

## 〔研究ノート〕

# 日本版スチュワードシップ・コードの史的変遷と今後の可能性

久保田 俊 介

## 第1章 はじめに

近年までわが国の経済は、米国や欧州と比べて、成長が鈍化している。そこで2012年12月に、経済再生及び成長戦略を実現するため、内閣では、「日本経済再生本部」を設立した。そして、2013年1月に、成長戦略を具体化するため、同本部の下に「産業競争力会議」を設置することになった。同会議を踏まえ、日本経済再生本部において、本部長である内閣総理大臣は、「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」<sup>(1)</sup>と指示した。

日本経済再生本部が公表した2013年6月の「日本再興戦略」では、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として、日本版スチュワードシップ・コード（以下「SSコード」という。）を取りまとめることが決定した。日本版SSコードは、英国のSSコードを基に策定されており、多くの原則で英国のSSコードと同意義のものがあつた。

そして、金融庁は、「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」で議論の後、2014年2月にSSコードを策定している。SSコードの趣旨は、機関投資家が高い見識をもって真摯に企業を評価し、必要に応じてエンゲージメントを行うことを企画し、企業価値の上昇を促すものと理解される<sup>(2)</sup>。

SSコードが策定される前に企業価値向上を促したのは、日本の高度成長を支えたメインバンクを中心としたガバナンスであつたが、金融市場の自由化や資本市場の発達、バブル崩壊後の金融機関の体力低下によって、大企業を中心にガバナンスが、機能しにくくなつた<sup>(3)</sup>。その後、長期的な株主が、エンゲージメントを行うことにより企業の中長期的な業績の向上を促進し、結果として投資リターンが得られるとの考えが広がつた<sup>(4)</sup>。

中長期的に株式を保有している機関投資家は、上記の役割を期待されるようになり、議決権行使やエンゲージメントを積極的に取り組み、企業価値向上を目指すことになつた<sup>(5)</sup>。

本稿では、日本版SSコードの制度的変遷を概観し、英国のSSコードとの差異を検討

(1) 「日本経済再生本部 第6回会合」、2013年4月2日 (<http://202.214.194.138/jp/singi/keizaisaisei/dai6/siji.pdf> (最終閲覧日2021年9月9日))

(2) 北川哲雄・藏本祐嗣・濱口大輔・豊田一弘 (2018) 「スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家・アセットオーナーの動向」『証券アナリストジャーナル』、第56巻第3号、pp. 6-7

(3) 鈴木一功 (2018) 「解題 (特集スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家)」『証券アナリストジャーナル』、第56巻第3号、p. 2

(4) 同上

(5) 加藤貴仁 (2018) 「スチュワードシップ・コードの理論的考察」『Jurist』、第1515号、p. 21

する。

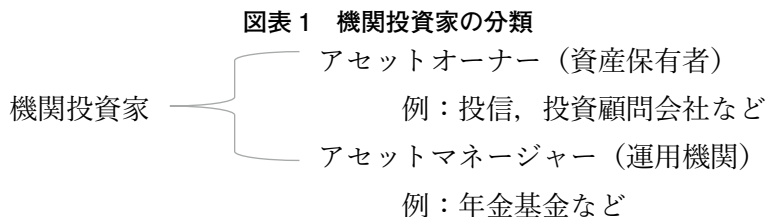
また、機関投資家の運用方法は、アクティブ運用からパッシブ運用へ変化してきており、ESG「Environment（環境）・Social（社会）・Governance（ガバナンス）」投資及び協働エンゲージメントといった社会情勢の変化を受けて、日本版SSコードの今後の可能性を検討する。

## 第2章 スチュワードシップ・コードの基本的な考え方と課題

本章では、日本版SSコードが企業と機関投資家の建設的な対話（エンゲージメント）を通じて、中長期的な企業価値向上を目指すことから、まず、「機関投資家」、「エンゲージメント」及び「SSコードの基本的な考え方」について確認する。

### 第1節 機関投資家の分類・役割・問題点

機関投資家については、日本版SSコードにおいて、以下のように、アセットオーナー（資産保有者）とアセットマネージャー（運用機関）に分類される<sup>(6)</sup>。



出所：SSコード（2020）を基に筆者作成

(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>（最終閲覧日 2021年9月5日））

SSコード（2020）によると、「運用機関には、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、アセットオーナーには、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運用機関の行動を通じて、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」<sup>(7)</sup>と指摘しており、機関投資家の種類ごとにスチュワードシップ活動は異なることを示している。

機関投資家の問題としては、運用機関のSSコードの受入れ表明数に比べて、アセットオーナーの受入れ表明数が少ないという点がある。この問題については、運用機関に比べて、アセットオーナーがどのようにSSコードを受入れるべきか不透明であると指摘される。すなわち、運用機関のスチュワードシップ責任は、投資先企業と直接対話を行うことにより、その責任を果たすことができる。しかしながら、アセットオーナーのスチュワードシップ責任は、直接投資先企業と対話をするわけではなく、運用機関に対して、運用方

(6) 図表1を参照

(7) SSコード（2020）(<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/01.pdf>（最終閲覧日 2021年9月5日））

針を示すことで、その責任を果たすため、積極的なスチュワードシップ責任を果たしづらい問題があげられる。

## 第2節 エンゲージメントの定義・問題点

SSコードでは、エンゲージメントについて、単に「目的を持った建設的な対話」と定義しているが、村澤（2021）は、エンゲージメントについて、「対話を通じて、企業と機関投資家が双方の認識を共通のものとし、相互の持続的な関係性を確立させ、企業を新たな方向に進化させる変革を試みるもの」<sup>(8)</sup>と定義している。

この「認識の共通」については、一般社団法人生命保険協会が実施したアンケート調査<sup>(9)</sup>で認識のギャップが確認されている。当該調査で、企業側に対しては、「取締役会の議題として重点的に取り上げたいテーマ」、投資家に対しては、「取締役会の議題として重点的に取り組むべきテーマ」について、それぞれアンケート調査を実施している。

企業側は、「投資家との対話」を重視している割合が10.20%と低いのに対し、投資家側は、「投資家との対話」を27.10%が重視しており、両者の間には、倍以上の認識のギャップがある<sup>(10)</sup>。

このアンケート調査の結果により、上記の定義である「双方の認識を共通」させることが、できていないのではないだろうか。今後、SSコードの目的である実質的なエンゲージメントに向けて、認識を共通させることが不可欠である。

スチュワードシップ活動をエージェンシー理論で説明することは、単純な人間行動が仮定されており、複雑な人間行動が説明できないと指摘されることもある<sup>(11)</sup>。しかし、エンゲージメントは、ステークホルダーとの協調による価値創造の視点が重要であり、株主として企業経営への積極的な関与や他社との社会的関係を含めて考慮する必要がある<sup>(12)</sup>。このように、現代の社会を説明するために、ステークホルダーが複雑化し、利己を中心とした理論ではエンゲージメントの説明が難しくなっている。

## 第3節 SSコードの基本的な考え方

機関投資家は、最終受益者の利益を第一に考えて、株主総会で議決権行使をすべきである。しかしながら、SSコードが策定される前のわが国では、機関投資家が投資先企業に配慮し、投資先企業の提出議案に、常に賛成することが多かった<sup>(13)</sup>。

このような状況の下で、SSコードを公表することは、最終受益者を保護することにつながる。SSコードは、機関投資家に企業と建設的な対話等を行うことにより、企業の持続的な成長に資するよう行動するソフトローであり、法律のような拘束力はないが、機関

(8) 村澤竜一（2021）『機関投資家のエンゲージメント 協調型コーポレートガバナンスの探究』、中央経済社、p. 49

(9) 一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（2019年版）企業・投資家の結果比較」（[https://www.seiho.or.jp/info/news/2020/pdf/20200417\\_4-5.pdf](https://www.seiho.or.jp/info/news/2020/pdf/20200417_4-5.pdf)（最終閲覧日2021年5月1日））

(10) 同上

(11) 村澤（2021）、前掲書、p. 58

(12) 同上

(13) 佐久間信夫・田中信弘（2019年）『CSR経営要論』、創成社、p. 101

投資家が遵守すべき行動指針であると理解される。

機関投資家は、SSコードの背景にある趣旨や精神を理解したうえで、自分自身の専門性に照らし合わせ、委託者の利益になるように適切な行動指針を策定し、投資行動に活かすことが求められている<sup>(14)</sup>。

具体的には、SSコードが示した様々な原則に対し、機関投資家はコンプライ（遵守）・オア・エクスプレイン（説明）が求められる。すなわち、それぞれの原則に対し、それを遵守するかどうかの表明と、遵守しない場合には、その理由を説明することが必要である<sup>(15)</sup>。

しかしながら、SSコードは、単純に遵守すれば優れた機関投資家になるわけではなく、専門性を十分に発揮する責務がある<sup>(16)</sup>と指摘する意見もあり、形式的に遵守する機関投資家には、注意をしなければならない。

このように、SSコードは、企業価値を中長期的に向上させるため、企業とエンゲージメントを進めることを目的としている。遵守については、ソフトローであるため、規制が弱く、形式的になりやすい点がデメリットとしてある。しかしながら、社会情勢への対応の柔軟さやESG投資からは、企業価値の中長期的な発展に寄与することが考えられる。

#### 第4節 小括

上記で検討してきたように、機関投資家は、立場の違いによりSSコードへの遵守方法が異なる。特に、アセットオーナーの遵守方法は、理解がしづらいため、受入れ表明数が少ないという問題がある。そのため、今後は、SSコードの改訂を含めて、アセットオーナーへの理解を促進することが必須である。

エンゲージメントの問題点としては、企業と投資家の認識のギャップがあり、実質的なエンゲージメントに向けて、議決権行使や対話を深めてこのギャップを埋める必要がある。

### 第3章 日本版スチュワードシップ・コードの変遷

SSコードは、2010年に英国で導入され、これを基にして、金融庁により日本版SSコードが策定された。

本章では、策定以来どのような経緯を経てSSコードが改訂されてきたかを考察していくこととする。

#### 第1節 2014年策定のスチュワードシップ・コード

SSコード（2014）<sup>(17)</sup>は、当初7つの原則及び21の指針により構成されており、以下に、金融庁HPを参考に日本版SSコード及び英国のSSコード（2012）を概観する。

---

(14) 川北英隆（2020）「スチュワードシップを理解する」『企業会計』、第72巻第5号、p.135

(15) 同上

(16) 同上

(17) 第1節では、2014年策定のスチュワードシップ・コードを参照されたい。（<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>（最終閲覧日2021年9月9日））

図表2 2014年の日本版SSコード

- (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。

図表3 2012年の英国のSSコード

- (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公に開示すべきである。
- (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て公表すべきである。
- (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。
- (4) 機関投資家は、スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。
- (5) 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
- (6) 機関投資家は、議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。
- (7) 機関投資家は、スチュワードシップ活動およ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。

出所：金融庁 HP (<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20131018/04.pdf> (最終閲覧日 2021 年 9 月 14 日))

2014年の日本版SSコード原則は、2012年の英国のSSコードと比較すると類似性が高い<sup>(18)</sup>。しかし、英国のSSコードは、日本と同じく7つの原則であるが、日本版SSコードには、協働エンゲージメントが記載されていない。この理由として、協調して企業に対して行動することについては、共同保有者として、大量保有報告制度の対応をする必要があり、運用面で困難である点があげられる<sup>(19)</sup>。

また、日本独自の原則として、原則7では、機関投資家に実力を備えるべきとしており、英国にない原則も取り入れている。

上記の日本版SSコードは、政府主導の策定であった。実は、この策定については、「形式」のみ受け入れて「実質」が伴っていないという批判があった。政府はこのような批判を受け、2017年に、より実質的なSSコードの運用のための改訂案を策定した。

(18) 図表2及び図表3を参照

(19) スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会（第2回）(<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html> (最終閲覧日 2021 年 9 月 14 日))

## 第2節 2017年改訂のステュワードシップ・コード

SSコード(2017)<sup>(20)</sup>では、前節の批判を参考に実質的な運用に注力した内容になっている。それは、「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ものの、いまだに形式的な対応にとどまっているのではないか」と前文に示されており、2017年の改訂版コードでは、形式的な対応から本来求められている実質的なものとなった。

この改訂版コードに至るには、前段があった。それが、2016年11月30日、金融庁・東京証券取引所に設置された「ステュワードシップ・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」<sup>(21)</sup>である。

この会議では、「機関投資家による実効的なステュワードシップ活動のあり方」と題する意見書が公表されるなど、「形式」から「実質」への価値転換が議論されたのである。特に、同意見書においては、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるとされ、SSコードの改訂が提言された<sup>(22)</sup>。

そこで2017年改訂では、原則は策定時と同じく7つであるが、指針を21から30に9つ増加した。2017年のSSコードでは、意見書で提案されていた①アセットオーナーによる実効的なチェック、②運用機関のガバナンス・利益相反管理等、③パッシブ運用<sup>(23)</sup>における対話等、④議決権行使結果の公表の充実、⑤運用機関の自己評価が記載された。また、検討会では、さらに、⑥議決権行使助言会社、⑦協働エンゲージメント、⑧ESG投資について盛り込まれた。

①アセットオーナーによる実効的なチェックでは、指針1-3においてアセットオーナーは、「可能な限り、自らステュワードシップ活動に取り組むべきである」とし、また、「運用機関に、実効的なステュワードシップ活動を行うよう求めるべき」としており、アセットオーナーの重要度が増したため指針にてアセットオーナーのステュワードシップ活動について言及していた。しかしながら、「可能な限り」として一部緩和した規定になっていると考えられる。また、指針1-4においてアセットオーナーは、「ステ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」としており、企業との対話ではなく、運用機関に対してステュワードシップ活動を求める立場であると示された。今後の方向性として、運用機関のステュワードシップ活動とアセットオーナーのステュワードシップ活動を明確に分けて検討する必要があるのではないだろうか。さらに、指針1-5では、「アセットオーナーは、運用機関のステ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」としている。

②運用機関のガバナンス・利益相反管理等については、指針2-2を追加しており、「運

(20) 第2節では、2017年改訂のステュワードシップ・コードを参照されたい。(https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf (最終閲覧日 2021年9月9日))

(21) SSコードの改訂を行うにあたり、政府は前年にフォローアップ会議を開催し、改訂コードの策定に向け、現コードの課題を抽出し、その課題解決を実現するプランを議論した。

(22) 「機関投資家による実効的なステュワードシップ活動のあり方」(https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\_3.pdf (最終閲覧日 2021年9月9日))

(23) パッシブ運用とは、日経平均やTOPIXなどの株式指数連動型運用のことをいう。

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、…略…具体的な方針を策定し、これを公表すべきである」としており、また、指針2-3において、「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、…略…ガバナンス体制を整備すべきである」としている。さらに、指針2-4において、「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。」そして、指針7-2において「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」とし、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」としており、利益相反防止のため透明性や客観性を高めるためのシステムを構築すべきであると解釈される。

③パッシブ運用における対話等については、指針4-2において、「パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢に限られ、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」として、近年パッシブ運用が増加しており、特にアクティブ運用のように株式売却による選択肢がないパッシブ運用については、中長期的なスチュワードシップ活動をするべきとしている。

④議決権行使結果の公表の充実については、指針5-3において「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」としており、2014年策定段階では「少なくとも」という文章が入っておらず、2017年改訂で追加されたところから今までよりも要求水準は高くなったと考えられる。さらに、「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」。また、「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」としており、議決権行使の理由について説明することも有用であると指摘している。

⑤運用機関の自己評価については、指針7-4において、「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」として自己評価を求めている。

⑥議決権行使助言会社については、指針5-5において「議決権行使助言会社は、企業の実態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」とし、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」としており、今までは、議決権行使助言会社の透明性や客観性については記載されていなかったが2017年改訂により追加されることになった。

⑦協働エンゲージメントについては、指針4-4において「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が有益な場合もあり得る」として、協働エンゲージメント

について初めてSSコードに追加されることになった。

⑧ ESG投資については、指針3-3において、「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、…略…機関投資家は、自らのステ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」としており、同指針脚注にて社会・環境問題に関連するものについて「ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる」としてESG投資を含めた改訂となった。

2017年の改訂について機関投資家の活動はより高度化され、企業にとっては有益な対話を行う機会が増えた。これは、この改訂が「形式」から「実質」へとといった目標を実現していくプロセスであり、だからこそ、今後、機関投資家と企業の対話の質が変化し、企業のガバナンスをめぐる課題の改善につながっていくことが期待された<sup>(24)</sup>。

### 第3節 2020年改訂のステュワードシップ・コード

SSコード(2020)<sup>(25)</sup>前文において「ステュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は280を超える<sup>(26)</sup>に至り、また、2018年6月には、コーポレートガバナンス・コードも改訂された。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ものの、より実効性を高めるべき」としており、2017年改訂の頃と比べるとSSコードの受入れについて「形式」から「実質」に一定程度変化してきている。

2019年4月24日、金融庁・東京証券取引所に設置された「ステュワードシップ・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」において、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書が公表された。同意見書においては、コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるためには、投資家と企業の対話の質の向上が必要であるほか、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどによる機関投資家への助言やサポートがインベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう促すことが重要であるとされ、SSコードの更なる改訂が提言された。

大きな改訂論点については、①コード全体へのESGの追加、②運用機関の議決権行使結果及び自己評価の公表、③アセットオーナーの実効的なステュワードシップ活動、④議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントの透明性や正確性に4つに分けることができ<sup>(27)</sup>、この4つの点について考察をおこなっていく。

①コード全体へのESGの追加については、原則7に追加で「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」という文章が追加されることになった。また、指針1-1、1-2、4-2及び7-1にも同様の文章が追加されることとなりSSコード全体としてサステナビリティについて影響があるようなコードとなった。

(24) 蓑田英人(2017)「日本版ステュワードシップ・コード改訂の意義」『企業会計』、第69巻第12号、p.121

(25) 第3節では、2020年改訂のステュワードシップ・コードを参照されたい。(https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/02.pdf) 最終閲覧日2021年9月9日)

(26) 2021年7月31日現在の機関投資家(議決権行使助言会社を含む)のSSコード受入れ表明数は、316である。(https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/list/20171225.html (最終閲覧日2021年9月12日))

(27) 島貫まどか(2020)「ステュワードシップ・コードの再改訂の概要」『T&A master』、第835号、pp.22-30



②運用機関の議決権行使結果及び自己評価の公表については、指針 5-3 において「外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである」という文章を追加しており、2017 年の SS コードでは、賛否について公表することが望ましい程度の言及であったが、改訂により賛成であっても、利益相反など企業について重要であると思われる議案については、賛成の理由も説明する必要がある。また、指針 7-4 において、「自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果を合わせて公表すべきである」と追加している。

③アセットオーナーの実効的なスチュワードシップ活動については、企業年金の SS コードの受入れが未だに少数である現状から指針 1-3、1-4 及び 1-5 において「自らの規模や能力等に応じ」という部分を追加した。この部分については過度にアセットオーナーにスチュワードシップ活動を強制してしまうと企業年金の SS コードの受入れが増加しないという配慮もあると思われる。指針 1-5 の脚注にて「運用機関が投資先企業との間で建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認することが有効であり、必ずしも個別の詳細な指示を行うことまでを求めるものではない」として説明しており、個別の議案等についてまで指示するのではなく、SS コードを実効的なものにするために運用機関に対してスチュワードシップ活動の確認をすることに重点を置いている。そのため、2017 年改訂コードの時に「可能な限り」という消極的な文章は削除された。

④議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントの透明性や正確性については、前文 9 にて議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなどを「機関投資家向けサービス提供者」として定義されることになった。また、SS コードに原則 8 が追加され、「機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである」としており、議決権行使助言会社などのサービス提供者の影響力が強まっていることを背景として議決権行使助言会社の利用方法が改めて重要になってきていることを示している。また、指針 8-1 にて「利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべき」、指針 8-2 に「透明性を図るため、それを含む助言策定プロセスを具体的に公表すべき」及び指針 8-3 に「助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保」として議決権行使助言会社の利益相反関係などを積極的に開示して透明性が重要視されている。

2020 年の SS コードを考察すると、今まで 2014 年の SS コードの原則は変更せずに、指針や脚注にて補足説明を行ってきたが、2020 年の SS コードで初めて原則 8 を追加していることが大きな改訂である。これは、スチュワードシップ活動が「形式」から「実質」に徐々に変化してきた社会状況から、議決権行使について議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを使用する頻度が増えたことがあるだろう。しかしながら、国際的な議決権行使助言会社については、ISS とグラスルイスの寡占状態であることも問題であり、寡占状態であることから利益相反についても今後問題が多くなることが想定される。

#### 第 4 節 小括

2014 年、2017 年及び 2020 年の SS コードを検討していくといくつかの共通点が見えて

くる。

まず、アセットオーナーについては、2017年及び2020年共に改訂されており、今後のSSコードではアセットオーナーの実効的なステュワードシップ活動についての理解が進む可能性がある。SSコードの受入れ数が運用機関と比べ未だ少数であるアセットオーナーについて2014年の策定時では運用機関とアセットオーナーを区別した記述が少なく、2017年改訂にてアセットオーナーについての多くの改訂が盛り込まれた。その後、2020年改訂において、アセットオーナーの役割は本稿でも指摘した具体的なステュワードシップ活動として運用機関と投資先企業との建設的な対話の実現を促し、運用機関の監視役として機能することが期待される。しかしながら、「自らの規模や能力等に応じ」という文章を追加したことにより少しトーンダウンした印象が残る。

次に、運用機関であるが、2017年の改訂時には運用機関のガバナンス・利益相反についての改訂が多く盛り込まれていたが、2020年改訂では、目立った追加改訂はなかった。しかしながら、運用機関の議決権行使結果の公表については2017年改訂及び2020年改訂共に改訂をしており、2017年改訂では、「少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計」としていたが、2020年改訂で追加改訂しており、「特に外観的に利益相反が疑われる議案」については、賛否に関わらず理由を公表すべきとしており、要求水準は高まったと思われる。

このような状況から、運用機関は、反対すると説明を求められるので、とりあえず賛成といったネガティブなものは減少してくるのではないだろうか。

また、運用機関の自己評価については、2017年改訂において「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」としており、2020年改訂においては、「自己評価の結果を投資先企業との対話を含むステュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである」と追加しており、アセットオーナーが公表結果を利用して運用機関の選定や評価に役立てるものとなっている。この自己評価を運用機関ごとに公表することで運用機関の期間比較をすることができ、アセットオーナーからの資金調達をする際の差別化も今後期待できるのではないだろうか。

そして、ESG投資は、2017年改訂で、指針3-3について「社会・環境問題に関連するもの」として記述自体が少なかったが、2020年改訂で、コード全体に「運用戦略に応じたサステナビリティの考慮」という文言を追加しており、最近の社会情勢（英国コードの影響もあると考えられる）からESGについて、特に重要視しているように感じる。

また、議決権行使助言会社については、2017年改訂の指針において「本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまる」として全体に影響するような記述であったが、2020年改訂により「インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべき」として新たに原則8を設けるに至った。これは、SSコードを受け入れる機関投資家の数が増加したことに伴い、議決権行使助言会社の利用頻度が高まったことを背景としていると思われる。

全体を通じて、2014年の策定時コードが形式であり、2017年改訂及び2020年改訂により実質的なコードに進化するための記述が盛り込まれたのではないか。ESGについて英国などでも注目されている部分も取り入れたハイブリッドな日本独自のコードに進化してきていると思われる。

## 第4章 英国のスチュワードシップ・コードの変遷

本章では、日本版SSコードの原案となった英国のSSコードの歴史的変遷を確認する。1992年に英国において、キャドバリー報告書<sup>(28)</sup>が公表され、上場企業が遵守する行動規範が定められた。その後、1998年に、コーポレートガバナンス・コード（以下「CGコード」という）の前身となった、統合規範が公表された。

大きく変化したのはリーマンショック以降であり、短期的な利益追求と金融機関の過剰なリスクテイクにより実質的に破綻する銀行が続出した。英国政府は、公的資金の注入という形で、銀行の生き残り策を図り、この危機的状況を乗り越えた<sup>(29)</sup>。しかし、それは、納税者が多大な負担を強いられたといったマイナス面を露呈していくことになる<sup>(30)</sup>。

また、2009年に公表されたウォーカー報告書では、機関投資家も短期収益思考に陥り、金融機関の株主としてガバナンスを十分発揮しなかったことがリーマンショックを誘発し、それが金融危機の一因であると指摘した<sup>(31)</sup>。

このような状況は、コーポレートガバナンスの欠如から生み出したとされているため、投資家側と企業側の双方に対する規律作りを求める声があがった。そこで英国の財務報告評議会（Financial Reporting Council（以下「FRC」という））は、具体策として統合規範を、投資家側でSSコード、企業側でCGコードとして2010年に公表するに至った<sup>(32)</sup>。

FRCは、政府から独立した民間組織であり、法的拘束力のないソフトローを管轄する自主規制機関として、法律・規制及び業界団体により業務の権限が与えられている<sup>(33)</sup>。FRCのミッションは、高品質なコーポレートガバナンスと投資促進のための企業による情報開示の促進である<sup>(34)</sup>。

2012年には、ビジネス・イノベーション・技能省（Department for Business, Innovation and Skills, BIS）からケイ・レビューが公表された。ケイ・レビューは、英国株式市場が英国企業の長期成長を支援し、それによって年金受給者や貯蓄者が利益を得ているかを検証することが目的であった<sup>(35)</sup>。しかしながら、この時の英国株式市場は、短期主義が蔓延しており、投資関係者の間での信認の欠落やインセンティブの不一致が見られ、その役割は果たしていないと指摘された<sup>(36)</sup>。

英国のSSコード（2020）は、2019年10月24日にFRCが公表した。英国のSSコー

---

(28) コーポレートガバナンスの財務的側面における委員会報告書

(29) 菅野泰夫（2014）「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向～2014年9月改訂版とコンサルテーション・ドキュメントの紹介」『大和総研調査季報』、第16巻、p.41

(30) 同上

(31) 淵田康之（2012）「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』、第16巻、p.53及び *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*（December 26, 2009）参照

(32) 菅野（2014）、前掲書、p.41

(33) 三和裕美子・村澤竜一（2018）「英国におけるスチュワードシップ・コードの推進」『証券アナリストジャーナル』、第56巻第3号、p.29

(34) 同上

(35) 神山哲也（2013）「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』、第17巻、p.109

(36) 同上

図表4 英国におけるSSコードの歴史の変遷

スチュワードシップ・コード (機関投資家)	
1991年	英国における機関株主の責任に関するステートメント
2001年	機関投資に関するマイナース報告書
2002年	機関株主およびエージェントの責任に関する原則ステートメント
2009年	ウォーカー報告書 機関投資家の責任コード
2010年	SSコード(2010)公表(原則7)
2012年	ケイ・レビュー SSコード(2012)改訂(原則7)
2013年	グリーンペーパー「欧州経済のための長期ファイナンス」公表
2019年	SSコード(2020)改訂 ・アセットオーナー及びアセットマネージャーのための原則12 ・サービスプロバイダーのための原則6

出所：筆者作成

ドは2012年に改訂して以来の改訂となっている<sup>(37)</sup>。

2020年改訂では、アセットオーナーとアセットマネージャーの原則及びサービスプロバイダーの原則に分けられ、また、「コンプライ・オア・エクスプレイン」から「アプライ・アンド・エクスプレイン」へと変化を遂げた。これは、署名機関に対する規律づけを強化する観点から変更が行われている<sup>(38)</sup>。ただし、すべてが「アプライ・アンド・エクスプレイン」となるわけではなく、期待される報告内容については、「～すべき」という柔軟性が認められている<sup>(39)</sup>。

英国のSSコードが2020年に改訂したことで、それまで同コード受入れていた機関投資家も再度受入れ表明が必要となっている。FRCでは、申請した機関投資家を精査し、実際にコードが求めるスチュワードシップ活動をしていないと判断した機関投資家は著名リストに採用しなかった。

これは、SSコードの改訂が大きなものであり、受入れる機関投資家には、コードを再度理解したうえで受入れ表明をするようにしていると考えられる。

このように、英国のSSコード(2020)は、今までにない大きな改訂が行われた。この改訂に対して、日本版SSコード(2020)は、依然として8つの原則<sup>(40)</sup>であり、今後の改訂で、英国のような形で機関投資家と議決権行使助言会社で原則を分けていくか、ESGを増加させるかは注目しておく必要がある。

(37) 図表4を参照

(38) 林順一(2020)「英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察：改定に至る経緯と主な改訂内容」『国際マネジメント研究』、青山学院大学大学院国際マネジメント学会、p. 38

(39) 同上

(40) これは、2014年に策定された日本版SSコードの7つの原則に加え、2020年に策定されたSSコードに追加された原則8によって成り立っている。

## 第5章 SSコードの今後の可能性

SSコードの改訂から検討をすると、「形式」から「実質」への変化を遂げており、また、社会環境に適合するように変化をしている背景から、今後、サステナビリティを備えたコードが重要であると考ええる。

この「サステナビリティ」については、一般的に「持続可能性」と訳されることが多い。企業が中長期的に発展する際には、短期志向を排除し、サステナビリティを備えたコードへと変化が必要である。この論点として「アクティブ運用からパッシブ運用への社会環境の変化」及び「協働エンゲージメント」について考察を加えることとする。

短期志向の問題点は、過大なリスクテイクや問題ある金融商品の販売が生じ、金融危機をもたらし、さらに、グローバル金融危機の結果、各国では経済低迷が続き、企業の投資とそれを金融面で支えるリスクマネーの供給が必要になる<sup>(41)</sup>。また、近年の社会情勢では、CSR「Corporate Social Responsibility（企業の社会的責任）」やESGといった考え方が普及してきたため、短期志向とは相いれないと指摘される<sup>(42)</sup>。

### 第1節 アクティブ運用とパッシブ運用

運用機関がアクティブ運用かパッシブ運用であるかにより、エンゲージメントの仕方は異なるものである。アクティブ運用の場合には、エンゲージメントをしても投資先企業の価値を向上できないと考えれば、売却をすることができる。しかしながら、パッシブ運用の場合には、株式指数などに連動して売買をするため、基本的にエンゲージメントの結果、売却という手段に出ることはできない。そのため、パッシブ運用の場合の方が投資先企業へのエンゲージメント期間は長期的になると考えられる。

世界規模であるGPIF（Government Pension Investment Fund：年金積立金管理運用独立行政法人）も当初アクティブ運用が多かったものの、現在は、その資産規模から多くはパッシブ運用として保有している。

世界的にパッシブ運用が増加している背景もあり、引き続き、パッシブ運用が増加する傾向は続くことが考えられる。その際に、パッシブ運用の場合には、信託手数料が低く抑えられ、そのため、エージェンシーコストが補えない問題がある。しかしながら、次節で示す協働エンゲージメントが一般的になることで、コスト面を補うことができるかもしれない。

### 第2節 協働エンゲージメント

世界的にパッシブ運用が増加した現状で、運用手数料の低いパッシブ運用がどのようにエンゲージメントをするか、スチュワードシップ活動にかかるコストとのバランスをどのように考えるかがポイントとなる<sup>(43)</sup>。特に、ESG投資については、コストとリターンのバランスが重要であり、収益獲得までに長期間かかるものであると考えられるため、機関投資家（運用機関及びアセットオーナー）がどのように収益に結びつけ受託者責任を果た

---

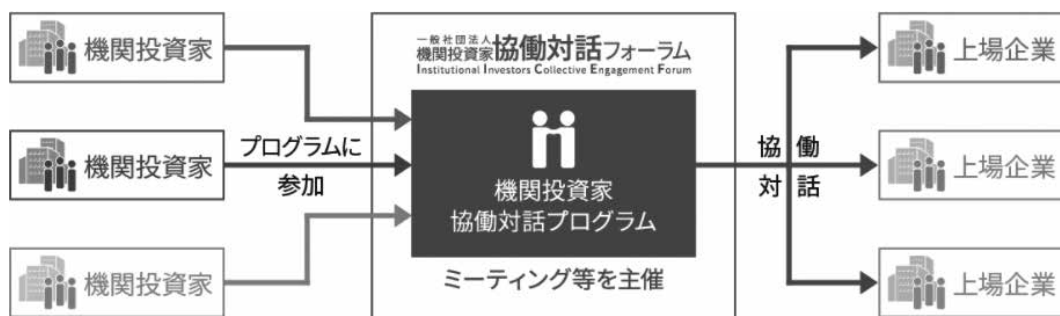
(41) 淵田（2012），前掲書，p. 56

(42) 同上

していくかも検討する必要があるだろう。

このような問題に対しては、2017年10月に、複数の機関投資家による企業との協働対話の支援を目的とした「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」が設立された<sup>(44)</sup>。そこでは、短期的な利益を追求するのではなく、最終受益者の中長期的な投資リターンの拡大に結びつくように、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することを目的としている<sup>(45)</sup>。そのため、この対話フォーラムは、投資先企業の事業活動の重大な変更を要求することや経営の細部に介入することは意図されておらず、企業が抱える課題に関して、機関投資家と企業との間の認識の共有を図ることを通じた、企業の主体的な経営方針に基づく経営を支援するための取組である<sup>(46)</sup>。

図表5 協働対話



出所：一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム（<https://www.iiccf.jp/>（最終閲覧日 2021年9月10日））

協働エンゲージメントの投資家側のメリットは、単独のエンゲージメントコストより協働エンゲージメントコストの方がコストを分担することができ、コストをリターンで上回ることが可能となる<sup>(47)</sup>。

また、企業側のメリットは、単独の対話より投資家集団との対話の方が効率的であり、知識とスキルのある投資家集団との対話により包括的な対話が可能となる点があげられる<sup>(48)</sup>。

このように、協働エンゲージメントには、コスト面及び効率面で大きなメリットがある。しかしながら、細部の問題については、パッシブ運用の機関投資家との意見を同一にする必要があるため、対話フォーラムが大枠を決めてエンゲージメントするような方法になっていくことが考えられる。

(43) 神作（2020）も同様にパッシブ運用の投資家についてスチュワードシップ活動のコストが利益を上回ることを問題視している。神作裕之（2020）「スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向」『商事法務』、第2232号、p. 8

(44) 図表5を参照

(45) 一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム HP 参照（<https://www.iiccf.jp/>（最終閲覧日 2021年9月10日））

(46) 同上

(47) 村澤（2021）、前掲書、pp. 123-124

(48) 同上

たしかに以前は、物言う機関投資家が積極的に企業と対話をする流れが主流であったが、今後は、パッシブ運用が増加した背景から、このような対話フォーラムが増加していくのではないだろうか。

### 第3節 小括

上記で検討したように、現状の運用方法の多くが、パッシブ運用であり、今後、サステナビリティを備えたコードの変化という点でも、パッシブ運用が企業とエンゲージメントを行う環境整備を検討する時期に入っていると考えられる。

このような、協働エンゲージメントが一般的になることで、機関投資家のメリット及び企業のメリットを双方享受することができる。しかしながら、それぞれの機関投資家の意見を同一にする必要があるため、「形式」に傾斜することがなきよう注視する必要がある。

## 第6章 むすびに代えて

わが国のSSコードは、英国のSSコードに依拠し、進展してきたものであるが、「形式」から「実質」への価値転換によりその実態はわが国独自のSSコードに変化していった。とはいえ、英国のSSコードの改訂は、日本版SSコードに大きな刺激を与えてきたことは言うまでもない。

それは、もともと日本版SSコードには、記述されなかった協働エンゲージメントとESG投資が2017年の改訂時に追加されたことである。特に、ESG投資についていえば、英国においてもコード全体に追加したものであり、その意味で英国のSSコードにおける積極的な改訂といえよう。従って、わが国のESG投資の追加は、遅れながらも英国の機関投資家を刺激したことを考えると意味ある改訂であったといえよう。

そもそもESG投資は長期投資家にとって潜在的リスクであるため、企業価値の持続性を担保する目的でリスク管理の観点から重要である<sup>(49)</sup>。だからこそ、「実質」へのSSコード改訂が機関投資家への活性化に結びつくのである。

協働エンゲージメントについては、コードの改訂もあり、2017年10月には、複数の機関投資家による企業との協働対話の支援を目的とした「一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム」も設立されたことから、今後の協働エンゲージメントも発展の可能性があると考えられる。

英国のSSコードは、原則が機関投資家向けのものサービスプロバイダー向けのものに分類されたことが大きな変化であろう。これは、サービスプロバイダーの影響力が増したことにより、原則自体を分類した結果である。現行の日本版SSコード(2020)では、議決権行使助言会社について原則に追加した形式をとっているが、今後、機関投資家向けの原則と議決権行使助言会社向けの原則に分類してコードが作成されることも予測できる。

日本版SSコードは、英国のSSコードをもとに策定されてきたが、日本独自の社会情

---

(49) 藤川信夫(2020)「ESGインテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメントーリスクマネジメントと受託責任・善管注意義務、ガバナンス改革の深化ならびにスチュワードシップ・コード改訂に向けてー」『千葉商大論叢』、第57巻第3号、p.181

勢を踏まえ、独自のSSコードへの変化について、改めて検討する時期に入ったのではないか。

実際、2014年に策定されたSSコードの7つの原則が2020年になり議決権行使助言会社によるサービスの内容について利益相反を補完し、透明性や正確性を確保するなど第8の原則を加えたことは正にわが国独自のSSコードへの確立を意味するものであったのではないかと考える。そのSSコードの8つの原則が「実質」への実現をするため、政府が機関投資家とともに具現化するものであることを意味している。

よって、今後の研究としては、引き続き、日本版SSコードと英国のSSコードを比較検討する必要があるだろう。さらに、そこにどのような差異があるのかを検討することで、社会でどのような問題を重視しているか、CSR、ESG、などの社会情勢の変化も含めた包括的なコードとなることを期待する。

### [参考文献]

- A review of corporate governance in UK banks and other finance industry entities*  
(December 26, 2009)
- 一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム HP (<https://www.iicf.jp/> (最終閲覧日 2021年9月10日))
- 金融庁 HP 「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会 (第2回)」 (<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/gijiroku/20170217.html> (最終閲覧日 2021年9月14日))
- 金融庁 HP 「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」 ([https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements\\_3.pdf](https://www.fsa.go.jp/singi/follow-up/statements_3.pdf) (最終閲覧日 2021年9月9日))
- 金融庁 HP 「2014年策定のスチュワードシップ・コード」 (<https://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf> (最終閲覧日 2021年9月9日))
- 金融庁 HP 「2017年改訂のスチュワードシップ・コード」 (<https://www.fsa.go.jp/news/29/singi/20170529/01.pdf> (最終閲覧日 2021年9月9日))
- 金融庁 HP 「2020年改訂のスチュワードシップ・コード」 (<https://www.fsa.go.jp/news/r1/singi/20200324/02.pdf>) (最終閲覧日 2021年9月9日)
- 金融庁 HP 「英国スチュワードシップ・コード (仮訳) 2012年9月」 (<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20131018/04.pdf> (最終閲覧日 2021年9月14日))
- 金融庁 HP 「英国スチュワードシップ・コード 2020 (仮訳) 2019年11月」 (<https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20191108/07.pdf> (最終閲覧日 2021年9月20日))
- 生命保険協会 HP 「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果 (2019年版) 企業・投資家の結果比較」 ([https://www.seiho.or.jp/info/news/2020/pdf/20200417\\_4-5.pdf](https://www.seiho.or.jp/info/news/2020/pdf/20200417_4-5.pdf) (最終閲覧日 2021年5月1日))
- 加藤貴仁 (2018) 「スチュワードシップ・コードの理論的考察」『Jurist』, 第1515号, pp. 16-21
- 神山哲也 (2013) 「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』, 第 17 巻, pp. 108-115
- 川北英隆 (2020) 「スチュワードシップを理解する」『企業会計』, 第 72 巻第 5 号, pp. 132-135
- 神作裕之 (2020) 「スチュワードシップ・コード再改訂版とガバナンスをめぐる昨今のグローバルな動向」『商事法務』, 第 2232 号, pp. 5-17
- 北川哲雄・藏本祐嗣・濱口大輔・豊田一弘 (2018) 「スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家・アセットオーナーの動向」『証券アナリストジャーナル』, 第 56 巻第 3 号, pp. 6-27
- 菅野泰夫 (2014) 「英国コーポレートガバナンス・コード改訂の最新動向～2014 年 9 月改訂版とコンサルテーション・ドキュメントの紹介」『大和総研調査季報』, 第 16 巻, pp. 40-53
- 佐久間信夫・田中信弘 (2019 年) 『CSR 経営要論』, 創成社
- 鈴木一功 (2018) 「解題 (特集スチュワードシップ・コード改訂と機関投資家)」『証券アナリストジャーナル』, 第 56 巻第 3 号, pp. 2-5
- 鳥貫まどか (2020) 「スチュワードシップ・コードの再改訂の概要」『T&Amaster』, 第 835 号, pp. 22-30
- 林順一 (2020) 「英国スチュワードシップ・コード改訂に関する一考察：改定に至る経緯と主な改訂内容」『国際マネジメント研究』, 青山学院大学大学院国際マネジメント学会, pp. 31-48
- 藤川信夫 (2020) 「ESG インテグレーションとシェアホルダー・エンゲージメントーリスクマネジメントと受託責任・善管注意義務, ガバナンス改革の深化ならびにスチュワードシップ・コード改訂に向けてー」『千葉商大論叢』, 第 57 巻第 3 号, pp. 163-183
- 淵田康之 (2012) 「短期主義問題と資本市場」『野村資本市場クォーターリー』, 第 16 巻, 野村資本市場研究所, pp. 52-87
- 三和裕美子・村澤竜一 (2018) 「英国におけるスチュワードシップ・コードの推進」『証券アナリストジャーナル』, 第 56 巻第 3 号, pp. 28-37
- 村澤竜一 (2021) 『機関投資家のエンゲージメント 協調型コーポレートガバナンスの探究』, 中央経済社
- 葭田英人 (2017) 「日本版スチュワードシップ・コード改訂の意義」『企業会計』, 第 69 巻第 12 号, pp. 117-121

(2021.9.20 受稿, 2021.11.10 受理)

〔抄 録〕

わが国の経済は、米国や欧州と比べて成長が劣っていた。そこで、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として金融庁により日本版SSコードが策定された。

SSコードの課題は、受入れ表明が形式的であり、実質が伴っていない点や運用機関に比べてアセットオーナーの受入れが少数であった。しかし、2017年のアセットオーナーを受入れた改訂が起爆剤となり、アセットオーナーの受入れ表明数は増加傾向となった。

わが国の3年ごとのSSコード改訂を通じて、形式から実質への変化を目指してきた。しかし、現在も英国のSSコードはわが国のSSコードを刺激している。

実際、英国に比べてわが国ではESG投資や協働エンゲージメントへの認識は薄い。だからこそ、今後も社会情勢の変化によりこれらはわが国のSSコードに「実質」の実現に向け組み込まれていくことが予想される。

ここで留意しなければならない点は、単純に英国のSSコードに追従するのではなく、日本独自のSSコードを目指すことである。とはいえ、グローバル化の観点から、今後も、日本特有だけでなく世界的な社会情勢を踏まえた包括的なコードになることを期待したい。