

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

# 日本版スチュワードシップ・コード

—英国コードとの比較を中心として—

2016年3月25日  
東京大学 神作裕之

# 目次

- I 背景－機関投資家のエンゲージメント
- II 日本版スチュワードシップ・コードの経緯
- III 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要
- IV 日本版スチュワードシップ・コードの概要
- V スチュワードシップ・コードの意義と問題点
- VI 日本版スチュワードシップ・コードと責任投資
- VI 実態
- VIII 近時の金融行政の動向
- X フォローアップ

# I 背景－機関投資家のエンゲージメント

- 機関投資家のエンゲージメントにより企業価値が向上するという期待(1)
- 機関投資家によるエンゲージメントが不十分であるという認識(2)

(2)の理由は？

①機関投資家の「受動的な」投資戦略

分散投資

インデックス投資

⇒「ウォール・ストリート・ルール」(売却するか保有し続けるかの選択)が趨勢

コスト・ベネフィット⇒「合理的な無関心」「合理的なrationally reticent」

ポートフォリオに組み込まれた多数の世界各地の株式会社の株式より良いエンゲージメントを行うための情報はあるのか？

各地のコーポレートガバナンスの枠組みの相違は捨象できるのか？

－そもそも株主権の内容は各国の株式会社法により定まる

フリー・ライド問題－商売敵に塩を贈る

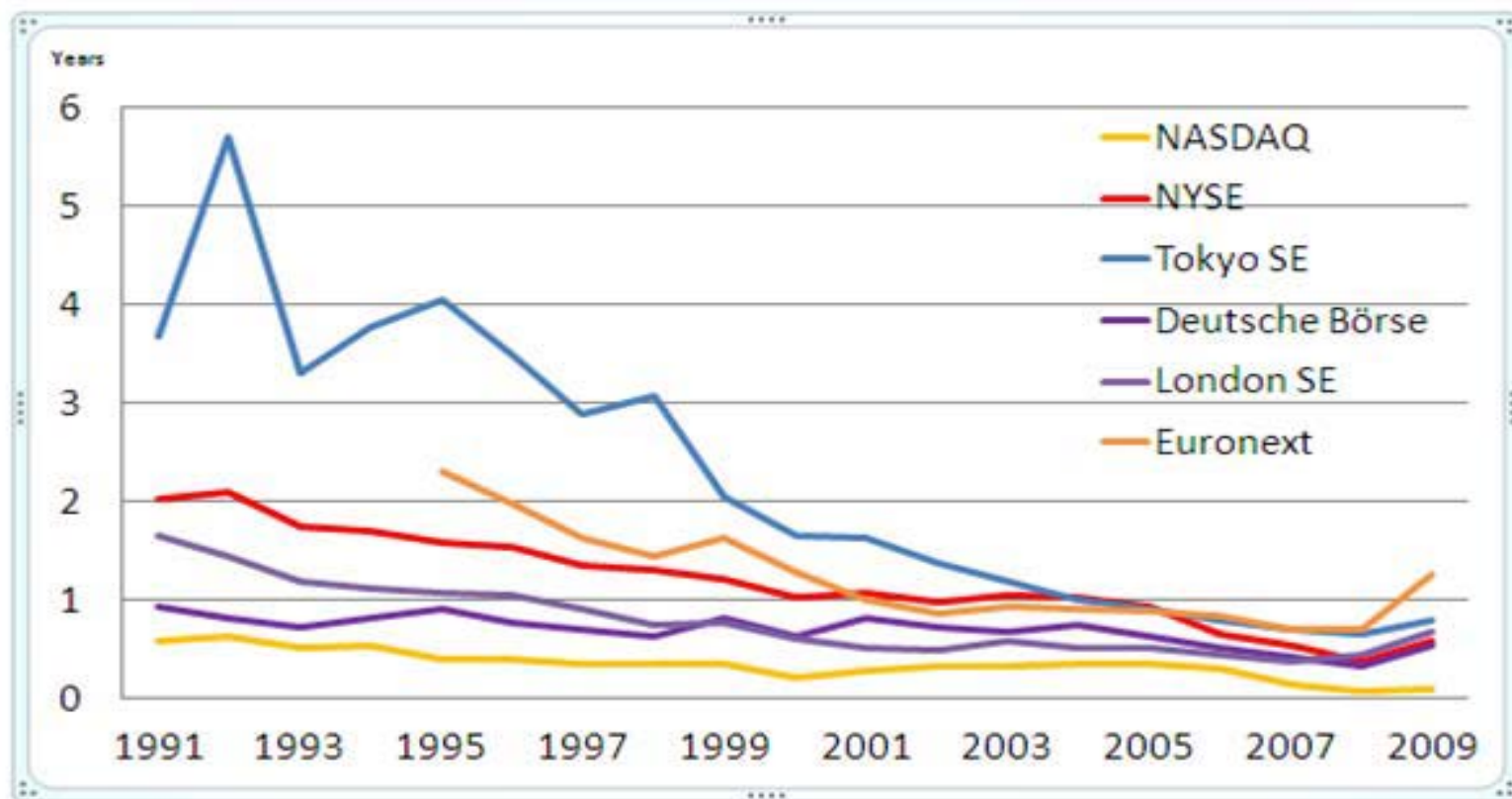
上記のような機関投資家の株式保有比率の増大

# I 背景－機関投資家のエンゲージメント

## ②機関投資家の株式保有期間の短縮化

とくに、日本においてその傾向は著しい

IMPACT ASSESSMENT, Accompanying the document PROPOSAL FOR A  
DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL,  
SWD(2014) 127 finalより抜粋



# I 背景－機関投資家のエンゲージメント

## ③海外機関投資家の保有比率の上昇

EU全体の上場企業の外国人による株式所有比率は、44%  
日本の上場企業の外国人所有比率は、31.7%（過去最高）  
（東証・大証・名証・札証「2014年度株式分布状況調査の調査結果について」<<http://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/nlsgeu0000010nfj-att/bunpu2014.pdf>>  
←海外機関投資家にとって議決権行使をはじめとするエンゲージメントを実効的に行うことの困難さ

### 【参照】 日本の対応

●全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」（平成27年11月13日）

# I 背景－機関投資家のエンゲージメント

## ④株式の持合

持合株式が株主による実効的な議決権行使を妨げているという議論

【参照】コーポレートガバナンス・コード

【原則1－4】政策保有に関する方針

➤毎年、取締役会で主要な政策保有についてそのリターンとリスクなどを踏まえた中長期的な経済合理性や将来の見通しを検証し、これを反映した保有のねらい・合理性についての具体的な説明

➤上場会社は、政策保有株式に係る議決権の行使について、適切な対応を確保するための基準

2015年11月に3メガバンクが政策保有株式削減に向けた具体的な取組み方針、数値目標を公表

⇒今後5年程度かけて取得原価ベースで2兆円規模、時価ベース4兆円を超える株式が売却される見込み

# I 背景－機関投資家のエンゲージメント

## ⑤ インベストメント・チェーン問題

議決権・株主権行使の実際上の困難性

インベストメント・チェーンの意義

「所有」と「所有」の分離

株主権に係る権限のアンバンドリング(分解)現象

とくにクロスボーダーの投資で、株主のエンゲージメント不足問題が顕在化

議決権をはじめとする株主権の行使を迅速・低コストで行い得るのか？

最終投資家



資産所有者(機関投資家)



資産運用者

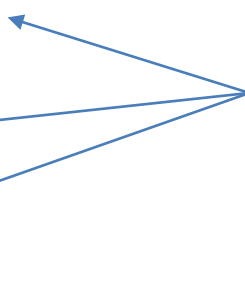


資産保管者



投資先企業

議決権行使助言会社



## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 1 策定の経緯

平成25年8月

「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」(金融庁)の設置  
5回の検討会を開催

平成25年12月26日

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「責任ある機関投資家」の諸原則(案)《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～  
パブリックコメント手続

＜<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20131226-6/01.pdf>＞

平成26年2月27日 確定

「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～

＜<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>＞



## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 2 「コンプライ・オア・エクスプレイン(遵守せよ、さもなければ説明せよ)」規範の導入

#### ①平成26年会社法改正

平成26年改正会社法による社外取締役を置くことの不当性に係るコンプライ・オア・エクスプレイン

事業年度の末日において監査役会設置会社であるとともに、公開会社・大会社であり、かつ、有価証券報告書提出会社である会社は、社外取締役を置いていない場合には、取締役は、当該事業年度に関する定時株主総会において、社外取締役を置くことが相当でない理由を説明しなければならない(会社法327条の2)

会社法施行規則124条2項(事業報告における開示)

会社法施行規則74条の2第1項・2項(株主総会参考書類における開示)

#### ②日本版スチュワードシップ・コード

#### ③コーポレートガバナンス・コード

➤有価証券上場規程による開示

(イ)「コーポレートガバナンス・コード」の各原則を実施するか、実施しない場合にはその理由をコーポレートガバナンスに関する報告書報告書において説明する義務  
(東証有価証券上場規程436条の3)

(ロ)コーポレートガバナンス・コードを実施する場合には、それに基づく説明を要する

➤コードに基づく開示事項

多層的な開示ーコーポレート・ガバナンス報告書における記載を求める

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 3 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

#### (1) 日本再興戦略(平成25年6月14日)

<[http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou\\_jpn.pdf](http://www.kantei.go.jp/jp/singi/keizaisaisei/pdf/saikou_jpn.pdf)>

「公的・準公的資金について、各資金の規模や性格を踏まえ、運用(分散投資の促進等)、リスク管理体制等のガバナンス、株式への長期投資におけるリターン向上のための方策等に係る横断的な課題について、有識者会議において検討を進め、本年秋までに提言を得る。」(同51頁)

⇒企業価値の向上、ひいては日本経済の活性化への期待

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 3 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

(2) 金融審議会金融分科会「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」報告書「上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて」(平成21年6月)

< [http://www.fsa.go.jp/singi/singi\\_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20090617-1/01.pdf) >

#### ① 投資者による議決権行使等をめぐる問題

「投資者の機関化が進み、年金や、これらの資産を運用する運用機関の市場における影響力が大きくなっている。機関投資家は、その背後にある多数の一般の契約者や加入者に対して受託者責任を負っており、議決権行使は、機関投資家の受託者責任の重要な要素を構成するものである。この点についての一層の明確化を通じて、機関投資家による適切な議決権行使の徹底を図っていくことが重要である。」として、①議決権行使に関するガイドラインの作成及び公表、②議決権行使結果の公表等について示唆(同14頁以下)。

#### ② 株主・投資者による経営との対話の充実

「株主・投資者においては、株式売買や議決権行使を通じた経営監視にとどまらず、これらを背景に、日常から、経営者との対話の中で、経営についての建設的な議論を充実させていくことが重要となる。」(同17頁以下)

## Ⅱ 日本版スチュワードシップ・コードの経緯

### 3 日本版スチュワードシップ・コード導入の背景

(3) 目指すべき市場経済システムに関する専門調査会「目指すべき市場経済システムに関する報告」(平成25年11月1日)

「機関投資家は、企業の経営を規律付け、企業に中長期的な投資を促し持続可能な成長を促していくために、企業と建設的なコミュニケーションを行うことが重要である。こうした対応を通じて、機関投資家は適切に受託者責任を果たすことができる。…」

このための具体的な方策の一つとして、日本版スチュワードシップ・コードの策定がある。スチュワードシップ・コードは、機関投資家の投資先企業への望ましい関係のあり方を示したものである。既に英国において策定されているスチュワードシップ・コードを念頭に置きつつも、機関投資家と企業との建設的なコミュニケーションによって企業の持続的成長を実現することを重視し、日本の実情に応じた日本版スチュワードシップ・コードが策定することが望まれる。これを契機として、機関投資家と企業のコミュニケーションの質が高まり、信頼関係がより強まり、中長期的な資金確保に重要な役割を果たすことが期待される。」

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 1 意義および目的

財務報告評議会「英国スチュワードシップ・コード」(2010年制定、2012年改訂)

FRC (Financial Reporting Council), 'The UK Stewardship Code'

➢コーポレートガバナンス・コードを前提に、それを支える役割

cf. FRC「英国コーポレートガバナンス・コード」(2010年制定、2012年改訂)

### (1)「スチュワードシップ(stewardship)」の意義

#### 本来の意味

スチュワードシップ・コードの文脈においては、「責任ある思慮ある所有 (responsible and thoughtful ownership)」とされる

⇒受託者責任、信託義務 (fiduciary duty) との親近性

⇒他方、最終的な投資家(「根源的な資金提供者」)の繁栄の観点から、資産保有者・資産運用者・サービス・プロバイダー(議決権行使助言会社・投資コンサルタント)なども含むいわゆる投資の連鎖 (investment chain) を視野に入れたスチュワードシップ(同コード前文1参照)

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 1 意義および目的

### (2)「エンゲージメント(engagement)」の意義

「エンゲージメントとは、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構造およびコーポレートガバナンス(企業文化や報酬を含む)に関する事項や次期株主総会の議案をめぐり会社との間で行われる目的をもった対話」と定義(同コード原則1指針参照)

「エンゲージメントとは、それによってスチュワードシップの責任が果たされることになる手段をいう」(Fair Pensions submission to FRC Stewardship consultation (April 2010), at 18

<[http://www.fairpensions.org.uk/sites/default/files/uploaded\\_files/documents/StewardshipCodeFairPensions.pdf](http://www.fairpensions.org.uk/sites/default/files/uploaded_files/documents/StewardshipCodeFairPensions.pdf)>)

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 1 意義および目的

### (3) 2012年改正スチュワードシップ・コードによる「スチュワードシップ」概念等の明確化

「効果的なスチュワードシップは、会社、投資家および経済全体の利益になるものである。」(同コード「スチュワードシップと本コード」1参照)

「投資家にとって、スチュワードシップは議決権行使以上のものであり、経営を監督し、企業戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成、企業文化や報酬を含むコーポレートガバナンスについて会社とエンゲージメントを行うことである。エンゲージメントとは、これらのテーマおよび株主総会の決議事項について会社と目的を持って対話を行うことである。」(同コード「スチュワードシップと本コード」4参照)

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 1 意義および目的

### (4) スチュワードシップ・コードの目的

①「資産運用者と投資先会社との間のエンゲージメントの質を向上させ、株主に対する長期的かつリスクに適合的なリターンを高めることに資すること」(FRCの説明)

<<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards/Corporate-governance/UK-Stewardship-Code.aspx>>

②会社の報告制度とコーポレートガバナンスを最高の質に高めるために、コーポレートガバナンスの体制としては「遵守せよ、さもなければ説明せよ」のアプローチを採用し取締役会におけるベスト・プラクティスの加速を目指す、取締役の説明責任を果たさせるに際し投資家に中心的な役割を担わせるものとし、そのための行動規範を定めるもの(FRCの説明)

<<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Codes-Standards.aspx>>

cf. エンゲージメントの健全な基礎を作ることにより、コーポレートガバナンスと投資プロセスとの間に必要なより強い結び付きを創設(2010年版の序文)

<<https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/The-UK-Stewardship-Code.aspx>>

③投資先企業が長期的かつ持続的なパフォーマンスを上げることに對し、機関投資家が影響を与え得ることについて、機関投資家の自覚を促す(Sergakis, at 119)



# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 2 沿革

- 伝統的に機関投資家は、「不在地主 (absentee landlords)」との評価
- 1990年代以降 株主アクティビズムの公認
  - 1991年 ISC (Institutional Shareholders' Committee; 現在は Institutional Investor Committeeと改称)「英国における機関株主の責任に関するステートメント」公表
  - 1992年 キャドベリー・レポート(「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチを提唱、ガバナンスと大株主の関係に言及)
  - 1998年ハンペル・レポート
  - 1998年 FRC (Financial Reporting Council)「統合規範 (Combined Code)」制定
  - 2002年 ISC「機関株主および代理人の責任:原則ステートメント」を公表
- 2007年～2009年 金融危機・経済危機の発生

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 2 沿革

2009年 ウォーカー・レビュー(David Walker, 'A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities: Final Recommendations', (26 November 2009) < [http://www.hmtreasury.gov.uk/walker\\_review\\_information.htm](http://www.hmtreasury.gov.uk/walker_review_information.htm) >において、FRCがスチュワードシップ・コードの制定とレビューについて責任をもつべきと提言

2010年 「統合規範」の廃止

FRC 英国コーポレートガバナンス・コードの制定

FRC 英国スチュワードシップ・コードの制定

2010年のスチュワードシップ・コードは、金融危機・経済危機を踏まえ、企業のリスクを低減し適正化するために投資家によるコントロールに期待するという側面をもつ

← 機関投資家のエンゲージメントのあり方を修正し、投資プロセスとコーポレートガバナンスのより強い結び付きを作り出し、ひいては株主に対する長期的なリターンの向上に資するため(FRC議長Hogg氏発言)

2012年 英国スチュワードシップ・コード改訂

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 3 2012年英国スチュワードシップ・コードの改訂について

- 7原則については、若干の文言の修正はあるものの、実質的改訂はなされていない(ガイダンス・ノートの修正箇所は少ない)
- 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチに若干の修正を加え、遵守しない場合には、たんに「説明」をすれば足りるのではなく、「意味のある説明(meaningful explanation)」を要するものとした
  - ⇒同コードの提示する原則を維持するため、説明により明確な合理性を要求する趣旨
  - ⇒投資家は、「意味のある説明」により、それを評価し、当該スチュワードのスチュワードシップについての基本的な考え方を理解することが可能となる
- 「スチュワードシップ」概念等の明確化(スライド10参照)
- 資産保有者の役割の明確化、集团的エンゲージメントに関する情報提供の強化、スチュワードシップ・コードの適用範囲の拡大(海外機関投資家のサイン・アップを認める)など

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 4 概要—7原則

原則1：機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を開示すべきである。

原則2：機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定し、公表するべきである。

原則3：機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。

原則4：機関投資家は、スチュワードとしての活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 4 概要－7原則(その2)

原則5:機関投資家は、必要に応じて他の投資家と協働すべきである。

原則6:機関投資家は、議決権行使及び議決権行使結果の公表について、明確な方針を持つべきである。

原則7:機関投資家は、スチュワードシップに係る行動及び議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 5 特徴

①コーポレートガバナンスについての基本的な考え方を明確化

⇒ 取締役会が第一次的な責任を負うが、会社のガバナンスとりわけ「スチュワードシップ」の責任は取締役会のみならず機関投資家にも認められるべき(同コード「スチュワードシップと同コード」2参照)

②コーポレートガバナンス・コードと併せて機能すべきもの

③株主(機関投資家)の行為規範、とりわけ短期的なリターンのみを追求すべきではなく、経営者との批判的な対話を重視

←もともと、短期的なリターンの追及が問題であるのか、中長期的なリターンの追及が問題解決のための手段であるのかは争いがあるところ

ー英国スチュワードシップ・コードの立場は？

# Ⅲ 英国スチュワードシップ・コードの沿革と概要

## 5 特徴

④しかし、③の考え方を義務化するのではなく、同コードの適用を受けるかについてサイン・アップすることを要するとともに、個別の原則については、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」というソフトロー・アプローチを採用

⑤機関投資家については、定義を置かないが、資産保有者(asset owner)と資産運用者(asset manager)とを区別し、適用規範を異にする。

さらに、サービス・プロバイダー(議決権行使助言会社・投資助言会社等)にも適用されることを明記

なお、英国で認可された資産運用業者に対しては、同コードの適用を受けるかどうかについての決定をFRCに届け出ることを義務付け

⑥定期的な見直し(2年)

## 【参考】 EU法の動向

### (1) スチュワードシップ責任の法定化の試み

#### EU株主権指令の改正提案

ー長期保有株主のエンゲージメントの促進とコーポレートガバナンス報告書の内容に関する改正提案(以下、「本指令改正案」という)

●Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement, COM(2014)213final, 2014/0121(COD)

#### 本指令改正案の現状

#### 欧州議会第一読回

2015年7月8日 本指令改正案に対する欧州議会による修正

●Amendments adopted by the European Parliament on 8 July 2015 on the proposal for a directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement (COM(2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD))



## 【参考】 EU法の動向

### (2) 本指令案の目的

今日の社会のニーズに適用し、変化しつつある経済環境に適用するため

最終目標: EU企業の成長促進、雇用の場の拡大および競争力の強化

『欧州2020(“Europe 2020”)』

欧州における事業環境の発展・EUのコーポレートガバナンスには不十分な点があるとの認識

- ① 株主と経営陣とのエンゲージメントが不足している
- ② コーポレートガバナンスに関する開示・透明性が不足している

欧州委員会における「欧州会社法とコーポレートガバナンスに関する」アクションプラン

### (3) 本指令改正案の主な内容

- ① 投資先企業と資産保有者・資産運用者の間におけるエンゲージメントのレベルと質の向上
- ② 会社経営者の報酬とパフォーマンスとの間のより良い結びつきの創設
- ③ 利害関係者取引に関する透明性の向上と株主による監視の強化
- ④ 議決権行使助言会社の助言の責任と質の確保
- ⑤ インベストメント・チェーンにおける議決権行使を含むクロスボーダーの情報伝達の容易化、とりわけだれが株主であるかの認識

## 【参考】 EU法の動向

### (4) 本指令案におけるエンゲージメントの定義

#### ●本改正指令案の定義(1条(h)項)

「株主エンゲージメント」とは、株主が単独または他の株主と協働して、戦略、パフォーマンス、リスク、資本構成およびコーポレートガバナンスなどの重要な事項について、会社と対話し、株主総会で議決権を行使することにより、投資先企業を監視することである。

## 【参考】 EU法の動向

### (5) 本指令案のスチュワードシップ責任に係る規律の概要

#### 本改正指令案3f条～3h条

- 株主のエンゲージメントに関する基本方針を策定するものとする—とりわけ、株主のエンゲージメントに関係して生じている、あるいは生じ得る「利益相反」の管理を行うこと
- 当該基本方針は、開示しなければならない
- 当該基本方針の策定をせず、あるいは、エンゲージメントの結果を公表しないときは、その理由について「明確かつ合理的な」説明をしなければならない(『コンプライ・オア・エクスプレイン』ルールの採用)
- 機関投資家は、投資戦略が運用すべき財産のプロファイルと残存期間にマッチしたものであること、および、運用資産の長期的なパフォーマンスに資することについて、それがどうしてそうなるかを公衆に開示しなければならない
- 機関投資家が資産運用者を用いるときは、資産運用者との間の契約の主要な事項について、3g条の定めるところに従って開示しなければならない(そのような事項を含まないときはその明確かつ合理的な説明をしなければならない)
- 資産運用者は半期ごとに機関投資家に対し運用戦略とその実施について、契約を遵守したものであること、当該投資戦略と投資判断が機関投資家の資産の長期的なパフォーマンスに資する理由を開示しなければならない
- さらに、資産運用者は、機関投資家との約定の履行に関する重要な事項についても、半期ごとに機関投資家を開示しなければならない

## 【参考】 EU法の動向

### (6) 議会による修正案

本指令案におけるスチュワードシップ責任に係る修正点は、主として次の2点について、新たに下記の事項を追加する

#### ① 議決権行使助言会社の透明性確保

- 議決権行使助言会社に適用し得る行為規範についてウェブ上で開示すること
- 当該行為規範の定める勧告からかい離する場合には、そのことを明らかにした上で、その理由について説明するか、それに代わって講じた措置についてウェブ上で説明すること

#### ② 株主の確認および株主権行使を容易にすること

- 請求により直ちに会社に報告すべき株主に関する情報が何かを明らかにすること
- 株主総会の議事録を公示するとともに、議決権の行使結果について当該会社のウェブ上で開示すること

# IV 日本版スチュワードシップ・コード

## 1 スチュワードシップ責任の意義

「『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。」(同コード「本コードの目的」4参照)

- スチュワードシップ責任を、企業価値の向上および持続的成長の促進を通じた投資リターンの拡大を図る責任と位置付け
- 機関投資家の責任
- 啓蒙的・教育的要素
- 建設的な目的を持った対話をエンゲージメントと把握

# IV 日本版スチュワードシップ・コード

## 2 スチュワードシップ・コードの目的と性質

「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」(同コード「本コードの目的」4参照)

「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」(同コード「『プリンシプルベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』」10参照)

「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(同コード「『プリンシプルベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』」12参照)

- ソフトロー(法的拘束力はない)
- 原則を定めるもの、すなわちプリンシプルベース・アプローチの採用
- 「遵守せよ、さもなければ説明せよ」アプローチの採用
- 透明性の確保(「コードを受け入れる旨」、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」を各機関投資家のウェブサイトにおいて公表するとともに、当該ウェブサイトのアドレス(URL)を金融庁に通知。通知を受け、金融庁は、受入れを表明した機関投資家(社名)のリストを公表)

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 3 対象となる機関投資家の範囲

#### ①「資産運用者としての機関投資家」

資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う者（投資運用会社など）

#### ②「資産保有者としての機関投資家」

当該資金の出し手（年金基金や保険会社など）

#### ③機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等

なお、日本の上場株式に投資をする機関投資家が対象（以上につき、同コード「本コードの目的」7および8参照）

海外機関投資家も含む

### Ⅲ 日本版スチュワードシップ・コード

#### 4 概要—7つの原則

**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。**

**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。**

**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。**

**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。**



## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 4 概要—7原則

**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。**

#### ➤ 議決権行使結果の公表の内容・方式

投資先企業別、かつ議案別の個別開示まで求めるか。イギリスでは、65%の機関投資家が何らかの形で開示しているが、投資先企業別、議案別の開示まで行っている機関投資家はそのうち44%にすぎない

コードでは、「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」とする(同コード「指針5-3」参照)

**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。**

**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。**

# IV 日本版スチュワードシップ・コード

## 5 英国コードと比較した場合の特徴

### (1) コーポレートガバナンスについての基本的な考え方およびコーポレートガバナンス・コードとの関係

「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。」(同コード「本コードの目的」5参照)と述べ、コーポレートガバナンスに係る何らかの規範を想定

しかし、コーポレートガバナンス・コードは、取引所のコードが存在するのみ

●同一主体が策定するコーポレートガバナンス・コードとリンクしたスチュワードシップ・コードではない

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (2) 短期的リターン、短期的な視点の取扱い

英国コードでは、株主（機関投資家）の行為規範として、とりわけ短期的なリターンのみを追求すべきではないことが前提とされており、経営者との批判的な対話を重視

日本版コードでは、前者については、中長期的なリターンをめざすべきことが繰り返し強調（同コード「本コードの目的」4. 5. 7等参照）

なお、「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と明記（同コード「本コードの目的」7参照）

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (3) プリンシプルベース・アプローチであることを明記

「『プリンシプルベース・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（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。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『プリンシプルベース・アプローチ』の意義を十分に踏まえることが望まれる（同コード「『プリンシプルベース・アプローチ』及び『コンプライ・オア・エクスプレイン』10参照）。

#### (4) コードの策定の主体と定期的な見直し

英国 2年

日本 おおむね3年毎を目途

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴—各論

#### (5) 原則3関係

「機関投資家は、投資先企業の持続的成長を促すとの観点も踏まえ、投資先企業をモニタリングすべきである。」

英国コードでは、モニタリングに当たり、(a) 会社業績の最新状況の把握、(b) 会社の価値、リスクを左右するような会社内外の状況変化の最新状況の把握、(c) 会社内に実効的なリーダーシップが存在することの確認、(d) 取締役等との面談を通じた会社の取締役会・委員会のコーポレート・ガバナンス・コードとの整合性の確認、(e) 会社の開示・会計情報の品質の検討、(f) 適切かつ実務的に可能な場合には主要株主になっている会社の株主総会への参加、を列挙。

これに対し、日本版コードでは、原則のみを定めようとしている。

さらに、英国コードでは、列挙機関投資家は「インサイダーとなるよう希望すること、そうならないよう希望することも可能。インサイダーになっても構わない場合には、その意思・方法を明示すべき」という記載があり、特定の株主に、いわゆる選択的開示を行うことを想定している。

日本版コードの下では、株主平等などの観点から、我が国の機関投資家がインサイダーになることを希望することはないという意見もあり、日本版コードではこのような記載は行っていない。

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (6) 協働原則

英国コードにある他の機関投資家との協働原則(原則5)は不採用

#### 【理由】

①投資家の間で個別の投資先企業に関する具体的な課題についてではなく、議決権行使に当たっての一般的な考え方などについての意見交換が行われている

②他の投資家と協調して個別の投資先企業に何らかの行動を起こすということについては、投資先企業との信頼関係や秘密保持の必要性の観点から、実務では行われていない

なお、協働原則が導入される場合には、英国においてもそうであるように、金商法上の「共同行為(acting in concert)」規制の適用関係が問題となり得た

## Ⅳ 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (7) 原則6 関係

英国コードの下での「保証報告書」(公認会計士の監査より、やや簡素で平易なアプローチで、アセット・マネジャーは、自らのエンゲージメント・議決権行使プロセスについて取得されるべき独立した意見。保証報告書を取得した場合、その旨を開示すべきとされている。)制度は採用せず

イギリスでも、ほとんど利用されていないのが実態である模様

#### (8) 原則7 関係

日本版コードの独自の原則

啓蒙的・教育的効果を原則にまで高めるもの

英国コードにおいても、エンゲージメントによりコーポレートガバナンスが向上するのは、「対話の対象についての相互理解」があることを前提とするとされる(「コードは機関投資家等が自己の役割を再考するための触媒」)

コーポレートガバナンス・コードが存在しないことと関係？

## IV 日本版スチュワードシップ・コード

### 5 英国コードと比較した場合の特徴

#### (9) 日本のスチュワードシップ責任に関する議論の特徴

➤ ROEを非常に重視

スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードの導入の沿革が大きく異なる

日本⇒「攻めのガバナンス」重視

英国・EU⇒「守りのガバナンス」が契機

【参照】 伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」(2014年8月)

ROEを現場の経営指標に落とし込むことで高いモチベーションを引き出し、中長期的にROE向上を目指す「日本型ROE経営」が必要

「資本コスト」を上回る企業が価値創造企業であり、その水準は個々に異なるが、グローバルな投資家との対話では、8%を上回るROEを最低ラインとし、より高い水準を目指すべき



# IV 日本版スチュワードシップ・コード

## 6 法的論点

➤ 投資先企業との対話が「重要提案行為」に該当するか？

① 投資先企業の経営方針等(ガバナンス・本政策などに関するを含む)の説明求める行為

② 自らの議決権行使の方針、投資先企業に対する具体的な議決権行使の予定、自らの株式保有・処分の方針、当該投資先企業の株式の具体的な保有・処分の予定等を説明する行為

③ 上記②の説明に対する投資先企業の投資先企業のスタンスの説明を求める行為

「重要提案行為」に該当するためには、(i) 提案事項の客観的内容が、政令(令第14条の8の2)で列挙された事項に該当すること、(ii) 発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること、および(iii) 「提案」に該当することが必要であるとの従前のパブコメ回答を踏襲しつつ、上記①～③については、投資先企業との間で認識の共有を図る行為であり、「重要提案行為」に該当しない可能性が高い旨を金融庁が公表している「株券等の大量保有報告に関するQ&A」において明記

←法的安定性を確保するために措置

# V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

## 1 スチュワードシップの意義と問題点

### (1) 意義

#### 株式市場および企業価値の重要性

スチュワードシップが発揮され、投資先企業との建設的な対話がなされることにより、当該投資先企業、株主、利害関係者、一国の経済、経済・金融システムにメリットが生じ得ること

それにもかかわらず、株主の無関心が支配する傾向および株主保有形態の複雑化により実質的・最終的株主によるコントロールが不十分

他方、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、スチュワードシップの在り方は様々に異なり得る

⇒機関投資家が、法的拘束力はないものの、事実上の規範を前提に、「遵守せよ、さもなければ説明せよ」に基づき行動する一定の責務を課すことにより上記目的を達成しようとするもの

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 1 スチュワードシップ・コードの意義と問題点

#### (2) 問題点

#### ① 株主アクティビズム自身に対する消極的評価

各種の実証研究—結論は一致していない

ただし、経営者に対しプレッシャーをかける株主が経営の欠陥に対し警鐘を鳴らす機能があること自体を評価する見解がある—株式保有の形態（分散保有か集中保有か、間接保有証券の形態・態様（「間延びした株式保有のチェーン」）など）に依存する可能性もある

#### ② ある種の議決権行使のパターンが必ずしもつねにコーポレートガバナンスの関心事と相関しているわけではない

（FRC, The Impact and Implementation of the UK Corporate Governance and Stewardship Codes (December 2011), at 26)

# V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

## 1 スチュワードシップ・コードの問題点

### (2)問題点

#### ③エンゲージメントは、効率性を欠く

エンゲージメントに係るコストとベネフィットの比較

とくに、多数の会社の株式をポートフォリオに組み込んでいる機関投資家にとって、エンゲージメントを行うことに係るコストが大きいこと

フリーライドの問題

運用機関による経営への過度の関与や一律の方針に基づく形式的な議決権行使を問題視する意見もある(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)8頁

他方、The “CalPERS Effect” on Targeted Company Share Pricesのように、CalPERSがより踏み込んだエンゲージメントを行った投資先企業の株価に着目すると、中長期(開始後5年)的に付加価値が生み出されたとの実証研究がある。

アップデート版につき、< <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/committee-meetings/agendas/invest/201310/item09e-01.pdf> > 参照。

## V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

### 2 「遵守せよ、さもないければ説明せよ」アプローチの意義と問題点

#### (1) 意義

ソフトローとしてのスチュワードシップ・コード

- ①原則としての行動規範を明らかにしつつ、スチュワードシップの多様性・個別性に対応可能
- ②グッド・プラクティスに密着した規範の定立・見直し(実務とのフィードバック)
- ③開示・説明による透明性の確保
- ④適用範囲についても柔軟性を確保し得る
- ⑤定期的かつ柔軟な見直し
- ⑥法的拘束力のある規範としては定立困難な事項を対象とし得る

# V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

## 2 「遵守せよ、さもないと説明せよ」アプローチの意義と問題点

### (2) 問題点

#### ① 有効性に乏しいとの批判

#### 説明により十分な情報が提供されていないとの批判

RiskMetrics Groupの報告書 (RiskMetrics Group, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States, 23 September 2009 )

←「遵守せよ、さもないと説明せよ」のアプローチを支持しつつ、実証研究の結果、必ずしも有効に機能しておらず、とりわけ遵守しない理由の過半数は説明が不十分で有用な情報が提供されていないと批判

さらに、提供された説明を投資家は十分に理解し評価できるかという疑問も提起されている

# V スチュワードシップ・コードの意義と問題点

## ②対象に対する批判

海外投資家は含まれているか？

最終投資家の声は反映されているか？

(国内)機関投資家に限定する根拠は十分か

日本版スチュワードシップは海外投資家にも適用可能

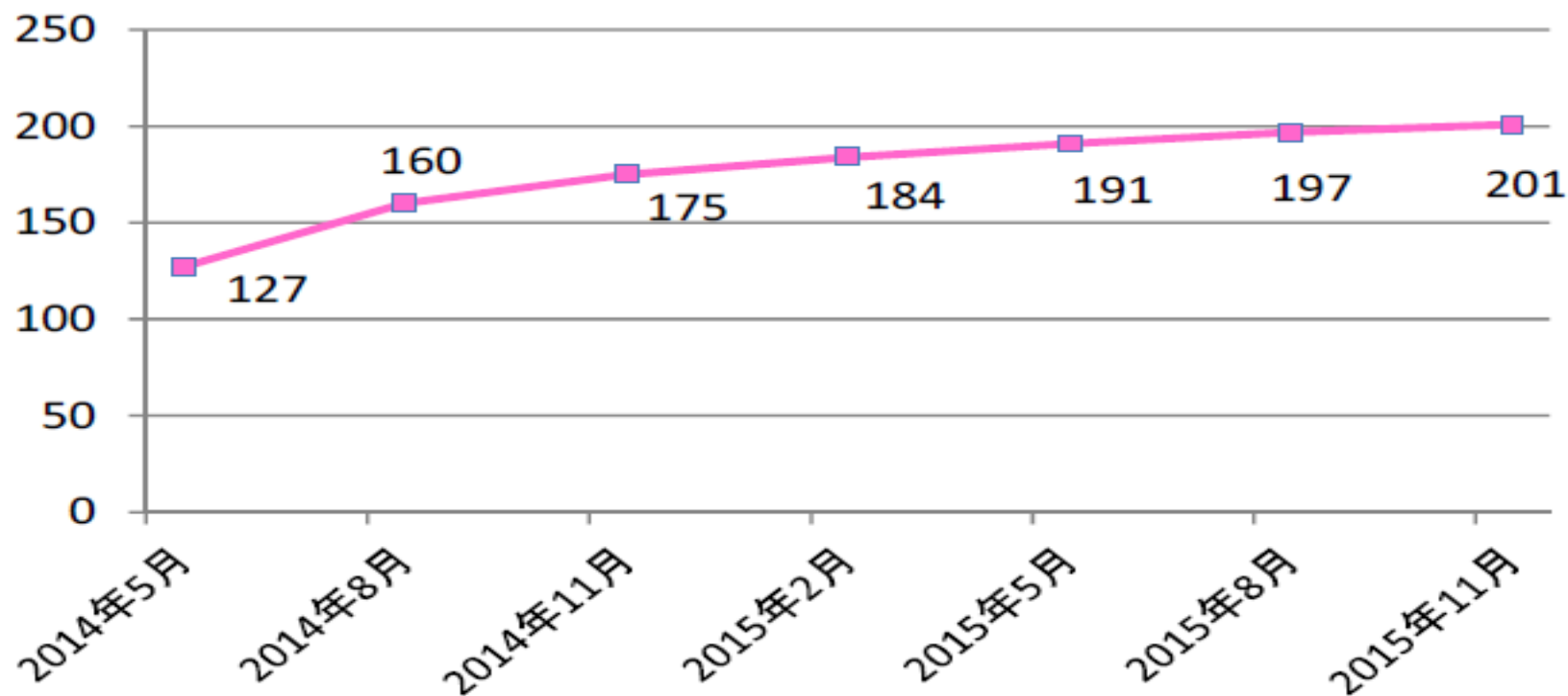
さらに、株式保有形態については、日本法上の株式振替制度においては直接方式が採用されている

## ③株主以外の利害関係者を会社との対話から排除している点

④最終投資家と会社の間に仲介機関が介在するシステムの複雑化・肥大化による株主と会社の対話の困難化(John Kay, The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making, July 2012, at 22) —「所有と所有の分離」

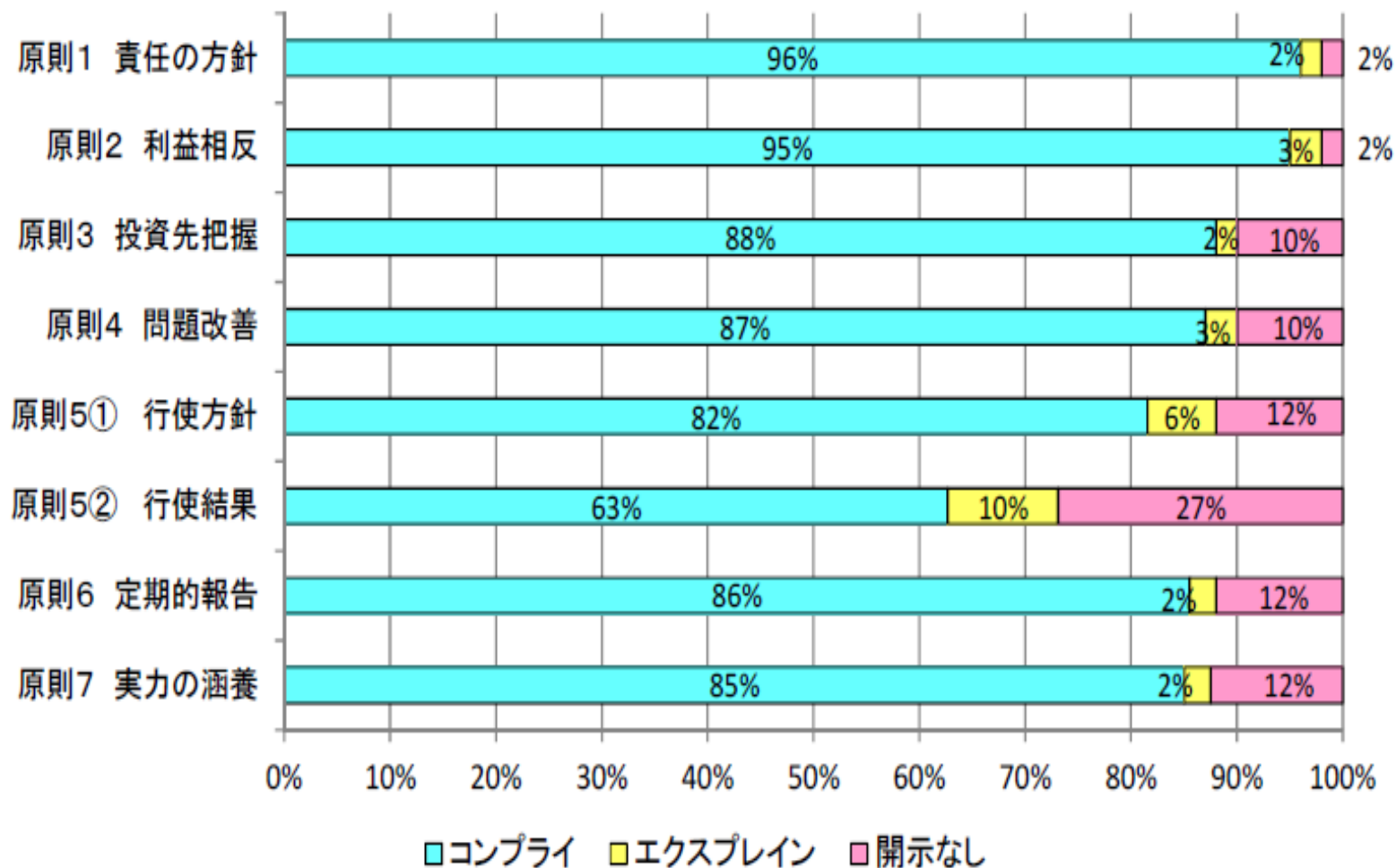
## Ⅵ 実態

金融庁総務企画局企業開示課「スチュワードシップ・コード受入れ機関の取組み方針・活動内容の公表状況」(平成28年2月18日)、本スライドからスライド52まで同じ

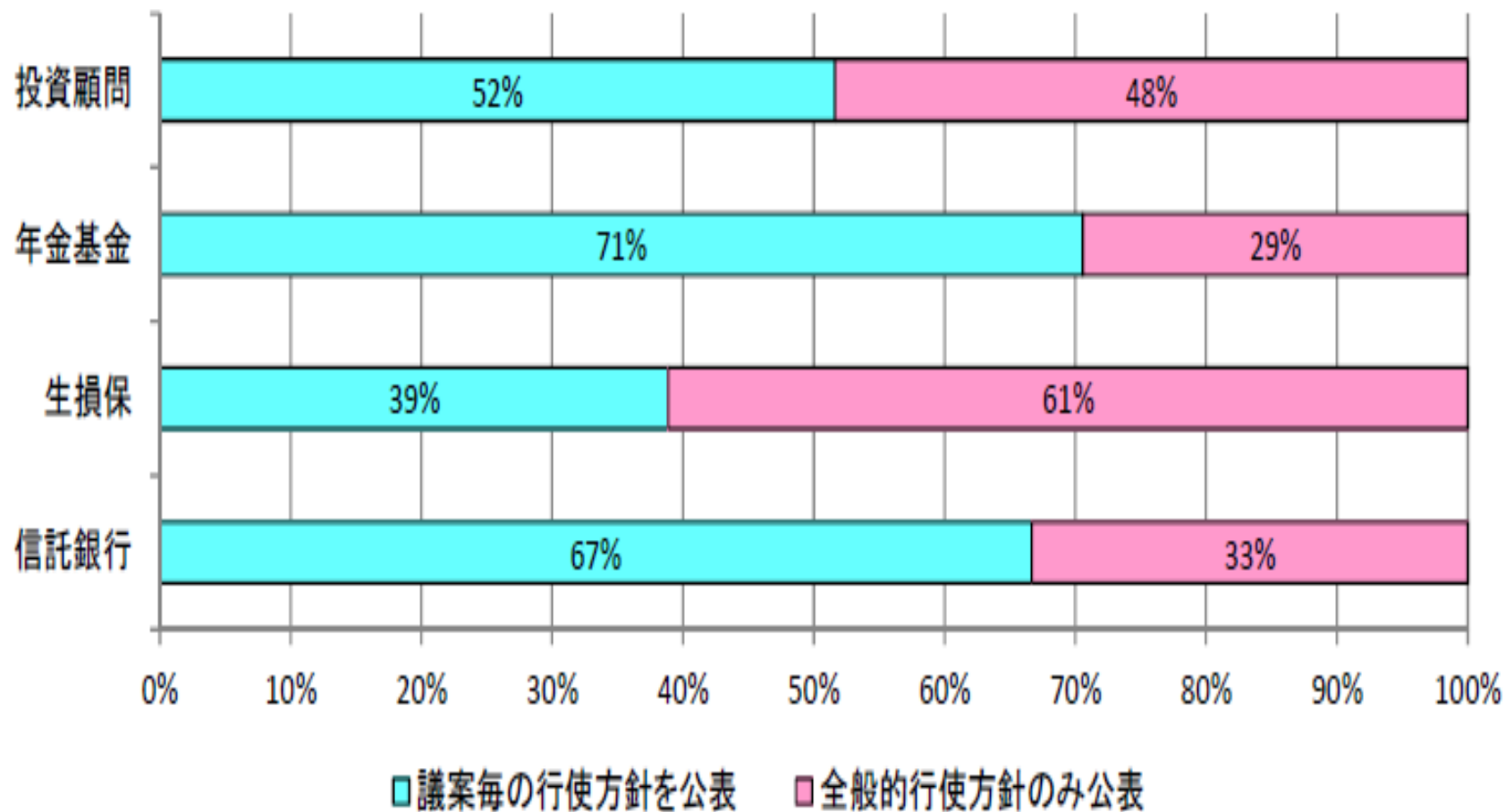




## VI 実態

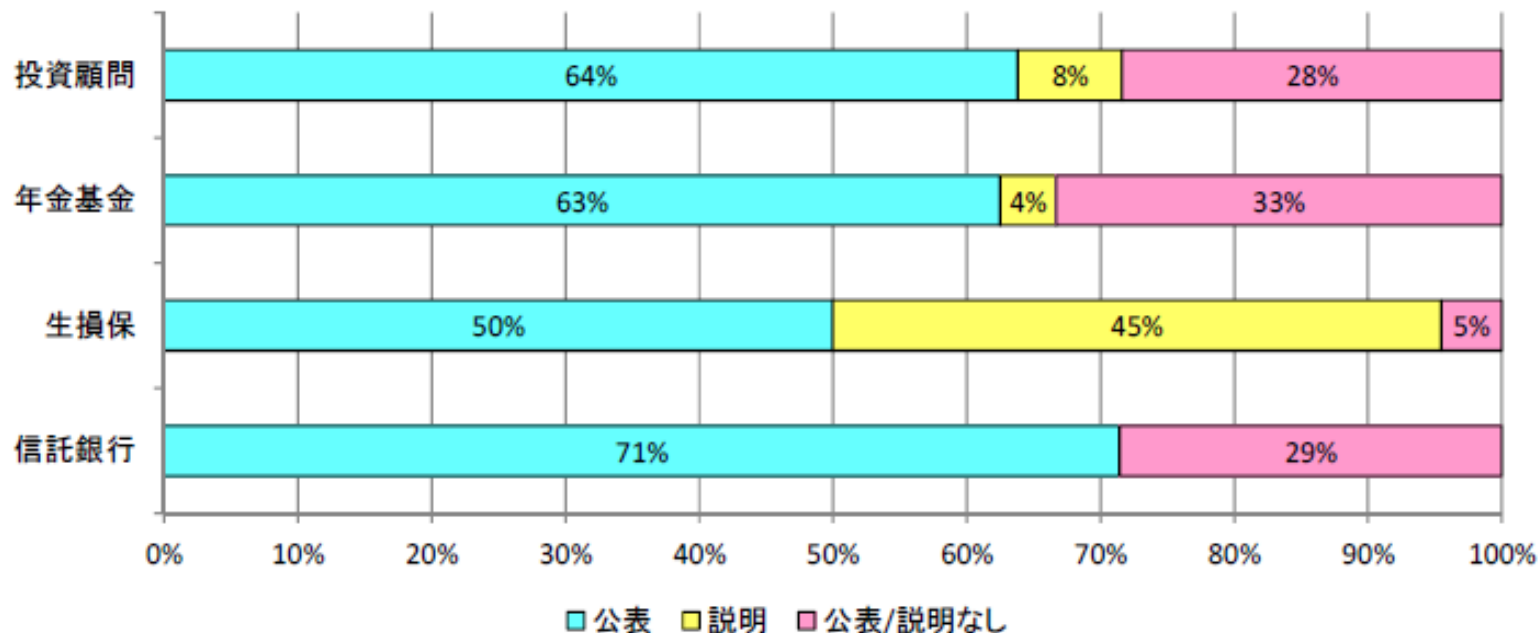


## Ⅵ 実態



## VI 実態

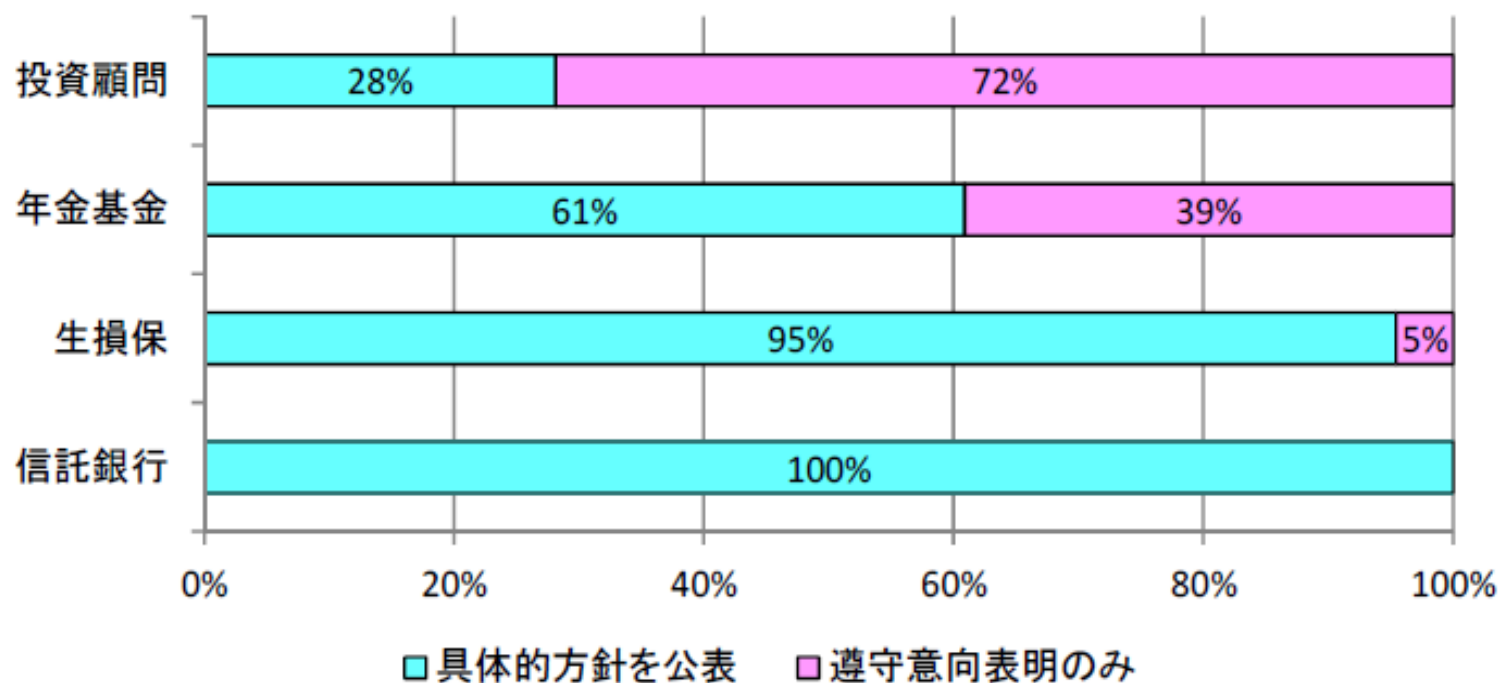
議決権行使結果の属性別公表比率（H27年11月末）



- 信託銀行が議決権行使結果の公表に最も積極的であった。
- 投資顧問会社については外資系及び国内の比較的小規模な投資顧問会社において議決権行使結果を公表しない例が多く見られた。
- 生損保においては議決権行使結果の賛否数の集計を示さず、議決権行使の事例を示すに止める会社が相当数見られた。（賛否数の集計を示さない旨を説明（エクスプレイン））

## Ⅵ 実態

利益相反管理方針の属性別公表比率（H27年11月末）



- 具体的な利益相反管理方針の公表は、投資顧問会社においては28%、年金基金においては61%に止まる。
- 生損保は95%、信託銀行は全ての法人が具体的な利益相反管理方針を公表している。

## VII 近時の金融行政の動向

### ①金融・資本市場活性化有識者会合「金融・資本市場活性化に向けての提言」(平成25年12月13日)

「投資信託等については、若年者から高齢者に至るまでのライフサイクルに適合した商品の開発・普及促進が不可欠である。短期間での商品乗換えによる販売手数料収入重視の営業を見直し、運用に係る透明性向上とともに、投資家のライフステージを踏まえ、真に顧客の投資目的やニーズに合う、個人投資家の利益を第一に考えた商品の開発・普及促進に向けた取組みを強力に進める必要がある。また、その販売においては、個人投資家のニーズに合致し、長期的な資産形成につながる商品を選択して推奨することが必要である。」  
(下線は、報告者)

## VII 近時の金融行政の動向

### ②平成26年事務年度「金融モニタリング基本方針」

重点施策の1つとして

#### 「3. 資産運用の高度化

家計や年金、機関投資家が運用する多額の資産が、それぞれの資金の性格や資産保有者のニーズに即して適切に運用されることが重要である。

このため、商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関がその役割・責任（フィデューシャリー・デューティー）を実際に果たすことが求められる。各金融機関がその役割・責任を果たしつつ、資産運用能力の向上に努めることにより、国民の安定的な資産形成が図られるとともに、投資への流れが一層促進され、資産運用市場や資産運用業も中長期的に発展していくという「好循環」の実現が期待される。

金融庁は、上記に関する金融機関の経営の考え方、業績評価、現実に提供されている金融商品・サービス等について、検証を行っていく。

また、金融機関自身による有価証券運用についても、業態等により異なる資産運用の性格を踏まえつつ、資産規模等に見合った運用やリスク管理の態勢が整備されているかについて検証する。」（下線は、報告者）

なお、フィデューシャリー・デューティーとは、「他者の信認を得て、一定の任務を遂行すべき者が負っている幅広い様々な役割・責任の総称」と説明されている

## VII 近時の金融行政の動向

### ③「金融・資本市場活性化有識者会合意見書」(平成27年6月30日公表)

「我が国において、資産運用業の抜本的強化を図るためには、世界の資金と、多様な高度金融人材を惹きつけるような独立性の高いフィデューシャリー・デューティーに立脚した優れたガバナンスや報酬体系を確立することが重要である。また、豊富な個人資産等が成長マネーに向かう好循環を加速させるためには、投資信託の活用が促進されなければならない。こうした観点から、足許、様々な課題がある。」

(下線は、報告者)

## VII 近時の金融行政の動向

### ④日本再興戦略改訂2015(平成27年6月30日閣議決定) 「質の高い個人向け投資商品の提供促進及びNISAの利用 拡大

個々人が自らのライフサイクルを踏まえ適切なリスクテイクを行える環境を整えることにより、家計資産が成長マネーに向かう活発な金融市場を実現するため、金融庁のモニタリング等を通じて、販売会社・投資運用業者の双方に対し、その役割・責任(※フィデューシャリー・デューティー)を果たし、真に投資家ニーズにかなう、より質の高い商品の提供を促すとともに、来年から導入されるジュニアNISA(年間投資上限額80万円)を含めNISAの更なる利用拡大に向けた施策を推進する。また、投資家ニーズに適う良質な商品の販売において郵便局ネットワークが一層活用されることを期待する。」(下線は、報告者)



## VII 近時の金融行政の動向

### ⑤金融行政方針(平成27年9月)

具体的重点施策(1)③より抜粋

「フィデューシャリー・デューティーの浸透・実践

投資信託・貯蓄性保険商品等の商品開発、販売、運用、資産管理それぞれに携わる金融機関等が、真に顧客のために行動しているかを検証するとともに、この分野における民間の自主的な取組みを支援することで、フィデューシャリー・デューティーの徹底を図る。例えば、以下の取組みを促していく。

投資運用業者：系列販売会社との間の適切な経営の独立性の確保、顧客の利益に適う商品の組成・運用等

保険会社：顧客のニーズや利益に真に適う商品の提供等

販売会社：顧客本位の販売商品の選定、顧客本位の経営姿勢と整合的な業績評価、商品のリスク特性や各種手数料の透明性の向上、これらを通じた顧客との間の利益相反や情報の非対称性の排除等」(下線は、報告者)

## VII 近時の金融行政の動向

①～⑤に見られるフィデューシャリー・デューティーを強調する金融行政とスチュワードシップ責任との関係は？

スチュワードシップ責任とフィデューシャリー・デューティーの議論とは、どのように関連するのか(あるいは関連しないのか)？

# X フォローアップ

## 1 株主権を含むエンゲージメントの容易化

- 株主総会の分散化(7月総会)
- 株主総会関係書類(事業報告・計算書類等の電子化

### 【参考】

全国株懇連合会「グローバルな機関投資家等の株主総会への出席に関するガイドライン」(平成27年11月13日)

## 2 非財務情報を含む開示事項の拡大等

- 決算短信の見直し
- MD & Aの記載の改善

## 3 エンゲージメントのポイント

●「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<<http://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/index.html>>

## 【参考文献・資料】

スライド中に引用したもののほか、

●「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」における資料および議事録

＜<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html>＞

●上田亮子・杉浦秀徳「企業価値向上の観点からのコード(原則)の活用～各国の取り組みと日本への示唆～」月刊資本市場337号(2013年)

●上田亮子「英国におけるスチュワードシップ・コード改正と機関投資家の対応」資本市場リサーチ27号(2013年)

●上田亮子「英国のスチュワードシップ・コードと機関投資家の責任」資本市場リサーチ15号(2010年)

●大崎貞和「英国における機関投資家と上場会社のエンゲージメント(対話)」神作裕之責任編集・公益財団資本市場研究会編『企業法制的将来展望-資本市場制度の改革への提言-2014年度版』272頁以下(財経詳報社、2013年)

●小口俊朗「日本版スチュワードシップ・コードについて」資料版商事法務359号(2014年2月号)

●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」法律時報86巻3号(2014年)

●神山哲也「機関投資家によるコーポレート・ガバナンス強化を志向する英国」野村資本市場クォーターリー17巻1号(2013年)

●神作裕之「日本版スチュワードシップ・コードと資本市場」神作裕之責任編集＝資本市場研究会編『企業法制的将来展望—資本市場制度の改革への提言—2015年度版』(財経詳報社、2015年1月)103-138頁

# 【参考文献・資料】

スライド中に引用したもののほか、

- Cheffins, Brian, The Stewardship Code's Achilles' Heel, Legal Studies Research Paper Series, No. 28/2011, University of Cambridge<<http://www.law/cam.ac.uk/ssrn>>
- Micheler, Eva, Facilitating Investor Engagement and Stewardship, 14 EBOR No.1, 29 (2013)<<http://ssrn.com/abstract=2046125>>
- Reisberg, Arad, The notion of stewardship from a company law perspective, 18 JFC No.2, 126 (2011)
- Roach, Lee, The UK Stewardship Code, JCLS, October 2011, 463
- Sergakis, Konstantinos, The UK Stewardship Code: Bringing the Gap Between Companies and Institutional Investors, 47 RJTUM 109 (2013)
- Wheeler, Sally, From Responsible Savor to Stewarded Investor?<<http://ssrn.com/abstract=2238612>>
- Wong, Simon CY, Why stewardship is proving elusive for institutional investors? Butterworths Journal of International Banking and Financial Law, July/August 2010, 406

# **「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**

「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」  
メンバー名簿

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(株)代表取締役社長
	小口 俊朗	ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン(株)代表取締役
	川田 順一	JXホールディングス(株)取締役常務執行役員
	橘・フクシマ・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(株)専務取締役
	野口 亨	DIAMアセットマネジメント(株)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インベストメントオフィサー
	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	(株)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(株)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 聡	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）

## 「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

1. 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>。
2. 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。
3. 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）



「本コード」(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。)

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る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。

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

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「プリンシプルベース・アプローチ」（原則主義）を採用している。

「プリンシプルベース・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（プリンシプル）について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの

活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。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「プリンシプルベース・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のみをもって、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、

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。

**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。

<p><b>原則 2</b> 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。</p>
---

## 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。

<b>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。</b>
---

## 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、その持続的成長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<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<sup>10</sup>。

<sup>6</sup> 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。

<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。

**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<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を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の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。

<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のかについて、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>12</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よ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。

<p><b>原則 7</b> 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。</p>
--

## 指針

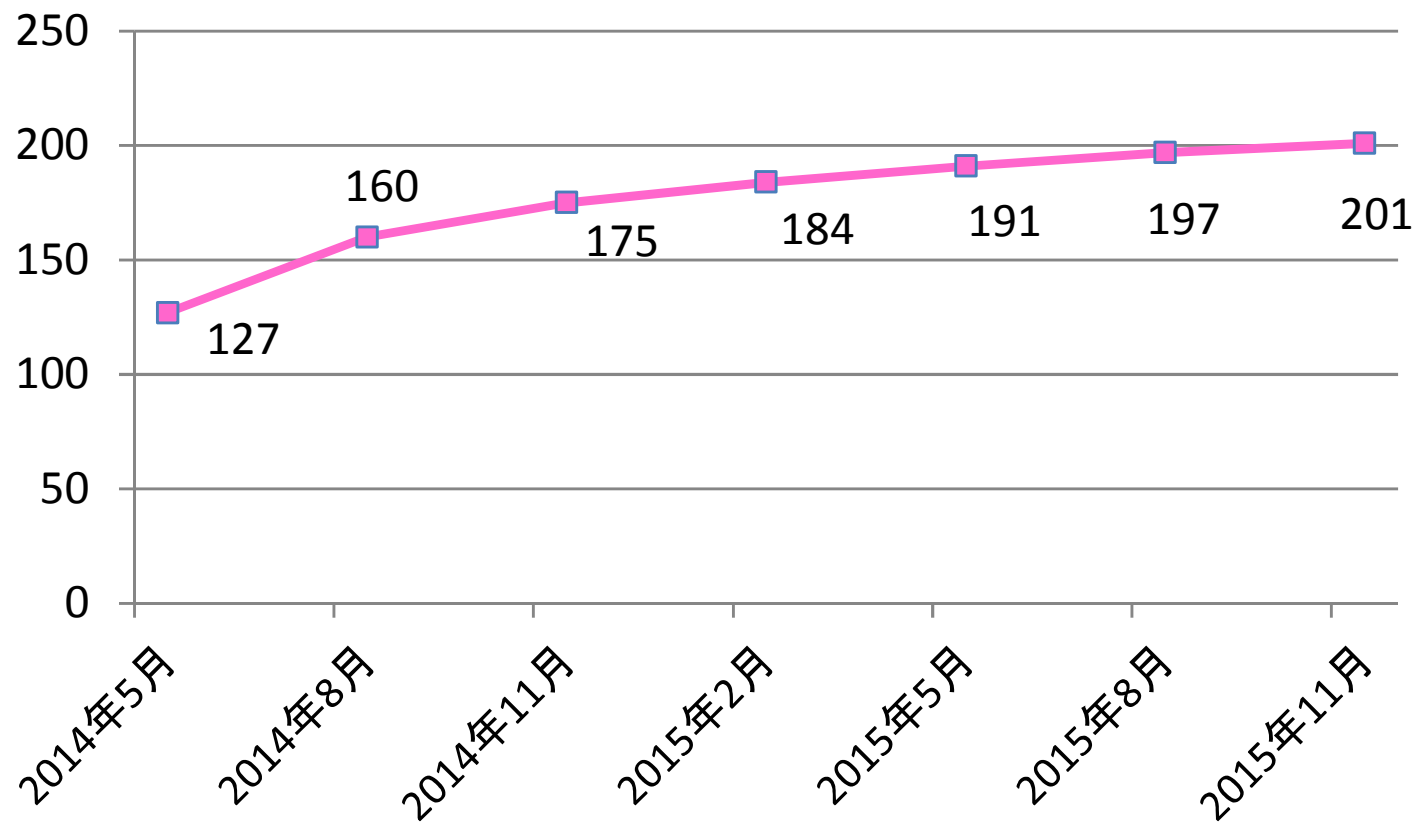
- 7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。
- 7-2. このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。
- 7-3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。また、機関投資家は、過去に行った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。

# スチュワードシップ・コード受入れ機関の 取組み方針・活動内容の公表状況

平成28年 2 月18日  
金融庁  
総務企画局企業開示課

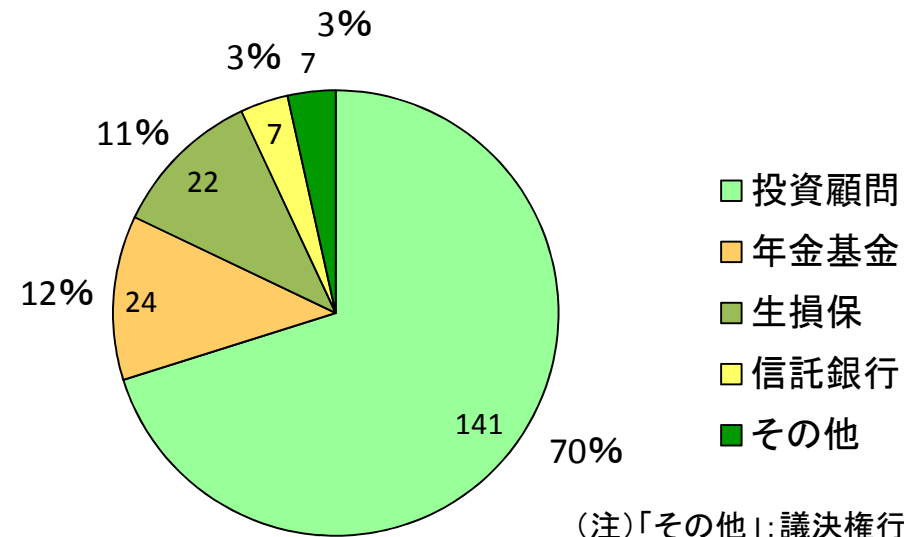
## 1. 受入れ機関数の推移

---

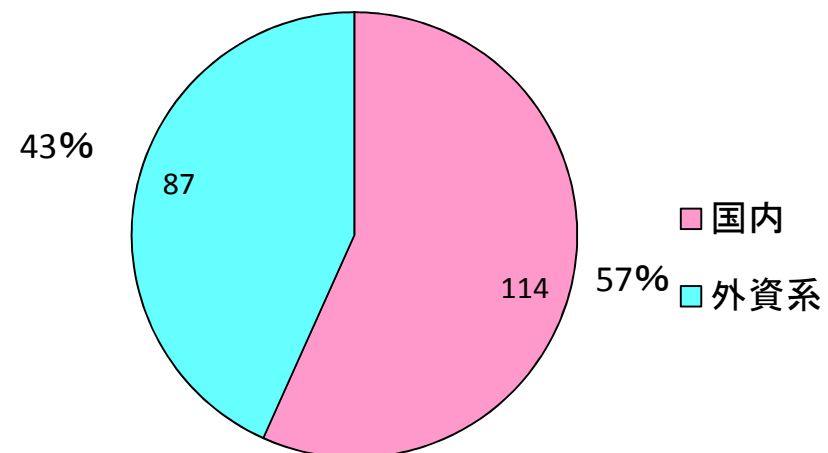


## 2. 受入れ機関の内訳

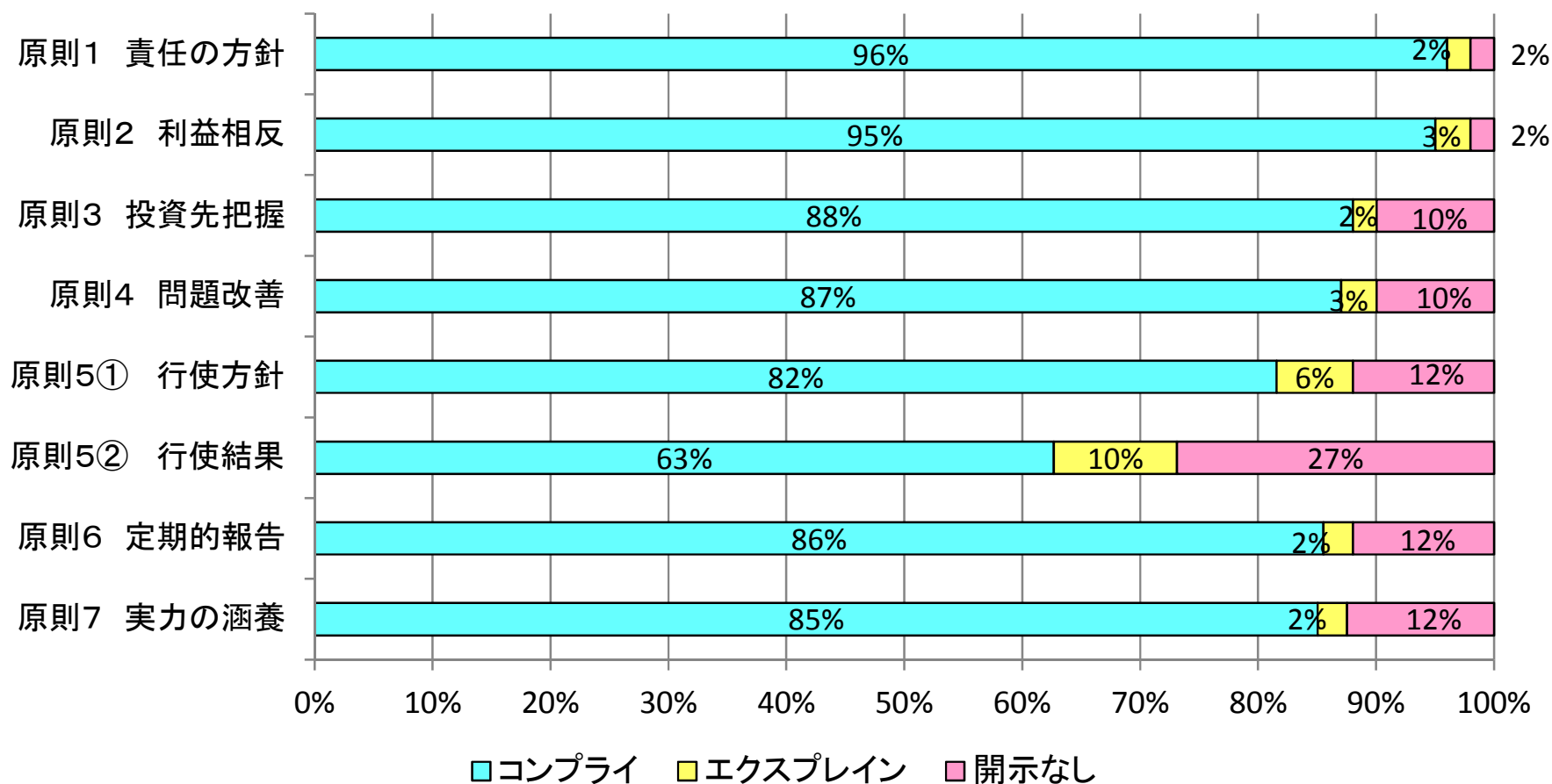
属性別受入れ機関構成(H27年11月末)



国内・外資系別受入れ機関構成(H27年11月末)



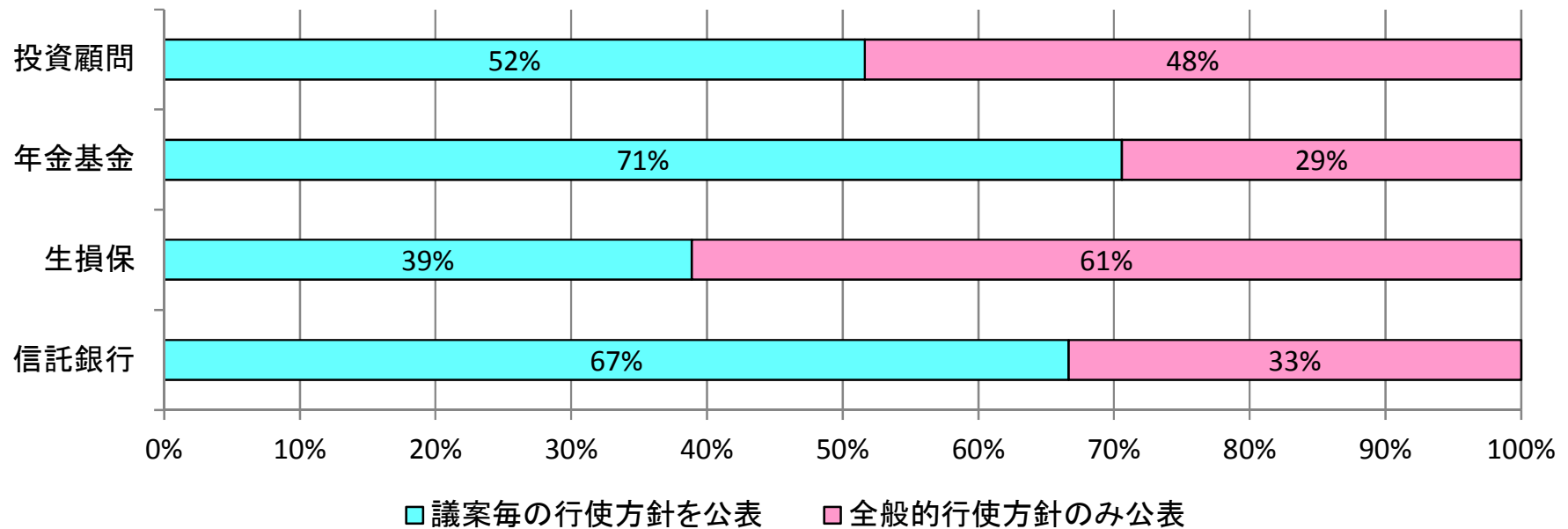
### 3. 各原則に対するコンプライ、エクस्पライン率（H27/11月末）





## 4. 議決権行使方針の公表

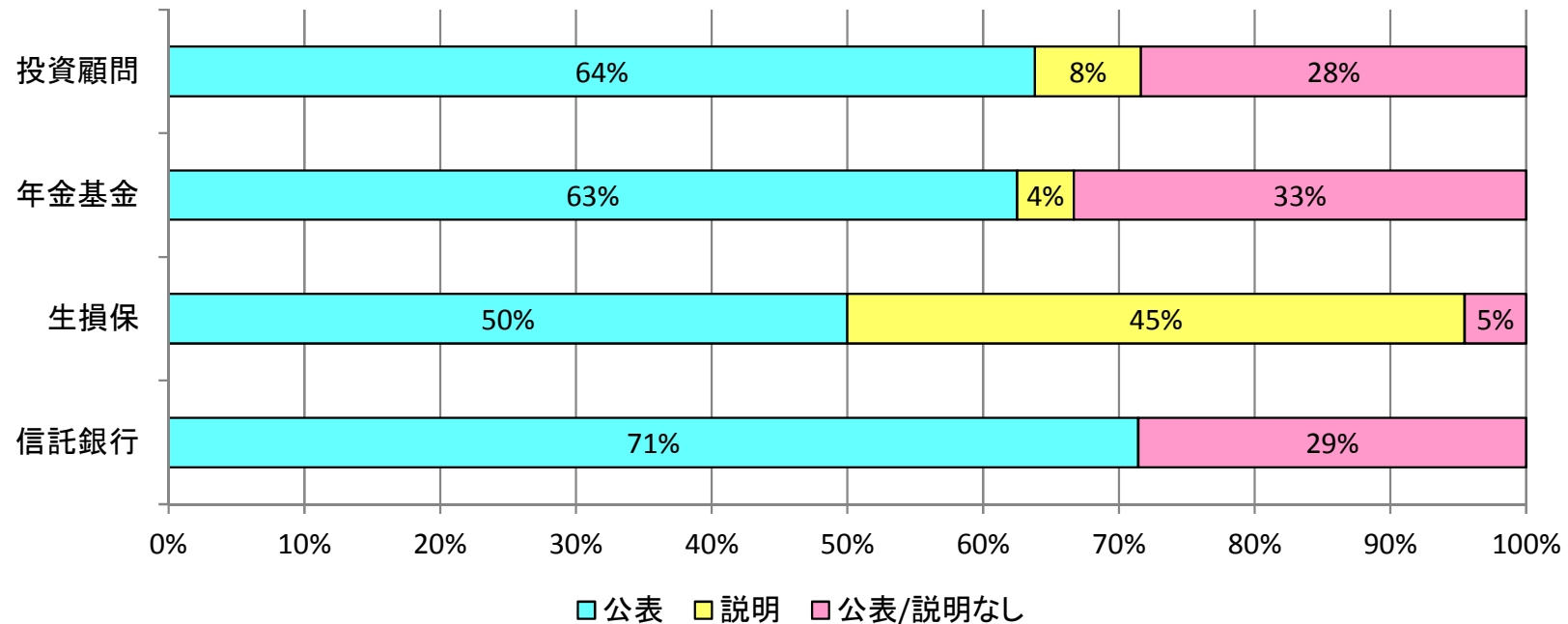
議決権行使方針の属性別公表比率(H27年11月末)



- ・ 議案毎の議決権行使方針の公表については、年金基金の公表比率が71%と最も高く、信託銀行67%、投資顧問会社52%と続き、生損保が39%と最も低い。

## 5. 議決権行使結果の公表

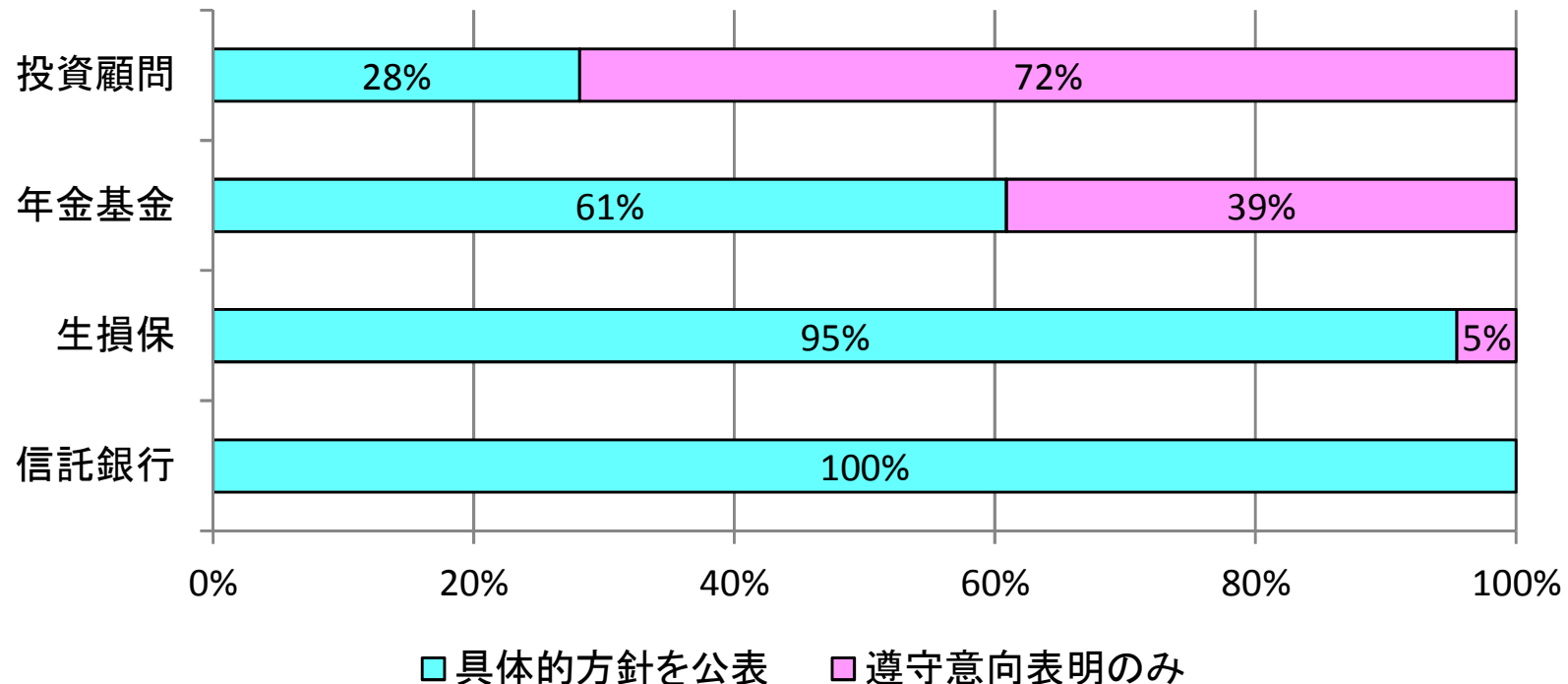
議決権行使結果の属性別公表比率(H27年11月末)



- 信託銀行が議決権行使結果の公表に最も積極的であった。
- 投資顧問会社については外資系及び国内の比較的小規模な投資顧問会社において議決権行使結果を公表しない例が多く見られた。
- 生損保においては議決権行使結果の賛否数の集計を示さず、議決権行使の事例を示すに止める会社が相当数見られた。(賛否数の集計を示さない旨を説明(エクスプレイン))

## 6. 利益相反管理方針の公表

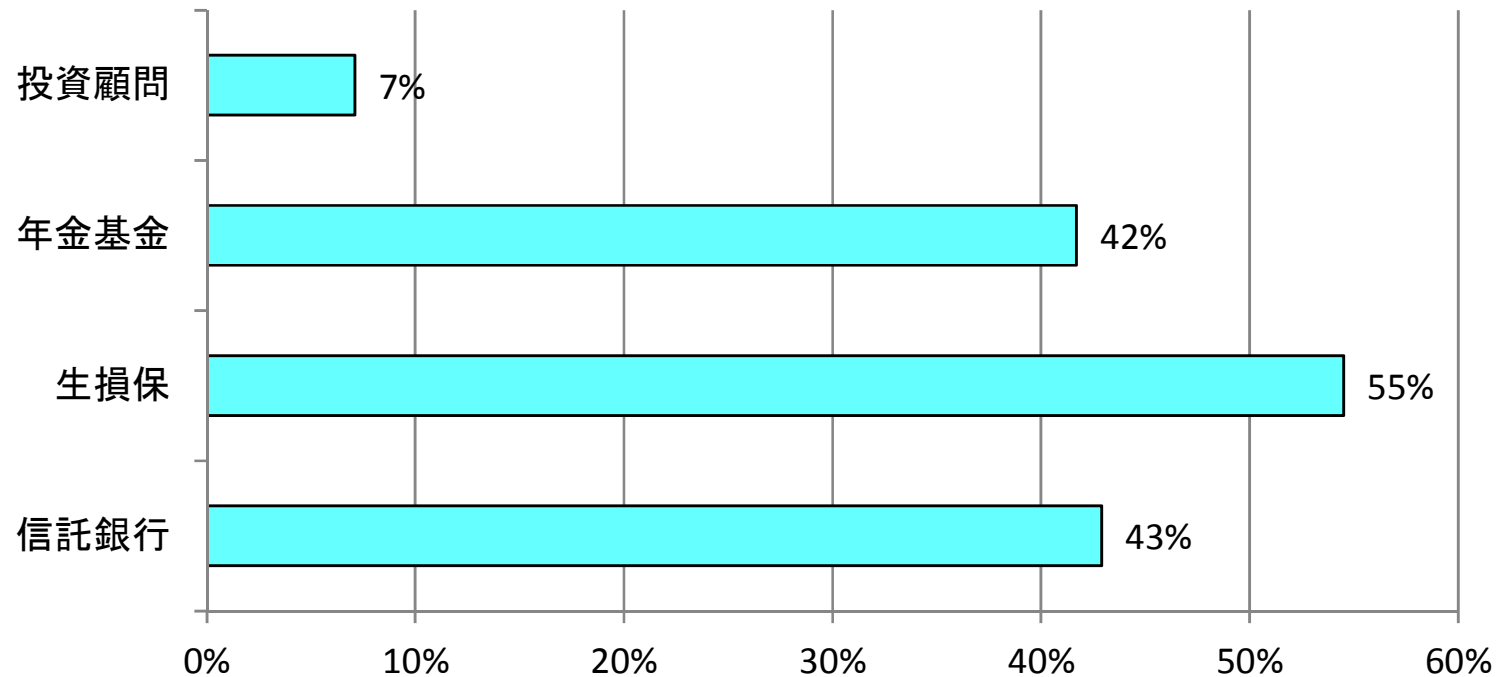
利益相反管理方針の属性別公表比率(H27年11月末)



- 具体的な利益相反管理方針の公表は、投資顧問会社においては28%、年金基金においては61%に止まる。
- 生損保は95%、信託銀行は全ての法人が具体的な利益相反管理方針を公表している。

## 7. スチュワードシップ活動状況報告の公表

スチュワードシップ活動状況報告の属性別公表比率(H27年11月末)



- 投資顧問会社による活動状況報告の公表は、一部の大手運用会社に限定される。スチュワードシップ活動についての組織体制、人材力の差が反映している可能性も考えられる。