

## 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～

### 「第3の矢」 コーポレート・ガバナンス面での取り組み

(日経3月5日朝刊)

- ・ 法務省の取組み  
(会社法改正案・社外取締役についての  
comply or explain等)
  - ・ 取引所の取組み  
(独立取締役努力義務、JPX日経インデックス400)
  - ・ 経産省の取組み  
(「企業と投資家の望ましい関係構築」プロジェクト)
  - ・ 金融庁の取組み  
(日本版スチュワードシップ・コード、  
上場銀行における社外取締役設置に係る  
監督指針の改正)

相互補完的な効果が期待される

世界が注視する企業統治改革 欧米をはじめとする世界の主要な年金基金や財團法人会社は構成する組織が「ソーシャル・ボーレート」(日本語訳すと「社会的・ボーレート」)といふ組織で、ナガノス・ネットワーク(CGI)が東京で会合を開いた。安信信夫相続の政策アドバイス等、特許権を持つ企業統治クスクスの環と共に、改進が求められる。改正案は2つある。まず、会社法だ。すでに改正治の改革機運が高まっていること

が国会に提出されおもに、企業には企業が市場から手を離され社外取締役の選任を確実に促す内容で、企業が市場から手を離され社外取締役の選任を確実に促す内容となつては、その理由を説明する責任を負う。この場合の成長、成熟の段階では、その成長戦略の中には、経営者や投資家による求めなど、経営者や投資家の対話を重視する。

## 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、いかなる関与をすべきか、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（産業の新陳代謝の促進）

- 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も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>」の素案を取りまとめ、公表。  
和英両文によるパブリックコメントを実施。
  - 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文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。
- 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。  
➢ 記載内容の明確化を図るための一部修正等を実施。

## 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、「他の投資家と共に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、こ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、コードの受入れを促す。
  - ※ コードの受入れ表明を行っ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:コードの受入れ表明に当たっては、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月末までに受入れ表明のみを行い、  
「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)。

## 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
<b>●原則4(建設的な対話を通じた認識の共有と問題の改善)</b>			
26	We note that principle 4 is carefully worded to 'achieve common understanding' with investee 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.	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ものと認識している。私達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はばかりではない。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。	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。 また、指針4-2にあるように、機関投資家は、実際に起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と考えます。
27	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.	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ば、一般的にエンゲージメントは内容に行われるべきである、というのは正しい。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、ということも明らかにすべきである。	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『目的を持った対話』を行なうことが可能である」旨の記載を新たに追加しました。

No.	コメントの概要(原文抜粋)	和訳(事務局仮訳)	回答
<b>▼法的論点</b>			
30	<ul style="list-style-type: none"> <li>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.</li> <li>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...</li> </ul> <p>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.            (他 同旨2件)</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>多くの機関投資家は、個別にエンゲージメントを行なながら、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な指針を金融庁が公表していただければ幸いである。</li> <li>2013年11月に、欧州証券市場監督局(ESMA)は、公開買付指令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、共同行動に関連した株主間の協調や取締役の選任について焦点を当てたものである。            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、解釈の明確化を検討していただければありがたい。</li> </ul>	<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が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&amp;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議決権その他の権利(株主としての法令上の権利に限定)を行使すること」を「合意」としている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えられます(詳細はQ&amp;A参照)。</p> <p>なお、当該「Q&amp;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、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(<a href="http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf">http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf</a>)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

- ・ デ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、分散投資を進める検討すべき。
- ・ アクティブ運用比率を高めることを検討すべき。その際、一部をペビーファンド(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えられる。
- ・ 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(例えばROE等も考慮した新たな株式指標等)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

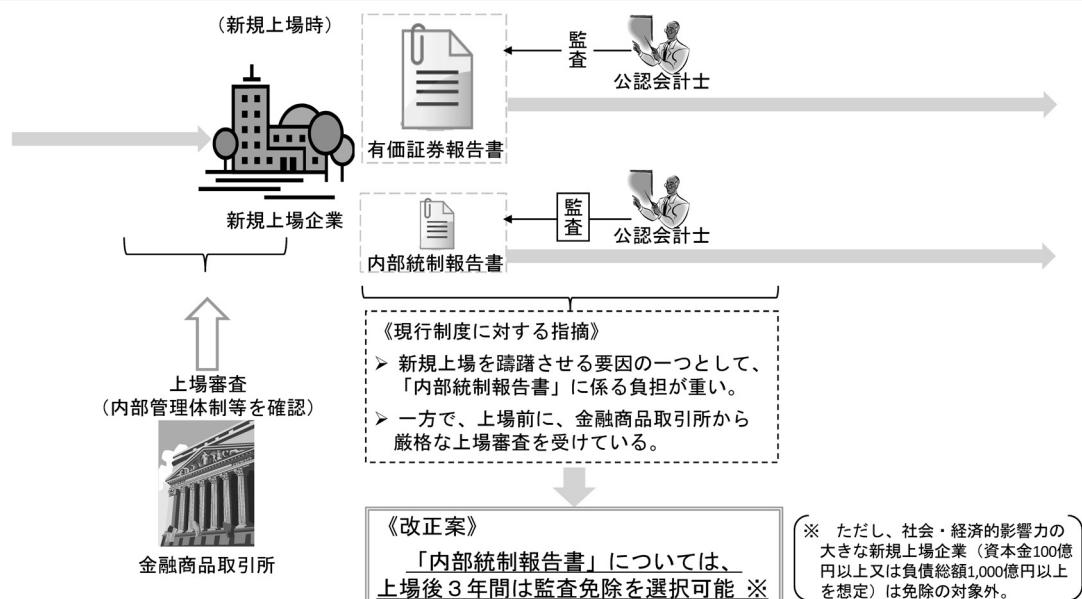
- ・ 所管大臣との関係により運用機関の自主性や創意工夫が損なわれないよう留意する必要。
- ・ 資金運用の重要な方針等については、利益相反にも配慮した常勤の専門家が中心的な役割を果たす合議制により実質的な決定を行う体制が望ましい。
- ・ 運用対象の多様化やリスク管理等の高度化を図るために、第一線の専門人材が必要であり、報酬体系の見直しを含めた対策が不可欠。
- ・ 資産・負債の両面に係るフォワード・ルッキングな(先行きを見据えた)リスク分析が必要。

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、日本版スチュワードシップ・コードに係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

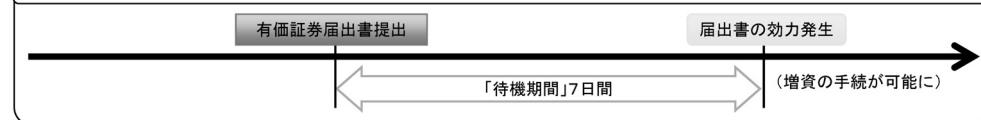
## 新規上場企業のための特例



## 上場企業の資金調達に係る期間の短縮

上場企業が増資を行う場合、有価証券届出書の提出が必要

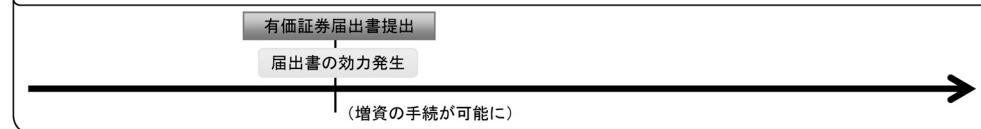
《現状》有価証券届出書を提出後、増資の手続きが可能となるまでに7日間の「待機期間」が必要



- 「待機期間」は、投資者が「企業の状況」等を踏まえ、増資に応じるか否かを判断するための熟慮期間。
- 一方で、「待機期間」中に、大量の空売り等により増資企業の「株価が大きく下落」する事案が、しばしば発生。
- ⇒ いかなる企業であっても、「待機期間」は必要か

- 「市場でよく知られた企業」については、熟慮期間を置く必要性は低いのではないか。
  - ・投資者の当該企業に対する知識が豊富
  - ・証券アナリスト等が、当該企業の分析情報を提供
  - ・メディア等でも頻繁に紹介

《改正案》「市場でよく知られた企業」(時価総額1,000億円以上等)の増資については、「待機期間」を撤廃



## 「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》

➤ 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
- ・（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（増資等）	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させるのが公平。  
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）

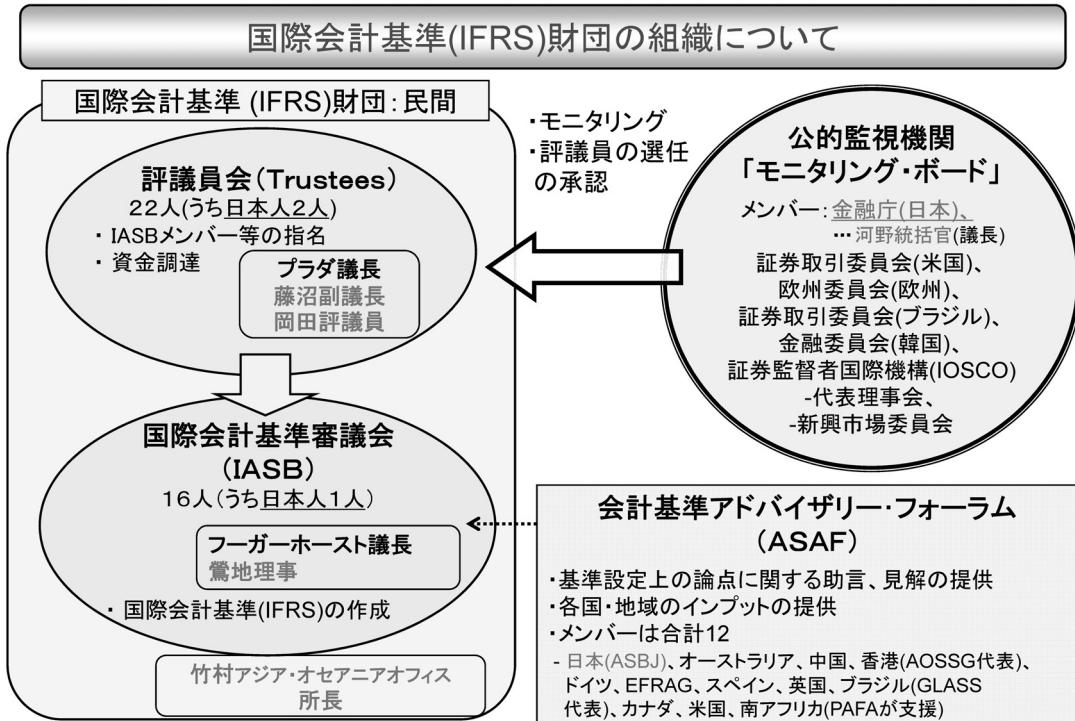
(注)虚偽記載により損害を被る者は「取得者」だけでなく、場合によっては「処分者」もありうるため。

### (3) 国際会計基準(IFRS)をめぐる課題

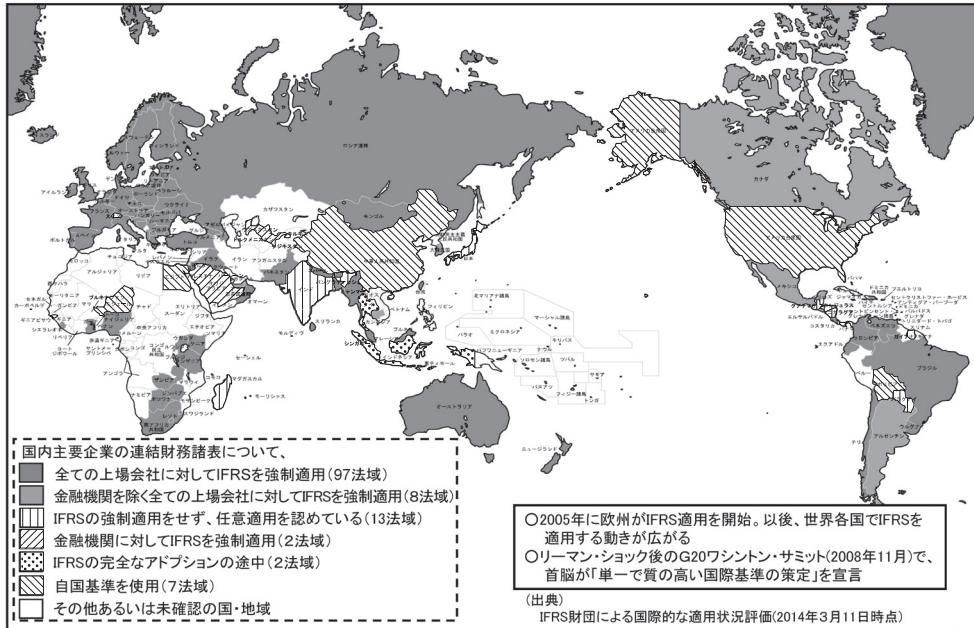
## 会計基準に関する主要市場の状況

	日本	E U	米国
証券当局	金融庁	欧州委員会 (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 (ASBJ) (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(ASBJ:Accounting Standards Board of Japan)
- ・米国財務会計基準審議会(FASB:Financial Accounting Standards Board)



#### (4)-① IFRSの適用状況



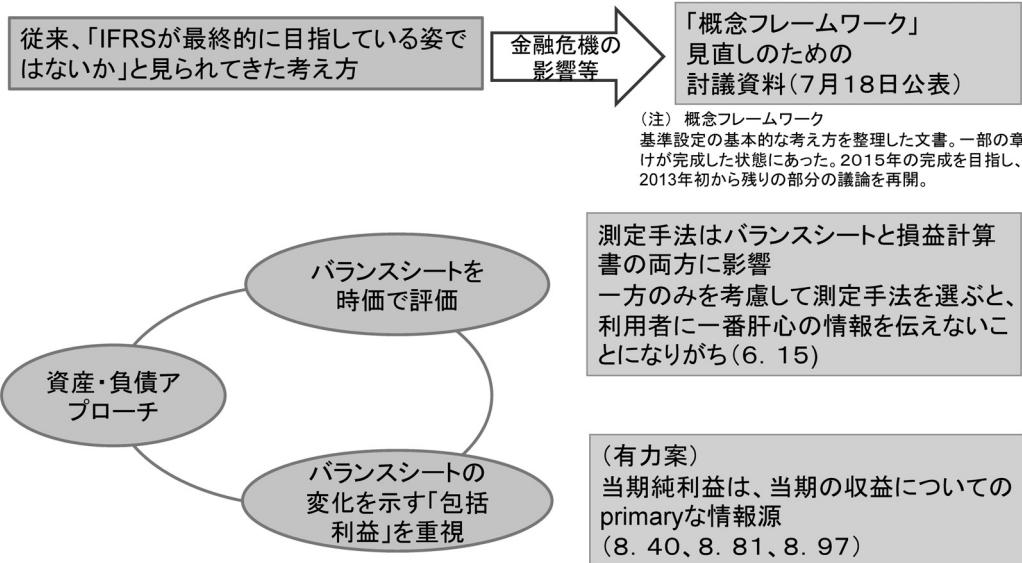
## 国際会計基準(IFRS)・米国基準・日本基準の主要な相違点

	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 <sup>(*)</sup> ) を重視	両方を重視	実現利益 (当期純利益) を重視
(*) 実現利益+含み損益等			
株式・債券の評価		概ね同様 ただし、非上場株式は時価	
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 <sup>(**)</sup>	細則主義 <sup>(***)</sup>	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



## 「国際会計基準(IFRS)への対応のあり方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、單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  
「体制整備が出来ている企業」の要件のみを残し、対象企業の範囲を拡大

連結財務諸表規則等を改正  
(平成25年10月28日施行)

#### ②IFRSの適用の方法(修正版IFRSの作成)

→ピュアなIFRSに加え、日本の実情に即して修正したIFRSを作成

ASBJにおいて修正版IFRSの策定作業中

#### 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

財務諸表等規則を改正(平成26年3月26日  
公布・平成26年3月期決算から適用)

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

## ◆ 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 | ・三井物産    |
| ・武田薬品    | ・三菱商事    |
| ・小野薬品    | ・伊藤忠     |
| ・第一三共    | ・伊藤忠エネクス |
| ・そせいグループ | ・リコー     |

## ○ 2015年3月期予定(第1四半期より)

- |      |       |       |
|------|-------|-------|
| ・ヤフー | ・日東电工 | ・エーザイ |
|------|-------|-------|

## ○ 2015年3月期予定(年度末より)

- |       |
|-------|
| ・参天製薬 |
|-------|

## ○ 2014年12月期予定(第1四半期より)

- |           |
|-----------|
| ・GCAサヴィアン |
|-----------|

## ○ 2016年3月期予定(年度末より)

- |        |
|--------|
| ・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フーガーホルスト議長講演(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<sup>1</sup>。
- 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

<sup>1</sup> 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<sup>2</sup>。
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<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 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。

<sup>3</sup> 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」<sup>4</sup>（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<sup>5</sup>。

<sup>4</sup> 「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）。

<sup>5</sup> 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<sup>6</sup>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<sup>7</sup>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<sup>8</sup>。
- 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<sup>9</sup>。
- 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<sup>10</sup>。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 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。

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 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。

<sup>10</sup> 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<sup>11</sup>。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。

<sup>11</sup> 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<sup>12</sup>。
- 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<sup>13</sup>。
- 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<sup>13</sup>。
- 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。

<sup>12</sup> 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。

<sup>13</sup> 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 responsibilities<sup>1</sup>.
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

<sup>1</sup> 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 companies<sup>2</sup>.

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

---

<sup>2</sup> 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 companies<sup>3</sup>.

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

<sup>3</sup> 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 dialogue<sup>4</sup>, 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 companies<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> "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).

<sup>5</sup> 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 common<sup>6</sup> with investee companies through constructive dialogue<sup>7</sup> 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 problem<sup>8</sup>.
- 4-2. Institutional investors should have a clear policy in advance on how they design dialogue with investee companies in various possible situations<sup>9</sup>.
- 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 facts<sup>10</sup>.

<sup>6</sup> 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.

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

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> The policy can differ between, for example, asset managers and asset owners.

<sup>10</sup> 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 it<sup>11</sup>. 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.

---

<sup>11</sup> 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 activities<sup>12</sup>.
- 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 implemented<sup>12</sup>.
- 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 reports<sup>13</sup>.
- 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.

<sup>12</sup> 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.

<sup>13</sup> 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.