

会社法をめぐる最近の動向に対する私見（3）

—スチュワードシップ・コードと対話ガイドライン—

末 永 敏 和

一 はじめに

上場会社のコーポレートガバナンス及び経営の在り方を変えるためには、会社法を変えるだけでは足りず、前稿¹で論じた「コーポレートガバナンス・コード」と共に、「スチュワードシップ・コード」が必要であるという認識が日本においても共有され、その両者（「ダブルコード」という）が策定され、改訂されている。

この《日本版スチュワードシップ・コード》である「『責任ある機関投資家』の諸原則～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」は、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より、平成26年（2014年）2月26日に採択され²、平成29年（2017年）5月29日に改訂された³。

さらに、平成30年（2018年）3月26日にスチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議により「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドラインの策定について」（いわば改訂案と策定案）が公表され、同年6月1日、金融

1 拙稿「会社法をめぐる最近の動向に対する私見（2）」龍谷法学51巻2号。

2 金融庁ホームページに掲載されている。

3 金融庁ホームページに掲載されている。

庁及び東京証券取引所により「コーポレートガバナンス・コード」が改訂され、同時に「投資家と企業の対話ガイドライン」も策定された。

本稿は、この日本版スチュワードシップ・コードを主にそして補足的に投資家と企業の対話ガイドラインについて、その内容と改訂を検討し、これらがコーポレートガバナンスの改善及び企業価値の向上にどの程度寄与しているか、その限界及び問題点はどこにあるかについて、私見を論じることを目的とするものである。

二 日本版スチュワードシップ・コード採択の経緯及び背景

平成24年（2012年）12月、日本経済の再生に向け、政府一体となって、経済対策を講じ成長戦略を実現するため、内閣に「日本経済再生本部」が設置された。同本部の下に、平成25年（2013年）1月、日本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。その議論を踏まえ、日本経済再生本部において、本部長の内閣総理大臣から、平成25年（2013年）4月2日、「内閣府特命大臣（金融）は、関係大臣と連携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在り方について検討すること」との指示がなされた。

平成25年（2013年）6月、「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）」について検討を進めて年内に取りまとめることが閣議決定された。

検討の場として、平成25年（2013年）8月、金融機関庁において「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」が設置され、同検討会は、平成26年（2014年）2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》」を策定した。なお、このコードは

3年毎に見直しを図るものとされ、平成29年（2017年）5月29日に改訂されるに至った。

三 本コードの目的⁴

本コード（スチュワードシップ・コード）における「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といふ。そして、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、といふ。他方、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（スチュワードシップ・コードの採択直後に制定された「コーポレートガバナンス・コード」に体现される）。

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（コーポレートガバナンス）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、こうした観点から、本コードは、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、

4 スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（以下、有識者検討会と称する）「『責任ある機関投資家』の諸原則～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために」（平成29年5月29日）4～5頁参照。

機関投資家が投資先企業の細部にまで介入することを意図するものではなく、また、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、という。

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（スチュワードシップ活動）において、議決権の行使は、重要ではあるが、投資先企業の状況を適切に把握し、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）を含むとされる。

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」（改訂では「運用機関」と呼んでいるが、「アセットマネージャー」といわれることもある）と、当該資金の出し手を含む「資産保有者」（改訂では「アセットオーナー」と呼んでいる）に大別される。

四 「プリンシプルベース・アプローチ」と「コンプライ・オア・エクスプレイン」

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って、コード履行の態様は、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⁵等）などによってなどによってさまざまに異なりうるという点に鑑み、本コードは、機関投資家がと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、機関投資家が各々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

5 アクティブ運用とは、株価指数など投資のインデックスを上回ることを目標に、具体的な投資を行ってポートフォリオを管理する投資戦略をいい、パッシブ運用は、投資家がインデックス内の銘柄ウェイトを模倣することによって、ベンチマークしているインデックスリターンを期待するものをいう（多くの場合、インデックスファンドに投資することでそれをなす）。

リンシブルベース・アプローチ」(原則主義)を採用している。

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とした上で、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。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を想定しており、これが「コンプライン・オア・エクスプレイン」の手法である。機関投資家は、本コードを受け入れる旨」（受入れ表明）等（実施しない原則があるときはその理由の説明を含む）を公表し、金融庁に通知すること、そして金融庁は当該公表を行った機関投資家について公表することが期待される。

五 小括

本コードにおける「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拡大を図る責任を意味するという。そして、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り、他方、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が（「コーポレートガバナンス・コー

ド」に体现される)、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(コーポレートガバナンス)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ている。本コードは3年を目途として見直しを行われる。

本コードは、「ルールベース・アプローチ」(細則主義)ではなく、「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用する。

六 『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》(初版)の概要とその検討—本コードの原則と指針について

まず、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)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任」を意味するという。以下、原則及び具体策である指針を検討していこう(後掲参考資料参照)。

〈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「目的を持った対話」⁶(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とするが、

6 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」を指すという。

機関投資家の目標を間近ではなく、より遠くに定めるよう、要請したものである。

１－２ 機関投資家はスチュワードシップ責任を果たすための方針を示し、公表すべきであるとするが、原則１を確認したものに過ぎない。

〈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が、自らが所属するグループと顧客・受益者との利益相反する場合について、これを適切に管理することが重要であるとするが、前者が第一ならば、なぜ明確に前者を優先すべきであるといわないのか不思議である。機関投資家が顧客・受益者の受託者であるならば、委託者を優先するのは「法的責任」と考えるべきである。

２－２ 機関投資家は、利益相反の主な類型について、管理方針を策定し、公表すべきであるとするが、原則２からすればこれが最低限度の推奨とならざるを得ない。

〈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、当該企業の状況を的確に把握することが重要であるとするが、原則３を再述したに過ぎない。

３－２ 投資企業の把握は、継続的、実効的なされるべきとするが、これも当然のことである。

３－３ 把握内容は、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本

構造、リスクへの対応など、非財務事項など様々な事項が考えられるが、機関投資家はそれぞれのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行い、企業価値を毀損するおそれがある事項については早期に把握できるよう努めるべきであるとするが、これも当然のことであり、ことさらに触れるべきことなのであろうか。

〈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 指針は、原則４の再論に過ぎない。

４－２ 機関投資家は、投資先企業との対話について明確な方針を持つべきである⁷というが、方針無しに対話をするとは思えない。

４－３ 投資先企業と対話を行う機関投資家は、対話において未公表の重要事実を受領することは、基本的に慎重に考えるべきとするが、インサイダー取引が禁止される以上、当然のことである。

〈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。

５－１ 機関投資家は、投資先企業の状況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というが、原則５を具体化したものである。

7 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、おのずと異なりうる、とする。当たり前のことであろう。

５－２ 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう、議決権行使についての明確な方針を示し、公表すべきであるとするが、次の５－３と並んでこれこそなすべきである。

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という。ただ、他の法により議決権の行使結果の公表をすることができるともいう。従前から、組織構造的な利益相反の温床に対する監視と牽制のために議決権行使結果の開示は集計開示の形で業界の自主規制の範囲で推進されてきたが、コードはそれを明示するものである。なお、他の方法による議決権行使結果の公表を認める但書以下は、後述のように平成29年（2017年）５月29日改訂で全面的に改められている⁸。

５－４ 機関投資家が議決権行使助言会社を利用する場合でも、投資先企業との対話等を踏まえ自らの責任と判断の下で議決権行使をすべきであり、議決権行使助言会社のサービスの利用結果を行使すべきであるというが、その目的がいまひとつ分からない（議決行使会社の利用に消極的な姿勢さえ窺われる）。

〈原則６〉機関投資家は、議決権行使も含め、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、責任履行について「定期的に」報告を行うべきであるという。

６－２ 「資産保有者としての機関投資家」は、受益者に対して、責任履行の方針とその実施状況について、「少なくとも年に１度」、報告を行う

8 参照、三瓶裕喜「議決権行使結果の開示」ジュリスト1515号（2018年）22頁以下。

べきであるとする。

このように、機関投資家のうちで、資産運用者（投資顧問会社、信託銀行などのアセットマネージャー）と資産保有者（年金基金などのアセットオーナー）で報告内容と報告期間について差があるというのは、当然とも思える。

6-3 顧客・受益者への報告の具体性については諸要素を考慮して決め、効果的、効率的な報告を行うものとする とされる。

6-4 スチュワードシップ活動は記録に残すべきであるとされるが、当然のことであろう。

〈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 原則7の繰り返しである。

7-2 そのための体制整備を提言する。

7-3 機関投資家同士の意見交換の実施、過去の反省と改善が推奨される。

七 改訂スチュワードシップ・コードの内容と検討

前述のように、スチュワードシップ・コードは概ね3年後を目途としており、平成26年の策定から3年3カ月を経過した平成29年（2017年）2月26日に改訂が行われた。

この間、このコードの受入れを表明した機関投資家は200を超え、平成27年（2015年）6月には、上場企業に対し、コーポレートガバナンス・コード（龍法 '18）51-3, 418（1840）

ドの運用が開始され、両コードの下で、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られるが、いまだに形式的な改革にとどまっているとの指摘があり、「形式」から「実質」へと進化させていくために、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていく必要があるとして、スチュワードシップ・コードの改訂が提言された。

提言に基づき検討された内容は、A. アセットオーナーによる実効的なチェック、B. 運用機関のガバナンス・利益相反管理等、C. パッシブ運用における対話等、D. 議決権行使結果の公表の充実、E. 運用機関の自己評価である。以下、改訂内容について言及する（後掲参考資料参照）。

〈原則1〉について

指 針

1-3 アセットオーナー（年金基金等の資産保有者）は、最終受益者の利益確保のため、「可能な限り、自ら」スチュワードシップ活動に取り組むべきであり、自ら行わないときは、運用機関（アセットマネージャー）に実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきであるとする。

1-4 （特に大規模）アセットオーナーは、後者（運用機関によるスチュワードシップ活動）において、議決権行使を含むスチュワードシップ活動に関し求める事項や原則について明確に示すべきであるとする。

1-5 アセットオーナーは、運用機関のスチュワードシップ活動に対するモニタリングを行うべきであるとする。

以上、この改訂を受け、平成30年（2018年）の段階では、アセットオーナーのうち、公的年金においては、運用機関に対して実効的なスチュワードシップ活動を求めるなどの動きがみられるが、企業年金については、必ずしも十分に進んでいない状況にあるという（スチュワードシップ・コードを受け入れている企業年金は9年金にとどまっている）⁹。

9 「コーポレートガバナンス・コードの改訂と投資家と企業の対話ガイドライン

〈原則2〉について

2-3 運用機関（アセットマネージャー）は、顧客・受益者と利益確保や利益相反防止のため、例えば、「独立した」取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきであるという。しかし、取締役会の独立性が意味不明である（何からの独立なのか）。会社法上、取締役会が業務執行の最高意思決定機関であり、代表取締役の選解任を行い、業務執行全般の監督を行う権限を有する以上、最高の業務執行機関であるのは明白であるから、機関として独立しているのは、会社法上、明確である。にもかかわらず、構成員である個々の取締役の独立性が問題とされており、その結果、全体としての取締役会が脅かされるおそれがあるので、個々の取締役の独立性を保証することによって、全体としての取締役会の独立性を保障しようとする趣旨なのであろう¹⁰。

2-4 運用機関の経営陣は、ガバナンス強化・利益相反管理に関し重要な役割・責務があるとするが、取締役会との関係性が気になる。

〈原則3〉について

指針に変更はない。

〈原則4〉について

4-2 機関投資家は、パッシブ運用（市場平均と同程度の運用成績を目標とした運用スタイル⇔アクティブ運用）を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきであるとするが、パッシブ運用では投資先企業との対話やそこにおける議決権行使に積

「の策定について」（平成30年3月26日）3頁。

10 従来から日本では取締役は従業員（使用人）出身が多く、そのトップである社長ないしCEO（代表取締役）の元部下によって構成される取締役会は「取締役まれ役会」と揶揄されていたのを実質的にも業務執行の意思決定、監督機関としての取締役会にしようとする意図かもしれない。

極的ではなく、企業運営に口を挟まない傾向にあることを考慮した追加指針である。

４－４ 機関投資家が他の機関投資家と共同して対話を行うこと（集团的エンゲージメント）が有益な場合もありうるという。しかし、対話に限らず、議決権行使も共同して行うことが考えられてよい。

〈原則５〉について

５－３ 機関投資家の議決権行使結果についての公表については、従来から進展させている。すなわち、「少なくとも」議案の種類ごとに整理・集計して公表すべきであり、より適切に行行使する可能性を高める可能性から、「個別の投資先企業及び議案ごとに」公表すべきであるという。機関投資家に対する極めて当然の要求のように思える¹¹。

５－５ 指針は議決権行使助言会社について新たな定めを置いている¹²。議決行使助言会社は、アメリカでカルフォルニア退職公務員年金（カルパース）等のアセットオーナー向けに設立されたものであり、日本人にとって

11 2016年（平成28年）、2017年（平成29年）の機関投資家の議決権行使集計結果の1例を、前掲、三瓶論文24頁は、揭示している（これで見ると、外資系アセットマネジメント、国内系アセットメント、信託銀行の順に会社提案への反対比率が低くなり、特に生命保険の反対比率が極端に低いことが明白である）。利益相反の監視、牽制がコードの目的であるから、どうしても利益相反が生じていないことをアセットオーナーや当局にアセットオーナーにアピールするには、反対比率を高く見せようとする意識が働き、ある会社提案の取締役選任議案で、10名の取締役候補者の賛否がそれぞれ問われている場合、議案区分として取締役議案をまとめて1つと考える集計方法を「親議案ベース」議案といい、一方、賛否を問われている候補者1人ひとりの個別の選任議案として10議案と数える主計方法を「子議案ベース」といい、候補者の1人にでも反対するだけで親議案ベースだと議案1つに対し反対1（100％）として集計し、議案10に対し反対1（10％）となるので、多くの運用機関が親議案ベースの集計方法を使ってきたという。しかし、これでは実態を反映しているとは言えない。

12 北川哲雄「議決権行使会社の役割と今後の課題」ジュリスト1515号29頁以下参照。

どうしてこのような会社（ISS等）が存在するのか分からなかったようである（黒船的存在）。平成26年（2014年）の旧コード指針5-4では及び腰的に触れている（主として利益相反防止を念頭に置いていたようである）。この期（スチュワードシップ・コードの改訂）に及んでやっとこのような会社に正面から言及するというのは、日本の恥を世界に曝しているようなものである。しかし、改訂版においてもその文言からしてこのような会社の存在に対して依然として懐疑的な姿勢（積極的に活用せよとは言っていない）を採っていることが窺われる¹³。

〈原則6〉について

指針に変更はない。

〈原則7〉について

7-2以下は、機関投資家が企業との対話やスチュワードシップ活動を適切に行うだけの実力を備えるよう具体的に詳説するものであり、特に異論はない。

八「投資家と企業の対話ガイドライン」について

本ガイドラインは、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議で平成30年（2018年）3月26日に採択されたものであり、金融庁により同年6月1日付けで確定された（金融庁ホームページ）。本ガイドラインは、両コードの附属文書として位置付けられるものである。このため、本ガイドラインは、その内容について「コンプライ・オア・エクスプレイン」を求めるものではなく、両コードの実

13 私見によれば、議決権行使助言会社の助言項目は、コーポレートガバナンスの進展にとって、至極もつともであり、有益であると思われたい。

効的な「コンプライ・オア・エクスプレイン」を促すことを意図するものであるという。

本ガイドラインは、いわゆる解釈指針としてではなく、「機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである」¹⁴。

内容的には、1. 経営環境の変化に対応した経営判断、2. 投資戦略・財務管理の方針、3. CEOの選解任・取締役会の機能発揮等、4. 政策保有株式、5. アセットオーナー、が項目として掲げられている。

1 については、

1-1として、持続的な成長と中長期的な企業価値を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等の策定・公表、それらの経営理念との整合性が求められている。

1-2として、事業リスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握し、成長と企業価値の向上に向けての収益力・資本効率等に関する目標設定と、資本コストを反映した経営とその説明、資本コストに見合うリターンを上げることが求められている。

1-3として、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクの的確な把握、新規事業への投資・既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組換えのような果断な経営判断を行い、事業ポートフォリオの見直しの明確な方針を定め、実効的な見直しプロセスが機能していることが求められている。

*私見：経営の基本を述べているに過ぎず、内容は当たり前のことである。当然のことを前提として理念を最初に掲記したに過ぎない。

14 「投資家と企業のガイドライン」1頁。

2については、

2-1として、資源の有効活用、資本コストに見合ったリターンの観点から、設備投資・研究開発投資・人材投資等を戦略的・計画的に行うことが求められている。

2-2として、経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針の適切な策定・運用が求められる。

*私見：これも経営の基本的あり方を示すもので、至極当然のことである。ここでわざわざ挙げることなのかどうか疑問である。

3については、

【CEOの選解任・育成等】

3-1として、果断な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について確立した考え方を持つことが求められる。

3-2として、客観性・適時性・透明性ある手順により、時間と資源をかけて、資質を備えたCEOを選任するため、その実効的な手続のために、独立した指名委員会を活用することが求められる。

3-3として、CEOの後継者計画の適切な策定・運用、後継者候補の育成に、時間と資源をかけて計画的に行われることが求められる。

3-4について、CEOが機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEO解任の客観性・適時性・透明性ある手続を確立することが求められる。

*私見：CEOが会社の繁栄・存亡に大きな役割を果たすことは、世界的に認められていることであるが、CEOを決定するのは、主として取締役会の役割である。なお、後継者に関することは、重要なことではあるが、制定法としての会社法の範囲を超えたところでの努力を求めている。

【経営陣の報酬決定】

３－５について、経営陣の報酬制度を、成長と企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続を確立、実効的なものにするため独立した報酬委員会を活用し、報酬制度や具体的な報酬額の適切性についての分かり易い説明が求められている。

＊私見：経営陣（取締役）の報酬は、基本的に（指名委員会等設置会社以外では）株主総会の決議事項であって、これにインセンティブとして着目するのは最近の傾向でありもっともであるが、基本的にはお手盛り防止という株主保護のためであることを忘れてはならない。

【取締役会の機能発揮】

３－６について、取締役会が適切な知識・経験・能力を備え、ジェンダーや国際性の面を組む多様性を確保した形で構成されていること（女性の取締役選任を含む）が求められる。

３－７について、取締役会の実効性評価が適切に行われ、その結果が分かり易く開示・説明されていることが求められる。

＊私見：取締役員の選任（及び報酬）は、株主総会の権限であって、候補者を決定する（法定・任意の）選任委員会の果たすべき役割も大きい、やはり直接の決定権者である株主（特に機関投資家）に期待すべきことが大きいであろう（スチュワードシップ・コードの範疇に属する）。

【独立社外取締役の選任・機能発揮】

３－８について、独立社外取締役が十分な人数選任され、その者が財務知識や法令への理解等、必要な知見を備えていることが求められる。

３－９について、独立社外取締役が経営陣に対し適切な助言・監督を行っていることが求められる。

＊私見：独立社外取締役役に、その機能を発揮させるためには、グローバル・スタンダードに従って、大規模・公開会社では、取締役員の過半数を選任すべきと法令上定めるのが筋である。

【監査役の選任・機能発揮】

3－10について、監査役（〔等〕委員）に経験・能力及び財務・会計・法務の知識を有していることが求められる。

3－11について、監査役（〔等〕委員）の適正・適切な業務監査及び会計監査の確保に向けた支援と、内部監査部門との連携が求められる。

＊私見：監査役等についての意見であるが、当たり前のことばかりであり、逆にその役割に期待しているのか疑問さえ感じる。

4について、

【政策保有株式】

4－1について、相互保有株式のように、主として利益を目的とせず、他の目的のために保有する株式を政策保有株式というが、その保有の適切性、便益、リスクが資本リスクに見合っているか精査し、取締役会において検証して意思決定し、かつこれについて開示・説明し、また、適切な議決権行使が求められる。

4－2について、政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、それに沿って対応がなされていることが求められる。

＊私見：コードでは、全体的に、政策保有株式については、慎重な姿勢が窺われる。資本コスト等からすれば、もっともである。

【政策保有株主との関係】

4－3について、政策保有株主から当該株式の売却等の意向が示された場合、売却を妨げないことが求められる。

4－4について、政策保有株主との間で、経済的合理性を継承しないま

まで継続し、会社や株主共同の利益を害するような取引を行わないことが求められる。

＊私見：政策保有の削減、政策保有による利害を度外視した取引の自粛が求められている。むしろあたり前の提言である。

5 について

5－1について、自社の企業年金が運用の専門性を高めてアセットオーナーとしての機能を発揮できるよう、母体企業として、人材登用・配置などの人事面や運営面に行い、その開示・説明がなされることが求められる。

＊私見：企業年金に限ったアセットオーナーにのみ言及しているが、実情を見れば、企業年金が効率性・健全性の確保を含むコーポレート・ガバナンスが十分機能を発揮していないことを反映するものであるとともに、他のアセットオーナーへの言及も欲しいところである。

九 まとめ

1. スチュワードシップ・コードにおける機関投資家の定義がない

スチュワードシップ・コードは、機関投資家とは何かを定義していない。機関投資家を2つに大きく分けて、資金の運用を受託し自ら企業への投資を行う「資産運用者としての機関投資家」（投資運用会社などがあるが、投資顧問業者や信託銀行などのいわゆるファンドマネージャーであり、改訂では「運用機関」と呼んでいる）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があるが、改訂では、「アセットオーナー」と呼んでいる）とがあるとしている（本コードの目的7）。インベストメントチェーンに属する幅広い主体が日本版コードを

受け入れることを排除しないためであり、すなわち、スチュワードシップ・コードの目的を達成するためには、インベストチェーン全体に対する投資家の信頼を確保する必要がある、チェーンを構成する様々な金融機関を広くカバーする必要があるからであるとされた¹⁵。金融庁の「『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〉の受入れを表明した機関投資家のリストの公表について（平成28年9月2日更新）」によれば、コードの受け入れを表明した金融機関は、信託銀行等7行、投信・信託顧問会社等151社、生命保険会社18社、損害保険会社4社、年金基金等26機関、議決権行使助言会社その他7社の計213である。

なお、ヘッジファンドの存在を無視することはできない¹⁶。ヘッジファンドは、「投資家保護の観点から投資活動や情報開示などに関しても受けられる様々な規制を受けることがないファンドの総称」であるという¹⁷。そのヘッジファンドが行うアクティビズムが米国では2000年代から活発になされてきた¹⁸（日本では2000年代に活性化したが、多くの場合、対象会社の強い抵抗に遭い、他の株主の賛同も得られず、所期の目的を実現できなかった）。

アクティビズムとは、広い意味では、「何らかの点で対象会社の経営に関して不満を持つ投資家（株主）が、不満を解消すべく、当該会社の経営

15 笠原基和＝木村祐基「機関投資家と投資先企業との『対話』の充実に向けて」法時86巻3号（2014年）18頁以下、笠原基和「『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）の概要」商事2029号（2014年）59頁以下参照。

16 参照、田中亘「機関投資家とアクティビズム」ジュリスト1515号40頁以下。同論文は、アメリカの事情も紹介し、分かり易く、教えられるところが多く、また、考え方もまともでかつ妥当である。

17 前掲、田中論文40頁。

18 米国では、すでに1980年代半ばから主に公的年金が行うアクティビズムが注目を集めてきた（伝統的機関投資家によるアクティビズム）。前掲、田中論文40頁参照。

に変化を生じさせようとする活動」一般を指すものであるという¹⁹。ヘッジファンド・アクティビズムは、特定の対象会社に対し、事業の分離や資本政策の変更などの具体的な代替案を提示して、対象会社の経営・財務戦略に重要な影響を与えることによって、株価の上昇を目指しており、米国では、2013年頃から年金基金や投資信託などの伝統的な機関投資家がこれを支持し、著名大企業を含む上場会社がアクティビスト・ファンドの経営・財務戦略上の提案を受け入れざるを得なくなっているが、日本ではグローバルに活躍するアクティビスト・ファンドが進出するなどアクティビズムの再活発化の兆候が見られるが、アクティビスト・ファンドが伝統的な機関投資家の賛同を得て株主提案を実現するといった事態はほとんど起きていないという²⁰。

しかし、ヘッジファンド・アクティビズムは、上場会社の要するにコーポレートガバナンス上、有効な解決策になる可能性があり、短期志向を助長するという弊害も市場機能が有効に働いておれば見られず（米国の実証研究でもそうである）、機関投資家を含む一般株主の議決権行使を通じて結論を出すというプロセスを通じて企業価値の向上が図られることが期待され、安易な法規制論に傾くべきではないという議論²¹に賛成である。

2. スチュワードシップ・コードはソフトローといえるのか²²

日本版スチュワードシップ・コードは、東京証券取引所との上場契約及

19 前掲、田中論文41頁。

20 前掲、田中論文41頁。

21 前掲、田中論文43頁。なお、金融商品取引法上の大量保有報告制度の規制（いわゆる5%ルール）、特に「共同保有者」規制（金商27条の23第5項）がアクティビスト・ファンドの機関投資家との協調行動を困難にする懸念が示されている。私見では、大量保有者規制が投資者保護の趣旨で設けられたにもかかわらず、上場会社の現経営陣の地位保持に資する機能しか果たしていない現状を不満に思う。

22 神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードの規範性について」江頭憲ノ

び金商法上の自主規制機関である東京証券取引所が策定した有価証券上場規程に基づき適用される日本版コーポレートガバナンス・コードに比して、「契約関係や組織によるエンフォースメントがなく純粹な自己拘束によっているため、規範性の程度についてもエンフォースメントの実効性についても脆弱である」との指摘²³があるが、私見では、やはり法源に含まれる自治規範としてのソフトローともいえないと思う（ソフトローの定義にもよる）。

3. 対話はそんなに重要なのか²⁴

前述のように、本（改訂）コード原則7では、コーポレートガバナンス・コード基本原則5に倣い、建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を推奨している。しかし、たとえその「対話」が投資先企業の中長期的な企業価値及び資本効率を高めることを目的とするとしても、投資先企業と認識の共通性を持って、かつ企業価値の毀損といった問題の改善に努めるだけでは、現経営陣の維持に繋がることはあっても、現経営陣の交代というような会社の根本的前進は望めない。むしろ求められるのは、「対決的要素を含んだ」建設的対話であるというべきである。英国コードでは、「対決型」といった緊張的性格が強いとの分析があるのに対し、本コードでは、対話による協調的性格が強いとの分析も見られるという²⁵。私見で

ㄨ 治郎先生古稀記念『企業法の進路』（有斐閣、2017年）1005頁以下参照。

23 前掲、神作論文1042頁。ただ、スチュワードシップ・コードの提示する規範は法的義務と連続しているという（1044頁）。

24 武井一浩「機関投資家との建設的対話」ジュリスト1515号34頁以下参照。ただ、同論文は、投資先企業の経営者から見た機関投資家との建設的対話について解説的に論じるもの（コーポレートガバナンス・コードとの関係、Patient Capital〔中長期保有の株主・機関投資家〕、パッシブ運用の増加に伴う課題、被情報開示の重視、インサイダー取引規制による株主平等原則を保障するフェア・ディスクロージャー・ルールとの調整、IR協会との関係等）であり、スチュワードシップ・コードを正面から批評として論じるものではない。

25 田中亘「日本版スチュワードシップ・コードの検討—機関投資家の役割にメ

は、至極、当たり前の捉え方であると考え。協調的対話では「対話のための対話」になりかねないし、ほとんど意味がないといえる²⁶。その前提として、日本では「把握」が英国では「監視」が要求されるが、英国の姿勢こそ当たり前であると思われる²⁷。これこそコードの日本の変容の象徴である。

4. コーポレートガバナンスとソフトロー²⁸—両者は調和するのか

そもそも「コーポレートガバナンス」の手法は、基本的には経営者を監督するための「守りの手法」であり、コーポレートガバナンス・コードが主張する「攻めのガバナンス」は概念矛盾に近く、コーポレートガバナンスに含まれる手法に「会社の持続的な成長」に結び付くものは少ないとの批判がある²⁹。一方、会社法の下部構造の1つとしての「機関投資家の在り方」を変えようとする試みであるスチュワードシップ・コードについては、ポジティブに評価される³⁰。確かに、株主自らがコーポレートガバナンスを強化するのはその自主的活動に待つよりほかはなく、それを推奨す

「についてのアンビヴァレントな見方」月刊監査役629号（2014年）68頁。

26 だからこそ、インサイダー取引が問題とされ、FDルールが制定されるのである（平成30年4月施行）。逆に、「対決型」を抑制するために大量保有報告書制度の適用の有無が議論されていると思われる。

27 村田敏一「機関投資家の議決権行使—スチュワードシップ・コード導入の光と影—」商事法務2175号（2018年）24頁参照。同論文は、本（改訂）コードに基づく議決権行使基準は、会社提案議案への賛否に関する基準であり、委任状争奪戦時の会社提案議案/株主提案議案への相対的判断基準を示す発想に乏しく、我が国で米国と同等のレベルでアクティビスト・ヘッジファンドと機関投資家の融合・共生が進むとみるのは早計であるとする。

28 主として参照、前掲、村田論文16頁以下。しかし、この論文は、網羅的ではあるが、整理の域を出ておらず、示唆するものが多くない。

29 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスの目的と手法」早稲田法学92巻1号（2016年）117頁。

30 江頭憲治郎「会社法改正によって日本の会社は変わらない」法律時報86巻11号（2014年）60頁、65頁。いわば「下からの改革」である。

るスチュワードシップ・コードは評価できるであろう。

5. スチュワードシップ・コードは機能するのか、又はコーポレート・ガバナンスにとっての機関投資家の有用性³¹

スチュワードシップ・コードは、コーポレートガバナンス・コードと同様、欧米の動き（スチュワードシップの母国は英国である）を受けて採用されたものではあるが、日本で最初に機関投資家への期待に触れたのは、江頭教授であろう³²。同教授の先見の明には感心させられるが、その実践例である、日本版スチュワードシップ・コード（及びコーポレートガバナンス・コード）の策定及び改訂を見ると、上述のように、欧米の物まねというだけでなく、随所に日本の変容が行われていることを見て取ることができよう。すなわち、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を強調・推奨するにとどまっていることである。

しかし、私見では、日本の変容にとどまらず、「日本的進化」がなされてしかるべきである。すなわち、スチュワードとは執事・財産管理人のことであり、スチュワードシップは、執事・財産管理人として、個人から預かった資産を（スチュワードシップ）責任をもって管理・運用することが責任であるといえる。すなわち、機関投資家のうち運用機関（アセットマネージャー）にとって直接の顧客とは契約関係にあり、法的な受託責任を負う。一方、アセットオーナー（資産保有者）は、資金提供者は法的には受益者に過ぎないからそれとは法的な契約当事者ではない。しかし、実質的には資金提供者であることに違いはなく、したがって、両者ともに、機

31 加藤貴仁「スチュワードシップ・コードの理論的考察—機関投資家のインセンティブ構造の観点から—」ジュリスト1515号16頁以下参照。同論文は、法と経済学の立場から、機関投資家によるスチュワードシップ活動の費用と便益を論じるだけで、コードを推進する方向が見えてこないというべきである。

32 江頭憲治郎「コーポレート・ガバナンスと機関投資家の役割」Business Law Journal 25号（2010年4月号）5頁。

関投資家の真のオーナーは、顧客・受益者であり、つまりこれらの者の元をたどれば、個人一人ひとりである。

そのことを機関投資家は再確認して、（日本版）スチュワードシップ・コードを真摯に受け止めるべきである。であるならば、機関投資家は、顧客だけでなく受益者に対して、その個々の声を吸収して投資先企業に対してスチュワードシップ活動を行うべきである。そうであれば、例えば、過去の議論に見られた、「パススルー理論」（西尾幸夫「議決権のパス・スルーと親会社規整」阪大法学99号（1976年））の適用をスチュワードシップ・コードで採用するといった試みがなされてしかるべきである。

《参考》

「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～

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会

平成29年5月29日

以下、下線が入ったものは改訂で付け加えたものである。

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」⁵（エンゲージメント）などを通じて、当該

5 「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メ

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⁶。

1-3. アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスチュワード

シップ活動に取り組むべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスチュワードシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求めるべきである。

1-4. アセットオーナーは、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スチュワードシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スチュワードシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検

↘ 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）。

6 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、主として運用機関としての業務を行っている機関投資家と、主としてアセットオーナーとしての業務を行っている機関投資家とは、自ずと異なり得る。

討を行った上で、運用機関に
対して議決権行使を含むス
チュワードシップ活動に関し
て求める事項や原則を明確に
示すべきである。

1－5. アセットオーナーは、運用機
関のスチュワードシップ活動
が自らの方針と整合的なもの
となっているかについて、運
用機関の自己評価なども活用
しながら、実効的に運用機関
に対するモニタリングを行う
べきである。このモニタリン
グに際しては、運用機関と投
資先企業との間の対話の
「質」に重点を置くべきであ
り、運用機関と投資先企業と
の面談回数、面談時間等の形
式的な確認に終始すべきでは
ない。

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
議決権を行使する場合など、
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、
これをどのように実効的に管
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。

特に、運用機関は、議決権
行使や対話に重要な影響を及
ぼす利益相反が生じ得る局面
を具体的に特定し、それぞれの
利益相反を回避し、その影
響を実効的に排除するなど、
顧客・受益者の利益を確保す
るための措置について具体的
な方針を策定し、これを公表
すべきである。

2－3. 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

2－4. 運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

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、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連するもの⁷を含む）及びそうしたリスク・収益機会への対応など、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

7 ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる。

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、その持続的成長を促すことを目的とした対話⁸を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有⁹を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当

該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである¹⁰。

4-2. パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パッシブ運用を行うに当たって、より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。

4-3. 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行うのかな

8 その際、対話を行うこと自体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。

9 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。

10 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。

どについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである¹¹。

4-4. 機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集団的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る¹²。

4-5. 一般に、機関投資家は、未公表の重要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、「G20/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「コーポレートガバナンス・コード」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、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¹³。

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

11 当該方針の内容は、例えば、主として運用機関としての業務を行っている機関投資家と、主としてアセットオーナー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。

12 この点に関連し、平成26年2月に公表された金融庁の「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」(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf>)〔再掲〕は、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」(及び公開買付制度における「特別関係者」)に該当するかについて、解釈の明確化を図っている。

13 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。

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。

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を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¹⁴。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

5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

また、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を行使しているか否かについての可視性をさらに高める観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである¹⁵。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適

14 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。

15 個別の議決権行使結果を公表した場合、賛否の結果のみに過度に関心が集まり、運用機関による形式的な議決権行使を助長するのではないかなどの懸念が指摘されている。しかし、運用機関は、自らが運用する資産の最終受益者に向けて、活動の透明性を高めていくことが重要である。さらに、我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相反への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかと懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である。

切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。

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を行使すべきである。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。

5－5. 議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のため

に十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。

また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相反管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

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. 運用機関は、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¹⁶。

16 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

6-2. アセットオーナーは、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¹⁶。

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よう工夫すべきである¹⁷。

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。

原則7 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

指針

7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。

このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。

ゝうな場合には、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。

17 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。

7-2. 特に、機関投資家の経営陣は
スチュワードシップ責任を実
効的に果たすための適切な能
力・経験を備えているべきで
あり、系列の金融グループ内
部の論理などに基づいて構成
されるべきではない。

また、機関投資家の経営陣
は、自らが対話の充実等のス
チュワードシップ活動の実行
とそのための組織構築・人材
育成に関して重要な役割・責
務を担っていることを認識し、
これらに関する課題に対する
取組みを推進すべきである。

7-3. 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。

7-4. 機関投資家は、本コードの各
原則（指針を含む）の実施状
況を適宜の時期に省みるこ
とにより、本コードが策定を求

めている各方針の改善につな
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。

特に、運用機関は、持続的
な自らのガバナンス体制・利
益相反管理や、自らのスチュ
ワードシップ活動等の改善に
向けて、本コードの各原則（指
針を含む）の実施状況を定期
的に自己評価し、結果を公表
すべきである¹⁸。

18 こうした自己評価の結果の公表は、アセットオーナーが運用機関の選定や評価を行うことにも資すると思われる。

投資家と企業の対話ガイドライン

スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードの
フォローアップ会議

平成30年6月1日

投資家と企業の対話ガイドライン について

本ガイドラインは、コーポレートガバナンスを巡る現在の課題を踏まえ、スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードが求める持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた機関投資家と企業の対話において、重点的に議論することが期待される事項を取りまとめたものである。機関投資家と企業との間で、これらの事項について建設的な対話が行われることを通じ、企業が、自社の経営理念に基づき、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現し、ひいては経済

全体の成長と国民の安定的な資産形成に寄与することが期待される。

本ガイドラインは、両コードの附属文書として位置付けられるものである。このため、本ガイドラインは、その内容自体について、「コンプライ・オア・エクスプレイン」を求めるものではないが、両コードの実効的な「コンプライ・オア・エクスプレイン」¹を促すことを意図している。企業がコーポレートガバナンス・コードの各原則を実施する場合（各原則が求める開示を行う場合を含む）や、実施しない理由の説明を行う場合には、本ガイドラインの趣旨を踏まえることが期待される。

なお、コーポレートガバナンスを巡る課題やこうした課題に対処

1 機関投資家と企業の建設的な対話を充実させていく観点からは、各原則を実施する場合も、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことが有益であると考えられる。

する際の優先順位は、企業の置かれた状況により差異があることから、対話に当たっては、形式的な対応を行うことは適切でなく、個々の企業ごとの事情²を踏まえた実効的な対話を行うことが重要である。

1. 経営環境の変化に対応した経営判断

1-1. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を実現するための具体的な経営戦略・経営計画等が策定・公表されているか。また、こうした経営戦略・経営計画等が、経営理念と整合的なものとなっているか。

1-2. 経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分か

りやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。

1-3. 経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境やリスクを的確に把握し、新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果断な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。

2. 投資戦略・財務管理の方針

2-1. 保有する資源を有効活用し、中長期的に資本コストに見合うリターンを上げる観点から、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた設備投資・研究開発投資・人材投資等が、戦略的・計画的に行われているか。

2 企業の事情を踏まえるに当たり、例えば、グループ経営を行っている企業については、必要に応じ、グループとしての視点を織り込むことが重要と考えられる。

２－２．経営戦略や投資戦略を踏まえ、資本コストを意識した資本の構成や手元資金の活用を含めた財務管理の方針が適切に策定・運用されているか。

３．CEOの選解任・取締役会の機能発揮等

【CEOの選解任・育成等】

３－１．持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、経営環境の変化に対応した果断な経営判断を行うことができるCEOを選任するため、CEOに求められる資質について、確立された考え方があるか。

３－２．客観性・適時性・透明性ある手続により、十分な時間と資源をかけて、資質を備えたCEOが選任されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した指名委員会が活用されているか。

３－３．CEOの後継者計画が適切に策定・運用され、後継者候補の育成（必要に応じ、社外の人材を選定することも含む）が、十分な時間と資源をかけて計画的に行われているか。

３－４．会社の業績等の適切な評価を踏まえ、CEOがその機能を十分発揮していないと認められる場合に、CEOを解任するための客観性・適時性・透明性ある手続が確立されているか。

【経営陣の報酬決定】

３－５．経営陣の報酬制度を、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けた健全なインセンティブとして機能するよう設計し、適切に具体的な報酬額を決定するための客観性・透明性ある手続が確立されているか。こうした手続を実効的なものとするために、独立した報酬委員会が活用されているか。また、報酬制度や具体的な報酬額の適切性が、分かりやすく説明されているか。

【取締役会の機能発揮】

３－６．取締役会が、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、適切な知識・経験・能力を全体として備え、ジェンダーや国際性の面を含む多様性を十分に確保した形で構

成されているか。その際、取締役として女性が選任されているか。

- 3-7. 取締役会が求められる役割・責務を果たしているかなど、取締役会の実効性評価が適切に行われ、その結果が分かりやすく開示・説明されているか。

【独立社外取締役の選任・機能発揮】

- 3-8. 独立社外取締役として、適切な資質を有する者が、十分な人数選任されているか。また、独立社外取締役は、資本効率などの財務に関する知識や関係法令等の理解など、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に実効的に寄与していくために必要な知見を備えているか。

独立社外取締役の再任・退任等について、自社が抱える課題やその変化などを踏まえ、適切な対応がなされているか。

- 3-9. 独立社外取締役は、自らの役割・責務を認識し、経営陣に対し、経営課題に対応した適切な助言・監督を行っているか。

【監査役等の選任・機能発揮】

- 3-10. 監査役・監査委員・監査等委員（監査役等）に、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する人材が選任されているか。
- 3-11. 監査役等は、業務監査を適切に行うとともに、適正な会計監査の確保に向けた実効的な対応を行っているか。監査役等に対する十分な支援体制が整えられ、監査役等と内部監査部門との適切な連携が確保されているか。

4. 政策保有株式

【政策保有株式の適否の検証等】

- 4-1. 政策保有株式³について、それぞれの銘柄の保有目的や、保有銘柄の異動を含む保有状

3 企業が直接保有していないが、企業の実質的な政策保有株式となっている株式を含む。

況が、ステークホルダーに理解できるよう、分かりやすく説明されているか。

個別銘柄の保有の適否について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、取締役会において検証を行った上、適切な意思決定が行われているか。そうした検証の内容について分かりやすく開示・説明されているか。

政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な基準が策定され、分かりやすく開示されているか。また、策定した基準に基づいて、適切に議決権行使が行われているか。

4-2. 政策保有に関する方針の開示において、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方を明確化し、そうした方針・考え方に沿って適切な対応がなされているか。

【政策保有株主との関係】

4-3. 自社の株式を政策保有株式として保有している企業（政策保有株主）から当該株式の売却等の意向が示された場合、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げているか。

4-4. 政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行っていないか。

5. アセットオーナー

5-1. 自社の企業年金が運用（運用機関に対するモニタリングなどのスチュワードシップ活動を含む）の専門性を高めてアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業として、運用に当たる適切な資質を持った人材の計画的な登用・配置（外部の専門家の採用も含む）などの人事面や運営面における取組みを行っているか⁴。また、

4 対話に当たっては、こうした取組みにより母体企業と企業年金の受益者と

論 説

そうした取組みの内容が分かりやすく開示・説明されているか。

＼の間に生じ得る利益相反が適切に管理されているかについても、留意が必要である。