機関投資家』の諸原則 《日本版スチュワードシッ

¹ 日本経済再生本部 第 6 回会合（平成 25 年 4 月 2 日）

ブ・コード》」(以下、「本コード」という。)を策定した。なお、「本コード」の取りまとめに当たっては、和英両文によるパブリックコメントを実施し、和文については26の個人・団体から、英文については19の個人・団体から充実した意見が寄せられた。本検討会は、これらについても議論を行い、「本コード」の取りまとめに反映させていただいた。

本コードの目的

4. 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の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。
5. 一方で、企業の側においては、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い企業統治が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない²。
6. また、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動(以下、「スチュワードシップ活動」という。)において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。スチュワードシップ活動は、機関投資家が、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである³。

² また、本コードは、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に適うと考えられる場合に売却を行うことを否定するものではない。

³ 機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、大量保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について可能な限り解釈の明確化が図られることが望ましい。(金融庁では別に示すような形(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>)で「日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表し、明確化を図っている。)

開示行政の最近の取組み

7. 本コードにおいて、機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」（投資運用会社など）である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」（年金基金や保険会社など）である場合とに大別される。

このうち、「資産運用者としての機関投資家」には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。

また、「資産保有者としての機関投資家」には、スチュワードシップ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。

「資産運用者としての機関投資家」は、「資産保有者としての機関投資家」の期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきであり、また、「資産保有者としての機関投資家」は、「資産運用者としての機関投資家」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。

機関投資家による実効性のある適切なスチュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである。

8. 本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受けた議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。

「プリンシブルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」

9. 本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。本コードの履行の態様は、例えば、機関投資家の規模や運用方針（長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等）などによって様々に異なり得る。

10. こうした点に鑑み、本コードは、機関投資家が取る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）ではなく、機関投資家が各自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「プリンシブルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

「プリンシブルベース・アプローチ」は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則（プリンシブル）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。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした「プリンシブルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

11. 本コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。本検討会は、本コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明（公表）することを期待する。
12. その上で、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る。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る。したがって、前記の受け入れ表明（公表）を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなければならない訳ではないことには注意を要する。ただし、当然のことながら、機関投資家は、当該説明を行う際には、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べきである。
13. こうした「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。機関投資家のみならず、顧客・受益者の側においても、当該手法の趣旨を理解し、本コードの受け入れを表明（公表）した機関投資家の個別の状況を十分に尊重することが望まれる。本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことをもって、機械的にスチュワードシップ責任が果たされていないと評価することは適切ではない。
14. 本検討会は、本コードの受け入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に対して、
 - ・ 「コードを受け入れる旨」（受け入れ表明）及びスチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則に基づく公表項目」（実施しない原則がある場合には、その理由の説明を含む）を自らのウェブサイトで公表すること
 - ・ 当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと
 - ・ 当該公表を行ったウェブサイトのアドレス（URL）を金融庁に通知することを期待する。また、本検討会は、当該通知を受けた金融庁に対して、当該公表を行った機関投資家について、一覧性のある形で公表を行うことを期待する。
15. 本検討会は、機関投資家による本コードの実施状況（受け入れ・公表を含む）や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が図られしていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途として、

開示行政の最近の取組み

本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考えられる。

本コードの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

1. 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。
2. 機関投資家は、スチ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、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 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べきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
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。

開示行政の最近の取組み

原則1 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。

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」⁴（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の拡大を図るべきである。
- 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⁵。

⁴ 「目的を持った対話」とは、「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」を指す（原則4の指針4－1参照）。

⁵ 当該方針の内容は、各機関投資家の業務の違いにより、例えば、主として資産運用者としての業務を行っている機関投資家と、主として資産保有者としての業務を行っている機関投資家とでは、自ずと異なり得る。

原則2 機関投資家は、スチ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、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

指針

- 2-1. 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。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。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。
- 2-2. 機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように管理する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。

開示行政の最近の取組み

原則3 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

指針

- 3-1. 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、その持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握することが重要である。
- 3-2. 機関投資家は、こうした投資先企業の状況の把握を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができているかについて適切に確認すべきである。
- 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができるよう努めるべきである。

原則4 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べきである。

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、その持続的成长を促すことを目的とした対話⁶を、投資先企業との間で建設的に行なうことを通じて、当該企業と認識の共有⁷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、投資先企業と異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⁸。
- 4-2. 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのように対話をを行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである⁹。
- 4-3. 一般に、機関投資家は、未公表の重要な事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「OECD コーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「上場会社コーポレート・ガバナンス原則」は、企業の未公表の重要な事実の取り扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話をを行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要な事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである¹⁰。

⁶ その際、対話をを行うこと 자체が目的であるかのような「形式主義」に陥ることのないよう留意すべきである。

⁷ 認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる。

⁸ 当該企業との対話の内容等を踏まえ、更に深い対話を行う先を選別することも考えられる。

⁹ 当該方針の内容は、例えば、主として資産運用者としての業務を行っている機関投資家と、主として資産保有者としての業務を行っている機関投資家とでは、自ずと異なり得る。

¹⁰ その上で、投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要な事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、当該企業との対話に臨むべきである。

開示行政の最近の取組み

原則5 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

指針

- 5-1. 機関投資家は、すべての保有株式について議決権行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、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た上で、議案に対する賛否を判断すべきである。
- 5-2. 機関投資家は、議決権の行使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¹¹。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
- 5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。こうした公表は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権行使しているか否かについての可視性を高める上で重要である。
- ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてより的確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。
- 5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、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、自らの責任と判断の下で議決権行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

¹¹ なお、投資先企業の議決権に係る権利確定日をまたぐ貸株取引を行うことを想定している場合には、当該方針においてこうした貸株取引についての方針を記載すべきである。

原則6 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

指針

- 6-1. 「資産運用者としての機関投資家」は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じてスチュワードシップ責任をどのように果たしているかについて、原則として、定期的に報告を行うべきである¹²。
- 6-2. 「資産保有者としての機関投資家」は、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも年に1度、報告を行うべきである¹³。
- 6-3. 機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めるべきであり、効果的かつ効率的な報告を行う工夫すべきである¹³。
- 6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。

¹² ただし、当該報告の相手方自身が個別報告は不要との意思を示しているような場合には、この限りではない。また、顧客・受益者に対する個別報告が事実上困難な場合などには、当該報告に代えて、一般に公開可能な情報を公表することも考えられる。

¹³ なお、当該報告において、資産運用上の秘密等を明かすことを求めるものではない。

開示行政の最近の取組み

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。
- 7-2. 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。
- 7-3. こうした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。また、機関投資家は、過去に行った投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断の幾つかについて、これらが適切であったか否かを適宜の時期に省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。

証券レビュー 第54巻第5号

List of members of the Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code

As of February 26, 2014

Chairman	Hiroyuki Kansaku	Professor of Graduate Schools for Law and Politics/Faculty of Law, The University of Tokyo
Members	Takeyuki Ishida	Executive Director, ISS
	Takaaki Eguchi	Consultant, Doctoral Candidate (Business Law), Graduate School of International Corporate Strategy, Hitotsubashi University
	Akiyoshi Oba	President & CEO, Tokio Marine Asset Management Co., Ltd.
	Toshiaki Oguchi	Representative Director, Governance for Owners Japan
	Junichi Kawada	Director, Senior Vice President, JX Holdings, Inc.
	Sakie Fukushima-Tachibana	President, G&S Global Advisors Inc.
	Wataru Tanaka	Associate Professor of the Institute of Social Science, The University of Tokyo
	Muneaki Tokunari	Senior Managing Director, Mitsubishi UFJ Trust and Banking Corporation
	Akira Noguchi	Senior Executive Vice President, DIAM, Co., Ltd.
	Daisuke Hamaguchi	Chief Investment Officer, Pension Fund Association
	Takeshi Furuichi	Director and Executive Vice President, Nippon Life Insurance Company
	Sadayuki Horie	Senior Researcher, Nomura Research Institute, Ltd.
	Toshinao Matsushima	Representative Senior Executive Managing Director, Daiwa Asset Management Co., Ltd
Managers	Saburo Sakamoto	Counsellor, Civil Affairs Bureau, Ministry of Justice
	Shunsuke Shirakawa	Counsellor, Japan's Economic Revitalization General Secretariat, Cabinet Secretariat
	Satoshi Miura	Director, Corporate System Division, Economic and Industrial Policy Bureau, Ministry of Economy, Trade and Industry
	Ryota Yasui	Director, Listing Department, Tokyo Stock Exchange, Inc.

(In Japanese alphabetical order)

開示行政の最近の取組み

“Stewardship responsibilities” and the role of the Code

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; 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.

This Code defines principles considered to be helpful for institutional investors who behave as responsible institutional investors in fulfilling their stewardship responsibilities with due regard both to their clients and beneficiaries and to investee companies. By fulfilling their stewardship responsibilities properly in line with this Code, institutional investors will also be able to contribute to the growth of the economy as a whole.

Background

1. In December 2012, the government established the Headquarters for Japan’s Economic Revitalization within the cabinet to formulate necessary economic policy measures and growth strategies, aiming to revitalize the Japanese economy, breaking it away from the prolonged yen appreciation and deflation. In January 2013, the government established the Industrial Competitiveness Council under the auspices of the Headquarters, with the mandate to deliberate on growth strategies and their implementation, which would strengthen Japan’s industrial competitiveness and business activities abroad. Based on the discussions in the Council, and at a meeting of the Headquarters, the Prime Minister, in his role as the chief of the Headquarters, instructed the Minister for Financial Services to coordinate with other relevant ministers and consider, with the aim of promoting the sustainable growth of companies, principles for a wide range of institutional investors to appropriately discharge their stewardship responsibilities¹.
2. The Cabinet approved in June 2013 the Japan Revitalization Strategy, which defines the growth strategy, or “the third arrow” of the economic policy of the current administration. The Strategy states that “principles (the Japanese Version of the Stewardship Code) for institutional investors to fulfill their fiduciary responsibilities, e.g. by promoting medium- to long-term growth of companies through engagements,” that is, “the principles for a wide

¹ The sixth meeting of the Headquarters for Japan’s Economic Revitalization (April 2, 2013)

range of institutional investors to appropriately discharge their stewardship responsibilities, with the aim of promoting sustainable growth of investee companies, through constructive dialogue with them” should be discussed and drafted by the end of the year.

3. Implementing the instruction by the Prime Minister and the Strategy, the Financial Services Agency established the Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code (hereafter, the “Council”) in August 2013. The Council has met six times since August, and it has now produced “Principles for Responsible Institutional Investors” 『Japan’s Stewardship Code』 (hereafter, the “Code”). Before finalizing the Code, the Council published an exposure draft both in Japanese and English and has received valuable suggestions from 26 individuals/entities in Japanese and 19 individuals/entities in English. Taking these suggestions into account, the Council reviewed and finalized the Code.

Aims of the Code

4. As stated in the box at the beginning of this report, 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 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. This Code defines principles considered to be helpful for institutional investors who behave as responsible institutional investors in fulfilling their stewardship responsibilities with due regard both to their clients and beneficiaries and to investee companies.

5. At a company, the board of directors has the responsibility to enhance the corporate value by exerting adequate governance and proper oversight on the management, taking decisions on key policy and business matters. The function of the board and that of institutional investors as defined in the Code are complementary and both form essential elements of high-quality corporate governance, which are indispensable in ensuring the sustainable growth of the company and the medium- to long-term investment return for the clients and beneficiaries. With due regard to the roles of both the board and institutional investors, the Code promotes constructive engagement, or purposeful dialogue, between institutional investors and investee companies. The Code does not invite institutional investors to interfere with the finer points of managerial matters of investee companies².

6. Activities by institutional investors done to discharge their stewardship responsibilities (hereafter, “stewardship activities”) should not be seen to be confined to voting, although

² In addition, the Code does not preclude a decision to sell a holding, where this is considered in the interest of clients and beneficiaries.

開示行政の最近の取組み

voting is an essential element of stewardship activities. Stewardship activities include proper monitoring of the investee companies and constructive engagement with them done to discharge the stewardship responsibilities to foster sustainable growth of the companies³.

7. In the Code, two categories of institutional investors are identified: “institutional investors as asset managers” (such as investment managers), which are entrusted to manage funds and invest in companies; and “institutional investors as asset owners” (such as pension funds and insurance companies), including providers of funds.

The “institutional investors as asset managers” are expected to contribute to the enhancement of the corporate value of investee companies through day-to-day constructive dialogue with them.

The “institutional investors as asset owners” are expected to disclose their policies on fulfilling their stewardship responsibilities and contribute to the enhancement of the corporate value of investee companies through their own actions and/or the actions of the asset managers, to which they outsource their asset management activities.

The asset managers should aim to know the intention of the asset owners so that they can provide services as expected, and the asset owners should aim to assess the asset managers in line with the Code, not placing undue emphasis on short-term performance.

Effective and appropriate stewardship activities by institutional investors ultimately aim at the enhancement of the medium- to long-term investment return for the clients and beneficiaries. Institutional investors and their clients and beneficiaries should both recognize that costs associated with stewardship activities are an indispensable element in asset management.

8. The Code primarily targets institutional investors investing in Japanese listed shares. The Code also applies to proxy advisors commissioned by the institutional investors.

“Principles-Based Approach” and “Comply or Explain”

9. The principles in the Code should be applied in a manner suited to each institutional investor’s specific conditions and situations. For example, the manner in which the Code is implemented may differ, depending on such factors as the investor’s size and investment policies (e.g., whether the policies are oriented toward long-term or short-term returns, or active or passive strategies).

10. To allow for such flexibility, the Code adopts a principles-based approach instead of a rule-based approach; a principles-based approach in this context expects institutional

³ Legal clarification on issues related to the Large Shareholding Reports and the Tender Offer Disclosure would facilitate constructive dialogue. (The Financial Services Agency has published “legal clarification on issues relevant to the Japan’s Stewardship Code”, as detailed in a separate note.
(<http://www.fsa.go.jp/en/refercouncils/stewardship/material/legalissue.pdf>)

investors to fulfill their stewardship responsibilities focusing on substance, while a rule-based approach would prescribe actions to be taken by investors in detail.

A principles-based approach may not be well known in Japan yet and some elaboration, such as the following, may be in order: 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, institutional investors should respect such intent of the principles-based approach.

11. The Code is not a law or a legally binding regulation. The Council expects those institutional investors who support the Code and are prepared to accept it to publicly disclose their intention.

12. The Code adopts the “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, then by explaining a sufficient reason, the investor can choose not to comply with them. In other words, an institutional investor who made its intention to accept the Code public does not have to comply with all of the principles uniformly. Institutional investors, when they make the aforementioned 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.

13. The “comply or explain” approach may not be well known in Japan yet either. Both institutional investors and clients and beneficiaries are encouraged to familiarize themselves with the approach. In particular, due regard should be paid to the specific situations of the institutional investors who made their intention to accept the Code public; it is not appropriate to focus on the letter of the Code and automatically consider that an investor who does not comply with a part of it is not fulfilling its stewardship responsibilities.

14. To make institutional investors' acceptance of the Code transparent, the Council expects institutional investors who accept the Code to:

- publicly disclose on their website their intention to accept the Code and information that are required to be disclosed by the principles of the Code, including the policy on how they fulfill the stewardship responsibilities and, if they do not comply with some of the principles, an explanation of the reason;
- annually review and update the disclosed information; and
- notify the Financial Services Agency of the address of their website (the URL) used to disclose the information above.

The Council also expects the Financial Services Agency to publish the information about the institutional investors who have made the disclosure in a tabular form.

開示行政の最近の取組み

15. The Council expects that the Code will continue to be improved in response to the progress in the implementation of the Code (including progress in acceptance and disclosure of required information) and in light of global developments. The Council expects the Financial Services Agency to take appropriate steps so that the Code will be reviewed periodically, about once every three years. Reviewing the Code periodically is 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.

The Principles of the Code

So as to promote sustainable growth of the investee company and enhance the medium- and long-term investment return of clients and beneficiaries,

- 1. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.**
- 2. Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.**
- 3. Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.**
- 4. 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.**
- 5. Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist; it should be designed to contribute to the sustainable growth of investee companies.**
- 6. Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.**
- 7. To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and resources needed to appropriately engage with the companies and make proper judgments in fulfilling their stewardship activities.**

開示行政の最近の取組み

Principle 1 Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities, and publicly disclose it.

Guidance

- 1-1. Institutional investors should aim to enhance the medium- to long-term return on investments for their clients and beneficiaries by improving and fostering investee companies' corporate value and sustainable growth through constructive engagement, or purposeful dialogue⁴, based on in-depth knowledge of the companies and their business environment.
- 1-2. Institutional investors should have a clear policy on how they fulfill their stewardship responsibilities (hereafter, "stewardship policy") and publicly disclose it. The stewardship policy should cover how they define the responsibility and how they fulfill it, in view of their role in the investment chain running from their clients and beneficiaries to the investee companies⁵.

⁴ "Purposeful dialogue" in this Code refers to "constructive dialogue with the aim of enhancing the companies' medium- to long-term value and capital efficiency, and promoting their sustainable growth" (see Principle 4, Guidance 4-1).

⁵ The policy may differ depending on the role of the investors. For example, it may differ between institutional investors who mainly manage funds, and those who mainly act as asset owners.

Principle 2 Institutional investors should have a clear policy on how they manage conflicts of interest in fulfilling their stewardship responsibilities and publicly disclose it.

Guidance

- 2-1. While institutional investors should put the interest of their client and beneficiary first in conducting stewardship activities, they inevitably face the issue of conflicts of interest from time to time, for example when voting on matters affecting both the business group the institutional investor belongs to and a client or beneficiary. It is important for institutional investors to appropriately manage such conflicts.
- 2-2. Institutional investors should put in place and publicly disclose a clear policy on how they manage key categories of possible conflicts of interest.

開示行政の最近の取組み

Principle 3 Institutional investors should monitor investee companies so that they can appropriately fulfill their stewardship responsibilities with an orientation towards the sustainable growth of the companies.

Guidance

- 3-1. Institutional investors should appropriately monitor investee companies so that institutional investors can fulfill 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.
- 3-2. Institutional investors should monitor investee companies continuously and review as appropriate the effectiveness of the monitoring.
- 3-3. When investors monitor investee companies, a variety of factors, including non-financial ones, may be considered as relevant. Factors may include, for example, governance, strategy, performance, capital structure, and risk management (including how the companies address risks arising from social and environmental matters) of the investee companies. Relevance of a factor may depend on each investor's investment policy and may differ according to specific investee companies. Institutional investors need to use their own judgment in choosing which factors to focus on in light of their stewardship responsibilities. They should endeavor to identify at an early stage issues that may result in a material loss in the value of investee companies.

Principle 4 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.

Guidance

- 4-1. Institutional investors should endeavor to arrive at an understanding in common⁶ with investee companies through constructive dialogue⁷ with the aim of enhancing the companies' medium- to long-term value and capital efficiency, and promoting their sustainable growth. In case a risk of possible loss in corporate value is identified through the monitoring of and dialogue with companies, institutional investors should endeavor to arrive at a more in-depth common understanding by requesting further explanation from the companies and to solve the problem⁸.
- 4-2. Institutional investors should have a clear policy in advance on how they design dialogue with investee companies in various possible situations⁹.
- 4-3. In principle, institutional investors can well have constructive dialogue with investee companies based on public information, without receiving information on undisclosed material facts. The "OECD Principles of Corporate Governance" and the Tokyo Stock Exchange's "Principles of Corporate Governance for Listed Companies" set the principle of the equitable treatment of shareholders, which applies to the handling of undisclosed material facts. Institutional investors that have dialogue with investee companies should be aware that the companies are expected to abide by the principle and should in essence be discreet in receiving information on undisclosed material facts¹⁰.

⁶ The effort to arrive at an understanding in common may result in an agreement to disagree, but may provide a better understanding on why they disagree.

⁷ Institutional investors should not to fall into formalism, such as to regard having a dialogue itself as the aim.

⁸ Institutional investors may select investee companies with which they intend to engage with more in-depth dialogue in light of the outcome of previous dialogue.

⁹ The policy can differ between, for example, asset managers and asset owners.

¹⁰ When an institutional investor needs to receive information on undisclosed material facts due to a special relationship with an investee company, it should first take necessary steps to secure compliance with insider trading regulations, such as the suspension of trade of the company's stocks, before having a dialogue with the company.

開示行政の最近の取組み

Principle 5 Institutional investors should have a clear policy on voting and disclosure of voting activity. The policy on voting should not be comprised only of a mechanical checklist: it should be designed to contribute to sustainable growth of investee companies.

Guidance

- 5-1. Institutional investors should seek to vote on all shares held. They should decide on the vote in light of the results of the monitoring of investee companies and dialogue with them.
- 5-2. Institutional investors should have a clear policy on voting and publicly disclose it¹¹. Institutional investors should try to articulate the policy as much as possible. The policy should not be comprised only of a mechanical checklist: it should be designed to contribute to sustainable growth of the investee company.
- 5-3. Institutional investors should aggregate the voting records into each major kind of proposal, and publicly disclose them. Such a disclosure is important in making more visible the consistency of their voting activities with their stewardship policy. However, the types of activities institutional investors give priority to in fulfilling their stewardship responsibilities can vary depending on such factors as their stewardship policy and investment policy, and the types of their clients and beneficiaries. If there is a reason to think a disclosure approach different from the disclosure in aggregate mentioned above would portray an investor's whole stewardship activities more appropriately, the investor may choose the approach while explaining the reason.
- 5-4. When institutional investors use the service of proxy advisors, they should not mechanically depend on the advisors' recommendations but should exercise their voting rights at their own responsibility and judgment and 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 fact and how they utilize the service in making voting judgments.

¹¹ When they have a practice of lending stocks across the determination date of the voting right, their voting policy should include a policy on lending stocks.

Principle 6 Institutional investors in principle should report periodically on how they fulfill their stewardship responsibilities, including their voting responsibilities, to their clients and beneficiaries.

Guidance

- 6-1. “Institutional investors as asset managers” should in principle report periodically to their direct clients on how they fulfill their stewardship responsibilities through their stewardship activities¹².
- 6-2. “Institutional investors as asset owners” should in principle report at least once a year to their beneficiaries on their stewardship policy and on how the policy is implemented¹².
- 6-3. When reporting to their clients and beneficiaries, institutional investors should choose the format and the content of the reports in light of any relevant agreement with the recipients and the recipients’ convenience, and the costs associated with the reporting, and should aim to deliver effective and efficient reports¹³.
- 6-4. Institutional investors should maintain a clear record of their stewardship activities, including voting activities, to the extent necessary to fulfill their stewardship responsibilities.

¹² However, this shall not apply in the case where recipients of an individual report indicate that they do not need it. Also, if issuing an individual report to clients and beneficiaries is impractical, institutional investors may choose to publicly disclose the information in place of sending a report.

¹³ Disclosure of confidential information in asset management is not expected in the report.

開示行政の最近の取組み

Principle 7 To contribute positively to the sustainable growth of investee companies, institutional investors should have in-depth knowledge of the investee companies and their business environment and skills and resources needed to appropriately engage with the companies and make proper judgments in fulfilling their stewardship activities.

Guidance

- 7-1. To make dialogue with investee companies constructive and beneficial, and to contribute to the sustainable growth of the companies, institutional investors should develop skills and resources needed to appropriately engage with the companies and to make proper judgments based on in-depth knowledge of the companies and their business environment.
- 7-2. Institutional investors should have the necessary internal structure to have appropriate engagements and make proper judgments.
- 7-3. Exchanging 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. Institutional investors should review at an appropriate time samples of their previous engagements with investee companies and the judgments they made, and improve their stewardship policy and voting policy based on such review. Institutional investors should continually endeavor to improve the quality of their stewardship activities.