

日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関する
アンケート(第6回)の結果について
(2019年10月実施分)

【目次】

I : 概要	1
II : アンケート結果のポイント	2
III : アンケート結果	7
「方針の策定（原則 1、2）」について	7
「的確な状況把握および目的を持った対話（エンゲージメント）（原則 3、4）」について	21
「議決権行使に関する考え方、行使状況および報告体制（原則 5、6）」について	35
「実力の具備（原則 7）」について	53
「その他」について	61

I：概要

<目的>

日本版スチュワードシップ・コードに対する会員の受入れ表明状況および体制整備状況等の把握を行い、実効性あるスチュワードシップ活動の普及・定着を図ることにより、日本におけるコーポレートガバナンスの向上に貢献すること。

<調査対象>

投資運用会員 231 社^{*1}および日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明した投資助言・代理会員 8 社の計 239 社

^{*1}: 金商法第 2 条第 8 項第 12 号ロに掲げる行為または同項第 15 号に掲げる行為を業として行う会員。ラップ業務を行う会員を含み、不動産関連特定投資運用業のみを行う会員を除く。

<回答期間>

2019 年 9 月 25 日～10 月 23 日

<回答社数>

233 社／239 社 (社数ベースでの回答率 97%)

<回答基準日>

注記の無い限り、2019 年 8 月 31 日

<回答社の日本株投資残高^{*2} (2019 年 6 月末) >

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	733,672 億円	99.7%	(91,688 億円)
内 パッシブ運用	432,736 億円	58.8%	(69,246 億円)
内 ESG要素考慮	37,249 億円	5.1%	(9,712 億円)
内 パッシブ運用以外	300,936 億円	40.9%	(22,442 億円)
内 ESG要素考慮	150,332 億円	20.4%	(13,061 億円)
非上場株式	2,068 億円	0.3%	(27 億円)
合計	735,740 億円	100.0%	(91,715 億円)

^{*2}: 金商法第 2 条第 8 項第 12 号ロまたは同項第 15 号に掲げる業 (投資運用会員) に係る残高 (以下、同じ)

<回答社の投資運用業における日本株関連の陣容 (2019 年 6 月末) >

	人員数	平均経験年数
運用業務従事者数	1,942 名	—
内 ファンドマネージャー数	1,124 名	15年4ヵ月
内 調査スタッフ(アナリスト)数	611 名	14年4ヵ月
内 議決権行使担当者数	525 名	内 専任 32 名
内 モニタリング担当者数	659 名	内 専任 62 名
内 エンゲージメント担当者数	685 名	内 専任 53 名

II：アンケート結果のポイント

- ① 日本版スチュワードシップ・コードに関する方針を2019年8月末時点で「策定済」とした社は123社、「策定中」とした社は4社であった<設問2-①>。コードの改訂内容を踏まえて、公表項目の更新と更新の公表をともに行った社は、112社であった<設問2-②>。なお、方針を「策定済」とした社において、全ての原則に準拠しているとした社は113社（92%）^{*3}であった<設問2-⑤>。

*3：方針を「策定済」と回答した社を集計対象（123社）とした社数、比率。

- ② 「策定した方針」および「顧客との利益相反に関する方針」をウェブサイト等で「開示済」とした社は、それぞれ121社（95%）^{*4}、104社（82%）であった。<設問2-⑥、⑧>。

*4：各設問に対し有効と判断される回答があった社を集計対象とした社数、比率。以下、⑤まで同じ。

- ③ 顧客に対する方針の説明状況では、「ウェブサイト等で開示している」を選択した社が92社（73%）、「要請のあった顧客のみ直接説明している」を選択した社が52社（41%）、「現時点で顧客から要請がないが、要請があれば直接説明する」とした社が28社（22%）である一方、「全ての顧客に直接説明している」とした社は9社（7%）であった<設問2-⑫>。また、説明要請のあった顧客の割合では、「20%未満」とした社が最も多く31社（60%）、要請のあった顧客のみに説明している理由では、「ウェブサイト等で開示済み」とした社が最も多く38社（73%）であった<設問2-⑬>。

- ④ スチュワードシップ活動について顧客から受けた質問、あるいは送付されてきた質問状の内容では、「日本版スチュワードシップ・コードに関する方針について」を選択した社が最も多く56社（88%）、次いで「議決権行使状況について」が51社（80%）、「エンゲージメント活動について」が48社（75%）であり、それぞれ前回調査と同水準であった。なお、「議決権行使結果を個別企業および議案ごとに公表することについて」は31社（48%）であった<設問2-⑩>。

- ⑤ 運用機関として、顧客側からモニタリングを「受けている」とした社は59社（44%）であり、前回調査（56社（43%））と同水準であった<設問2-⑭>。

- ⑥ モニタリングについての設問では、日本株式の「パッシブ運用商品を含む全商品」に結果が反映されているとした社が22社（28%）^{*5}、「全アクティブ商品のみ」とした社は44社（55%）であった<設問3-②>。その対象については、「モニタリングの結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄」とした社が57社（71%）であった<設問3-③>。

*5：各設問に対し有効と判断される回答があった社のうち、日本株への投資残高を有する社（他社への運用委託分を除く）を集計対象とした社数、比率。以下、同じ。

- ⑦ エンゲージメントについての設問では、定義を定めているとした社が 41 社 (55%)、うち回数を集計しているとした社は 38 社 (93%) であった<設問 3-⑤、⑥>。
- ⑧ エンゲージメントについて、日本株式の「パッシブ運用商品を含む全商品」に結果が反映されているとした社が 19 社 (26%)、「全アクティブ商品のみ」とした社は 41 社 (55%) であった<設問 3-⑧>。その対象については、「エンゲージメントの活動結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄」とした社が 36 社 (49%) であった<設問 3-⑩>。また、パッシブ運用をエンゲージメント活動の対象としていない理由としては、「コストの制約」とする回答 5 社 (9%) があった<設問 3-⑨>。
- ⑨ エンゲージメント活動における企業との対話において、投資先企業と多く議論した事項として「企業戦略」を選択した社が最も多く 62 社 (84%)、次いで「ガバナンス体制」が 55 社 (74%)、「企業業績及び長期見通し」が 49 社 (66%) であった<設問 3-⑬>。また、エンゲージメント活動を今後充実させる上で、企業側に改善を求める事項として「開示情報の質」を選択した社が最も多く 56 社 (76%)、次いで「経営陣の関与」が 55 社 (74%)、「企業のエンゲージメントに対する意識」が 53 社 (72%) であった<設問 3-⑱>。
- ⑩ エンゲージメント活動におけるフィードバックについての設問では、「投資先企業からフィードバックを受けたことがある」とした社は 46 社 (62%)、うち企業数は「1～10 社」が 21 社 (46%)、「11～50 社」が 19 社 (41%) であった<設問 3-⑯、⑰>。
- ⑪ 集团的エンゲージメント活動については、「行ったことがある」とした社は 12 社 (16%) と前回調査 (9 社 (12%)) から若干増加した。また、「行ったことはないが今後行う予定」は 21 社 (28%) であった<設問 3-⑲>。
- ⑫ 議決権等行使指図に関する体制について、「協会自主規制ルール『投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について』に則したものとなっている」とした社は 76 社 (100%) であった<設問 4-②>。
- ⑬ 議決権行使に関するガイドラインもしくは方針を「改訂した」とした社は 32 社 (34%) であった。改訂内容としては「社外取締役」「監査役」「独立性基準」に関する改訂、「買収防衛策」に関する改訂、「役員報酬議案 (業績連動報酬等)」に関する改訂、「株主還元」「剰余金処分」に関する改訂、「ESG 関連」に関する改訂などを挙げる回答が多かった<設問 4-④>。
- ⑭ 本年 5・6 月の株主総会での議決権行使状況について、会社提案議案に対し反対・棄権した会社数は会員 1 社あたり平均 192 社 (会員 1 社あたりの行使対象とした総会社数の平均 408 社に対し 47%)、反対・棄権した議案件数は会員 1 社あたり平均 568

件（会員 1 社あたりの行使対象とした総議案件数の平均 5,050 件に対し 11%）であった<設問 4-⑤>。また、エンゲージメント活動の結果、会社からの事前説明を受けて賛否等を変更した議案の有無について、「変更した議案がある」とした社は 32 社（34%）であり、前回調査（31 社（33%））と同水準であった<設問 4-⑦>。

- ⑮ 議決権等行使指図に係る集計結果の顧客への報告状況では、「要請のあった顧客のみ直接報告している」とした社が 44 社（47%）である一方、「全ての顧客に直接報告している」とした社は 9 社（10%）であった<設問 4-⑬>。また、報告要請のあった顧客の割合では、「20%未満」とした社が最も多く 23 社（52%）、要請のあった顧客のみに報告している理由では、「ウェブサイト等で開示済み」とした社が最も多く 29 社（66%）であった<設問 4-⑭>。
- ⑯ 議決権行使指図にあたり助言機関を活用した社において、助言内容をどのように活用したかとの設問では、「議決権行使指図の判断の際、参考としている」と「当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している」とした社が最も多く 16 社（42%）、次いで「稀に異なる時もあるが、基本、助言内容に沿って議決権行使を指図する」が 9 社（24%）であった<設問 4-⑰>。また、議決権行使結果の公表に合わせ、助言機関を活用した旨および当該サービスをどのように活用しているかについて、「公表している」とした社は 29 社（85%）であった<設問 4-⑱>。
- ⑰ 議決権行使指図にあたり議決権電子行使プラットフォームを「活用している」とした社は 12 社（13%）であり、前回調査（13 社（14%））と同水準であった。<設問 4-⑲>。上場企業がどの程度採用すれば、当該プラットフォームを前提とした議決権行使指図の業務フローに切り替えることを検討するかとの設問では、「何社採用しようが切り替えない」を選択した社が最も多く 45 社（48%）、次いで「上場企業全社」が 18 社（19%）となった<設問 4-⑳>。一方、株主総会招集通知の閲覧では、「議決権電子行使プラットフォームを活用している」とした社が 14 社（15%）、「東証の TDnet を活用している」とした社が 27 社（29%）であった<設問 4-㉑>。
- ⑱ 議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに「公表している（公表予定を含む）」とした社は 47 社（50%）であり、前回調査（48 社（50%））と同水準であった。<設問 4-㉒>。なお、賛否の理由についても明確に説明しているとした社は 25 社（27%）と前回調査（22 社（23%））から若干増加した。また、説明している議案では、「会社提案反対議案」とした社が最も多く 19 社（76%）、次いで「株主提案反対議案」が 11 社（44%）、「株主提案賛成議案」8 社（32%）であった<設問 4-㉓>。11 社は、全議案についての反対の理由を記載している。
- ⑲ 今後日本版スチュワードシップ・コードに沿った運営を実施していく上での課題・検討事項について、顧客に対して説明を行う機会を「設けた」とした社は 32 社（34%）

であった<設問 4-⑩>。

- ⑳ 「実力の具備（原則 7）」を実践するための「新たな取り組みがある」とした社は 39 社（40%）であった。新たな取り組みの具体的内容としては、「ESG 関連」、「エンゲージメント関連」、「組織・人員・IT 等関連」、「勉強会・研修等の実施」、「自己評価関連」などに関する取り組みを挙げる回答が多かった<設問 5-①>。
- ㉑ 自己評価を「行っている」とした社は 50 社（52%）と前回調査（45 社（46%））から増加した<設問 5-③>。また、自己評価について結果を「公表している」とした社は 50 社（86%）と前回調査（48 社（83%））から若干増加した<設問 5-④>。
- ㉒ 機関投資家の経営陣自らがスチュワードシップ活動の実行とそのため組織構築・人材育成に関する課題に、具体的に「取り組んでいる」とした社は 78 社（80%）であった。具体的には、「経営陣自らの行動等」に加え、「研修・勉強会等」、「組織内での相互連携」、「ESG 関連」、「ガバナンス」などに関する取り組みを挙げる回答が多かった<設問 5-⑤>。
- ㉓ 機関投資家が中長期的な視点に立って投資を行うこと（ロングターミズム）の妨げとなるものに関する設問では、機関投資家側の事項としては、「人事・評価・報酬等」や「時間軸の相違」、「運用手法による弊害」などに関する回答が多かった。投資先企業側の事項としては「開示・対話姿勢等」、顧客（最終投資家）およびセルサイド側の事項としては、「短期間の投資成果・収益追求」、市場環境に関する事項としては「高水準のボラティリティ等」などに関する回答が多かった<設問 6-①>。
- ㉔ 顧客から ESG（環境・社会・ガバナンス）に基づくマニフェスト（ESG 指数を採用した運用や ESG 要素が優れている銘柄でポートフォリオを構築する等）を「受けたことがある」とした社は 28 社（29%）と前回調査（24 社（23%））から増加した<設問 6-②-1>。また、アクティブ運用を行っている場合にその調査・分析・選別に ESG 要因を「考慮している」とした社は 74 社（76%）と前回調査（66 社（63%））から増加した<設問 6-②-2>。ESG 要素を投資プロセスにどのように組み込んでいるかとの設問では、「ESG インテグレーション（分析・選別において、ESG 要素を体系的に取り込む）」とした社が最も多く 50 社（65%）であった<設問 6-②-4>。
- ㉕ 改訂コーポレートガバナンス・コード等の中で指摘された資本コストの定義式についての考え方や企業側に期待することについての設問では、「資本コストの定義」、「経営目標や取り組み等」、「合理的な説明や情報開示」、「経営陣に対する意識等」などに関する回答が多く寄せられた<設問 6-⑥>。
- ㉖ 取締役の選任に関するプロセスについての設問では、企業との対話において重視する

事項等として、「プロセスの客観性・透明性等」、「ガバナンス体制」、「評価・検証」などに関する回答が多く寄せられた<設問 6-⑦>。

- ⑳ スチュワードシップ活動の実効性を高めるために何が効果的かとの設問では、「意識改革や継続的な対応」、「エンゲージメント」、「運用機関側」、「顧客（アセットオーナー）側」などに関する事項について多くの回答が寄せられた。また、「業務効率化、情報開示、政策保有株式等」に関する回答も多く寄せられた。なお、一部の会員からは、「投資家と企業の対話ガイドライン」や「価値協創ガイダンス」は共通言語として成り立ちうるもので、対話の中で上手く活用していくことも効果的との声があった。<設問 6-⑧>。

Ⅲ：アンケート結果

「方針の策定（原則 1、2）」について

1. 日本版スチュワードシップ・コードに関する各社の対応状況

(1) 日本版スチュワードシップ・コードに関する明確な方針を策定していますか。<設問 2-①>

	回答数	(2018年10月調査) ^{*6}	日本株残高 ベース比率	(2018年10月調査) 同左比率
全体	233 社	218 社	100.0% (73.6兆円)	100.0% (66.1兆円)
イ 策定済	123 社 (52.8%)	115 社 (52.8%)	89.6% (65.9兆円)	96.4% (63.7兆円)
ロ 策定中	4 社 (1.7%)	8 社 (3.7%)	0.2% (0.2兆円)	0.2% (0.1兆円)
ハ 受入れ予定なし	106 社 (45.5%)	95 社 (43.6%)	10.2% (7.5兆円)	3.4% (2.3兆円)
a 日本株に投資をしていないため			60 社	
b (外部への運用委託など) 議決権を有しないため			8 社	
c (短期保有や非上場株投資など) 戦略に適さないため			11 社	
d コスト負担が増えるため			5 社	
e その他 ^{*7}			22 社	

*6: 昨年度アンケートより。以下、同じ。

*7: 各設問において、その具体的な事項や方法、理由等の記載を求める選択肢の場合、その記載内容が他の選択肢に含まれると判断されるものは当該選択肢において集計し、設問の趣旨に照らして実質的に無回答と判断されるものは除く。以下、同じ。

・「e その他」では、「議決権を保有しない、関与しない」(10 社)、「受入れについて検討中、今後検討予定」(6 社)、「コードが想定する業務内容に該当しない」(3 社) の回答があった。

<ご参考> 日本版スチュワードシップ・コード (2017 年 5 月 29 日)

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。
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。
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。

2. 上記<設問 2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした 127 社に対するアンケート結果<設問 2-②以降>

<ご参考：「策定済」もしくは「策定中」とした 127 社の状況（2019 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	658,867 億円	99.7%	(25,497 億円)
内 パッシブ運用	373,136 億円	56.5%	(9,873 億円)
内 ESG要素考慮	37,249 億円	5.6%	(9,712 億円)
内 パッシブ運用以外	285,731 億円	43.3%	(15,624 億円)
内 ESG要素考慮	148,717 億円	22.5%	(11,455 億円)
非上場株式	1,750 億円	0.3%	(27 億円)
合計	660,618 億円	100.0%	(25,524 億円)

(1) 2017 年 5 月 29 日に公表された改訂内容を踏まえて、コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目の更新を行い、あわせて更新を行った旨も公表しましたか。<設問 2-②>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127 社	123 社
イ 公表項目の更新と更新の公表ともに行った	112 社 (88.2%)	108 社 (87.8%)
ロ 公表項目の更新を行ったが、更新の公表は行っていない	1 社 (0.8%)	4 社 (3.3%)
ハ 公表項目の更新は行っておらず、更新の予定もない	14 社 (11.0%)	11 社 (8.9%)

- ・「ハ 公表項目の更新は行っておらず、更新の予定もない」では、「2017 年 5 月 29 日以降に方針を新規策定したため（改訂内容反映済み）」（4 社）、「(そもそも) コードに対する方針を策定中・検討中」（3 社）の回答があった。

(2) 日本版スチュワードシップ・コードに関する方針はどの部門が主体・中心となって策定していますか。<設問 2-③>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127 社	123 社
イ 投資判断部門	38 社 (29.9%)	37 社 (30.1%)
ロ 運用企画／管理部門	23 社 (18.1%)	23 社 (18.7%)
ハ 企画調査部門	0 社 (0.0%)	1 社 (0.8%)
ニ 議決権行使担当部門	7 社 (5.5%)	4 社 (3.3%)
ホ 法務・コンプライアンス部門	26 社 (20.5%)	25 社 (20.3%)
へ 上記イ～ホから独立したスチュワードシップ担当部門	1 社 (0.8%)	1 社 (0.8%)
ト 会議体(部門横断的な委員会等)	17 社 (13.4%)	16 社 (13.0%)
チ その他	15 社 (11.8%)	16 社 (13.0%)
・ 複数部門の連携	6 社	6 社
・ グループ内の担当部門	4 社	4 社
・ 上記「イ」～「ト」から独立した企画部門	2 社	3 社
・ 責任投資部、ESG担当部門	3 社	2 社

(3) 日本版スチュワードシップ・コードに関する機関決定はどこが主体・中心となっていて行っていますか。<設問 2-④>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127 社	123 社
イ 取締役会	38 社 (29.9%)	41 社 (33.3%)
ロ 経営会議	29 社 (22.8%)	26 社 (21.1%)
ハ スチュワードシップ・コードに関する意思決定機関(委員会等)	13 社 (10.2%)	15 社 (12.2%)
ニ 上記イ～ハ以外の会議体(部門横断的な委員会等)	14 社 (11.0%)	11 社 (8.9%)
ホ 運用部門	17 社 (13.4%)	17 社 (13.8%)
ヘ 議決権行使担当部門	1 社 (0.8%)	1 社 (0.8%)
ト 法務・コンプライアンス部門	1 社 (0.8%)	1 社 (0.8%)
チ その他	14 社 (11.0%)	11 社 (8.9%)
・ 代表取締役・社長決裁	6 社	4 社
・ グループ会社内の担当部門	5 社	4 社
・ 投資(政策)委員会	3 社	2 社

(4) 日本版スチュワードシップ・コードの全ての原則に準拠していますか。<設問 2-⑤>

① <設問 2-⑤>に対し、各原則で「準拠している」を選択した社数は、以下の通りであった。

	回答数		(2018年10月調査)*9
		内、方針策定済*8	
全体	127 社	123 社	123 社
全ての原則に準拠している	114 社 (89.8%)	113 社 (91.9%)	107 社 (87.0%)
イ 原則1	124 社 (97.6%)	123 社 (100.0%)	118 社 (95.9%)
ロ 原則2	125 社 (98.4%)	123 社 (100.0%)	120 社 (97.6%)
ハ 原則3	122 社 (96.1%)	120 社 (97.6%)	119 社 (96.7%)
ニ 原則4	121 社 (95.3%)	119 社 (96.7%)	118 社 (95.9%)
ホ 原則5	117 社 (92.1%)	115 社 (93.5%)	111 社 (90.2%)
ヘ 原則6	122 社 (96.1%)	120 社 (97.6%)	118 社 (95.9%)
ト 原則7	122 社 (96.1%)	120 社 (97.6%)	119 社 (96.7%)

*8: <設問2-①>にて「イ 策定済」を選択した社。以下、同じ。

*9: 昨年度アンケートより、日本版スチュワードシップ・コードに関する方針を「策定済」もしくは「策定中」とした社を対象としたもの。以下、<設問2-⑯>まで同じ。

② <設問 2-⑤>に対し、各原則で「準拠していない」を選択した社の理由は、以下の通りであった。

	方針策定中・ 今後方針を策 定し公表する 予定のため	運用手法にな じまないと考え るため	日本の上場株 式に投資をし ていないため	企業への直接 訪問による調 査活動を行っ ていないため	議決権を有し ていない・行使 結果を公表し ていない	出資者からの 要望があった 場合に公表す る方針のため	その他
原則1	3社						
原則2	2社						
原則3	2社	1社	2社				
原則4	2社	1社	1社	2社			
原則5	2社		3社		4社	1社	
原則6	3社		1社		1社		
原則7	2社	1社	2社				

(5) 策定した方針をウェブサイト等に掲載していますか。<設問 2-⑥>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127社	123社
イ 開示済	121社 (95.3%)	113社 (91.9%)
ロ 開示準備中	3社 (2.4%)	7社 (5.7%)
ハ 開示していない	3社 (2.4%)	3社 (2.4%)

(6) 顧客との利益相反に関する明確な方針を策定していますか。<設問 2-⑦>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127社	123社
イ 独立した方針として策定済	85社 (66.9%)	81社 (65.9%)
ロ 日本版スチュワードシップ・コードに関する方針の中で定めている	23社 (18.1%)	26社 (21.1%)
ハ 顧客本位の業務運営に関する原則に対する方針の中で定めている	4社 (3.1%)	4社 (3.3%)
ニ 上記イ、ロ、ハ以外の方法で定めている(社内規程等)	13社 (10.2%)	11社 (8.9%)
ホ 策定中	2社 (1.6%)	1社 (0.8%)
ヘ 策定していない	0社 (0.0%)	0社 (0.0%)

(7) (上記<設問 2-⑦>でイ、ロ、ハ、ニ、ホの場合のみ回答) 策定した利益相反に関する方針をウェブサイト等で開示していますか。<設問 2-⑧>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127 社	123 社
イ 開示済	104 社 (81.9%)	102 社 (82.9%)
ロ 開示準備中	3 社 (2.4%)	4 社 (3.3%)
ハ 開示していない	20 社 (15.7%)	17 社 (13.8%)
a 社内規程等のため	17 社	14 社
b その他	3 社	3 社

・「b その他」では、「顧客から要望あれば個別に開示する方針のため」(1 社)の回答があった。

(8) (上記<設問 2-⑦>でイ、ロ、ハ、ニの場合のみ回答) 親会社等が発行する有価証券の組み入れや最良執行を無視してグループ関係会社へ発注する取引、または親会社等の利益との間に存在する利益相反を回避する等のため、直近1年間で、利益相反に関する方針を改訂しましたか。<設問 2-⑨>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	125 社	122 社
イ 改訂した	13 社 (10.4%)	22 社 (18.0%)
ロ 改訂していない	112 社 (89.6%)	100 社 (82.0%)

<「イ 改訂した」主な内容>

- ・利益相反管理の対象範囲、管理方法等の見直し (7 社)
- ・記述内容の拡充・明確化等 (親会社等グループ会社に関する利益相反事例の類型化等) (2 社)
- ・委員会の設置や方針等の規程の制定 (4 社)

(9) (上記<設問 2-⑦>でイ、ロ、ハ、ニの場合のみ回答) 利益相反に関する方針により実効性を持たせるため、何らかの具体的な施策を講じていますか。(「イ」を選択した場合の内訳は複数回答可)
 <設問 2-⑩>

<利益相反の実効性を持たせるための施策対応>	回答数	(2018年10月調査)
全体	125 社	122 社
イ 講じている	117 社 (93.6%)	108 社 (88.5%)
ロ 講じていない	8 社 (6.4%)	14 社 (11.5%)

<具体的な施策内容> (複数回答可)	回答数	(2018年10月調査)
全体	117 社	108 社
a 第三者委員会を設定し定期的に管理している	30 社 (25.6%)	16 社 (14.8%)
b 独立役員が確認している	9 社 (7.7%)	9 社 (8.3%)
c 親会社等株式の議決権行使の判断に助言機関の活用を行っている	20 社 (17.1%)	17 社 (15.7%)
d 社内で利益相反管理部門を設置し管理する仕組みを導入している	57 社 (48.7%)	51 社 (47.2%)
e その他で講じている	47 社 (40.2%)	67 社 (62.0%)
・ 研修・社内周知	11 社	9 社
・ 議決権行使に関するガイドライン等の遵守	7 社	14 社
・ 取引類型の分類ごと等の審査・検証	7 社	12 社
・ 利益相反管理方針等に関する社内規程の遵守	7 社	10 社
・ 助言機関等第三者の活用	6 社	6 社
・ 取引時のチェック体制の整備	5 社	4 社
・ 自己の計算による取引等に関する規程の遵守	4 社	4 社
・ その他	3 社	4 社
・ 情報収集・管理	0 社	0 社

<「イ 講じている」のうち、上記 d「社内で利益相反管理部門を設置し管理する仕組みを導入している」の主な具体例> (順不同)

- ・ 営業部門・運用部門等の他の部門から独立した法務コンプライアンス部がモニタリングを行い、問題があると判断する場合には関係部署に改善を指示するとともに、経営会議に報告します。また、運用リスク管理委員会が利益相反の管理状況について年次評価を行い、その結果を経営会議に報告します。
- ・ 議決権行使に係る施策としては、取引関係等何らかの利益相反の可能性のある企業に関しては、弊社内の管理部門において、通常の議決権行使判断のモニタリングに加えて、更に詳しく行使判断内容の確認を実施しています。また、利益相反が起きうる全ての事例を事前に列挙することは可能ではないとの考えに基づき、いかなる場合も利益相反が起きないように、社員全員、弊社グループの行動規則に沿って行動することが求められており、そのためのトレーニングを受けることも毎年必須となっています。
- ・ 議決権行使の判断を担当する運用調査部門とは独立した利益相反管理担当者が審議を行う体制をとっている。

<「イ 講じている」のうち、上記 e「その他で講じている」の主な具体例> (順不同)

【研修・社内周知】

- ・研修により周知徹底している。また、利益相反管理基本方針にしたがって、事前にコンプライアンス委員会で確認している。
- ・会議等での示唆や社内研修等において言及し、注意・遵守を促している。

【議決権行使に関するガイドライン等の遵守】

- ・従来より、利益相反に関する方針は、弊社の”業務遂行および倫理規定”と”議決権行使方針”において規定されており、認識する全ての潜在的な利益相反及び関連する外部の利害関係者との間の全ての実質的な接触について、上司やコンプライアンス部門、あるいは議決権行使委員会に報告することが義務付けられている。
- ・当社の議決権行使方針にて、利益相反が生じる恐れがある場合の手続き等を定めており、議決権行使判断に係る利益相反の防止及び中立性確保に向けた法令遵守態勢を構築している。加えて、当社グループの定めるその他の各種方針にも代表的な利益相反類型に対する当社としての考え方が具体的に示されている。
- ・議決権行使のガイドラインを定め、ガイドラインに沿った議決権の行使を行っている。また議決権行使ガイドラインおよび議決権の行使結果について社外の第三者によるレビューを実施している。

【取引類型分類ごと等の審査・検証】

- ・①責任投資委員会の構成メンバーを資産運用、利益相反管理部門、社外有識者に限定、②コンプライアンス室および社外有識者が利益相反の生じ得る企業の議決権行使の判断の妥当性を全件チェック、③内部監査部が規程・ガイドライン等の整備状況、利益相反管理体制、議決権行使の運用プロセスの妥当性等について事後検証し、取締役会・監査役会に報告。
- ・「利益相反管理に関する運営要領」に基づき、あらかじめ管理方法が定められている管理対象取引以外で利益相反に該当するおそれがある取引類型を認識した場合、所管部署はコンプライアンス関連部署に報告し、対処方法（情報遮断措置や価格の公平性の確認等）について協議・決定し、お客さまの利益が不当に害されることのないように対応する。
- ・当社は親会社や関連会社が無いため、取引執行時や議決権行使時において利益相反が生じる可能性は少なく、特に組織的なチェック機関は設けていなが、約定後の売買内容のチェックや議決権行使内容はコンプライアンス担当や監査役が常時モニターしている。

【利益相反管理方針等に関する社内規程の遵守】

- ・個別の取引が利益相反取引等に該当するか否かを判断するために専担部署及び統括責任者を設置するとともに、独立社外取締役を交えた監督体制強化のために各種会議を設置している。
- ・利益相反に関する基本方針を効果的に実践するためのガバナンス体制が整えられており、四半期ごとに開催される会合では期中に発生した重要な利益相反問題について検証を実施。また、新たに認識される利益相反や基本方針への違反、その他関連する法令諸規制等を議論する。重大な利益相反が確認された場合には、「利益相反記録」が残されることになり、発生した利益相反に関する事実が報告・解決・記録されることになる。

【助言機関等第三者の活用】

- ・議決権行使の判断を行うにあたり、独立した第3者機関の推奨を活用しており、同社の推奨と異なる行使をする場合には、コンプライアンス部門の審査を受けることとしている。
- ・弊社の主要顧客に対する議決権行使など、利益相反が生じうる場合、議決権行使助言機関からの推奨に従い議決権行使を実施する。

【取引時のチェック体制の整備】

- ・当社は、利益相反のおそれのある取引を特定した場合、次に掲げる方法その他の方法を選択し、または組み合わせることにより当該顧客の保護を適正に確保する(次に掲げる方法は具体例に過ぎず、下記の措置が採られるとは必ずしも限らない)。
 - (1) 対象取引を行う部門と当該顧客との取引を行う部門を分離する方法
 - (2) 対象取引または当該顧客との取引の条件または方法を変更する方法
 - (3) 対象取引または当該顧客との取引を中止する方法
 - (4) 対象取引に伴い、当該顧客の利益が不当に害されるおそれがあることについて、当該顧客に適切に開示する方法(ただし、当社または当社の関係会社が負う守秘義務に違反しない場合に限る)
- ・顧客間の利益相反回避のため、売買チェックシステム等により利益相反がないことを確認している。
- ・各取引において、法務コンプライアンス部門のチェックを経る手続きを制定している。

【自己の計算による取引等に関する規程の遵守】

- ・常勤の役職員が定期的に有価証券の売買等の有無に関する報告を会社にすることが、社内規程で義務づけられている。
- ・弊社は独立系であり、親会社、取引先等との利益相反は想定できないが、その他の利益相反に関しては、例えば、以下のような措置を講じている。弊社自己による売買については、投資先企業またはその親子上場企業の株式を1単位のみ、弊社内の規則に従って行うことができることになっている。役職員の個別株式の売買については、原則として禁止している。

(10) 日本版ステュワードシップ・コードに関する方針の策定および実施に際し、内部/外部監査によるレビュー（アシュアランス）を受けていますか。<設問 2-⑪>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	126 社	123 社
イ 既にレビュー済	41 社 (32.5%)	36 社 (29.3%)
ロ 現在レビュー中/レビューに向けて調整中	8 社 (6.3%)	13 社 (10.6%)
ハ レビューを受ける予定なし	77 社 (61.1%)	74 社 (60.2%)

(11) 顧客に対し、貴社の日本版ステュワードシップ・コードに関する方針を説明していますか（複数回答可）。<設問 2-⑫>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	126 社	123 社
イ 全ての顧客に直接説明している	9 社 (7.1%)	10 社 (8.1%)
ロ 要請のあった顧客のみ直接説明している	52 社 (41.3%)	49 社 (39.8%)
ハ 現時点で顧客から要請がないが、要請があれば直接説明する	28 社 (22.2%)	27 社 (22.0%)
ニ 投資/運用方針の中で説明している	8 社 (6.3%)	8 社 (6.5%)
ホ ウェブサイト等で開示している	92 社 (73.0%)	82 社 (66.7%)
ヘ 顧客との契約書の中で記述している	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ト 説明していない	4 社 (3.2%)	6 社 (4.9%)
チ その他	8 社 (6.3%)	10 社 (8.1%)
・ 上記以外の方法等で説明(開示)している	4 社	5 社
・ 該当顧客なし	4 社	3 社
・ 方針策定中	0 社	2 社

(12) (上記<設問 2-⑫>でロを選択した場合のみ回答) 貴社の日本版ステュワードシップ・コードに関する方針について説明要請のあった顧客の割合を下記からお選び下さい。また、当該説明を要請のあった顧客のみに実施している理由を下記からお選び下さい（複数回答可）。<設問 2-⑬>

<説明要請のあった顧客の割合>	回答数	(2018年10月調査)
全体	52 社	49 社
イ 80%以上	4 社 (7.7%)	4 社 (8.2%)
ロ 60%以上80%未満	1 社 (1.9%)	1 社 (2.0%)
ハ 40%以上60%未満	6 社 (11.5%)	6 社 (12.2%)
ニ 20%以上40%未満	10 社 (19.2%)	11 社 (22.4%)
ホ 20%未満	31 社 (59.6%)	27 社 (55.1%)

＜要請のあった顧客のみに実施している理由＞（複数回答可）	回答数	（2018年10月調査）
全体	52 社	49 社
イ コストの制約	9 社（17.3%）	9 社（18.4%）
ロ アセットオーナーの関心が低い	8 社（15.4%）	6 社（12.2%）
ハ ウェブサイト等で開示済み	38 社（73.1%）	31 社（63.3%）
ニ その他	10 社（19.2%）	12 社（24.5%）
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	5 社	5 社
・ 顧客の要請ベースで対応する方針のため	3 社	3 社
・ 説明の必要性は必ずしも高くないと認識しているため	1 社	2 社
・ アセットオーナー毎に取り組み方に相違があるため	1 社	1 社

（13）直近1年間で、貴社の日本版スチュワードシップ・コードに関する方針を顧客に理解してもらうための新たな取り組みがあれば、ご記入下さい。（自由回答）＜設問 2-⑭＞

＜主な回答例＞（順不同）

【活動状況の報告書等の作成、開示】

スマートフォーマット^(注)の活用について、3社から言及があった。

- ・スマート・フォーマットの導入、ウェブサイトなど開示の向上、ESGに関するアニュアルレポートの作成などを行った。
- ・スチュワードシップ責任推進委員会に参画し、同業他社と協業で業界共通の「日本版スチュワードシップ・コード対応報告様式」通称スマート・フォーマットの作成及び活用をした。
- ・スマート・フォーマット（業界横断的なレポートフォーマット）の導入に関して、業界横断的な取組みのなかでコアメンバーとして積極的に参加した。これにより、スチュワードシップ活動のモニタリングにおいてベストプラクティスを共有する仕組みが実現し、またこれに関するアセット・オーナーとの対話を通じて、運用会社に求められるスチュワードシップ責任についての気づきを得ることで、自社の取組みをより深化したものにすることができるようになった。
- ・スチュワードシップ活動の概要を記載するスチュワードシップレポート（ホームページに公表）において、年間のスチュワードシップ活動計画を記載し、活動のPDCAを明確にした。
- ・年間のスチュワードシップ活動報告の開示内容を見直し、スチュワードシップ活動の取組みの流れや年間方針に沿って活動している旨の説明を追加することで、実務運営が具体的にイメージできるよう工夫した。
- ・従前より当社ウェブサイトにて当社の日本版スチュワードシップ・コードに関する方針や取組みを公表しており、直近1年間ではスマートフォン等のモバイルデバイスでの表示対応の改善を図った。また、当社ウェブサイトにアクセスいただくことで、当社グループとしての方針、取組み、定期・不定期の様々レポート、ESG年次報告書等を日本語で閲覧することが可能となっている。
- ・個別の投資先企業及び議案毎に議決権行使結果の内容を弊社ホームページで公表を継続すると

(注) 顧客（アセットオーナー）に対する運用会社のスチュワードシップ活動報告に関する項目を整備したもの。アセットオーナーは、これを活用することにより、効果的なモニタリングが行うことができる。国内における主要な運用機関が中心となり作成された。
(<http://smart.stewardship.or.jp/>)

もに、スチュワードシップ活動状況に対する自己評価及び弊社グループによるグローバルレベルにおけるスチュワードシップ活動状況につきまして抄訳版レポートを公表した。

- ・今年度より個別議案ごとの議決権行使結果の開示（以下、個別開示）を開始した。個別開示においては賛否判断理由の開示に加え、当社の取組や考え方をご理解いただくために「反対事例の解説」もあわせて開示している。

【顧客向け報告会等】

- ・弊社のエンゲージメントに関する取り組み方をより深く理解して頂くために、エンゲージメントの具体的な目的や目標とする時間軸等を使った詳細な説明と、エンゲージメントが議決権行使の判断に影響を与えた事例等を積極的に紹介した。
- ・スチュワードシップ・コードと ESG 投資の考え方について提案した。
- ・グループのサステナビリティ戦略を発表し、ESG 投資に対する全社レベルでのコミットメントを表明した。日本でも顧客向けにセミナーを開催し、会社レベルでの強いコミットメントを具体的に表明している。

(14) 直近1年間で、運用コンサルタントから日本版スチュワードシップ・コードに係る活動について質問を受けたこと、あるいは質問状が送付されてきたことがありますか。<設問 2-⑮>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127 社	123 社
イ ある	51 社 (40.2%)	47 社 (38.2%)
ロ なし	76 社 (59.8%)	76 社 (61.8%)

(15) (上記<設問 2-⑮>でイの場合のみ回答) 運用コンサルタントから受けた質問、あるいは送付されてきた質問状はどのような内容ですか (複数回答可)。<設問 2-⑯>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	51 社	47 社
イ 日本版スチュワードシップ・コードに関する方針について	43 社 (84.3%)	45 社 (95.7%)
ロ 利益相反の管理状況について	29 社 (56.9%)	29 社 (61.7%)
ハ モニタリング状況について	21 社 (41.2%)	22 社 (46.8%)
ニ エンゲージメント活動について	38 社 (74.5%)	35 社 (74.5%)
ホ 議決権行使状況について	36 社 (70.6%)	34 社 (72.3%)
ヘ スチュワードシップ活動に対する体制整備状況について	27 社 (52.9%)	33 社 (70.2%)
ト その他	12 社 (23.5%)	10 社 (21.3%)
・ ESG関連	4 社	2 社
・ 日本版スチュワードシップに沿った運営を実施する上での課題・検討事項	2 社	3 社
・ PRI等責任投資関連	1 社	2 社
・ 日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明の有無	1 社	1 社
・ 日本版スチュワードシップ・コード受入れる対象運用商品	1 社	1 社
・ 顧客・受益者の中長期的リターンの拡大を図ることに貢献したと考えられる実例	1 社	1 社
・ スチュワードシップ活動に関する情報開示について	1 社	0 社
・ エンゲージメントや議決権行使等における外部委託の有無	1 社	0 社
・ アセットオーナーのスチュワードシップ活動について	1 社	0 社

(16) 直近1年間で、顧客から日本版スチュワードシップ・コードに係る活動について質問または要請を受けたこと、あるいは質問状が送付されてきたことがありますか。<設問 2-⑰>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	127 社	123 社
イ ある	64 社 (50.4%)	61 社 (49.6%)
ロ なし	63 社 (49.6%)	62 社 (50.4%)

(17) (上記<設問 2-⑰>でイの場合のみ回答) 顧客から受けた質問、あるいは送付されてきた質問状はどのような内容ですか (複数回答可)。<設問 2-⑱>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	64 社	61 社
イ 日本版スチュワードシップ・コードに関する方針について	56 社 (87.5%)	55 社 (90.2%)
ロ 利益相反の管理状況について	44 社 (68.8%)	42 社 (68.9%)
ハ モニタリング状況について	39 社 (60.9%)	36 社 (59.0%)
ニ エンゲージメント活動について	48 社 (75.0%)	48 社 (78.7%)
ホ 議決権行使状況について	51 社 (79.7%)	50 社 (82.0%)
ヘ スチュワードシップ活動に対する体制整備状況について	43 社 (67.2%)	42 社 (68.9%)
ト パッシブ運用に対するスチュワードシップ活動について	17 社 (26.6%)	16 社 (26.2%)
チ 議決権行使結果を個別企業および議案ごとに公表することについて	31 社 (48.4%)	32 社 (52.5%)
リ その他	9 社 (14.1%)	6 社 (9.8%)
・ ESG関連	4 社	3 社
・ 日本版スチュワード・シップに沿った運営を実施するうえでの課題・検討事項	2 社	0 社
・ スマートフォーマットへの対応可否	2 社	0 社
・ 議決権行使サービス会社の利用状況等	1 社	1 社
・ 地球温暖化(気候変動)に関するエンゲージメント活動	1 社	1 社

(18) 運用を他社に委託 (日本株式への投資を含む運用権限の委託等) する場合、その委託先の選定にあたり、貴社の日本版スチュワードシップ・コードへの対応等との適合性を選定項目にしていますか。<設問 2-⑲>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	134 社	131 社
イ 選定項目としている	13 社 (9.7%)	10 社 (7.6%)
ロ 選定項目ではないが、選定の際考慮している	37 社 (27.6%)	36 社 (27.5%)
ハ 委託先が無い	76 社 (56.7%)	75 社 (57.3%)
ニ 考慮していない	8 社 (6.0%)	10 社 (7.6%)

(19) 運用機関として、顧客側から実効的なスチュワードシップ活動を行うよう求められていますか。<設問 2-⑳>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	134 社	130 社
イ 書面で求められる事項や原則が明確に示されている	42 社 (31.3%)	38 社 (29.2%)
ロ 口頭で伝達されている	5 社 (3.7%)	7 社 (5.4%)
ニ 特になにも受けていない	87 社 (64.9%)	85 社 (65.4%)

(20) 運用機関として、顧客側からモニタリングを受けていますか。<設問 2-④>

	回答数	(2018年10月調査)
全体	134 社	130 社
イ 受けている	59 社 (44.0%)	56 社 (43.1%)
ロ 受けていない	71 社 (53.0%)	71 社 (54.6%)
ハ 今後行われる予定である	4 社 (3.0%)	3 社 (2.3%)

「的確な状況把握および目的を持った対話（エンゲージメント）（原則3、4）」について

3. <設問 2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした 127 社および「受入れ予定なし」とした
 がその理由を「議決権を有しないため」、「戦略に適さないため」、「コスト負担が増えるため」、「そ
 の他」とした 46 社の計 173 社のうち、モニタリング（投資先企業の状況を的確に把握すること）
 を実施している 113 社に対するアンケート結果<設問 3-①以降>

<ご参考：対象となる 113 社の状況（平成 2019 年 6 月末）>

	投資残高	比率	（内、他社委託分）
上場株式	660,868 億円	99.7%	（ 25,435 億円）
パッシブ運用	372,841 億円	56.3%	（ 9,873 億円）
内 ESG要素考慮	37,249 億円	5.6%	（ 9,712 億円）
パッシブ運用以外	288,027 億円	43.5%	（ 15,562 億円）
内 ESG要素考慮	148,726 億円	22.4%	（ 11,455 億円）
非上場株式	1,780 億円	0.3%	（ 4 億円）
合計	662,649 億円	100.0%	（ 25,439 億円）

（1）モニタリングを実施している主体を下記からお選び下さい（複数回答可）。<設問 3-①>

	回答数	*10	
		内、日本株投資残高有	（2018年10月調査） 内、日本株投資残高有
全体	113 社	80 社	82 社
イ ポートフォリオマネージャー／ファンド マネージャー	91 社 (80.5%)	74 社 (92.5%)	74 社 (90.2%)
ロ リサーチアナリスト	63 社 (55.8%)	54 社 (67.5%)	49 社 (59.8%)
ハ 議決権行使担当者	30 社 (26.5%)	25 社 (31.3%)	22 社 (26.8%)
ニ モニタリング担当者（専任）	4 社 (3.5%)	4 社 (5.0%)	6 社 (7.3%)
ホ エンゲージメント担当者（兼モニタリン グ担当）	29 社 (25.7%)	24 社 (30.0%)	23 社 (28.0%)
へ 外部（委託先・投資ファンド先の運用 業者）	15 社 (13.3%)	2 社 (2.5%)	1 社 (1.2%)
ト その他	8 社 (7.1%)	4 社 (5.0%)	9 社 (11.0%)
・ 複数部門の連携	3 社	2 社	2 社
・ グループ内の担当部門	1 社	0 社	2 社

*10: 日本株への投資残高を有する社（他社への運用委託分を除く）。以下、同じ。

(2) モニタリングの結果が反映されている日本株式商品の種類を下記からお選び下さい（複数回答可）。<設問 3-②>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113 社	80 社	82 社
イ パッシブ運用商品を含む全商品	24 社 (21.2%)	22 社 (27.5%)	22 社 (26.8%)
ロ 全アクティブ商品のみ	54 社 (47.8%)	44 社 (55.0%)	44 社 (53.7%)
ハ アクティブ商品の一部のみ	13 社 (11.5%)	10 社 (12.5%)	9 社 (11.0%)
ニ 外部委託・投資ファンド等	10 社 (8.8%)	1 社 (1.3%)	1 社 (1.2%)
ホ その他	15 社 (13.3%)	5 社 (6.3%)	8 社 (9.8%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	6 社	4 社	5 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 社	0 社
・ 該当商品がないため	1 社	1 社	2 社

(3) モニタリングの対象としている銘柄を下記からお選び下さい（複数回答可）。<設問 3-③>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113 社	80 社	82 社
イ モニタリングの結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄	67 社 (59.3%)	57 社 (71.3%)	54 社 (65.9%)
ロ モニタリングの結果が反映されている日本株式商品の投資比率上位銘柄	10 社 (8.8%)	8 社 (10.0%)	7 社 (8.5%)
ハ 個別にモニタリングが必要と判断した銘柄のみ	24 社 (21.2%)	18 社 (22.5%)	20 社 (24.4%)
ニ 投資候補銘柄	39 社 (34.5%)	35 社 (43.8%)	31 社 (37.8%)
ホ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任	13 社 (11.5%)	1 社 (1.3%)	1 社 (1.2%)
へ その他	7 社 (6.2%)	0 社 (0.0%)	5 社 (6.1%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 社	0 社
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	1 社	0 社	2 社

(4) モニタリングの対象としている銘柄数をご記入下さい (おおよその数値で結構です)。<設問 3-④>

【アンケート回答 113 社 : <設問 3-③>の回答別に分類】

モニタリングの対象銘柄数	銘柄分類 *11	20銘柄以下	21銘柄以上 50銘柄以下	51銘柄以上 100銘柄以下	101銘柄以上 500銘柄以下	501銘柄以上 1,000銘柄以下	1,001銘柄以上	合計
		イ	4 社	3 社	5 社	14 社	3 社	10 社
	イ+ハ						1 社	1 社
	イ+ニ	2 社	2 社	1 社	9 社	5 社	1 社	20 社
	イ+ホ					1 社	1 社	2 社
	イ+ヘ							0 社
	イ+ロ+ニ			2 社			1 社	3 社
	イ+ハ+ニ				1 社			1 社
	イ+ニ+ホ					1 社		1 社
	イ+ハ+ニ+ヘ							0 社
	ロ					1 社		1 社
	ロ+ハ	1 社			1 社		1 社	3 社
	ロ+ニ					1 社		1 社
	ロ+ハ+ニ		1 社		1 社			2 社
	ハ	3 社	5 社	2 社	1 社		1 社	12 社
	ハ+ニ	2 社		2 社	1 社			5 社
	ニ	1 社	1 社	1 社	2 社		1 社	6 社
	ホ	6 社	1 社	2 社				9 社
	ホ+ヘ	1 社						1 社
	ヘ	4 社	2 社					6 社
		24 社	15 社	15 社	30 社	12 社	17 社	113 社

*11: 表中「イ+ニ」とは、<設問3-③>の回答においてイとニを選択した社を示す。他も同様。

<ご参考><設問3-③>モニタリングの対象としている銘柄を下記からお選び下さい(複数回答可)。

- イ モニタリングの結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄
- ロ モニタリングの結果が反映されている日本株式商品の投資比率上位銘柄
- ハ 個別にモニタリングが必要と判断した銘柄のみ
- ニ 投資候補銘柄
- ホ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任
- ヘ その他

4. <設問 2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした 127 社および「受入れ予定なし」とした
 がその理由を「議決権を有しないため」、「戦略に適さないため」、「コスト負担が増えるため」、「そ
 の他」とした 46 社の計 173 社のうち、エンゲージメント（投資先企業との建設的な「目的をも
 った対話」）を実施している 104 社に対するアンケート結果<設問 3-⑤以降>

<ご参考：対象となる 104 社の状況（2019 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	660,906 億円	99.7%	(24,504 億円)
パッシブ運用	372,975 億円	56.3%	(9,712 億円)
内 ESG要素考慮	37,249 億円	5.6%	(9,712 億円)
パッシブ運用以外	287,931 億円	43.5%	(14,792 億円)
内 ESG要素考慮	147,132 億円	22.2%	(11,077 億円)
非上場株式	1,732 億円	0.3%	(4 億円)
合計	662,638 億円	100.0%	(24,508 億円)

- (1) 貴社では、エンゲージメントについての定義を定めていますか。<設問 3-⑤>

	回答数	(2018年10月調査)	
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	104 社	74 社	75 社
イ 定めている	56 社 (53.8%)	41 社 (55.4%)	40 社 (53.3%)
ロ 定めていない	48 社 (46.2%)	33 社 (44.6%)	35 社 (46.7%)

- (2) (上記<設問 3-⑤>でイの場合のみ回答) 当該定義に基づいてエンゲージメントの回数を集計し
 ていますか。<設問 3-⑥>

	回答数	(2018年10月調査)	
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	56 社	41 社	40 社
イ 集計している	48 社 (85.7%)	38 社 (92.7%)	34 社 (85.0%)
ロ 集計していない	8 社 (14.3%)	3 社 (7.3%)	6 社 (15.0%)

<「イ 集計している」の主な具体例> (順不同)

【集計内容】

- ・エンゲージメント回数を集計している。集計の内訳は、環境関連、ガバナンス関連、社会的責任
 関連、戦略関連、ビジネスモデル関連、その他（不祥事等）としている。
- ・アナリストは、エンゲージメントを実施する毎に、対話内容と、アジェンダの進捗状況を示すス
 テータスを社内の対話データベースに登録する仕組みとなっている。それらのデータベースを利用し、エンゲージメントの集計を行っている。
- ・企業名、対話相手氏名、役職、エンゲージメントテーマ、弊社からの意見、企業の反応等を記載
 する専用ファイルに記録を残し、集計している。
- ・投資先企業に対する全ての調査活動を記録した企業調査票を基に、投資先企業が抱える「解決す
 べき課題」を事前に把握したうえで、当方から懸念の表明や問題提起を行い、企業による課題の

改善や質の評価項目の改善が促進されるよう企業と建設的な意見交換を行った対話件数を資産運用担当部門が月次で集計するほか、責任投資委員会が継続的にモニタリングしている。

- ・パッシブ、アクティブの両方の視点で、エンゲージメントを実施し、集計している。具体的には、パッシブでは、TOPIX500のうち株式市場全体の底上げを目的に独自の視点から ESG 課題を設定した企業を中心に、不祥事が発生した企業または会議依頼があった企業も対象とし、アクティブでは、投資ユニバースから、リターン拡大の視点で選定した企業を対象としている。
- ・公開情報をもとに投資先企業の経営陣・IR 担当者と面談して企業価値向上に向けた全般的な課題の共有と解決を図り、投資先企業の持続的成長につなげる取り組みをエンゲージメントと定義。エンゲージメントを実施する場面としては、企業のトップマネジメントとの 1on1 を中心とした IR ミーティングや、企業や証券会社主催のスマールミーティング等を想定。(決算説明会や事業説明会などのラージミーティングは除く)
- ・日時、会社名、先方の役職、議題、対話内容、当方出席者、議決権行使結果伝達有無、ESG 評価伝達有無など
- ・エンゲージメントのカウント対象は、「当社と企業の One on One のミーティング（他社が参加するスマールミーティングはカウントしない）」「企業側担当者が原則執行役員以上の経営陣」し、取り上げるテーマには、経営戦略、資本政策・株主還元、IR・情報開示強化、ガバナンス強化等としている。
- ・目的を持った対話については、対話相手、対話内容、課題認識共有の状況、ESG 評価等の記録を所定のフォーマットで記録する事を義務付け、その結果を集計。

【ホームページに公表】

- ・各運用チームでの集計方法は様々ですが、ESG 専任担当アナリストによるエンゲージメントについては、面談先及びテーマについて記録を残しており、四半期ごとに弊社ウェブサイト上でも開示を行っている。
- ・投資対象企業とのエンゲージメント件数を①事業戦略、②資本政策、③財務戦略、④ガバナンス、⑤環境・社会の項目ごとに集計している。当社ホームページにて過去のエンゲージメント活動を公表している。
- ・年次のスチュワードシップレポートにまとめ、ホームページに公表している。

(3) エンゲージメントを実施している主体を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 3-⑦>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	104 社	74 社	75 社
イ 経営層(運用責任者を含む)	35 社 (33.7%)	27 社 (36.5%)	25 社 (33.3%)
ロ ポートフォリオマネージャー/ファンドマネージャー	78 社 (75.0%)	64 社 (86.5%)	66 社 (88.0%)
ハ リサーチアナリスト	57 社 (54.8%)	50 社 (67.6%)	47 社 (62.7%)
ニ 議決権行使担当者	33 社 (31.7%)	29 社 (39.2%)	28 社 (37.3%)
ホ エンゲージメント担当者(専任)	13 社 (12.5%)	10 社 (13.5%)	14 社 (18.7%)
ヘ エンゲージメント担当者(兼モニタリング担当)	28 社 (26.9%)	24 社 (32.4%)	19 社 (25.3%)
ト 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者)	12 社 (11.5%)	1 社 (1.4%)	1 社 (1.3%)
チ その他	10 社 (9.6%)	7 社 (9.5%)	10 社 (13.3%)
・ 複数部門の連携	3 社	2 社	2 社
・ グループ内の担当部門	3 社	0 社	2 社

(4) エンゲージメントの活動結果が反映されている日本株式商品の種類を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 3-⑧>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	104 社	74 社	75 社
イ パッシブ運用商品を含む全商品	21 社 (20.2%)	19 社 (25.7%)	18 社 (24.0%)
ロ 全アクティブ商品のみ	52 社 (50.0%)	41 社 (55.4%)	41 社 (54.7%)
ハ アクティブ商品の一部のみ	10 社 (9.6%)	9 社 (12.2%)	8 社 (10.7%)
ニ エンゲージメントを運用方針に掲げている商品のみ	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ホ 外部委託・投資ファンド等	7 社 (6.7%)	1 社 (1.4%)	1 社 (1.3%)
ヘ その他	17 社 (16.3%)	6 社 (8.1%)	10 社 (13.3%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	6 社	4 社	4 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 社	0 社

(5) (上記<設問 3-⑧>でイ以外を選択した場合のみ回答) 現時点でパッシブ運用をエンゲージメント活動の対象としていない理由を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 3-⑨>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	83 社	55 社	57 社
イ コストの制約	6 社 (7.2%)	5 社 (9.1%)	4 社 (7.0%)
ロ パッシブ運用を行っていない	70 社 (84.3%)	49 社 (89.1%)	49 社 (86.0%)
ハ その他	9 社 (10.8%)	3 社 (5.5%)	7 社 (12.3%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 社	1 社
・ 外部委託先にて実施しているため	1 社	0 社	1 社
・ 課題抽出と課題認識の共有が困難であるため	1 社	1 社	1 社
・ パッシブ運用では議決権行使をスチュワードシップ活動の主体としているため	1 社	1 社	1 社

(6) エンゲージメントの活動対象としている銘柄を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 3-⑩>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	104 社	74 社	75 社
イ エンゲージメントの活動結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄	44 社 (42.3%)	36 社 (48.6%)	37 社 (49.3%)
ロ エンゲージメントの活動結果が反映されている日本株式商品の投資比率上位銘柄	8 社 (7.7%)	7 社 (9.5%)	8 社 (10.7%)
ハ 個別にエンゲージメントが必要と判断した銘柄のみ	42 社 (40.4%)	36 社 (48.6%)	32 社 (42.7%)
ニ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任	10 社 (9.6%)	1 社 (1.4%)	1 社 (1.3%)
ホ その他	22 社 (21.2%)	13 社 (17.6%)	14 社 (18.7%)
・ 投資候補銘柄、カバレッジ銘柄	13 社	10 社	9 社
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	4 社	2 社	3 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 社	0 社

(7) エンゲージメントの活動対象としている銘柄数をアクティブ/パッシブそれぞれご記入下さい
(おおよその数値で結構です)。 <設問 3-⑩>

【アクティブ アンケート回答 全 103 社 : <設問 3-⑩>の回答別に分類】

銘柄分類 (注)	20銘柄 以下	21銘柄以上 50銘柄以下	51銘柄以上 100銘柄以下	101銘柄以上 500銘柄以下	501銘柄以上 1,000銘柄以下	1,001銘柄 以上	合計
	イ	6 社	4 社	7 社	11 社	2 社	
イ+ロ			1 社				1 社
イ+ハ				2 社	1 社		3 社
イ+ニ							0 社
イ+ホ			1 社	3 社	3 社		7 社
イ+ハ+ニ				1 社			1 社
イ+ハ+ホ							0 社
ロ	1 社				1 社		2 社
ロ+ハ		1 社		3 社		1 社	5 社
ロ+ニ							0 社
ハ	12 社	3 社	5 社	9 社		1 社	30 社
ハ+ニ	1 社						1 社
ハ+ホ			1 社				1 社
ニ	5 社		2 社				7 社
ニ+ホ	1 社						1 社
ホ	8 社	1 社		3 社			12 社
	34 社	9 社	17 社	32 社	7 社	4 社	103 社

【パッシブ アンケート回答 全 104 社 : <設問 3-⑩>の回答別に分類】

銘柄分類 *12	20銘柄 以下	21銘柄以上 50銘柄以下	51銘柄以上 100銘柄以下	101銘柄以上 500銘柄以下	501銘柄以上 1,000銘柄以下	1,001銘柄 以上	合計
	イ	26 社	1 社				
イ+ロ			1 社				1 社
イ+ハ	2 社					1 社	3 社
イ+ニ							0 社
イ+ホ	6 社			1 社			7 社
イ+ハ+ニ	1 社						1 社
イ+ハ+ホ							0 社
ロ	1 社			1 社			2 社
ロ+ハ	3 社			2 社			5 社
ロ+ニ							0 社
ハ	26 社	2 社	1 社	1 社			30 社
ハ+ニ	1 社						1 社
ハ+ホ	1 社	1 社					2 社
ニ	7 社						7 社
ニ+ホ	1 社						1 社
ホ	10 社			2 社			12 社
	85 社	4 社	2 社	7 社	0 社	6 社	104 社

*12: 表中「イ+ニ」とは、<設問3-⑩>の回答においてイとニを選択した社を示す。他も同様。

<ご参考><設問3-⑩>エンゲージメントの活動対象としている銘柄を下記からお選び下さい(複数回答可)。

- イ エンゲージメントの活動結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄
- ロ エンゲージメントの活動結果が反映されている日本株式商品の投資比率上位銘柄
- ハ 個別にエンゲージメントが必要と判断した銘柄のみ
- ニ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任
- ホ その他

(8) (上記<設問 3-⑩>でハを選択した場合のみ回答) 個別にエンゲージメントが必要と判断する基準を下記からお選び下さい。<設問 3-⑫>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	42 社	36 社	32 社
イ ポートフォリオマネージャー／ファンドマネージャーや機関決定のうえ必要と判断	13 社 (31.0%)	12 社 (33.3%)	12 社 (37.5%)
ロ 株主価値向上の観点から改善余地がある(見込める)	18 社 (42.9%)	14 社 (38.9%)	9 社 (28.1%)
ハ 個別テーマによる絞り込み・選別	1 社 (2.4%)	1 社 (2.8%)	1 社 (3.1%)
ニ 一定以上の保有比率や今後組み入れる予定	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	1 社 (3.1%)
ホ その他	10 社 (23.8%)	9 社 (25.0%)	9 社 (28.1%)

・「ホ その他」では、下記の回答があった。

- ・①個々の事業価値評価からすれば企業価値向上余地が大きいにも関わらず、戦略、執行、株主還元策、開示・コミュニケーション等の一貫性・整合性・合理性が十分とは言えず改善余地があると判断される場合。②経営改革に取り組む意思があり、投資家の分析・見解を求めている場合。③経営改革に取り組んでおり、その進捗をモニター且つ後押しする場合。④企業側から企業価値向上に向けた経営改善へのエンゲージメントを申し込まれた場合。

(9) 直近 1 年間で、日本版スチュワードシップ・コードの指針 4-3 で求められているエンゲージメントに関する方針を変更しましたか。<設問 3-⑬>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	104 社	74 社	75 社
イ 変更した	6 社 (5.8%)	6 社 (8.1%)	6 社 (8.0%)
ロ 変更しない	88 社 (84.6%)	61 社 (82.4%)	59 社 (78.7%)
ハ エンゲージメントに関する方針を持っていない	10 社 (9.6%)	7 社 (9.5%)	10 社 (13.3%)

<「イ 変更した」内容の具体例>

- ・グループでのエンゲージメント活動に関する方針の策定 (1 社)
- ・グループでの責任投資に関する方針を表明 (1 社)
- ・エンゲージメント対象の見直しとスチュワードシップ活動の専担部署を設置 (1 社)
- ・エンゲージメントにおけるテーマの追加 (1 社)

(10) エンゲージメント活動における企業との対話において、議題として重視すべきと考える事項を下記から3つお選び下さい。〈設問3-⑭〉

	回答数		(2018年10月調査)
			内、日本株投資残高有
全体	103 社	74 社	74 社
イ ガバナンス体制(取締役会構成や資本構造を含む)	67 社 (65.0%)	49 社 (66.2%)	50 社 (67.6%)
ロ 取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	3 社 (2.9%)	2 社 (2.7%)	4 社 (5.4%)
ハ 取締役・取締役会の資質	14 社 (13.6%)	10 社 (13.5%)	8 社 (10.8%)
ニ 取締役報酬の水準・報酬の決め方	7 社 (6.8%)	4 社 (5.4%)	4 社 (5.4%)
ホ 社外取締役の有無及び役割	8 社 (7.8%)	4 社 (5.4%)	4 社 (5.4%)
ヘ 監査役・監査役会の有無及び役割	3 社 (2.9%)	2 社 (2.7%)	2 社 (2.7%)
ト 企業戦略(除く株主還元策)	65 社 (63.1%)	51 社 (68.9%)	53 社 (71.6%)
チ 企業文化(カルチャー)	7 社 (6.8%)	5 社 (6.8%)	5 社 (6.8%)
リ 企業業績及び長期見通し	36 社 (35.0%)	31 社 (41.9%)	31 社 (41.9%)
ヌ 企業活動全般	12 社 (11.7%)	7 社 (9.5%)	6 社 (8.1%)
ル 社会・環境問題	23 社 (22.3%)	16 社 (21.6%)	13 社 (17.6%)
ヲ リスク要因(社会・環境問題に関連するリスクを除く)	11 社 (10.7%)	7 社 (9.5%)	7 社 (9.5%)
ワ 経営者の後継問題	2 社 (1.9%)	2 社 (2.7%)	1 社 (1.4%)
カ 企業買収(M&A)	2 社 (1.9%)	1 社 (1.4%)	1 社 (1.4%)
ヨ 監査の状況	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
タ 株主還元策	23 社 (22.3%)	17 社 (23.0%)	20 社 (27.0%)
レ 社外取締役または社外監査役の独立性	2 社 (1.9%)	1 社 (1.4%)	1 社 (1.4%)
ソ 企業価値向上に向けた取締役会の評価	2 社 (1.9%)	1 社 (1.4%)	2 社 (2.7%)
ツ 情報開示	10 社 (9.7%)	7 社 (9.5%)	5 社 (6.8%)
ネ その他	11 社 (10.7%)	5 社 (6.8%)	5 社 (6.8%)
・ 資本政策	2 社	2 社	1 社
・ 個別状況により異なる	1 社	2 社	2 社
・ 企業の持続的成長力	1 社	0 社	0 社
・ 財務戦略	1 社	0 社	1 社

〈「ネ その他」の「個別状況により異なる」の回答〉

- ・ 上記に列挙された議題については、全て対話を実施した実績のある議題であるが、どの点を重視すべきかについては個別状況によって異なるのが実態である。
- ・ 議題は、経営課題(戦略、計画、執行、実績)の擦り合わせから始まる。より具体的には、対象となる企業によって様々だが、ビジネスモデル、事業選択と事業戦略、事業ポートフォリオ、キャピタルアロケーション、資産・負債・純資産の有効活用・合理性、経営資源と資本、株主還元などであり、それぞれが相互に関連している。

(11) エンゲージメント活動における企業との対話において、投資先企業と多く議論した事項を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 3-⑮>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	103 社	74 社	74 社
イ ガバナンス体制(取締役会構成や資本構造を含む)	67 社 (65.0%)	55 社 (74.3%)	53 社 (71.6%)
ロ 取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	24 社 (23.3%)	17 社 (23.0%)	15 社 (20.3%)
ハ 取締役・取締役会の資質	35 社 (34.0%)	29 社 (39.2%)	20 社 (27.0%)
ニ 取締役報酬の水準・報酬の決め方	24 社 (23.3%)	19 社 (25.7%)	14 社 (18.9%)
ホ 社外取締役の有無及び役割	36 社 (35.0%)	31 社 (41.9%)	27 社 (36.5%)
へ 監査役・監査役会の有無及び役割	16 社 (15.5%)	11 社 (14.9%)	11 社 (14.9%)
ト 企業戦略(除く株主還元策)	76 社 (73.8%)	62 社 (83.8%)	65 社 (87.8%)
チ 企業文化(カルチャー)	33 社 (32.0%)	28 社 (37.8%)	24 社 (32.4%)
リ 企業業績及び長期見通し	60 社 (58.3%)	49 社 (66.2%)	49 社 (66.2%)
ヌ 企業活動全般	36 社 (35.0%)	26 社 (35.1%)	27 社 (36.5%)
ル 社会・環境問題	41 社 (39.8%)	34 社 (45.9%)	31 社 (41.9%)
ヲ リスク要因(社会・環境問題に関連するリスクを除く)	43 社 (41.7%)	33 社 (44.6%)	34 社 (45.9%)
ワ 経営者の後継問題	27 社 (26.2%)	23 社 (31.1%)	19 社 (25.7%)
カ 企業買収(M&A)	32 社 (31.1%)	26 社 (35.1%)	22 社 (29.7%)
ヨ 監査の状況	11 社 (10.7%)	8 社 (10.8%)	6 社 (8.1%)
タ 株主還元策	55 社 (53.4%)	43 社 (58.1%)	46 社 (62.2%)
レ 社外取締役または社外監査役の独立性	29 社 (28.2%)	25 社 (33.8%)	22 社 (29.7%)
ソ 企業価値向上に向けた取締役会の評価	25 社 (24.3%)	19 社 (25.7%)	15 社 (20.3%)
ツ 情報開示	32 社 (31.1%)	27 社 (36.5%)	22 社 (29.7%)
ネ その他	23 社 (22.3%)	12 社 (16.2%)	9 社 (12.2%)
・ 資本政策	5 社	3 社	1 社
・ 企業不祥事など対応状況	3 社	2 社	2 社
・ コーポレートガバナンス	0 社	0 社	1 社
・ サイバーセキュリティ、ダイバーシティ	1 社	1 社	1 社

(12) 直近1年間で、貴社のエンゲージメント活動において、投資先企業からフィードバックを受けていますか。<設問 3-⑯>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	102 社	74 社	74 社
イ 受けたことがある	56 社 (54.9%)	46 社 (62.2%)	46 社 (62.2%)
ロ 受けたことがない	46 社 (45.1%)	28 社 (37.8%)	28 社 (37.8%)

(13) (上記<設問 3-⑩>でイの場合のみ回答) 直近 1 年間で、フィードバックを受けた投資先企業数を下記からお選び下さい。<設問 3-⑰>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	56 社	46 社	46 社
イ 100社超	6 社 (10.7%)	5 社 (10.9%)	6 社 (13.0%)
ロ 51~100社	2 社 (3.6%)	1 社 (2.2%)	0 社 (0.0%)
ハ 11~50社	23 社 (41.1%)	19 社 (41.3%)	19 社 (41.3%)
ニ 1~10社	25 社 (44.6%)	21 社 (45.7%)	21 社 (45.7%)

(14) 貴社のエンゲージメント活動を今後充実させる上で、企業側に改善を求める事項として考えられるものを下記からお選び下さい (複数選択可)。<設問 3-⑱>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	103 社	74 社	74 社
イ 企業のエンゲージメントに対する意識	64 社 (62.1%)	53 社 (71.6%)	49 社 (66.2%)
ロ 経営陣の関与	66 社 (64.1%)	55 社 (74.3%)	57 社 (77.0%)
ハ IR担当者の質	27 社 (26.2%)	22 社 (29.7%)	24 社 (32.4%)
ニ 開示情報の質	72 社 (69.9%)	56 社 (75.7%)	57 社 (77.0%)
ホ 開示情報の量・範囲	57 社 (55.3%)	42 社 (56.8%)	43 社 (58.1%)
へ 情報開示の方法	30 社 (29.1%)	23 社 (31.1%)	23 社 (31.1%)
ト 情報開示のタイミング	26 社 (25.2%)	20 社 (27.0%)	22 社 (29.7%)
チ 取締役会の機能発揮	31 社 (30.1%)	24 社 (32.4%)	23 社 (31.1%)
リ その他	12 社 (11.7%)	4 社 (5.4%)	5 社 (6.8%)

・「リ その他」では、「ESG への取り組みや方針策定等」(4 社)、「取り組みの進捗状況を示す KPI 設定とその開示」(1 社) の回答があった。

(15) 指針4-4に記載されている集团的エンゲージメント活動を行っていますか。<設問 3-⑱>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	103 社	74 社	74 社
イ 行ったことがある	19 社 (18.4%)	12 社 (16.2%)	9 社 (12.2%)
ロ 行ったことはないが今後行う予定	26 社 (25.2%)	21 社 (28.4%)	26 社 (35.1%)
ハ 今後も行わない予定	58 社 (56.3%)	41 社 (55.4%)	39 社 (52.7%)
ア 他の投資家との協働には障壁やリスクや問題点が存在し時期尚早である	10 社	9 社	7 社
イ 独自で対応しており必要性がない	12 社	8 社	9 社
ロ コスト等負担が大きく効果について疑問がある	3 社	2 社	2 社
ハ プラットフォームの整備後検討する	2 社	2 社	3 社
ニ 具体的な案件がない	5 社	3 社	6 社
フ その他	26 社	17 社	12 社

<「f その他」の回答例>

- ・法的根拠等に疑問がある。必要性に限られる。原則として単独で実施している (6 社)
- ・個別エンゲージメント活動を充実させることに重きを置いている (5 社)
- ・行う予定はないが、有益な可能性がある場合には検討する (3 社)

<設問 3-⑳の回答>

- ・当社は集团的エンゲージメントを中心としたエンゲージメント・サービスの提供を助言会社から受けている。集团的エンゲージメントは ESG 関連で問題が生じた企業の適切な開示を目的として年間 100 社に接触することを意図して行われる。助言会社が投資対象先を審査し、環境、人権、労働基準や汚職に問題のある企業を抽出し、当該企業に問題の開示等を求めるレターを送付するプロセスとなっている。助言会社はどの集团的エンゲージメントに参加するか慎重に検討し、助言会社からの定期的な進捗報告を確認している。

(16) (上記<設問 3-⑱>でイ、ロの場合のみ回答) 集团的エンゲージメントを行う際の課題はどのようなものですか (複数回答可)。<設問 3-㉑>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	44 社	33 社	35 社
イ 「共同保有者」への該当性判断が不明確	23 社 (52.3%)	21 社 (63.6%)	26 社 (74.3%)
ロ 「重要提案行為」への該当性判断が不明確	24 社 (54.5%)	20 社 (60.6%)	20 社 (57.1%)
ハ 上記イやロに該当する場合の大量保有報告制度への対応負担が大きい	18 社 (40.9%)	13 社 (39.4%)	16 社 (45.7%)
ニ その他	14 社 (31.8%)	9 社 (27.3%)	7 社 (20.0%)

<「ニ その他」の回答例>

- ・投資家が消極的でかつ少ない (2 社)
- ・投資家間での課題や問題意識の強弱が異なる (2 社)

- ・顧客に対する守秘義務や機関投資家間の機密保持の障壁（2社）

（17）2018年4月よりフェア・ディスクロージャー・ルールが施行されましたが、企業とのエンゲージメント活動において支障を来したことがありましたか。<設問3-②>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	102社	74社	74社
イ ない	97社 (95.1%)	69社 (93.2%)	70社 (94.6%)
ロ 支障を来す場面があった	5社 (4.9%)	5社 (6.8%)	4社 (5.4%)

<「ロ 支障を来す場面があった」の主な具体例>（順不同）

- ・企業側で開示していない重要情報がメディアで報じられたケースで、当該情報をもとに質問等を行うことができないことがあった。
- ・投資先企業が面談に応じてもらえる期間が短くなるケースがあった（沈黙期間の拡大・厳格化など）。
- ・情報開示に対する取締役の消極姿勢などにより、悪影響を受けた。
- ・ポートフォリオマネジャー・アナリストがエンゲージメント活動と企業調査活動を一体的に行っているため、フェア・ディスクロージャー・ルールが施行されて以降、沈黙期間が延長されたことで、エンゲージメントに掛けられる期間も応分に短縮されている。

「議決権行使に関する考え方、行使状況および報告体制（原則5、6）」について

※議決権行使状況に関する設問については、国内株式を対象とし、株主総会が本年5月または6月に開催されたものを対象とします。ただし、設問4-⑨、4-⑮、4-⑯、4-⑰については、外国株式も含まれます。

5. <設問2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした127社および「受入れ予定なし」としたその理由を「議決権を有しないため」、「戦略に適さないため」、「コスト負担が増えるため」、「その他」とした46社の計173社に対するアンケート結果<設問4-①以降>

<ご参考：対象となる173社の状況（2019年6月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	679,290 億円	99.7%	(37,306 億円)
パッシブ運用	378,354 億円	55.5%	(14,864 億円)
内 ESG要素考慮	37,249 億円	5.5%	(9,712 億円)
パッシブ運用以外	300,936 億円	44.2%	(22,442 億円)
内 ESG要素考慮	150,332 億円	22.1%	(13,061 億円)
非上場株式	2,068 億円	0.3%	(27 億円)
合計	681,358 億円	100.0%	(37,333 億円)

- (1) 議決権等行使指図の判断基準(ガイドライン)を設けるとともに意思決定プロセスを明確化し、議決権等行使指図に関する体制を整備していますか。<設問4-①>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	167 社	96 社	98 社
イ 整備している	122 社 (73.1%)	76 社 (79.2%)	76 社 (77.6%)
ロ 整備していない	45 社 (26.9%)	20 社 (20.8%)	22 社 (22.4%)

- (2) (上記<設問4-①>でイの場合のみ回答) 当協会の自主規制ルール「投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について」においては、議決権等行使指図のあり方について「議決権等行使指図は、顧客の利益を図るためのみこれを行うものとし、自己又は顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わないこととする。系列もしくは取引関係等を理由に議決権等行使指図の判断を歪めてはならない。」と規定されています。貴社の議決権等行使指図に関する体制は、当該規定に則したものとなっていますか。<設問4-②>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	121 社	76 社	76 社
イ なっている	121 社 (100.0%)	76 社 (100.0%)	76 社 (100.0%)
ロ なっていない	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)

(3) (上記<設問 4-①>でイの場合のみ回答) 直近 1 年間で、議決権等行使指図に関する体制を再整備しましたか。<設問 4-③>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	121 社	76 社	76 社
イ 従来の体制を継続	107 社 (88.4%)	65 社 (85.5%)	59 社 (77.6%)
ロ 一部再整備した	5 社 (4.1%)	4 社 (5.3%)	8 社 (10.5%)
ハ 日本版スチュワードシップ・コードの改訂に対応して体制整備を図った	8 社 (6.6%)	6 社 (7.9%)	9 社 (11.8%)
ニ 日本版スチュワードシップ・コードを新たに受入れたことに伴い体制整備を図った	1 社 (0.8%)	1 社 (1.3%)	0 社 (0.0%)

<「ロ 一部再整備した」理由の具体例> (順不同)

- ・外部情報サービス会社より当社議決権行使ガイドラインに基づいた定量判断の結果を受ける、議案ごとの反対理由の開示に向けた準備
- ・責任投資推進の専担部署を設置

(4) 直近 1 年間で、貴社の議決権行使に関するガイドラインもしくは方針を改訂しましたか。<設問 4-④>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	165 社	95 社	97 社
イ 改訂した	46 社 (27.9%)	32 社 (33.7%)	32 社 (33.0%)
ロ 改訂していない	119 社 (72.1%)	63 社 (66.3%)	65 社 (67.0%)

<「イ 改訂した」内容の具体例> (順不同)

○「社外取締役」「監査役」「独立性基準」に関する改訂

1. 過大な金融資産を保有する企業

過大な金融資産を保有する企業(※)で、総還元性向(配当+自社株買い)が50%未満の場合でも、資本収益性が長期的に市場の上位(直近3期連続でROEが上場企業の上位25%以上)、かつ、配当性向が25%以上の場合は賛成する要件を新規に追加。

(※)自己資本比率:50%以上、かつ、ネット金融資産(現預金+有価証券-有利子負債)/総資産:20%以上、かつ、ネット金融資産/売上高:30%以上

2. 取締役会の増員・規模

①取締役(社外取締役を除く)の増員が行われ、その理由が合理的に説明されていない場合、賛否の判断対象者を新任の取締役候補から代表取締役へと変更。

②取締役会の規模において、取締役の人数が20名未満であること、または、資本収益性が長期的に市場平均超(直近3期連続で経常利益ベースのROEが上場企業の市場平均超)であることを求めていたが、資本収益性に関する要件を削除し、基準を厳格化。

3. 取締役会の構成

取締役会の構成において、親会社が存在するとき、2名以上、かつ、1/3以上の独立した社外取締役を求めるよう基準を厳格化。

4. 代表取締役の選任議案が付議されていない場合の取締役選任議案

代表取締役に反対すべき場合であって、代表取締役の選任議案が付議されていない場合には、付議されている取締役全員に反対する基準を新規に追加。

- ・上場子会社において、独立性の十分な社外取締役の比率が3分の1未満となる場合、代表取締役および独立性の不十分な社外取締役の選任に反対。また、連結基準で保有株式の額が純資産の相当部分を占める場合、原則として金融関連企業を除き、代表取締役の選任に反対することとした。役員報酬に関する適切性を判断する上で、方針の決定方法や内容などについて十分な情報開示がない場合は原則として反対する。また、取締役の個人別報酬等の決定手続きにおいて、代表取締役に再一任することに原則として反対することとした。
- ・取締役会の独立性基準3分の1を投資企業すべてに適用。過去5年のROE水準が5%未満で直近の改善が見られない場合、反対票を投じる。
- ・本年より、「社外取締役の比率が総会後の取締役会で三分の一」という基準があくまでも通過点であり、将来的には社外取締役の比率が過半数となることが望ましいと考えている旨を追加した。また取締役会の多様性についても、年齢層や在任期間にも言及し、多様性に関する記述を具体化した。役員報酬に関する開示について、KPIや数値を伴う具体的でわかりやすい開示と説明を奨励するとの記述を加えた。新たに資本効率改善への取組みという項目を追加し、利益率が資本コストを著しく下回っており、期待される水準まで改善する見込みが当面ないと弊社が判断した場合については、代表取締役あるいは担当取締役に対して反対票を投じる旨を記した。株式の保有・持ち合いについて記述をさらに厳格化し、弊社では、議決権の形骸化や利益相反、資本効率の低下に鑑み、政策保有株式として上場株式を保有すべきではないと考える旨を追記した。また、本年より企業に対するメッセージを以下の通り新たに加えた：「なお、弊社では、企業との目的を持った対話（エンゲージメント）を重ね、企業価値向上を促す働きかけを継続的に行うことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すことが重要であると考えている。従って、企業には、弊社からの対話の提案に応じる姿勢を見せることを要請する。」
- ・受託者責任の観点から、ガバナンスのさらなる充実を求めるため、東証市場第一部に上場している企業においては社外取締役が2名以上選任（上程）されていることを求める基準に変更した。自己資本が手厚くかつ現金が豊富な場合を「キャッシュリッチ」と定義し、定量基準の条件を一部変更した。ROEが直近3期連続で同一業種の下位1/3（低ROE）に適合する場合において、業種や個社で状況が異なり直近3期で判断することは短いとの意見もあったことから、直近3期に上昇傾向が見られる企業の適用除外判断を可能とするよう、基準を変更した。
- ・1. コーポレートガバナンス改革の進展を反映し、取締役選任議案において、社外取締役の人数について求める水準を引き上げた。具体的には以下の通り。
 - ①全ての会社について社外取締役2名以上（改定前：直近3期のROEの平均が8%未満の会社について社外取締役2名以上）
 - ②支配株主のいる会社について、直近3期のROEの平均が8%以上の場合を除き、社外取

締役 1/3 以上（改定前：上場子会社において親会社出身者を取締役に選任する場合、独立性の高い社外取締役 2 名以上）

2. コーポレートガバナンス改革の実効性を高めるため、社外取締役がコーポレートガバナンス・コード原則 4-7 に記載されている役割・責務（経営陣幹部の選解任や会社と経営陣・支配株主等との利益相反の監督等）を果たさなかったことが明らかな場合には、再任に反対する項目を新設した。
3. その他、基準としての透明性を向上させ、又は基準に日本企業の現状を反映させるための改定を行った。主なものは以下の通り。

①ROE や剰余金処分が基準に照らして不適切な場合、会長・社長等の取締役再任議案や剰余金処分議案に反対することとしているが、上場後 5 年以内の会社については例外とすることとした。

②株主提案による定款変更議案について、原則賛成とする類型に取締役の任期短縮と任意の指名・報酬委員会の設置を追加した。

- ・資本効率の観点及び一般株主との利益相反の観点から、「政策保有銘柄企業の役職員でないこと」を社外役員候補の独立性の判定基準に加えた。

- ・社外役員の独立性基準の見直し（主要な取引先の業務執行者）

「主要な取引先」は、「直近事業年度における取引金額が連結売上高の 5 % を超える場合」に一本化した。「大株主の業務執行者」など他の基準との重複が多いことや、形式基準でのチェックの重要性が従来に比べ減少していると思われることから、下記の項目は、担当アナリストが問題があると判断した場合のみ、審議対象とすることとした。

- ・メインバンクの業務執行者
- ・幹事証券の業務執行者
- ・同一の企業グループの業務執行者

- ・指名委員会等設置会社および監査等委員会設置会社において、独立社外取締役が取締役総数の 1/3 以上でない場合には取締役全員に反対。ただし、経過措置として、業績基準で中長期的な企業価値向上に支障が出ていないと判断できる場合には賛成。社外役員の独立性基準を取引所への独立役員届出の有無をベースにしたものに変更。役員退職慰労金は原則反対に変更。

○「役員報酬議案（業績連動報酬等）」に関する改訂

- ・役員報酬に関連した議案の多様化に対応するため、役員報酬・役員賞与・株式報酬に分かれている項目を再編し、役員報酬に関する項目として一本化した。また、コーポレートガバナンス・コードの改訂を踏まえ、一定水準以上の役員報酬・退職慰労金に関する議案について、社外取締役が取締役の過半数に満たない場合、又は独立性のある報酬委員会が設置されていない場合には、反対する項目を新設した。なお、本項目についての詳細は個別に判断する。

○「株主還元」「剰余金処分」に関する改訂

- ・上場企業において金融資産の保有が増加する傾向にあることを踏まえ、株主総会に付議されず、取締役会により決議された剰余金処分が基準に照らして不適切な場合は、会長・社長等の取締役再任議案に反対する項目を新設した。なお、剰余金処分に関する基準については一部変更を

行っている。一方で、取締役会決議による剰余金配当を可能とする定款変更については、株主総会決議による剰余金配当を排除するものでない限り、社外取締役の人数や直近の剰余金処分について当社の基準を満たす場合には、原則として賛成することにした。これは株主総会日程の柔軟化に向けた動きを踏まえたものでもある。

- ・剰余金処分：配当性向の判断基準を 20%から 25%へ変更

○「ESG 関連」に関する改訂

- ・ESG 投資の観点から、社会および中長期的な企業価値に対して著しい悪影響を及ぼす可能性が認められる場合、併せて経営トップによる改善への積極的な関与が認められない場合、経営トップである取締役の選任について、個別に賛成・反対を判断するものとした。

○その他

- ・親会社およびその連結子会社に対する議決権行使については、従来不行使としていたが、議決権行使助言会社を活用して行使するように方針を変更した。
- ・取締役会におけるジェンダーに関し、検討、対応する十分な期間が経過したものと考え、直近 12 ヶ月において女性の取締役が存在しない場合、又は適切な女性の取締役候補者を含める旨の明確な計画がない場合、当社グループは、指名委員会の議長に対して反対票を投じる方針を明確化

(5) 会社提案議案に対してどの程度反対・棄権しましたか。(会社数・議案件数は1社あたりの平均値) <設問 4-⑤>

<会社数>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	96 社	70 社	74 社
a 反対・棄権した会社数	186 社	192 社	176 社
b 行使対象とした総会社数	426 社	408 社	399 社
c 反対・棄権した会社数比率(a÷b)	43.6%	47.1%	44.1%

<議案件数>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	99 件	72 件	75 件
d 反対・棄権した議案件数	528 件	568 件	555 件
e 行使対象とした総議案件数	4,707 件	5,050 件	4,607 件
f 反対・棄権した議案比率(d÷e)	11.2%	11.2%	12.1%

(6) 会社提案議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任それぞれの議案件数をご回答下さい。<設問 4-⑥>

【アンケート回答 全 99 社の総計】

		賛成 件数	反対 件数	棄権 件数	白紙委任 件数	合計 件数	反対・ 棄権比率
会社機関に 関する議案	取締役の選解任	301,716	36,673	112	1	338,502	10.9%
	監査役の選解任	48,852	8,690	97	0	57,639	15.2%
	会計監査人の選解任	856	2	4	0	862	0.7%
役員報酬に 関する議案	役員報酬(※1)	16,881	1,532	81	1	18,495	8.7%
	退任役員の退職慰労金の支給	1,565	1,713	20	0	3,298	52.5%
資本政策に 関する議案 (定款に関する 議案を除く)	剰余金の処分	31,047	1,535	85	3	32,670	5.0%
	組織再編関連(※2)	745	7	2	0	754	1.2%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	300	1,214	4	0	1,518	80.2%
	その他資本政策に関する議案(※3)	777	28	2	0	807	3.7%
定款に関する議案		9,623	312	29	0	9,964	3.4%
その他の議案		1,353	102	3	6	1,464	7.2%
合計		413,715	51,808	439	11	465,973	11.2%

(※1) 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等

(※2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※3) 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

(注) <設問4-⑤>と<設問4-⑥>は集計対象が一部異なることがあり、その場合数値は一致しない。

(7) 上記<設問 4-⑤>の「会社提案議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任」について、エンゲージメント活動の結果、会社からの事前説明を受けて賛否等を変更した議案がありますか。<設問 4-⑦>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	161 社	93 社	94 社
イ 変更した議案がある	40 社 (24.8%)	32 社 (34.4%)	31 社 (33.0%)
ロ 変更した議案はない	121 社 (75.2%)	61 社 (65.6%)	63 社 (67.0%)

(8) 上記<設問 4-⑥>の「取締役の選解任」「監査役の選解任」議案について、候補者毎に別議案として検討しましたか。<設問 4-⑧>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	157 社	92 社	93 社
イ 取締役候補者、監査役候補者とも、候補者毎に別議案とした	89 社 (56.7%)	61 社 (66.3%)	63 社 (67.7%)
ロ 取締役候補者は、候補者毎に別議案とした	1 社 (0.6%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ハ 監査役候補者は、候補者毎に別議案とした	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	2 社 (2.2%)
ニ 取締役候補者、監査役候補者とも、候補者毎に別議案とはしなかった	67 社 (42.7%)	31 社 (33.7%)	28 社 (30.1%)

(9) 外国株式も含めて、議決権行使の対象としている国・地域を下記からお選び下さい（複数回答可）。<設問 4-⑨>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	160 社	92 社	95 社
イ 日本	128 社 (80.0%)	82 社 (89.1%)	84 社 (88.4%)
ロ 欧州	44 社 (27.5%)	24 社 (26.1%)	24 社 (25.3%)
ハ 北米	56 社 (35.0%)	32 社 (34.8%)	31 社 (32.6%)
ニ 中南米	34 社 (21.3%)	17 社 (18.5%)	13 社 (13.7%)
ホ アジア・オセアニア	47 社 (29.4%)	25 社 (27.2%)	24 社 (25.3%)
ヘ その他	42 社 (26.3%)	19 社 (20.7%)	18 社 (18.9%)

(10) 株主提案議案に対してどの程度賛成しましたか。(会社数・議案件数は1社あたりの平均値)

<設問 4-⑩>

<会社数>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	74社	58社	59社
a 株主提案に賛成した会社数	3社	3社	3社
b 株主提案のあった会社数	13社	13社	11社
c 賛成した会社数比率(a÷b)	21.7%	22.2%	25.1%

<議案件数>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	77件	59件	60件
d 株主提案に賛成した議案件数	10件	10件	9件
e 株主提案議案件数	63件	62件	70件
f 賛成した議案比率(d÷e)	15.1%	15.9%	12.4%

(11) 株主提案議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任それぞれの議案件数をご回答下さい。<

設問 4-⑪>

【アンケート回答 全77社の総計】

		賛成 件数	反対 件数	棄権 件数	白紙委任 件数	合計 件数	賛成 行使比率
会社機関に 関する議案	取締役の選解任(※4)	260	902	1	0	1,163	22.4%
	監査役の選解任	0	30	0	0	30	0.0%
	会計監査人の選解任	0	1	0	0	1	0.0%
役員報酬に 関する議案	役員報酬(※1)	89	65	1	0	155	57.4%
	退任役員の退職慰労金の支給(※5)	0	0	0	0	0	0.0%
資本政策に 関する議案 (定款に関する 議案を除く)	剰余金の処分	39	112	2	0	153	25.5%
	組織再編関連(※2)	0	4	0	0	4	0.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	19	1	0	0	20	95.0%
	その他資本政策に関する議案(※3)	17	51	2	0	70	24.3%
定款に関する議案		189	1,852	5	0	2,046	9.2%
その他の議案		117	959	0	0	1,076	10.9%
合計		730	3,977	11	0	4,718	15.5%

(※1) 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等、役員報酬額の開示を含む

(※2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※3) 自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

(※4) 監査委員会を含む

(※5) 退職慰労金の削減を含む

(注) <設問4-⑩>と<設問4-⑪>は集計対象が一部異なることがあり、その場合数値は一致しない。

(12) 議決権等行使指図に係る集計結果をウェブサイト等にて公表していますか。<設問 4-12>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	160 社	93 社	95 社
イ 公表している	90 社 (56.3%)	59 社 (63.4%)	60 社 (63.2%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	5 社 (3.1%)	4 社 (4.3%)	4 社 (4.2%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	65 社 (40.6%)	30 社 (32.3%)	31 社 (32.6%)

(13) 議決権等行使指図に係る結果（集計もしくは個別）を顧客へ報告していますか。<設問 4-13>

>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	160 社	93 社	95 社
イ 全ての顧客に直接報告している	14 社 (8.8%)	9 社 (9.7%)	9 社 (9.5%)
ロ 要請のあった顧客のみ直接報告している	58 社 (36.3%)	44 社 (47.3%)	47 社 (49.5%)
ハ 報告していない	88 社 (55.0%)	40 社 (43.0%)	39 社 (41.1%)

(14) (上記<設問 4-13>でロの場合のみ回答) 議決権等行使指図に係る結果について報告要請のあった顧客の割合を下記からお選び下さい。また、当該報告を要請のあった顧客のみに実施している理由を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 4-14>

<報告要請のあった顧客の割合>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	58 社	44 社	47 社
イ 80%以上	6 社 (10.3%)	6 社 (13.6%)	5 社 (10.6%)
ロ 60%以上80%未満	1 社 (1.7%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ハ 40%以上60%未満	8 社 (13.8%)	6 社 (13.6%)	6 社 (12.8%)
ニ 20%以上40%未満	9 社 (15.5%)	9 社 (20.5%)	9 社 (19.1%)
ホ 20%未満	34 社 (58.6%)	23 社 (52.3%)	27 社 (57.4%)

＜要請のあった顧客のみに実施している理由＞(複数回答可)	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	58 社	44 社	47 社
イ コストの制約	14 社 (24.1%)	9 社 (20.5%)	11 社 (23.4%)
ロ アセットオーナーの関心が低い	9 社 (15.5%)	7 社 (15.9%)	3 社 (6.4%)
ハ ウェブサイト等で開示済み	34 社 (58.6%)	29 社 (65.9%)	29 社 (61.7%)
ニ その他	16 社 (27.6%)	13 社 (29.5%)	13 社 (27.7%)
・ 顧客の要請ベースで対応する方針のため	5 社	5 社	5 社
・ 一律的な開示は顧客利益に必ずしもそぐわない場合があるため	3 社	3 社	2 社
・ 都度報告しているため	2 社	1 社	2 社
・ 顧客側で行使内容の確認体制がとられているため	1 社	1 社	2 社

(15) 外国株式も含めて、議決権行使指図に関し助言機関を活用しましたか。＜設問 4-⑮＞

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	161 社	93 社	94 社
イ 活用した	52 社 (32.3%)	38 社 (40.9%)	39 社 (41.5%)
ロ 活用しなかった	109 社 (67.7%)	55 社 (59.1%)	55 社 (58.5%)
・ 活用機関数の平均	1.2	1.2	1.2

(16) (上記＜設問 4-⑮＞でイの場合のみ回答) 助言機関の活用対象は、日本株式についてでしょうか、外国株式についてでしょうか。＜設問 4-⑯＞

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	52 社	38 社	39 社
イ 日本株式・外国株式両方	34 社 (65.4%)	25 社 (65.8%)	23 社 (59.0%)
ロ 日本株式のみ	13 社 (25.0%)	9 社 (23.7%)	10 社 (25.6%)
ハ 外国株式のみ	5 社 (9.6%)	4 社 (10.5%)	6 社 (15.4%)

(17) (上記<設問 4-⑮>でイの場合のみ回答) 助言機関の助言内容をどのように活用していますか
(複数回答可)。<設問 4-⑰>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	52 社	38 社	39 社
イ 必ず、助言内容に沿って議決権行使を指図する	2 社 (3.8%)	1 社 (2.6%)	1 社 (2.6%)
ロ 稀に異なる時もあるが、基本、助言内容に沿って議決権行使を指図する	13 社 (25.0%)	9 社 (23.7%)	12 社 (30.8%)
ハ 判断の難しい議案のみ、助言内容に沿って議決権行使を指図する	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ニ 親会社等について助言内容に沿って議決権行使を指図する	8 社 (15.4%)	5 社 (13.2%)	8 社 (20.5%)
ホ 議決権行使指図の判断の際、参考としている	20 社 (38.5%)	16 社 (42.1%)	17 社 (43.6%)
ヘ 当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している	20 社 (38.5%)	16 社 (42.1%)	11 社 (28.2%)
ト その他	8 社 (15.4%)	7 社 (18.4%)	2 社 (5.1%)

(18) (上記<設問 4-⑯>でイ、ロの場合のみ回答) 日本株式に関し、議決権行使結果の公表に合わせて、助言機関を活用した旨および当該サービスをどのように活用しているかにつき公表していますか。<設問 4-⑱>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	47 社	34 社	33 社
イ 公表している	35 社 (74.5%)	29 社 (85.3%)	27 社 (81.8%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	1 社 (2.1%)	1 社 (2.9%)	1 社 (3.0%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	11 社 (23.4%)	4 社 (11.8%)	5 社 (15.2%)

①「イ 公表内容」の具体例 (順不同)

【助言会社名およびサービスの内容等】

- ・議決権行使の助言会社名及びサービスの内容。
- ・議決権行使助言会社から同社のガイドラインに準拠したレポートを取得している。当該レポートは、議決権行使に関するコンセンサスを把握する等、当社における議決権行使に際しての参考資料の位置づけとして利用しており、最終判断は当社運用部門で行う。

【具体的な活用方法】

- ・当社は、多様な論点を確認し、より適切な議決権行使を行う目的で、複数の議決権行使助言会社と契約し、それらの意見を取得している。当社の責任投資委員会は、議決権行使の判断に当たって、助言会社の意見を参考にすが、株主利益の観点から、議決権行使の基本方針に則って独自の判断を行っている。

【ガイドラインや基本方針に明記】

- ・スチュワードシップ・コードの当社取組方針の中で、以下の記載を行っている。「親会社等、利益相反の観点で最も重要な会社の議案については、独立した第三者である議決権行使助言会社に当社ガイドラインに基づく助言を求め、独立社外取締役が過半を占める議決権行使諮問会議に諮問し、責任投資委員会にて審議した上で適切な行使判断を行う。」
- ・議決権行使にあたって独立した第三者から助言または一次情報の提供を受け、賛否の判断の参考に行っている旨を「議決権等行使に関する基本方針」にて公表している。
- ・当社 HP にて開示している取組方針、原則 5 に、助言会社の議決権行使サービスを使用する旨を明示するとともに、原則 2 において、「利益相反のおそれのある銘柄については、議決権行使助言会社からの当社の議決権行使ガイドラインに基づく助言に従い行使することで、判断を歪めることなく一貫した対応を行います。」と記載している。

【利用している旨の公表】

- ・議決権行使指図の基本方針として、議決権の行使指図（ガイドラインの策定を含む）にあたり、助言機関のサービスを利用する旨、Web で公表している。

② 「ロ 未公表理由」の具体例（順不同）

- ・開示の要請があった顧客に個別に開示しているため。

③ 「ハ 未対応理由」の具体例（順不同）

- ・積極的なエンゲージメントを行う運用戦略を採用しており、そもそも助言機関の情報は参考程度にとどめている。このことは投資家にとっても周知の事実である。従って開示はしていない。
- ・議決権行使は海外委託先において行っているため。
- ・事務委託が中心であり、必要性を感じないため開示していない。

(19) 議決権電子行使プラットフォームを活用した議決権行使指図を行っていますか。<設問 4-⑱>
>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	163 社	94 社	95 社
イ 活用している	14 社 (8.6%)	12 社 (12.8%)	13 社 (13.7%)
ロ 活用していない	149 社 (91.4%)	82 社 (87.2%)	82 社 (86.3%)

(20) (上記<設問 4-⑱>でイの場合のみ回答) 議決権行使指図において議決権電子行使プラットフォームをどの程度活用していますか。議決権行使の対象とする企業数を分母、活用している企業数を分子として比率を下記からお選び下さい。<設問 4-⑳>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	14 社	12 社	13 社
イ 80%以上	13 社 (92.9%)	11 社 (91.7%)	9 社 (69.2%)
ロ 60%以上80%未満	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	2 社 (15.4%)
ハ 40%以上60%未満	1 社 (7.1%)	1 社 (8.3%)	1 社 (7.7%)
ニ 20%以上40%未満	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	1 社 (7.7%)
ホ 20%未満	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)

(21) (上記<設問 4-⑱>でロの場合のみ回答) 今後の活用につき、下記からお選び下さい。<設問 4-㉑>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	148 社	82 社	82 社
イ 今後活用する予定	7 社 (4.7%)	6 社 (7.3%)	1 社 (1.2%)
ロ 今後活用するかどうか検討中	40 社 (27.0%)	23 社 (28.0%)	29 社 (35.4%)
ハ 今後も活用予定なし	101 社 (68.2%)	53 社 (64.6%)	52 社 (63.4%)
a 他の方で議決権行使を行っているため(受託銀行経由、社内やブローカーのシステム等)	37 社	24 社	21 社
b 参加していない企業があり、異なる業務フローの併存を避けるため	11 社	9 社	10 社
c 議決権を有していないため	19 社	11 社	11 社
d 上場株式への投資を想定していないため	24 社	5 社	6 社
e その他	10 社	4 社	4 社

・「e その他」では、「投資先企業数が限定的なため」(4社)、「特に必要でない。活用するメリットに乏しい。今後必要に応じて検討する」(2社)の回答があった。

(22) 上場企業が議決権電子行使プラットフォームをどの程度採用すれば、当プラットフォームを前提とした議決権行使指図の業務フローに切り替えることを検討しますか。<設問 4-㉔>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	160 社	93 社	94 社
イ 上場企業全社	30 社 (18.8%)	18 社 (19.4%)	21 社 (22.3%)
ロ 市場第一部・第二部全社	11 社 (6.9%)	5 社 (5.4%)	4 社 (4.3%)
ハ 上場企業2,000社以上	3 社 (1.9%)	2 社 (2.2%)	3 社 (3.2%)
ニ 上場企業1,500社以上	2 社 (1.3%)	2 社 (2.2%)	2 社 (2.1%)
ホ 上場企業1,000社以上	5 社 (3.1%)	4 社 (4.3%)	3 社 (3.2%)
ヘ 上場企業700社以上	2 社 (1.3%)	2 社 (2.2%)	3 社 (3.2%)
ト 既に議決権電子行使プラットフォームを前提とした業務フローである	19 社 (11.9%)	15 社 (16.1%)	14 社 (14.9%)
チ 何社採用しようが切り替えない	88 社 (55.0%)	45 社 (48.4%)	44 社 (46.8%)
a 受託銀行による議決権行使の業務フローが前提となっているため	18 社	10 社	11 社
b 他の方法(社内外のシステム経由)を既に構築済みであるため	15 社	12 社	6 社
c 投資先企業数が限定的なため	2 社	1 社	4 社
d 議決権を有していないため	17 社	9 社	9 社
e 上場株式への投資を想定していないため	25 社	7 社	7 社
f その他	11 社	6 社	7 社

・「f その他」では、「メリットは少ない。今後必要に応じて検討する」(3社)、「保有銘柄が少ない、利便性を重視するため」(1社)の回答があった。

(23) 株主総会招集通知を閲覧するために、議決権電子行使プラットフォームまたは東証のTDnetを活用していますか(複数回答可)。<設問 4-㉕>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	162 社	94 社	96 社
イ 議決権電子行使プラットフォームを活用している	15 社 (9.3%)	14 社 (14.9%)	16 社 (16.7%)
ロ 東証のTDnetを活用している	36 社 (22.2%)	27 社 (28.7%)	25 社 (26.0%)
ハ 活用していない	117 社 (72.2%)	59 社 (62.8%)	61 社 (63.5%)

(24) (上記<設問 4-㉔>でハを選択した場合のみ回答) 今後の活用につき、下記からお選び下さい
(複数回答可)。<設問 4-㉔>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	116 社	59 社	61 社
イ 今後、議決権電子行使プラットフォームを活用する予定	1 社 (0.9%)	1 社 (1.7%)	0 社 (0.0%)
ロ 今後、東証のTDnetを活用する予定	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ハ 今後、活用するかどうか検討中	33 社 (28.4%)	20 社 (33.9%)	19 社 (31.1%)
ニ 今後も活用予定なし	83 社 (71.6%)	38 社 (64.4%)	42 社 (68.9%)
a 他の方法で閲覧可能であるため(受託銀行からの通知、議決権行使助言会社のプラットフォーム、ブローカーや情報ベンダーのシステム、社内構築のシステム等)	26 社	16 社	17 社
b 異なる業務フローの併存を避けるため	2 社	0 社	0 社
c 投資先企業数が限定的なため	5 社	2 社	5 社
d 議決権を有していないため	18 社	10 社	10 社
e 上場株式への投資を想定していないため	24 社	6 社	6 社
f その他	8 社	4 社	4 社

・「f その他」では、「メリットは少ない。今後必要に応じて検討する」(1社)、「保有銘柄が少ない、利便性を重視するため」(1社)、「英語での情報開示がされていないため」(1社)の回答があった。

(25) 株主総会招集通知について、企業側に改善を求める事項として考えられるものを下記からお選び下さい(複数回答可)。<設問 4-㉕>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	164 社	94 社	95 社
イ 早期発送(早期開示)	86 社 (52.4%)	54 社 (57.4%)	52 社 (54.7%)
ロ 招集通知関係情報の発送前Web開示	59 社 (36.0%)	38 社 (40.4%)	35 社 (36.8%)
ハ 英訳の早期開示	32 社 (19.5%)	20 社 (21.3%)	18 社 (18.9%)
ニ 情報拡充	69 社 (42.1%)	49 社 (52.1%)	46 社 (48.4%)
ホ 議案の説明充実	79 社 (48.2%)	53 社 (56.4%)	55 社 (57.9%)
へ 議決権電子行使プラットフォームへの参加	34 社 (20.7%)	26 社 (27.7%)	21 社 (22.1%)
ト その他	30 社 (18.3%)	11 社 (11.7%)	14 社 (14.7%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため、特になし	9 社	2 社	1 社
・ 議決権を有していないため、特になし	5 社	1 社	3 社

<「ト その他」の主な具体例> (順不同)

- ・ 有価証券報告書の株主総会前の開示
- ・ 議決権行使書について以下の3つを求める。

- ①取締役選任について、1名ごとに賛否欄を設ける。定款変更についても複数の条項の変更等の場合も同様とする。
- ②賛否欄だけではなく「棄権」の欄も設ける。
- ③議決権行使書に賛否・棄権のいずれの記載も無いいわゆる白票について、会社側の定めた通りに賛否の意思表示があったものと取扱うことを禁止し、「棄権」と取り扱う。

(26) 直近1年間で出席した株主総会数を下記からお選び下さい。<設問4-26>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	164社	94社	96社
イ 100社超	2社 (1.2%)	0社 (0.0%)	0社 (0.0%)
ロ 51~100社	1社 (0.6%)	0社 (0.0%)	0社 (0.0%)
ハ 11~50社	9社 (5.5%)	5社 (5.3%)	4社 (4.2%)
ニ 1~10社	14社 (8.5%)	9社 (9.6%)	11社 (11.5%)
ホ 出席していない(0社)	138社 (84.1%)	80社 (85.1%)	81社 (84.4%)

(27) 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していますか。<設問4-27>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	165社	94社	96社
イ 公表している(公表予定を含む)	68社 (41.2%)	47社 (50.0%)	48社 (50.0%)
ロ 今後公表するかどうか検討中	21社 (12.7%)	10社 (10.6%)	11社 (11.5%)
ハ 今後も公表予定なし	76社 (46.1%)	37社 (39.4%)	37社 (38.5%)
a 顧客の承認を得られなかった	2社	1社	2社
b システム対応等が必要であり、コストがかかる	7社	6社	8社
c 議決権を有していないため	18社	10社	10社
d 上場株式への投資を想定していないため	27社	6社	6社
e その他	22社	14社	11社

<「e その他」の主な理由>

- ・顧客が少なく要請があれば個別に公表するため (8社)
- ・個別開示は、当該企業との建設的な対話等に影響を及ぼし、顧客の最善の利益を損なう可能性がある (2社)
- ・少数の銘柄のみに投資しているため (2社)
- ・顧客の最善の利益を損なう可能性がある (2社)

(28) 議決権の行使結果を公表する際、賛否の理由についても明確に説明していますか。下記からお選び下さい。なお、下記「イ」を選択された方は説明している議案を下記からお選び下さい(複数回答可)。<設問 4-②>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	163 社	93 社	94 社
イ 説明している	35 社 (21.5%)	25 社 (26.9%)	22 社 (23.4%)
ロ 説明していない	128 社 (78.5%)	68 社 (73.1%)	72 社 (76.6%)

<説明している議案(複数選択可)>	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	35 社	25 社
a 会社提案賛成議案	6 社 (17.1%)	4 社 (16.0%)
b 会社提案反対議案	29 社 (82.9%)	19 社 (76.0%)
c 会社提案棄権議案	6 社 (17.1%)	5 社 (20.0%)
d 株主提案賛成議案	12 社 (34.3%)	8 社 (32.0%)
e 株主提案反対議案	14 社 (40.0%)	11 社 (44.0%)
f 株主提案棄権議案	5 社 (14.3%)	5 社 (20.0%)
g 個別に説明が必要と判断した事案のみ	6 社 (17.1%)	6 社 (24.0%)

<「g 個別に説明が必要と判断した」事例> (順不同)

- ・顧客より要請があった案件
- ・提案内容の個別性が強い等の理由で、あらかじめ賛否の基準を類型的ないし一律に定められない議案については、スチュワードシップ委員会で個別に審議の上、賛否を決定する。これら個別審議となった議案について、個別に説明している。
- ・積極的な説明が求められる場合
- ・買収防衛策の更新議案に関し、賛成した理由について

(29) 顧客に対し、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き、定期的に報告を行っていますか。<設問 4-㉔>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	163 社	94 社	96 社
イ 定期的に報告している	21 社 (12.9%)	14 社 (14.9%)	12 社 (12.5%)
ロ 顧客から要請があった場合のみ報告している	50 社 (30.7%)	30 社 (31.9%)	38 社 (39.6%)
ハ 顧客から報告不要との意思表示により報告していない	2 社 (1.2%)	1 社 (1.1%)	1 社 (1.0%)
ニ 公開可能な情報のみ報告している	3 社 (1.8%)	2 社 (2.1%)	3 社 (3.1%)
ホ 報告していないがその理由を通知している	1 社 (0.6%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ヘ 報告しておらず、かつその理由も通知していない	18 社 (11.0%)	9 社 (9.6%)	13 社 (13.5%)
ト 顧客からの要請がない	18 社 (11.0%)	15 社 (16.0%)	13 社 (13.5%)
チ ウェブサイト等に掲載している	25 社 (15.3%)	15 社 (16.0%)	10 社 (10.4%)
リ その他	25 社 (15.3%)	8 社 (8.5%)	6 社 (6.3%)

(30) 今後日本版スチュワードシップ・コードに沿った運営を実施していく上での課題・検討事項について、直近1年間で、顧客に対して説明を行う機会を設けましたか。<設問 4-㉕>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	163 社	94 社	96 社
イ 設けた	47 社 (28.8%)	32 社 (34.0%)	33 社 (34.4%)
ロ 設けなかった	116 社 (71.2%)	62 社 (66.0%)	63 社 (65.6%)
a 顧客からの要請がないため／顧客の関心が薄いため	55 社	34 社	37 社
b 現状の体制で対応可能であるため	7 社	6 社	6 社
c 追加コストが明示できないため	2 社	1 社	1 社
d 既に顧客から理解を得ているため	8 社	4 社	4 社
e その他	44 社	17 社	15 社

<「e その他」の主な理由>

- ・日本の上場株式に投資をしていないため (24 社)
- ・顧客の要請で個別に対応しているため (6 社)

「実力の具備（原則7）」について

6. <設問 2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした 127 社および「受入れ予定なし」とした
 がその理由を「議決権を有しないため」、「戦略に適さないため」、「コスト負担が増えるため」、「そ
 の他」とした 46 社の計 173 社（5. と同じ）に対するアンケート結果<設問 5-①以降>

(1) 日本版スチュワードシップ・コードの原則7を実践するために、直近1年間で、新たな取組み
 がありましたか。なお、下記「イ」を選択された方は新たな取組みの具体的内容をご記入
 下さい。<設問 5-①>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	169 社	97 社	99 社
イ 新たな取組みがある	50 社 (29.6%)	39 社 (40.2%)	43 社 (43.4%)
ロ 新たな取組みがない	119 社 (70.4%)	58 社 (59.8%)	56 社 (56.6%)

<新たな取組みの具体例>（順不同）

【ESG 関連】

- ・PRI が主導する集団エンゲージメントである、Climate Action 100+において、活動を開始した。TCFD への署名を行った。従来から、環境省情報開示基盤プロジェクトに参画していたが、新たに始まった「ESG 相談会」に参加した。21 世紀金融行動原則の「運用・証券・投資銀行業務」ワーキンググループに参加した。
- ・責任投資部の新設。スチュワードシップ会議における ESG 関連情報の充実。外部機関によるリサーチ情報（CDP データ等）の活用。独自の ESG 評価ツールを活用した ESG インテグレーションの実践。
- ・原則7にある実力具備の観点から、専門家としての幅広い知識と経験を有するべく、欧州アナリスト協会連合会公認 ESG アナリスト資格取得など、自己研鑽に努めている。議決権行使のグループにおいて、議決権行使活動の推進及び進捗管理を行っている。
- ・アナリストにおいて、各サブセクターの特性を考慮して最も重要と考える評価項目を設定した上で、当該評価項目に基づいて企業をサブセクター内で相対評価し、独自の ESG レーティングを付与する取組みを開始した。
- ・ESG 専門アナリストが、企業価値向上および持続的成長を企業に促す ESG に特化した取材を実施し、基本的な投資対象銘柄 300 社に対して、ESG の評価項目（環境対応、社会的責任、ガバナンス）について社内スコアの付与を完了した。当社の ESG の取組みに関しては、企業のファンダメンタルズを熟知している担当アナリストが、企業価値を左右する ESG 項目をマテリアリティとして抽出しファンダメンタルズと統合した分析を行った上で、経営陣と ESG に特化した対話を行い、当該企業の企業価値の持続的拡大を促すよう努めている。

【エンゲージメント関連】

- ・社内での連携だけではなく、スチュワードシップに係る各種外部団体や国際イニシアティブ、有

識者から国内外の情報をタイムリーに入手するとともに、投資先企業を含む産業界はもとより、広く官公庁や大学研究者等、産官学全てにエンゲージメント活動のフィールドを拡大し、広い意味でのインベストメントチェーンとの有機的な連携を強化している。

- ・パッシブ・エンゲージメントの一環として、当社が運用を行う国内インデックスファンドの投資先企業に、「議決権の行使に関する方針」および「スチュワードシップ活動の状況に関する報告」の送付を行った。
- ・スチュワードシップ活動方針のエンゲージメントの年度計画において今年度のエンゲージメントのテーマを設定し、当該テーマに沿ったエンゲージメントを活発に行うようにした。

【組織・人員・IT等関連】

- ・議決権行使プラットフォームのカスタマイズ、議決権行使事務のフロー見直しによるチェック体制強化
- ・責任投資調査部において人員および独自モデルの拡充

【勉強会・研修等の実施】

- ・投資先企業10社の経営トップを招き、海外事業戦略やガバナンス・議決権行使に関して活発な意見交換を行うことを通じてスチュワードシップ活動における実力の向上に努めた。

【自己評価関連】

- ・当社のスチュワードシップ活動に関して、コードの各原則ごとの取組みと自己評価について、ホームページで公表を行った。

(2) 日本版スチュワードシップ・コードの指針7-4では、「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」とありますが、直近1年間で、適切であった事例および適切でなかった事例がございましたら、以下にご記入下さい。<設問5-②>

①「適切であった事例」の回答例（順不同）

【エンゲージメントに関する事例】

- ・投資先企業の長期保有株主として担当アナリストが取締役会に招聘され、同社のガバナンス構造の改善点について投資家の立場からプレゼンを実施し、ガバナンスや資本配分の観点からの長期的な企業価値創造について、CEO/CFOの他、社外を含む取締役、監査役、執行役員と意見交換し、幅広く相互の理解を深めた例があった。
- ・株主還元策について継続協議を行っていた複数企業において、増配や自社株買いが実施されたこと。また、経営戦略や資本政策、ガバナンスなどについて協議を繰り返す中で、企業の課題に対する取り組みの進捗を確認し、継続保有や買い増しの判断に繋がったことなど。
- ・ROE向上につながる経営戦略をテーマとしたエンゲージメントの他、ESGについてもマテリアリティ特定・長期ビジョン策定・情報開示強化等をテーマとしたエンゲージメントを行い、企業からも好意的なフィードバックを得ました。

【ESG 関連に関する事例】

- ・ ESG アナリストが中心となり、国連 PRI、官公庁、業界団体などの各種会議体に積極的に参加し、ESG に関する知見を深め、投資先企業との対話に役立てました

② 「適切でなかった事例」の回答例（順不同）

【エンゲージメントに関する事例】

- ・ 環境問題のような解釈の分かれるエンゲージメントの内容について、まれに議論がこう着することがあった。今後はより丁寧に論点を摺合せたり、事前に質問項目を共有したりすることで、常に建設的な議論ができるように努めていく。
- ・ 不祥事が発生した企業のフォローが十分に出来ていない。
- ・ 過去1年間で、エンゲージメント活動の品質向上のための様々な体制強化を行ってきたが、エンゲージメント実施後のモニタリングと効果検証が課題と考えている。エンゲージメントによる影響や変化の発現までには期間を要することが想定され、継続的なモニタリングや効果検証の強化が重要であると考えている。

【運用体制等全般論に関する事例】

- ・ スチュワードシップ活動への自己評価を独立した社外者で構成する責任投資諮問委員会による指摘事項として、スチュワードシップ活動の改善に向けた継続的な PDCA が必要であるとの指摘があった。これを受けて、本年はスチュワードシップ活動計画を明確にした。
- ・ 議決権行使における反対理由の個別開示を行う予定でしたが、データの整備が間に合わず、次年度（2019年7月総会分）からの開示を目指すこととした。

(3) 指針7-4では、「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」とありますが、自己評価を行っていますか。<設問5-③>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	170社	97社	99社
イ 行っている	79社 (46.5%)	50社 (51.5%)	45社 (45.5%)
ロ 今後行う予定である	12社 (7.1%)	8社 (8.2%)	13社 (13.1%)
ハ 行っていない	61社 (35.9%)	34社 (35.1%)	35社 (35.4%)
ニ その他	18社 (10.6%)	5社 (5.2%)	6社 (6.1%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	8社	1社	2社
・ 検討中	5社	1社	1社

(4) (上記<設問5-③>でイ、ロの場合のみ回答) 自己評価について結果を公表していますか。<設問5-④>

<自己評価結果の公表>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	91社	58社	58社
イ 公表している	77社 (84.6%)	50社 (86.2%)	48社 (82.8%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	4社 (4.4%)	3社 (5.2%)	2社 (3.4%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	10社 (11.0%)	5社 (8.6%)	8社 (13.8%)

① 「イ 公表内容」の主な具体例

<具体的な公表内容>(複数回答可)	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	77社	50社	48社
a 取組状況とその振り返り	64社 (0.0%)	43社 (86.0%)	35社 (72.9%)
b 評価方法とその結果	21社 (0.0%)	15社 (30.0%)	13社 (27.1%)
c エンゲージメント活動と議決権行使状況	48社 (0.0%)	37社 (74.0%)	29社 (60.4%)
e その他	12社 (15.6%)	8社 (16.0%)	9社 (18.8%)

<「e その他」の具体例>

- ・ 自己評価の内容として公表 (2社)
- ・ 日本版スチュワードシップ・コードの各原則に対する取り組みをHP上で公表 (1社)
- ・ 「顧客本位の業務運営に関する原則」に関する取組状況として四半期ごとに公表 (1社)

② 「ロ 未公表理由」の主な具体例

- ・ HPを開設していない。要望に応じて個別に開示 (1社)
- ・ 自己評価を行ったうえで、特記事項がある場合には公表 (1社)
- ・ 顧客との守秘義務の存在 (1社)

③ 「ハ 未対応理由」の主な具体例

- ・ 評価方法、開示要否、公表の可否等を検討中 (3社)

- ・顧客から照会があった場合に個別に対応しているため（2社）
- ・守秘義務の存在、機密情報扱いのため（1社）
- ・自己評価の基盤整備が十分に整っていないため（1社）

（5）指針7-2では、「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、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。」とありますが、これらの点について具体的に取り組んでいますか。<設問5-⑤>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	167社	97社	99社
イ 取り組んでいる	121社 (72.5%)	78社 (80.4%)	73社 (73.7%)
ロ 取り組んでいない	46社 (27.5%)	19社 (19.6%)	26社 (26.3%)

①「イ 取り組んでいる」の主な具体例（順不同）

【経営陣自らの行動等に関する事項】

- ・当社では、従来より資産運用業務に精通した経営陣を中心とした業務運営体制を敷いており、社外から独立取締役・取締役会議長を迎え、自らのガバナンスを強化するとともに、同氏の幅広い見識及び資産運用業界での広範で広い知見を当社の経営及び機関投資家としてのスチュワードシップ活動の強化にも積極的に取り入れる体制としている。また、当社の取締役会は独立社外取締役が7名を占め、その内5名は、資本関係のない純然な社外からの人材を登用するという極めて独立性、透明性の高い態勢を確保しており、金融業界や資産運用業界等での豊富な見識を有した人材で構成されている。スチュワードシップ活動の取組み状況は取締役会での優先的な報告事項であり、当社が適切かつ円滑に取組みを実施するための委員会設立やパッシブ運用におけるエンゲージメントの強化としての組織を設置するなど、スチュワードシップ活動の遂行のための組織体制の構築や人材確保及び人材育成を推進・支援している。
- ・当社の経営陣は、アセットマネジメント業務に精通するなど実効的なスチュワードシップ活動の推進とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担う能力を有した者が取締役に就任している。また、様々な分野で高い知見を有する専門家を社外取締役に招聘し、独立性・透明性の高い経営体制を構築している。さらにスチュワードシップ活動の中核を担う専門部署を設置し、ESGアナリストを充実させるなど体制強化に努めている。
- ・当社取締役会は、運用プロフェッショナルで構成された取締役、及び独立した社外取締役とで構成され、系列の金融グループ内部の論理などに基づいては構成されてはならず、取締役の能力・経験等を定期的に公表している。スチュワードシップ活動の実行の組織構築・人材育成についても、業務運営態勢、及び役職員の育成、評価、登用について定期的に公表している。
- ・代表取締役社長をはじめとして、弊社経営陣が社内のESGや議決権行使に関するミーティングに参加したり、ESG関連の外部セミナーへの参加を推奨するなど、全社的にESGに対する意識が高まっている。

- ・当社では、経営基本方針の第一項目として「社会的責任の遂行」を掲げ、機関投資家としてのスチュワードシップ責任を果たしていくことを企業経営の最重要課題として認識している。当社の執行役員は、全員が長年資産運用業務に従事してきた当社プロパー役員で構成され、上記経営基本方針に沿ったスチュワードシップ活動を推進する役割を担っている。スチュワードシップ活動に関する重要事項の意思決定機関である委員会の委員長は、副社長執行役員が務めている。

【研修・勉強会等に関する事項】

- ・投資判断を行う部門に幅広い専門知識と経験を有した人材を配すよう努めると共に、継続的な研修プログラムを実施することで、投資先企業との実りある対話やスチュワードシップ活動に取り組んでいる。具体的には、日常業務を通じた教育の他、株式担当の運用部員は原則年に1度、海外オフィスへ出張する。海外オフィス出張時には出張国で企業訪問を行い、海外企業との比較により自国企業の強みや弱みを把握する。また、諸外国の現地企業の状況や業種別市場を把握することについてもトレーニングを行っている。
- ・個別銘柄のエンゲージメント活動を投資運用部門で共有している。フェア・ディスクロージャー等の新たな規制等についても、適宜研修を行う。
- ・スチュワードシップ活動に直接かかわる運用部・調査部およびその周辺に対して、月次で勉強会を行っている。具体的には、内外規制環境の変化・イニシアティブ、アセットオーナーからの期待・要請、社会的ニーズ・期待、当社の取組状況など。
- ・当社の役職員は外部研修への参加等により研鑽に務めるとともに、当社の海外拠点(グループ会社)の組織および人的資源を活用して、スチュワードシップ活動の向上に努めている。

【組織内での相互連携に関する事項】

- ・企業のモニタリングおよびエンゲージメントについては、運用担当者が中心となって行うインテグレーションスタイルをとっている。よって責任投資調査部により担当企業において適宜注目すべきポイントなどの提案やエンゲージメントの提案、さらに定期的にレビューを行うなど、担当者へのサポート体制を拡充している。
- ・株式運用部（国内株式運用担当、調査担当、責任投資担当）を新設し、ESG 対応、議決権行使・エンゲージメント等のスチュワードシップ活動に関する国内株式関連組織の指揮命令系統を一本化し、各機能の連携強化を図る組織体制とした。
- ・日本株チームにおいて、主なエンゲージメント活動および全ての議決権行使について、全メンバーで共有・ディスカッションを行っており、新しくメンバーが加わった場合も具体的な内容を把握し、当社のスチュワードシップ活動について理解を深めていける仕組みとなっている。
- ・弊社グループにおいては、エンゲージメント活動の持続可能性を担保すべく、①グループ組織全体でグローバルな調査を可能とする人的資源を十分に確保すること、②運用担当者がスチュワードシップ責任を適切に果たすため、投資先企業の経営陣のみならず、競合他社や取引先等との面談・対話を持つなどして企業の深い理解に努めること、③長期視点での調査・分析を励行し、経営陣との目線を合致させる事に拠って信頼感を醸成することや提案の実効性を高めること、に注力している。
- ・スチュワードシップ責任を果たす上でエンゲージメント活動は大きな柱の一つであり、この点に

ついて運用活動に携わる者（ファンドマネージャー、アナリスト、スチュワードシップ責任専門部署）が共通の認識を持つことが重要だと考えている。運用資産チームを超えた情報共有や共同での企業との対話、研修の機会を設けている。また、経営陣はスチュワードシップ活動全般に係るコミットメントを明確にし、スチュワードシップ活動の体制については運用部との意見交換の場を持っている。

- ・弊社グループでは、マルチマネージャー運用を実践するための運用機関調査のプロセスにおいても、我々が委託する外部運用機関が顧客資産に対しスチュワードシップの精神に沿ったものとなっていることを確認すべく、これらの運用機関に対しデュー・デリジェンスを実施している。我々の運用機関調査アナリストは、客観的な分析に基づいた独自の調査プロセスを通じ、優れた運用機関の才能を見極めることを目指しています。そして、運用機関調査チームとは独立的なオペレーショナル・デュー・デリジェンス（ODD）・チームが追加的な機能を担い、委託先運用機関と弊社グループとのアライメント（目指す方向性の一致）を確かなものとしている。この ODD 分析は運用開始前に行われ、その後も継続して実施する。担当者がデュー・デリジェンスを実施し、候補運用機関のビジネス構成と投資による期待されるメリットが妥当か、検証を行う。何らかの利益相反の可能性が考えられる場合には、対象の運用機関を検討する価値があるのか、議論が行われる。そして、ODD・チームが適切ではないと判断する事象がある場合には、当該委託運用機関またはその候補先に対して指摘を行い、如何に当該問題点を解決すべきかの助言を行う。なお、弊社グループは非上場であること、特定の所謂系列には属さない独立的な立場にあること、資産運用ビジネスのみを中核業務とし自己ポジションを保有しないこと、また特定の販売会社等に過度に依存するようなことがないことから、重大な利益相反の問題が発生する可能性はそうではない場合に比して低いと考えている。

【ESG 関連に関する事項】

- ・当社グループにおいては、ESG 委員会、ESG 投資チーム、資産クラス毎のワーキング・グループが投資戦略への ESG インテグレーションを推進する役割を担っている。ESG 委員会は、ESG 投資責任者が主宰となり、各運用部門その他関連部署のシニアメンバーで構成され、新たな ESG 投資戦略の承認および既存 ESG 戦略のインテグレーションの評価等を行う。資産クラス毎に運用担当者で構成されるワーキング・グループでは、ESG インテグレーションの実効性を高めるために、ケーススタディの共有等の議論を定期的実施している。また、ESG 投資において豊富な知見を有する ESG 投資チームは、当社グループ内の様々な部署と協働して、ESG インテグレーションの深化を推進する役割を担っている。実効性あるスチュワードシップ活動を実践する上では、ESG 投資に関する知見の共有や組織的なアプローチの重要性が高まっており、推進役である ESG 投資チームを増員した。また、資産クラス横断的に ESG レーティング・プラットフォームを整備しており、スチュワードシップ活動における Plan-Do-See の客観性や透明性を高める取り組みを行っている。
- ・スチュワードシップ活動のための実力を高めるため、専任部署である ESG スペシャリストは、様々な研究会に参加したほか、海外の規制当局と連携する、といった取組みを行った。
- ・ESG への取組みの強化のために専任部署を設置。ESG 等において先進的な事例の共有や実施部署における研修等の実施。

【ガバナンスに関する事項】

- ・当社はリサーチ力の強化に強くコミットしており、上記の能力を維持、向上させるために、十分な経営資源を投入している。ガバナンス面では、社外役員の独立性を確保し、さらに CEO、役員を選任基準、選任プロセスを明確化し、スチュワードシップ責任を実効的に果たすガバナンス体制を整備。
- ・スチュワードシップ活動に係るガバナンスを強化する観点より、監督と執行を分離するため、エンゲージメントや議決権行使等のスチュワードシップ責任を適切に果たすための活動の評価や監督を行い、経営会議に報告すると共に、改善等が必要と判断した場合は、勧告を行うグループと、エンゲージメント活動の推進および進捗管理を行うグループを設置している。また、議決権行使ワーキング・グループにおいて、議決権行使活動の推進及び進捗管理を行っている。
- ・議決権行使に対するガバナンス体制としては、取締役会への報告を通して独立社外取締役 2 名（第三者）による監視を受けることでチェックが行われ、プロセスに係る監視と利益相反管理が担保される仕組みを構築している。なお、経営陣（取締役、執行役員）の選解任に関しては、運用機関としてのコーポレートガバナンスを強化するため、独立社外取締役を委員長とする指名委員会が行う仕組みとしている。

②「ロ 取り組んでいない」の主な理由（順不同）

- ・検討予定、今後の検討課題と認識しているため（6 社）
- ・コスト・人的資源等に制約があるため（4 社）
- ・独立系のため、特段の問題はないと考えているため（1 社）

「その他」について

7. 企業の中長期的な成長を促すために、機関投資家は、中長期的な視点に立って投資を行うべきとする、いわゆる“ロングターミズム (Long-termism)”という考え方が、唱えられています。他方で、多くの機関投資家は、実際には、目先の利益を追う短期指向、いわゆる“ショートターミズム (Short-termism)”に基づいて行動しているとの指摘もあります。

機関投資家が、中長期的な視点に立って投資を行うことを妨げていると考えられるもの等についてご記入下さい。昨年から変更があった場合は、変化があった点についてご記入下さい。<設問 6-①>

<「中長期的な視点に立って投資を行うことを妨げていると考えられるもの等」の回答例> (順不同)

【運用会社側の事項】

○人事・評価・報酬等に関する事項

- ・①投資家の社内評価制度が短期的であること。(例 会計年度毎のリターンに対する比重が置かれている)、②社内ローテーション制度により、数年ごとに部署異動があること。(専門性が育たない、短期志願的になりやすい傾向を助長)。
- ・運用機関の評価の時間軸が短期のパフォーマンスに傾斜している。四半期決算開示により、マーケットが短期業績に対して過度に反応する。
- ・機関投資家の成績評価の短期化に合わせ、事業会社、証券会社アナリストの情報発信が短期的な視点に基づくものが増えてしまっていること等、一朝一夕では変え難い根深い問題である。当社としては、過度にベンチマークに縛られず長期絶対パフォーマンスで運用を行うとともに、事業会社にも長期的視野に立った情報発信の充実を促していきたい。

○時間軸の相違に関する事項

- ・単年度決算であること。一般論として、経営者(5年、10年)と投資家(3年)とで「長期」の時間軸が異なること。
- ・短期的な視点で投資を行っていた投資家が中長期視点への投資に切り替わるには時間がかかる。従って、即、効果が表れるものではないと考える。また、中長期視点の投資を評価・促進しようとする年金基金サイドの一段の変化も必要と考える。
- ・①運用結果の計測頻度が高まっていること(運用会社：顧客への運用報告の頻度(月次、四半期等)、投資家：組織内での運用報告の頻度(月次、四半期等))、②ベンチマークおよびピアとの相対比較が普及したこと(競争に勝つため目先の運用結果の向上を狙う)

○運用手法による弊害

- ・当社では、日本株式ポートフォリオ組み入れ銘柄の平均保有年数が7年を超えるなど、中長期的にポートフォリオの価値を向上させる哲学のもと、投資を実践している。
- ・長期的な視点に基づき投資をすることは極めて重要であると考えている。一方で運用戦略から派生する投資ホライズンの違いや多様性については許容されるべきであると考えている。ただし、

中長期的な視点に基づく投資が阻害される要因はあると考えており、例えば、アセットオーナーによる運用機関及び戦略の評価期間及び報告要請の頻度が短期／頻繁である点については議論の余地があるかと思う。

- ・異なる投資スタイルや投資目的を有する様々な投資家に応えうる投資余地がマーケットには存在すると考えている。このため当社では長期投資を基本としているが、一部の投資家が特定の顧客ニーズに基づき短期投資を求められた場合であっても特に問題はない。”ショートターミズム”は逆により多くのペイシャントキャピタルを有する投資家に対してより長期の投資機会を提供していると思う。

【投資先企業側の事項】

○開示・対話姿勢等に関する事項

- ・①株主が、株主配当の他、企業の収益面で強く"モノ"を言うようになり、経営陣がより短期的な収益マインドを高めざるを得ない状況があるため。②昨今、情報開示（ディスクロージャー）、説明責任（アカウンタビリティ）及び受託者責任（フィデューシャリーデューティ）、風評リスク（レピュテーションリスク）等の、市場における機運の高まりを受け、直接または間接的な業務管理コストの増大により、純利益の確保に一定の負荷がかかるようになったため。
- ・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、持続的成長を促すことを目的とした建設的な対話を行うべく、面談を要請しているが、いまだに非協力的な企業が存在することが、中長期的視点から投資を行うことの妨げになっていると考えられる。
- ・インベストメントチェーンが確立していないことが妨げになっていると考える。投資家、運用機関、企業の時間軸を一致させる議論を継続していく努力が求められていると思われる。議論の出発点となるのは、企業の情報開示であり、中長期の対話に資する情報開示が必要で、運用機関もそういった情報開示を促し、開示された情報を十分に活用することが必要と思われる。

【顧客（アセットオーナー）側の事項】

○短期間の投資成果・収益追求

- ・顧客が短期的な成果を求めるがゆえ運用評価期間が短期であることから、短期的に運用実績が悪化した場合の説明責任が求められ、その際の労力が極めて大きい。また、顧客側担当者が短期間で交代するような場合、その担当者が在任中に成果を上げるべく、運用機関に短期的に成果を出すよう求めることが要因と考える。
- ・最近「高齢社会における資産形成・管理」のテーマに関し、国会や政府で残念な対応が見られたが、経済・金融・投資・年金などの分野では、国民の中で政治、メディアも含めて目先や枝葉にとらわれ、未だに事実をもとに重要度に沿って客観的な議論ができないことが最大の問題である。それは一定の資金を運用するアセット・オーナーも同様で、四半期ごとに報告を求める短期志向の運用は続いている。企業年金は以前より理解は増したが、まだトレーダー感覚のスポンサーが多く改善が必要と思われる。長期の国内株式低迷が優れた運用者や運用会社の育成を阻害してきたと思われるが、少子高齢化の中、国や業界レベルで資産運用分野における人材育成に注力すべきで、経済や金融、起業や投資等まで含めて子どもの頃から教育し、成人後も啓発し続け、その輪が拡大することが必要と考える。

- ・機関投資家が運用する年金運用の評価が四半期等の短い期間で評価されるケースが多くみられ、投資信託についても、短期的なパフォーマンス低下が解約に結びつきやすいことから、中長期的な視点に立った投資行動を妨げていると考えられる。ただし、スチュワードシップ・コード受入れが開始され、徐々に中長期的視点での投資も意識されるようになってきたことに加えて、投資信託の売れ筋商品については、主に信託報酬や販売手数料が比較的安いパッシブ型と比較的高いアクティブ型への二極化が進んだこともあり、投資家の短期志向と長期志向に関しては、商品によって異なる傾向が出てきていると思われる。
- ・アセットオーナーによる運用会社の評価が現在も多くの場合短期間での運用成績によるものとなり、スチュワードシップ活動など長期的な取組みについての評価を重視すべきだと考えている。
- ・アセットオーナー、顧客、コンサルティング会社の表彰制度、メディアの評価が月次、四半期毎のパフォーマンスに特に大きな関心を示し、中長期的なリターンを求める姿勢を相対的に希薄化させているために、これに過剰に反応した一部の機関投資家が目先の四半期業績の予想ばかりに注目する、いわゆるショートターミズムの姿勢を強めていることが挙げられる。
- ・アセットオーナーのパフォーマンス評価期間に関しては、半期もしくは通期ベースでのモニタリング（運用報告提出とヒアリング実施）に加え、中期スパン（3年～5年）での運用成果に対する評価の比重を増していくことを検討してもよいのではないかと考える。
- ・本来長期的な視点に立って投資を行うべき日本の年金基金のようなアセットオーナーは、リスク回避思考が強く、流動性を重視した投資を志向しており、解約までのノーティス期間が長い投資対象を敬遠する傾向が強い。一方で、運用会社からすれば、安定した長期投資を実行するためには、当該ノーティス期間は長くせざるを得ない。このミスマッチが原因の一つではないかと考えられる。

【セルサイド側の事項】

○短期間の投資成果・収益追求

- ・売買による手数料収益の実現が個々の担当者の評価やそれによる報酬の指標となっていることが多いため、中長期に投資を寝かせることは、評価や報酬の先送りとなることや、その分利益が縮小するリスクも大きくなるため、その先送りやリスクに見合うメリットを具体的に見出せないこと。
- ・①精度の高い業績観測記事：新聞報道に先を越されてはセルサイドアナリストが困るため、アナリストも”プレビュー取材”に走る。四半期のインターバルで情報収集競争が起きてしまう。②精度の高い業績観測記事：HFTのインプット材料となり、株価形成に影響が出る。③スマートベータという新商品への資金流入：市場インデックスのパッシブとは違い、銘柄選択はテーマに従ったアクティブ（例えば、ESG評価）だが、運用手法は計量手法を用いたパッシブ。株価形成は企業のファンダメンタルズの評価から乖離していく傾向。
- ・販売会社の短期収益指向による回転商いに加え、投資家自身の短期収益及び実現収益指向が背景にあると考える。また、長期的な成長戦略を実現できずに、投資魅力を高めることが出来ない企業が多いこと、投資家を短期志向に走らせる原因でもある。

【市場環境に関する事項】

○高水準のボラティリティ等に関する事項

- ・季節要因等によって、四半期ごとの業績が短期的に変動する業種・企業等があるが、その点が必ずしも適切に理解されずに株価が大きく変化する場合がある。また、企業の戦略で先行投資の時期であったり、業績が変化する要因は様々な理由が考えられる。一部の市場参加者が業績変動の背景を十分に分析しない点等が、中長期的な視点な投資の妨げの一因になっていると考える。

○長期間の国内株式市場の低迷等に関する事項

- ・日本企業の国際競争力の低下により、中長期的な投資が必ずしも報われてこなかった環境下で運用を行ってきた人が主流になっているため、中長期的な運用を行うスキルが磨かれてこなかった点にあると思う。
- ・バブル崩壊後の日本株式が長期にわたり低迷した時期があった事や、長年一定のレンジ内で推移し、上値を抜けていない等、中長期投資が報われない時期が長かった事が一つの要因と考えられる。但し、これも徐々に変化が見られつつあり、中長期投資への期待が盛り上がる事に期待したい。

【その他の事項】

○“ショートターミズム (Short-termism)” の是非に関する事項

- ・運用パフォーマンスの追求が投資の主目的であるならば、「中長期的な視点」よりも「短期的な視点」に立っての売買の方が合理的な場合があると思われる。ロングターミズムを「提唱」だけに留めるのではなく、「企業の中長期的な成長を促す」ことを投資の主目的とするような強制性が必要となる。

8. 日本版スチュワードシップ・コードの指針3-3では、機関投資家が投資先企業の状況を把握すべきものとして、ガバナンスや社会・環境問題に関連するものを含む事業におけるリスク・収益機会への対応など ESG 要素を例として挙げています。ESG に関する下記の設問について、ご回答下さい。

(1) これまで顧客から ESG に基づくマンドート、例えば、ESG 指数を採用した運用、ESG 要素が優れている銘柄でポートフォリオを構築する等、を受けたことがありますか。<設問 6-②-1>

<顧客からのESGに基づくマンドート>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	227 社	98 社	105 社
イ 受けたことがある	42 社 (18.5%)	28 社 (28.6%)	24 社 (22.9%)
ロ 受けたことがない	185 社 (81.5%)	70 社 (71.4%)	81 社 (77.1%)

(2) アクティブ運用を行っている場合、その調査・分析・選別において、ESG 要素を考慮していますか。<設問 6-②-2>

<アクティブ運用におけるESG要素の考慮>	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	227 社	98 社	105 社
イ 考慮している	120 社 (52.9%)	74 社 (75.5%)	66 社 (62.9%)
ロ 考慮していない	36 社 (15.9%)	16 社 (16.3%)	24 社 (22.9%)
ハ アクティブ運用を行っていない	71 社 (31.3%)	8 社 (8.2%)	15 社 (14.3%)

<「ロ 考慮していない」の主な理由>

- ・「重要度合いが高いとは考えていないため」(7社)
- ・「通常の投資判断には ESG の視点は入っており考慮している」(6社)
- ・「顧客からの要請がないため」(3社)
- ・「ESG 要因を戦略として採用していないため」(3社)
- ・「運用戦略の問題のため」(2社)

(3) ESG に関する評価・分析を実施している主体を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問 6-②-3>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	227 社	98 社	104 社
イ ポートフォリオマネージャー／ファンドマネージャー	125 社 (55.1%)	80 社 (81.6%)	74 社 (71.2%)
ロ リサーチアナリスト	87 社 (38.3%)	57 社 (58.2%)	52 社 (50.0%)
ハ ESG専任者	42 社 (18.5%)	26 社 (26.5%)	24 社 (23.1%)
ニ エンゲージメント担当者(専任)	6 社 (2.6%)	3 社 (3.1%)	3 社 (2.9%)
ホ エンゲージメント担当者(兼モニタリング担当)	25 社 (11.0%)	18 社 (18.4%)	17 社 (16.3%)
ヘ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者)	29 社 (12.8%)	2 社 (2.0%)	5 社 (4.8%)
ト その他	76 社 (33.5%)	17 社 (17.3%)	24 社 (23.1%)

・「ト その他」では、「グループ会社」(7社)、「運用部門以外の社内部署」(5社)、「社外 ESG 関連機関」(2社)の回答があった。

(4) ESG 要素を投資プロセスにどのように組み込んでいるか下記からお選び下さい(複数選択可)。
<設問 6-②-4>

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	139 社	77 社
イ ネガティブ・スクリーニング(特定の業種・企業を投資対象としない)	55 社 (39.6%)	33 社 (42.9%)
ロ ポジティブ・スクリーニング(特定の業種・企業を投資対象とする)	36 社 (25.9%)	22 社 (28.6%)
ハ ESGインテグレーション(分析・選別において、ESG要素を体系的に組み込む)	84 社 (60.4%)	50 社 (64.9%)
ニ エンゲージメント	72 社 (51.8%)	44 社 (57.1%)
ホ 議決権行使	58 社 (41.7%)	38 社 (49.4%)
ヘ その他	16 社 (11.5%)	8 社 (10.4%)

・「ト その他」では、「ESG 要素を定性的に考慮、総合的に評価 (6社) の回答があった。

(5) 貴社が ESG 投資を行う理由をご記入下さい。 <設問 6-②-5>

(主な回答内容)

- ・企業の評価に ESG を取り込むことで、企業・社会の持続可能性を高めることや中長期の企業価値・運用パフォーマンスの向上ができると考えているため
- ・運用会社の立場として、インベストメント・チェーンの機能発揮やフィデューシャリー・デューティを実践するため
- ・顧客からの要請のため

<「ESG 投資を行う理由」の回答例> (順不同)

- ・当社は、社会の持続可能な発展が、中長期的な投資先企業の価値向上、そしてお客さまの中長期的な投資収益の拡大のために不可欠であると考えます。社会が持続可能な形で発展するためには、その重要な構成要素である企業は、短期的な利潤追求だけではなく、中長期的な視点で環境問題や社会問題へ積極的に取り組むことが必要であり、またそれを実現するためには強固なコーポレートガバナンスが前提になります。企業がそれらに継続的に取り組むことにより、環境問題や社会問題の解決を通じ、社会の持続的な発展がもたらされると同時に、企業にとっても中長期的な持続可能性や企業価値の向上に繋がると考えます。当社は、責任投資原則 (PRI) の基本的な考え方に賛同し、財務情報のみならず、ESG (環境・社会・ガバナンス) 要因等の非財務情報も考慮し、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) を行い、企業分析や投資判断を行うことで、お客さまの中長期的な投資収益の拡大を目指します。
- ・中長期的な時間軸にて、顧客資産の健全な成長を目的とする機関投資家としては、ESG 投資の考え方は、投資先企業選定の分析段階において必要不可欠な要素であると考えています。ESG の要素が独立して存在しているわけではなく、あくまでもフレームワークの一つであると考えており、当社の株式投資戦略、哲学が長期投資を標榜する限りにおいて、この ESG の枠組みを用いて企業分析、投資判断を行います。
- ・当社では企業の ESG 戦略とそのパフォーマンスは、長期的な企業価値拡大の持続可能性に大きな影響を及ぼすと考えています。別の言い方をすれば、長期投資家として ESG 情報の分析は投資判断の確信度をあげるための重要な要素であると考えています。従って、投資判断の最終的な意思決定を行う際には、主に財務情報に基づくファンダメンタルズリサーチに加えて、ESG 戦略の評価を含む定性的な情報の分析を重視しています。ESG 情報の分析は、企業からの各種開示情報や外部の ESG 情報ベンダーによるリサーチ等の活用に加え企業との建設的な対話を通じて得られた情報等をもとに行います。その過程で、各企業の ESG に関する重要課題 (マテリアリティ) をとらえるように努めています。ESG 情報は、それ自体のみをもって投資判断を行うことはしませんが、企業価値拡大の持続可能性を判断する重要な要素の一つであると捉えています。
- ・ESG の課題が大きなクレジットリスクをはらみ、その事実を認識する市場参加者が増加していると思う。株価への影響を考慮すれば、今後の投資には否が応でも ESG を意識せざるを得ない。銘柄選別では今後この点に留意しながら行うことになるだろう。
- ・ESG 経営を行っている企業は持続的に成長可能と言われています。ESG 経営を重視する企業は

ステークホルダーに配慮する意思決定を行い、結果としては経済的リターンだけではなく社会的リターンも期待できます。弊社は ESG 優良企業に投資する公募ファンドを通じて、一般投資家に中長期的に持続可能な投資（経済的リターン）を提供すると同時に、投資先企業が取り組んでいる ESG 経営が一般投資家の社会的リターン向上にも貢献すると信じています。

- ・弊社では、基本的には企業は社会的責任を果たす義務があり、従業員、他のステークホルダー、社会全般及び環境への配慮が必要と考えております。また弊社グループでは、アクティブ運用の一環として、運用プロセスにおける ESG 評価が中長期的な企業価値の維持・向上に不可欠であるとの認識に基づき、ESG 要素を投資プロセスに組み込んでおります。具体的には、投資先企業・調査対象企業の業績予想に際して、当該企業の ESG に対する考え方や取り組み方が、中長期的な企業業績、レピュテーションリスク等に影響を及ぼすものと考え、運用の一環として ESG 評価を踏まえた投資判断を行っております。個別銘柄に関しては、ESG リスク、及び ESG 投資機会の両側面から評価をしており、ESG への取り組みにかかる積極的かつ適切な情報開示も継続的に求めております。なお、社会・環境の観点から特定業種・銘柄等を投資対象から除外することはせず、効率的かつ建設的なエンゲージメントを継続し、適切な議決権行使の判断をすることが重要であると考えております。
- ・弊社では、質の高いコーポレート・ガバナンス体制(G)を確立し、本業を通じて環境 (E)や社会 (S)に好影響を与える社会的責任を果たす取り組みを行っている企業は、長期的に企業価値の持続可能性が高いと考えている。ESG 要素を投資プロセスに組み込みことで、企業の持続的成長に対する確信度を高めるとともに、市場が ESG 要素を株価に織り込む際のバリュエーションの変化などを通じてアクティブ運用におけるリターン向上が可能と判断している。加えて、エンゲージメントを通じた ESG 課題の解決を図ることにより、追加的なリターン獲得が可能と考えている。
- ・気候変動や格差拡大、少子高齢化等の環境・社会課題の深刻化は、企業にとって事業遂行上のリスクである一方、ビジネスチャンスでもあります。環境・社会課題へのリスク対応力、ビジネスチャンスへの取組み強化は、今後の企業の持続的な成長を左右する重要な要因です。したがって、その対応力を投資プロセスの中で評価することは、良好な運用パフォーマンス達成に必要不可欠と考えているためです。
- ・弊社では、投資判断の基軸となる投資先企業の企業価値評価においては、財務情報のみの分析では不十分であり、「企業の持続的成長力把握」の軸として ESG 視点からの分析・評価を行うことが重要と認識しています。また、企業を取り巻く様々な ESG 課題に対し、「建設的な目的をもった対話」を通じて当該企業の持続的成長を促すことにより、企業価値の向上を通じたリターン拡大が図れると思料します。当社はこうした ESG 分析・運用の高度化を追求することで、リターン拡大を通じた預り資産の長期安定的なパフォーマンスの実現が図れると考えています。
- ・投資判断を行う弊社の役職員が企業訪問や決算説明会での経営陣に対し当社の考え方を伝え意見を交換し合うことで建設的な対話を行えるように努め、投資先の持続的な成長や企業価値の向上を図るためです。経営陣の質、コーポレートガバナンス、社会・環境面といった ESG 要因も、運用チームが投資機会を評価する上で重要な項目の一つです。何年にもわたって投資するため、企業の社会的責任に対するコミットメントは大きな意味を持ちます。ESG 要因に関する評価は企業業績予想や成長率予想に反映されています。我々はいかなる銘柄に投資する前にも必ずチー

ムによる徹底的な議論を行っていますが、この議論には、長期ファンダメンタルズ見通しとは不可分な ESG 要因も含まれます。

- ESG に代表されるサステナビリティに関連する重要な要素と、企業の長期的な潜在成長力との間の関連性がより強くなってきているため。顧客の要請に応じて、市場の持続可能な成長に向けて、企業に適切な取組みを促すため。
- 我々は長期的な視野で投資を行い、顧客の投資目標に基づき、リスクを最小化し、利益を最大化することを目指しています。環境、社会、ガバナンス (ESG) のファクターは、従来の分析以上の投資リスクを洞察する上で必要な内在要素を捉える可能性があり、ポジティブな ESG パフォーマンスは長期的安値を生み出す可能背の潜在的な指標となる事を認識しています。
- 財務要素のみならず ESG を含む非財務要素を考慮したサステナビリティを評価することが、投資リスク軽減 (= 株主資本コスト水準の低さに関連) と中長期的な企業価値向上 (もしくは毀損回避) を目指す上で重要であり、最終的な投資リターン獲得につながると考えます。また、カーボンフットプリント等 ESG データを活用したポートフォリオ分析も、必要に応じて行います。
- ESG 情報は長期的な企業価値決定における重要な要素と考えます。サステナブルに成長するためには企業価値の向上が不可欠であり、その企業価値の向上につながる活動に関する情報が本来もとめるべき ESG 情報であると考えます。当社の ESG 投資は、ファンダメンタルズ分析をベースとして、ESG 情報により将来も良好なファンダメンタルズであることを分析により担保した上で、長期投資を実施します。
- 企業の本源的価値は企業が生む将来のキャッシュフローを総資本コストで割り引いて算出されるが、割引率はリスク (株価のボラティリティー) に大きく左右されます。リスクは ESG に留意している企業ほど小さくなる傾向があり、ひいては企業の本源的価値を向上させる大きな要因となります。また機関投資家の保有する投資額が実体経済を超える水準まで増大しているなか、社会的意義として ESG に取り組む企業を応援した逆に破壊する企業から資金を引き揚げることで地球環境や人的資源の長期的な保全につながると思います。
- インベストメントチェーンにおける運用機関としての役割を果たすことが、投資先企業等の価値向上や持続的成長を促し、お客様の中長期的な投資リターンの最大化やダウンサイドリスクの抑制、更には持続可能な社会の実現に資すると考えているから。
- 長期投資の観点から、社会的リターンと経済的リターンは両立すると考えるため。
- 顧客からお預かりした資金を幅広い資産で運用する「ユニバーサルオーナー」として、多様なステークホルダーを意識した資産運用を行う必要があると認識しており、運用収益を獲得するだけでなく、地域・社会の課題解決に貢献していくことも使命だと考えていることから、ESG 投資を推進している。
- 当社は責任投資を設立来の原則に据えています。運用方針において、財務要因に加え環境、社会、ガバナンス (ESG) 基準を考慮します。企業が持続的な成長を実現し、経済的のみならず社会的、文化的な使命を達成するためには ESG 基準への配慮が必要不可欠だと考えるからです。様々なステークホルダーの利益を考慮することが企業経営における事業リスクの抑制につながり、長期的な事業戦略達成に寄与します。投資活動においても ESG 基準を考慮し、長期的な基準に基づく判断を行うことにより、運用成果の最大化を図っています。
- ESG が投資パフォーマンスに対して大きな影響があるとの認識の下、顧客に対する受託義務を

果たすべく ESG を投資プロセスに取り込んでいる。

- ・従来よりボトムアップにより企業の定性的なファンダメンタルズ分析を投資リターンの源泉としてきたことから ESG 投資の考え方はももとの投資プロセスに組み込まれている。ESG 面から評価できる活動を通じて経済的価値を創出する企業は持続性が高い企業であると判断され、そのような企業への投資が中長期的な投資リターンの向上に結び付くと考えている。近年要請が高まっているアセットマネージャーとしてのスチュワードシップ責任を果たすため、対話や開示を強化する必要があると考えている。
- ・ESG 課題に取り組むことで、企業価値の向上と同時に持続的な成長にも繋がると考えられています。当社では、顧客第一主義を掲げる資産運用会社として、グローバル投資の専門性と各地域及びグローバルでの責任投資への取り組みを融合させることに注力しています。
- ・企業が持続的成長、企業価値向上を行っていくために、ESG 課題への取り組みは重要であると捉えている。当社として企業の ESG 課題への取り組みを正しく評価し、投資プロセスに組み込んでいくことは、フィデューシャリー・デューティーを果たすうえで不可欠と認識している。
- ・当社は、企業が常に適切な行動を取ることは、企業が社会の一員として存在を認められるための必須条件であるとともに、事業活動の持続性の基盤であると考えます。企業の適切な行動の前提として、企業が法令を遵守するのはもちろんのこと、社会良識、社内の規則・規範なども遵守すべき事項に含まれると考えます。当社は、グローバルな環境や社会の問題など、ESG 課題に代表される様々な企業の社会的責任に対しても、企業が適切な行動をとることで、長期的な企業価値が向上すると考えます。
- ・顧客からの要請の強まり。中長期的な運用パフォーマンスへの影響の潜在的大きさ。
- ・株式市場や REIT 市場で ESG が重視されるなか、投資家からの強い要請があることと ESG を重視するテナントの呼び込み等の成果が期待できることです。

(6) ESG 情報に関する対話や開示において企業に期待することをご記入下さい。<設問 6-②-6>

<「ESG 情報に関する対話や開示において企業に期待すること」の回答例> (順不同)

【情報開示やエンゲージメントに関する事項】

- ・中長期的な企業価値の向上や持続的成長に財務的な影響をもたらす重要な ESG 課題（マテリアリティ）と具体的な対応について、リスクと成長機会の2つの側面に分けて整理し、情報開示して欲しい。
- ・当社では、ESG 情報に関する対話や開示の本質的な意味は、投資家と企業の間で本源的なリスク要素の考え方を共有し、不確実な未来に対して協力してより良いリスク管理体制、及び成長戦略を描いていくことに意味があると考えています。チェックボックス的に CO2 排出量数値を開示する、若しくはリサイクルへの取り組みをアピールすることも、要素の一つではありますが、ESG 情報の本質的な利用ではないと考えます。ESG の要素を含んだ情報を、いかに包括的に企業経営に取り入れていくという点について、各企業が競いあうような環境になればよいと期待している。
- ・企業のリソースの問題もあるかと思うが、経営陣の理解のもと積極的に対話に臨んでいただきたいと思う。中小型の企業は必ずしも開示が十分ではないと考える。アピールする良い材料がせつ

かくあるにもかかわらず、それらが投資家に知られていないのは残念であるとする。

- ・市場の ESG 投資への関心の高まりや、コーポレートガバナンス・コード改訂等を背景に、企業側の ESG の重要性に対する理解は着実に高まっていると見ている。他方、企業の持続可能性の向上に資すると考えにくい外形的な ESG の考慮に止まる企業や、逆に、ESG への考慮・取組みが優れているにもかかわらず、市場から相応の評価を受けていない企業が見られる。弊社グループとして、企業との対話を通じて、ESG 課題への取組み姿勢や情報開示の改善について積極的な意見具申を行っている。
- ・大企業を中心に日本企業の ESG 開示が積極的になってきていることは良い傾向であると思われるので、大企業以外の広い範囲の企業にこの流れが浸透していくことを期待したい。ESG 開示を積極的に行っている企業の中には、情報の網羅性を重視しすぎていて、重要な情報が何かかわかりにくかったり、経済的価値との関係性の説明が欠けているケースも見受けられるため、更なる改善を期待したい。
- ・デジタルな ESG 情報がまだ不足しているうえ、企業の経営戦略とリンクした開示方法になっていないので、どの ESG 情報を企業が重要だと思っているのかわかりにくい状態にある。また、CSR 部の活動が企業価値にどのように作用しているのか、CSR 情報が経営にどのように生かされているか等のアナログな情報が不足しているので、企業価値分析に活かすことが難しい状態にある。なので、このような点の工夫をお願いしたいと考える。
- ・当社では、企業が成長するためには、価値創造ストーリーの堅牢性が、重要と考えている。それゆえに、どのようなビジネスモデルを構築し、いかなる価値を生み出そうとしているのかを考慮に入れた ESG 情報の開示および対話を期待している。
- ・投資家と企業との情報・認識ギャップを埋める上で、コーポレートガバナンス報告書等により制度的に求められる開示が一定程度あるガバナンス面の開示だけではなく、社会面や環境面についての自主的な開示を推進して欲しいと考えています。
- ・E や S に関する取組みをモニターする体制・機能としての G の内容、すなわち、方針や計画、KPI、達成度測定・評価・分析、第三者機関による検証といった仕組みの開示を期待する。
- ・企業の経営ビジョンとの整合性やストーリー性、更に可能な限り定量的指標を含めた開示を期待している。
- ・国連の SDGs など国際的な視野にたった ESG 開示の充実をはかり、また企業の事業戦略や長期計画などに ESG 要素を綿密に織り込まれることを期待する。

【ESG 課題（マテリアリティ）の特定・共通認識の醸成に関する事項】

- ・詳細なデータや取り組み内容の開示を行っていただくのはむしろ歓迎だが、体裁が綺麗であっても、専門家に任せたとような無機質な開示よりは、社会課題に取り組むことで、継続的に企業価値を創造できるストーリーの提示など、ESG に取り組む根本となる考え方や、どのような事項を“マテリアル”と考えているのか、自らの言葉で開示していただければと考える。
- ・弊社では、企業の ESG 課題に対して対話を通じて企業の持続的成長を促している。企業の ESG 課題の認識を共有し、課題解決に向けて議論させて頂く上で、マネジメント層との対話が重要と考えている。そのため、アナリストとの対話の場にマネジメント層が積極的にご参加して頂けることを期待している。

- ・ ESG 分析を企業が行う場合、まず様々なステークホルダーの中でどのステークホルダーをマテリアルと判断したか、という考え方を示していただくとともに、そのステークホルダーと適切な関係性構築のために、どのような仕組みを導入しているのか、またそのような仕組みによりどのような効果が得られているか、という流れで説明していただきたい。開示にあたっては、経年変化が分かるよう出来るだけ定量的なデータを用いて説明頂くことを期待している。
- ・ 国際的な ESG に関するフレームワークや投資家・評価機関からの要望を踏まえて、期待される情報を開示して欲しい。特に、当該企業が認識する特に重要性の高い ESG 課題（マテリアリティ）を示すとともに、その課題解決に向けた方針・行動目標・KPI を開示することが必要と考える。これは、ESG 投資が社会に浸透しつつある中で、横比較を定量的に行い、真摯に ESG に取り組んでいる企業をスクリーニングするためである。
- ・ エンゲージメントに際しては、その対話が実効的であること、すなわち企業の事業活動へ実際に変化をもたらすことを重視する。ESG 課題によっては、個別の企業だけで解決可能な課題もあれば、業界や国としての取り組みが必要な課題もある。課題に応じて、当該企業のみならず、業界団体や官公庁等のステークホルダーとのエンゲージメントを行うとともに、必要に応じて他の投資家と連携することにより、その実効性を高める。そのため、企業側には変化していくという強い意思を期待している。

(7) ESG 投資を行ううえで課題となっていることについてのお考えをご記入下さい。<設問 6-②-7>

<「ESG 投資を行ううえで課題となっていること」の回答例> (順不同)

【運用会社側に関する事項】

○運用体制の構築・強化すること

- ・ 弊社では現状の ESG 投資に関して大きな課題等は感じていないが、昨今の気候変動問題をはじめとした環境課題への意識の高まり等の外部環境の変化に伴い、アナリストのリサーチ・分析力の更なる向上に努めたいと考えている。こうしたことを踏まえ、弊社では気候変動に関わる機会とリスクに対する企業の取り組みを適切に評価できるよう、当社独自の ESG 評価項目（E 評価内）に、「TCFD に基づいた気候変動リスクへの対応」を追加した。
- ・ 当社グループでは、ESG 投資において考慮すべき事項として、運用パフォーマンスに影響を与える ESG 関連の問題が常に進化を続けていることから、当社グループ内の株式、債券、オルタナティブといった幅広い運用プラットフォームにおいても、継続的な強化・改善を図ることが重要であると考えている。
- ・ ESG の視点を考慮した銘柄選択を重視しているものの、ESG に特化した銘柄選択をすることは顧客に対するベストエフォートの観点からはまだ難しいと考えている。
- ・ ESG の分析を行うスキルを持った人の不足
- ・ 組織体制の整備・強化、情報収集・分析力の向上、シナリオ分析を継続的に行うための態勢整備

○投資の時間軸と ESG の時間軸が合わないこと

- ・ 弊社の投資戦略と時間軸が合わないケースが多い。
- ・ 課題として、債券投資の時間軸（償還期限）と ESG 要素が顕在化する期間のミスマッチが存在

する点が挙げられる。但し、これらのミスマッチは解消する方向にあるものと考えている。例えば近年では、プラスチックストローの不使用に見られるように、脱化石燃料といったトレンドが消費者・生産者の行動を急速に変えつつあり、ESG 要素が顕在化するペースが全般的に速まっている。なお、長期的な視点が必要となる ESG 投資は、3~5年の長期で市場リスクや投資機会を見極める投資プロセスを有する債券投資家にはよく適合しているものと考えている。

- ・投資家が短期的な収益に直結しない投資を是としない。
- ・ESG の分析には数多くの要素について分析を行う必要があり、どの要素を重要視するか、その判断に狂いはないか等を考えれば、投資コストがかさむ。と言って外部の評価会社を利用するのもコストがかかる。当社のような規模の小さい会社では、少しずつ判断を積み重ねて投資する以外にないと思う。
- ・ESG 投資におけるシステム的な対応にはまだ拡充の余地があると考えている。これは個社レベルで実現可能なこともあるが、業界として取り組むべき範囲もあると考えている。
- ・ESG をはじめとする非財務情報については、画一的に公開されているわけではなく、比較可能な ESG データが欠如しており、伝統的な運用と比べてエンゲージメントなどを介した情報収集にコストがかかるのが現状である。そのため、コストパフォーマンスは課題といえるだろう。最終投資家にとってコストパフォーマンスが劣るのであれば、社会的意義があつたとしても持続的ではなく、とはいえ運用会社にコストが集中することも持続的ではない。一方で、ローコストパッシブ投資の拡大は、フリーライダーの増加とみることもでき、その意味では従来以上に、議決権行使や同助言会社の位置づけが重要になってきているのではないかと。

○運用会社の情報開示の充実を図ること

- ・当社サイドのリソースの充実、レポートニングなどの要求水準が上がることへの対応。

【投資先企業側に関する事項】

○企業の開示情報の充実を図ること

- ・企業から開示されるデータに統一基準がないため、定量的なスクリーニングや企業価値との相関を検証することが難しい。
- ・発行体企業からはどのような開示をすればよいのかということについての相談が多く寄せられている。特に運用者（ファンドマネージャー、アナリスト）と ESG 担当の意見に不一致があるという点に対して困っている様子の企業が多く、弊社は運用者が ESG 面もカバーしているため質問を受けることが多いと思われる。
- ・ESG に関する情報開示は、企業の努力により全体としては改善しているものの、上位レベルにある企業とその他の企業との差異が依然大きいと思う。
- ・「E」に関しては、パリ協定において、「産業革命前からの世界の平均気温上昇を「2度未満」に抑える。加えて、平均気温上昇「1.5度未満」を目指す（第2条1項）」と明確な目標が定められ、各国の削減目標として、日本では「2030年までに、2013年比で、温室効果ガス排出量を26%削減する」と明確な指針が設定されているため、企業としても取り組みやすい。反面、「S」や「G」は、開示している企業も少なく、取り組み事例も多くないため、対応が難しい。
- ・日本企業については、欧米企業と比較して総じて情報開示の質的な部分でやや劣ること。

○長期的に企業経営に ESG を取り込むこと

- ・ ESG に関連するものについて、短期的な目線で見ると多くの企業がとて多く、経営戦略と直結させにくいと考える方がとても多いと思われる。ESG によるリターンは長期的に見ていかなくてはならないということの啓蒙活動をしていく必要があると思う。
- ・ ESG に関する情報の本質を理解したうえで、対応している企業とそうでない企業の間、投資家への対応に関して大きな格差が生じていると考えている。こうした差異は、短期では見えづらいものの、中長期的な企業の成長性や頑健性に大きな影響を与えるものと考えており、より多くの企業が積極的に ESG フレームワークを企業経営に包括的に取り込んでいくことを期待している。
- ・ 企業が行っている ESG 活動が、企業価値向上の戦略に結び付けられていない企業も多い。

○企業経営者の関心や知見を深めること

- ・ ESG の重要性に対する経営トップの認識が弱いこと、ESG 情報開示が全くなされていない企業もまだ散見される。東証一部上場企業全体でみた場合、中規模以下の企業における E や S に関する開示はまだ不十分であり、適切な評価が出来ない状況である。
- ・ 社外取締役の量・質が不足していること。E・S は企業の自助努力のみで対応可能だが、G は適切な人材の量・質がないと対応できない。
- ・ ①異なるステークホルダー群（すなわち顧客、サプライヤー、株主）の異なる期待にどう応えるかについての明確性の欠如
- ・ ②企業のシニアマネジメントのコーポレートファイナンス、経済価値の創造、取締役会レベルで助言や影響力を与えられる CFO の不在に対する理解不十分
- ・ ③株主のための経済価値の創造にやる気を持つ・鼓舞するよりもリスク回避を優先するシニアマネジメント

【顧客（アセットオーナー）側に関する事項】

○顧客の関心を高めること

- ・ 欧州では、ESG に関連した各種規制（開示規制等）の導入もあり、ESG 投資への流れがますます加速している。本邦に目を転じると、スポンサー企業の多くは ESG 関連の取り組みに非常に熱心なのにもかかわらず、企業年金基金は大半が依然として ESG 投資に対して懐疑的な見方である。数年以上続いているこうした状況を打開するには、本邦においても開示規制等の導入が必要なのではないかと考える。
- ・ 関心のない投資家が多いこと。
- ・ 最終投資家の認識、期待等がまだ流動的である。

【運用収益率や有効性評価に関する事項】

○ESG 投資の運用収益率や有効性の評価をすることが難しいこと

- ・ ESG に関する取り組みや ESG 要素がどう収益を向上させているのかについて、定量的に評価することが難しいこと。

- ・パフォーマンスにどれだけ寄与しているかが不明であること。
- ・ESG投資の評価の難しさが課題として挙げられる。ESG投資には様々な定義や運用手法が存在し、投資目的やフレームワークに関する一律の定義は存在しない。ESGの解釈は、アセットオーナー、運用会社、そしてデータ・プロバイダー等によっても異なり、ESGという基本的な用語でさえ、その正確な意味や測定基準を巡って議論がなされている。また、投資家が入手可能なESG情報に、コンセンサスや規定等が存在しないことから、企業が選択的に開示するものから、ESG指数会社や格付け機関等が採用するものまで、情報の客観性が担保されないという特徴がある。加えて、ESGデータは過去の実績であることから、必ずしも企業の実態を反映していないという問題もある。これらの課題に対して、弊社グループは国内およびグローバル双方で幅広い取り組みを行っている。
- ・対話やESGの考慮に関する定量的な効果測定は難しく、対話の進捗状況やESGの考慮の効果を的確に把握する努力を重ねている。一方で、企業への働きかけが具体的な変化に繋がるには時間を要するものの、中長期的な視点に基づく企業への働きかけを粘り強く継続することが、企業価値の向上に広く繋がるものと認識しており、今後もより効果的な対話を目指して活動を続けることが重要だと考えている。また、経営陣を中心とする企業との直接対話を継続的に行うなかで、弊社の問題意識に関する働きかけを行っている。株主還元を含む資本生産性に関する考え方、対外コミュニケーションのあり方など、企業の姿勢変化を促すには継続的な対話を根気よく続けることの必要性を感じている。また、スチュワードシップ責任を果たす上で、知識習得の機会を増やすことも意識しており、ガバナンス関連の対話（企業、ガバナンス専門家）、外部セミナー参加等に努めている。スチュワードシップ責任を果たすために企業との対話を続けていくなか、スチュワードシップ・コード対応等を、弊社のマネジメントも含め、社内で議論を重ねることも重要だと考えている。
- ・①同一企業に対するESGスコアが格付け機関によってかなり異なる点。また、一定時期（5年前程度）より前に遡ろうとすると、ESG関連データ・情報の量がかなり少なくなってしまう点。
- ・②企業を比較し、ESGの観点から優劣の判断をするための基準やフレームワークの確立が期待される。また、ESGの要素が企業価値にどのような影響を与えるのか、エビデンスの蓄積が必要。
- ・ESG投資は良好なパフォーマンスを達成できるのか、パフォーマンスに関するエビデンスが十分でないことから、一般のアセットオーナーの理解が深まらない点が課題と考える。
- ・キャッシュフローへのプラス影響等、投資効果の見極めが必要と認識している。
- ・投資リターン要因分析の観点から、ESGファクターによる貢献度合いの計測方法が各社バラバラでありESG戦略のフェアな競合他社比較が困難である。
- ・グリーンボンド、ソーシャルボンドにおいては発行体・管理コストが一定程度発生し、収益性において他案件との比較で劣後することもあること。

○ESGと企業業績・投資収益率の相関関係が高くない・懐疑的であること

- ・ESGと企業業績の相関関係が必ずしも高くないこと。
- ・長期投資に関する国際的な議論としても、中長期的な企業価値を見るための無形資産の評価や非財務情報の重要性が大きな論点となっている一方で、ESG考慮が資産運用上の収益率に本当に

つながるのか懐疑的な意見もあり、ESG 投資があらゆる投資家に広がっていない原因のひとつと考えられる。

【ESG 課題（マテリアリティ）の特定・共通認識の醸成に関する事項】

○重要課題の特定や共有化・深化を図ること

- ・特に E（環境）と S（社会）について、企業価値に影響を及ぼす重要な ESG 課題（マテリアリティ）を特定することが課題だと考えている。
- ・当社は ESG 情報それ自体をもってのみ投資判断を行うことはしないが、企業価値拡大の持続可能性を判断する重要な要素の一つであると捉えている。「ESG 投資」という言葉の定義は運用会社によって様々であるにも関わらず、言葉が独り歩きしている点を懸念している。
- ・今後も引続き、企業との建設的な対話を実践するべく努力していくが、一定の対話成果の拡大・深化、残存する対話課題の解決に向けた共通認識を醸成、成果につなげることが課題となっている。
- ・機関投資家による ESG リサーチが形式主義的なボックス・チェックングになっており、深みの持ったものになっていないと聞かれることがある。そのような投資家側の姿勢によって、企業側が ESG 対話に後ろ向きになるのであれば、それは大きな課題となりうると考える。
- ・①企業価値向上に繋がる ESG に関する調査・分析の深化。
②対話レベルの向上。
③対話内容に関して、国内投資家同士で議論しあう文化の醸成。

【その他（運用体制や企業体制、有効性評価について）】

- ・責任投資に関する情報は増加しているものの、投資プロセスへの組み込みは依然として課題があります。
 - ①責任投資の増加にもかかわらず、一貫した報告基準がないこと
 - ②より財政的に重要な ESG データに対するニーズが高まっていること
 - ③第三者機関である ESG データのプロバイダーは重要な役割を持つが、このデータの活用には限界があり、特にスコアのばらつきにつながる方法論の違いがあることに関して、アセットオーナーが理解する必要があること
 - ④専門企業が大手の第三者機関に買収されることで、業界は現在統合が進んでいること
 - ⑤信用格付け機関は、ESG 格付けとグリーンボンドに関する検証能力を強化し始めていること
- ・今後に見込まれる日本版スチュワードシップ・コードの再改訂、会社法改正など、専門家として機関投資家に期待される範囲が”狭義の投資判断”から急速に拡大している。ESG 情報の取捨選択および実効性ある ESG インテグレーションを励行するために、引き続き、一層の研鑽が必要となっている。
また、具体的な項目の中では、コーポレートガバナンス・コード原則 4-11 の改訂を踏まえ、各企業において取締役会の多様性確保へ向けた動きが進められている点については、各企業において取締役会出席者全員の理解を促進しながら取り組んでいくことが必要と考えている。例えば、取締役会の多様性を確保することは重要であるが、マイノリティへの理解がない状況の中で形式的に女性や外国人が取締役に選任されても、本来期待される機能を発揮することは難しいと考え

る。こうした場合には、原則 4-14 に基づくトレーニングを通じて、各取締役においてマイノリティやインクルージョンといった視点を体験研修などを踏まえ学習していくことが、まずもって重要であると考え、企業側に伝えている。

また、特に女性取締役については、特定の人物に依頼が集中する傾向があり、それに応じて複数企業の社外取締役を兼務するケースも増えているが、こうした状況では、そのような女性社外取締役の選任は取締役会の実効性確保（補充原則 4-11③参照）に結びつかない懸念がある。この点、先般のコード改訂によって、補充原則 4-10①の下で監査役会設置会社や監査等委員会設置会社においても指名・報酬などに係る任意の委員会の設置が求められ、また、今般の開示府令改正によって、各委員会の活動内容を新たに有報に記載することが求められるようになったが、これによって企業における各委員会の開催回数が増える傾向が散見され、これまで以上に複数企業の社外取締役を兼務することが難しくなっていく可能性がある。こうした中で拙速に著名女性社外取締役を選任しても、取締役会・委員会に十分に出席することができないなど、本来期待される機能を発揮することができない場合が多くなってしまうことを懸念している。

9. TCFD では、TCFD 提言の趣旨に対する賛同（TCFD への署名）を募集していますが、賛同を表明していますか。<設問 6-③>

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	228 社	98 社
イ 賛同を表明している(予定を含む)	44 社 (19.3%)	24 社 (24.5%)
ロ 賛同を表明していない	184 社 (80.7%)	74 社 (75.5%)

<「イ 賛同を表明している」の具体例>（順不同）

- ・親会社・グループで賛同表明（15 社）
- ・TCFD 提言に沿ったガバナンス体制構築・レポート開示（12 社）
- ・TCFD コンソーシアムに参画（6 社）
- ・SASB の重要性マップに基づく ESG 評価手法を開発し、スチュワードシップ活動と投資プロセスにおける ESG 対応の融合を図っている。
- ・当社では、TCFD へ賛同を表明したことに伴い、「日本版スチュワードシップ・コードの受入れ方針」にて、TCFD に対する当社の対応を記載した。TCFD が運用機関に奨励する開示項目は「ガバナンス」「戦略」「リスク・マネジメント」「指標とターゲット」となるが、各項目における当社の取り組みは以下のとおり。

①ガバナンス

TCFD への対応を含むスチュワードシップ活動の概要を、運用部門が主催する「責任投資委員会」、取締役会から権限を委譲された社外取締役を過半数とする「責任投資監督委員会」に報告する。

②戦略

環境要因に対する企業の取り組みへの評価を組み込んだ、当社独自の ESG 評価プロセスを活用する。TCFD の浸透により、気候変動関連のリスクと機会の開示の充実が期待されるため、「TCFD に基づいた気候変動リスクへの対応」への評価を、当社の ESG 評価（環境評価）

に追加した。

③リスク・マネジメント

ESG 評価を用い、投資先企業の気候変動関連リスク等を把握する。そして、この評価・分析を中長期業績予想の策定や投資判断、企業との対話などに活用し、投資先企業の気候変動関連リスクの低減に努める。

④指標とターゲット

活動の指針として、環境に関わる対話の内容の把握・管理を行う。

- ・スチュワードシップ活動の一環として、投資先企業の中で気候変動リスクと機会による事業への影響が大きいと思われる企業に対して、気候変動への取組み等が適切に実施・モニタリングされているか確認している。
- ・「クライメット・アウェア戦略」（伝統的な先進国市場の株価指数に概ね沿ったリターンの達成を目指しつつ、気候変動に対する貢献度の見通しに基づいて配分比率の引き上げ／引き下げを行うパッシブなティルト戦略）の運用手法に従ってアンダーウェイトとした企業に対して、当社は企業が温室効果ガス排出量を削減するための戦略を策定し、気候変動を取締役の選出とインセンティブに組み込み、企業の現在と将来のビジネスモデルに対して「摂氏 2 度のシナリオ」のテストを行い、企業の報告を「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）」の提言と整合させるよう働きかけたいと考えている。

10. 2017 年 5 月に日本版スチュワードシップ・コードの改訂版と同時に経済産業省から公表された「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」について、活用されていますか。<設問 6-④>

	回答数		(2018年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	227 社	98 社	105 社
イ 活用している(予定を含む)	62 社 (27.3%)	43 社 (43.9%)	40 社 (38.1%)
ロ 活用していない	126 社 (55.5%)	47 社 (48.0%)	51 社 (48.6%)
ハ 今後も活用する予定はない	28 社 (12.3%)	5 社 (5.1%)	8 社 (7.6%)
ニ ガイダンスを知らなかった	11 社 (4.8%)	3 社 (3.1%)	6 社 (5.7%)

<「ハ 今後も活用する予定はない」の主な理由>

- ・日本の上場株式に投資をしていないため (13 社)
- ・スチュワードシップ・コードの受入れ予定がないため (4 社)
- ・グループ会社、外部委託先等では活用している (予定含む) (3 社)
- ・今後活用の可否を検討する予定 (1 社)

1 1. 2018年6月に「コーポレートガバナンス・コード」の改訂と同時に金融庁から公表された「投資家と企業の対話ガイドライン」について、活用されていますか。<設問 6-⑤>

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	227 社	98 社
イ 活用している(予定を含む)	60 社 (26.4%)	40 社 (40.8%)
ロ 活用していない	136 社 (59.9%)	54 社 (55.1%)
ハ 今後も活用する予定はない	24 社 (10.6%)	3 社 (3.1%)
ニ ガイダンスを知らなかった	7 社 (3.1%)	1 社 (1.0%)

<「イ 活用している」の具体例>

- ・エンゲージメントやモニタリングの参考資料として活用 (39 社)
- ・「資本コスト」の概念や重要性への共通理解を醸成するために活用 (3 社)
- ・社内ガイドラインの見直し・体制整備の際に活用 (2 社)

【エンゲージメントやモニタリングの参考資料として活用】

- ・投資対象企業に対しては、従前より継続的な成長を促す目的で、高い水準での企業統治体制や財務規律の導入を促して来ており、コード改定によって対話内容を変えてはいない。しかしながら、新規のガイドラインには、企業側が認識すべき対話要件が網羅的に記載されていることから、企業側にも対話に答える義務が認識されつつあると見ており、対話内容が更に有意義となる効果を期待している。
- ・エンゲージメント・レター作成の際に、当該ガイダンスに言及して、エンゲージメントの効果を高めている。
- ・特に CEO の選解任、独立社外取締役の選任についてアナリストやポートフォリオマネージャーが企業と対話する際の項目に追加している。
- ・「3-5 経営陣の報酬決定」では独立した報酬委員会の重要性が説かれている。これを踏まえ、役員報酬や役員退職慰労金に関する議案についての議決権行使基準に報酬委員会の設置状況を盛り込んだ。
- ・企業との対話において活用している。特に、「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」の各内容について、考え方を説明するなどしている。
- ・コーポレートガバナンスコードに関する対話を行うにあたり、夫々の項目のチェックポイントを確認するために活用している。この活用により、個々の企業毎の事情による柔軟かつ実効的な対話が可能になると判断している。
- ・企業側にエンゲージメントテーマとしての認識が広がり、エンゲージメントがやりやすくなった。

【「資本コスト」の概念や重要性への共通理解を醸成するために活用】

- ・これまで「資本コスト」に対しての意識が希薄であったと思われる国内企業が、政策保有株式の保有等、自社の様々な取組みを「資本コスト」の観点から見つめなおし、企業価値の向上に向けて投資家との対話を進めることにあると認識している。

- ・株主資本コストや WACC に対しての意識向上
- ・企業との対話において「資本コスト」を議題とする際に、概念や重要性への共通理解を醸成するために活用している。

【社内ガイドラインの見直し・体制整備の際に活用】

- ・対話ガイドラインにおいて指摘されている事項は当社のエンゲージメント課題として選んでいる項目と一致している。加えて本年議決権行使ガイドラインを見直し、政策保有株式の削減や、役員報酬の透明性に関するガイドラインを加えている。
- ・「投資家と企業の対話ガイドライン」を踏まえ、当社の『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて」を改訂した。具体的には、当社の対話実績等も踏まえ、投資先企業の理解により資するよう、＜企業との対話の視点＞に、事業・財務戦略策定における資本コストへの考慮、適切な人材戦略（人材教育、適切なインセンティブ付与、等）の遂行、ガバナンスにおける適切な取締役の構成と多様性（ダイバーシティ＜国際性・女性登用など＞）の確保 等、を追記した。

＜「ハ 今後も活用する予定はない」の主な理由＞

- ・日本の上場株式に投資をしていないため（19社）
- ・スチュワードシップ・コードの受入れ予定がないため（3社）
- ・運用プロセスにおいて、対話ガイドラインに記載の重要項目を網羅している（1社）

12. 金融庁から公表された「投資家と企業の対話ガイドライン」の中で、企業が自社の資本コストを的確に把握すべきことを明確化する必要があり、また投資戦略と統合的で資本コストを意識した適切な財務管理を行っていくことも重要と指摘されていますが、資本コストの定義式（WACC、CAPM、配当割引モデル等）についての考え方と企業側に期待することについてのお考えをご記入下さい。＜設問 6-⑥＞

＜「資本コストの定義式についての考え方、および企業側に期待すること」の回答例＞（順不同）

【資本コストの定義に関する事項】

- ・一般的に、企業の ROE が最低限の資本コスト（WACC）を上回っているのが望ましい（ROE が株式の資本コストを上回って初めて長期的な株主価値に結び付く）とされている。同様に ROIC（投下資本利益率）が WACC を上回れば、企業はその分だけ価値を高められることになる。2019年4月の日経新聞には、「日本の上場企業の WACC は 5～6%とされ、自社の WACC を上回る ROIC を上げている企業は全体の約 7割とみられる。」との記事があったが、投資家の要求収益率を満たし、投資対象として魅力的な銘柄が増えるためにも、企業には資本コスト（WACC）を意識して、ROE を高めていく努力を引き続き続けて欲しいと考える。
- ・例えば CAPM は資本コストの簡易推定メソッドのひとつに過ぎないが、あたかも資本コストを一義的に定義する計算式と取り扱われる場面がままある事に懸念を感じる（CAPM を資本コストの定義と捉え、過去データから計算するものとするれば、資本コスト低下に向けて企業が出来ることは無い、という事になる）。資本コスト低下を目指して企業が出来ることはある（例えば開

示情報の充実がリスクプレミアムの低下、ひいては資本コストの低下に繋がる)と考えており、企業にはそのメカニズムを理解していただく事を期待する。また、教科書的な計算を行った数字の議論ではなく、企業が事業ごとにリスクを勘案した上でハードルレートをどのような考えのもと設定しているか、投資家の期待との乖離はどの程度あるかといった点について議論することが重要であると考えます。

- 資本コストの定義式に関しては、WACC、CAPM、絶対値(8%など)など企業によって様々な基準が採用されています。改訂コーポレートガバナンス・コード原則 5-2 経営戦略や経営計画の策定公表において、「自社の資本コストを的確に把握したうえで、」と明記されたように、企業側との対話において、資本コストを開示していない企業に対して、資本コストや算出に当たっての考え方についての開示を求めています。
- 資本コストとして WACC を使用するケースもあるが、ROE との対比で議論がしやすいため、分析企業に対しては株主資本コストを算出し、企業価値創造の観点から、エクイティスプレッドを参照している(株主資本コストは CAPM ベース)。企業側への期待として、まずは、資本コストに対する認識を持ち、上場している以上、ステークホルダーから一定のリターンを要求されている点(要求リターン=資本コスト)を再確認いただくこと。その定量的な水準に関して自社内で議論し、業界特性や成長ステージ等も考慮のうえ、的確な把握に努めるべき。特に中計 KPI で ROE や ROICI を設定している場合は、株主資本コスト、WACC をどう算出したかが求められる。対話においては数値自体が重要なのではなく、どのように資本コストを超える ROE を創出するか、そのための戦略について議論をしたい。
- 企業によってベータ値が異なるため、個社ごとに(厳密には事業ごとに)資本コストは異なるが、対話においては、その水準自体よりも、企業が株主資本コストを意識したキャピタルアロケーション、バランスシート(キャッシュ)マネジメントを行っているかを重視している。
- 資本コストを導き出すモデルは複数あり、いずれのモデルも一定の仮説に依存していることから、特定のモデルをすべてのステークホルダーに強要することは適切ではないと考える。弊社においては、必要なデータの取得を含め運用が容易であること、資本市場理論に精通していなくとも直感的に理解しやすく、企業との対話を円滑に進めやすいという理由から、CAPM をベースに株主資本コストを計算している。企業には以下について開示を期待する。
 - ①株主資本コストおよび負債も含めた資本コスト
 - ②株主資本コストおよび資本コストと実際のリターン(ROE や ROIC など)との比較
 - ③リターンの実績に対する自己評価
 - ④株主資本に対するリターンを一段と高めるための取り組み

【経営目標や取組み等に関する事項】

- 資本コストの定義式に対しては特別な意見を持っていない。資本コスト以前に、過度に防御的な財務戦略を採用する企業が多く、逆に株主価値の棄損を招いているケースを問題視している。今回のコード改定を契機に、企業統治に関する議論が進むことを期待している。
- 本来適切なバランスシート戦略、事業戦略が立案されるためには資本コストは必然的に考慮されているはずであり、後付けで都合のよい資本コストが算出されるべきではない。資本コストを上回るリターンを考慮しない設備投資が行われていたり、資本効率ではなく期間損益のみが重視さ

れたり、資本市場の期待値を考慮しない経営がなされているケースが多いと感じている。従来の損益計算書中心からバランスシート及び資本コストの考え方を開示してほしい。

- ・2018年6月、金融庁は「投資家と企業の対話ガイドライン」（以下、ガイドライン）を公表したが、企業に対して資本コストの理解と投資家との対話を繰り返し促しているものの、企業が開示する会計情報と資本コストの関係を認識しない限り、企業と投資家が資本コストに関していくら対話をしても意味がなく、「投資家と企業の対話ガイドライン」に沿って、ファイナンスの教科書にあるWACC並びに株主資本コストを過去データから算定して対話の材料にすることは、企業にとっても投資家にとっても片手落ちの情報をもとに対話をするを意味する。企業の経営者や投資家のみならず、規制当局も、会計情報と資本コストの関係を踏まえて対話のためのガイドラインを策定、また実行すべきと考える。
- ・資本コストについては、教科書的に金融市場のデータから求めるものと、企業が自分たちに課す最低限のリターンから求めるものと大きく考え方が二つに分かれると思う。金融市場から求めるものは、低金利状況でかつベータの低い企業に関しては資本コストが低く出がち。したがって、社内及びステークホルダーとの対話を通じて、会社がどのくらいの価値創造を行うことを期待されているのか、その点についてしっかりとした目標を持って資本コストを管理していただきたいと思う。また、企業が行う各事業においてそのリスクを吟味し、事業ごとの資本コスト及び期待リターンを内部で管理し、投資家を含めた外部にその考え方を共有することを期待している。
- ・本来適切なバランスシート戦略、事業戦略が立案されるためには資本コストは必然的に考慮されているはずであり、後付けで都合のよい資本コストが算出されるべきではない。資本コストを上回るリターンを考慮しない設備投資が行われていたり、資本効率ではなく期間損益のみが重視されたり、資本市場の期待値を考慮しない経営がなされているケースが多いと感じている。従来の損益計算書中心からバランスシート及び資本コストの考え方を開示してほしい。
- ・資本コストの定義式（WACC、CAPM、DDMなど）に関心が偏るのは、対話ガイドライン1-2や2-2の意図から外れている。改訂コード5-2に「資本コストを的確に把握」、「事業ポートフォリオの見直し」という表現が追加されたのは、新規にやるべき事業を考えていくことは比較的行われるが、撤退すべき事業から撤退できていないことが大きな課題として挙げられるからである。そこで、資本コストの尺度で見直したときに、本当に、その事業を続けていくのかを考え直すべきと読み取れる。対話ガイドライン2-2の「資本コストを意識した資本の構成、財務管理の方針」と言っているのは、バランスシート（以下B/S）のマネジメントを適切にしてくれということである。資本の構成というとB/Sの右側だけのイメージがあるが、「活用を含めた財務管理の方針」ではB/Sの左側との関係を踏まえ全体としてのB/Sマネジメントということである。このことは、改訂コード1-4の表現修正とも整合的で当てはまる。
- ・資本コストの概念は重要だが、一方で産業や企業によって、事業リスクや感応度も異なる中、一律に最適な資本コストおよびその定義式を提示することは困難であると感じている。従って、企業側で資本コストを意識した経営管理を行い、中長期的な経営戦略を立案・議論することが重要であり、投資家としては、管理方法などのあり方についての考え方や、資本コストを踏まえて策定される経営戦略の進捗状況等について議論することが重要ではないかと思う。

【合理的な説明や情報開示に関する事項】

- ・中長期的な成長戦略を明確にし、また企業成長に伴う資本政策の考え方を開示するべきである。中長期の目標とする ROA、ROE と同時に ROIC などの指標開示も有効であると思う。
- ・事業毎・事業戦略ごとに求められる資本コストは異なるものと考えられる。従って、全社的な資本コストが示されるよりも、資本コスト設定についての考え方や事業ごとの資本コストを示し、設定した資本コストをどのように活用しているかを示すことが望ましいと考える。
- ・資本の配分の考え方や事業ポートフォリオの構築、組み替えにおいて、その企業が自社の特徴を踏まえてそれぞれが重視する指標を説明する事が大事で、特定の計算式の定義を定めて広く企業に求めるのはあまり意味が無いと考える。事業ポートフォリオ戦略や投資戦略において、財務規律やガバナンスが実効性を伴って実施されている事が、投資家に判断できる（確認できる）内容の情報開示をお願いしたい。
- ・投資家に対して、自社の資本コストについての考え方や経営における活用状況を分かりやすく説明することを企業に期待します。

【経営陣に対する意識等に関する事項】

- ・当社ではパッシブ運用ポートフォリオの資本コストを 3.5%と定めている。3.5%は過去 3 年間、将来 2 年間（東洋経済ベース）の 5 年平均で計算している。投資先の ROE がこの水準を継続的に下回る場合、その原因となっている資本政策の課題に関してエンゲージメントを行っている。具体的には、企業への対応として、利益、資産回転率、財務レバレッジの 3 つの重点課題に関して中長期的な改善に向けた取り組みと開示を求める。
- ・企業側に、資本コストとリターンに対する意識の向上・レビューや適性と考えるキャッシュ保有額・配当実施額の公表などを期待している。
- ・実際のエンゲージメントの場で、対象企業と資本コストの計算方法やその計算結果について、詳細に議論することを想定していない。今回のコード改訂の趣旨は、これまで「資本コスト」に対しての意識が希薄であったと思われる国内企業が、例えば政策保有株式の保有等、自社の様々な取組みを「資本コスト」の観点から見つめなおし、企業価値の向上に向けて投資家との対話を進めることにあると認識している。
- ・定義はもとより、意味が分かっていない経営者が多い。新規上場会社の全取締役及び上場会社の新任取締役は、資本コストを含めたコーポレートガバナンス全般に関する研修を義務付けるべきである。
- ・①日本の投資先企業は、コーポレートファイナンス・コンセプトとそれを事業にどのようにいかすかについての知識が貧弱である。②コーポレートファイナンス研修や経営層への同様の研修が欠けていることにより、株主価値創造に本質的である事項が、取締役会や経営層において十分に注意が払われていないからだと考えている。日本企業は一般的に、先進国市場では当たり前の、取締役会に上級財務担当役員に当る役職が入っていない場合が多い。企業が経理部門に担当者を置くことと、経営戦略をサポートする高度な財務戦略を有することとは同等ではない。

13. 今年の株主総会では、取締役の選解任が複数の企業で話題となりました。企業との対話において、取締役の選解任に関するプロセスに関し重視する事項、および企業側に今後期待することについてのお考えをご記入下さい。〈設問 6-⑦〉

<「取締役の選解任プロセスに関し重視する事項、企業側に今後期待すること」の回答例> (順不同)

【プロセスの客観性・透明性等に関する事項】

- ・ 日本的経営における取締役選任及び解任の基準は一定ではなく、株主から見てもその説明は十分ではなく、今後は基準の公表を通じて、明快な意思決定プロセスを提示されることを企業側には要求したい。
- ・ 指名委員会あるいは任意の委員会の設置による指名ガバナンスの強化、社外者を議長とし過半を社外者とする構成、委員会の PDCA や議事内容が示されることにより透明性が担保されることが重要だと考えます。
- ・ 当社が取締役の選解任に関するエンゲージメントで確認する重視事項の中に以下が含まれる。① CEO を含む取締役の選解任要件、②後継者育成計画、③指名委員会（任意を含む）の構成と役割など。企業側に期待することの一つとして選解任プロセスの透明性の改善が上げられる。
- ・ 取締役選任に関しては透明性を確保したプロセスの説明を期待したい。取締役選任の理由に関して招集通知で詳細に説明を行うとともに、特に社内取締役を増員する場合の合理的な説明、および社外取締役に期待する役割と選任理由についても明確に記載する必要がある。
- ・ 独立性の高い指名委員会における透明性の高い選解任プロセスの構築に加え、同プロセスに実効性を持たせるため中長期的な後継者育成を重視している。当社では後継者計画も含めた取締役会・指名委員会における議論に注目し、企業と対話している。
- ・ 取締役の選解任においては、決定権が特定の者に集中することなく、適切な機関で適切なプロセスを経て決定されるべきであると考え。取締役会で活発な議論と適切な判断がなされるように、一定数以上の社外取締役、そしてその独立性や多様性が重要であり、真に独立した社外取締役が委員長を務める指名委員会の設置も有用と考える。また、企業自らサクセッションプランを作成し、開示されることを望む。
- ・ ①指名・解任プロセスの明瞭化・説明・開示（機関設計を問わず全ての場合）、②指名諮問委員会等の設置、その役割、権限、提言・報告先の説明・開示、③社外取締役の招聘プロセス、社外取締役就任承諾理由、④独立役員届出の考え方、⑤執行役制度を採用している会社の適正取締役人数、⑥取締役任期の考え方
- ・ コーポレートガバナンス・コード原則 3-1 に、「上場会社は会社の意思決定の透明性、公正性を確保し、実効的なコーポレートガバナンスを実現するとの観点から、取締役会が経営幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続について開示し、主体的な情報発信を行うべきである」とあるように、企業側との対話において、コーポレートガバナンス報告書等において、取締役の選解任に関するプロセスについての詳細な開示を求めている。
- ・ 指名委員会もしくは任意の指名委員会が、具体的にどのように運営されているか（例えば新任者がどのように候補となるのか、後継者選びのプロセス等）、対話をしている。取締役会に関して、社外取締役の比率等、人数の形式的な要件のみでなく、取締役会の構成が重要だと考えている。特に企業の継続的成長を目指す上で取締役会としての多様性、個々の取締役の専門分野のバランス

ス等に配慮が求められる。女性取締役に関しては、数値目標は定めていないが、女性取締役選任、及びグローバルな展開をしている企業の外国人の登用等、広い意味での多様性の改善がなされることが望ましいと考えている。

- ・社内取締役に関しては、責務や担当範囲の明確化を求めたい。特に、取締役の人数が増減する際においては、その増減が適切なものであるかどうかの判断を下すために必要と考える。また、社外取締役に関しては、選考のプロセス、当該社外取締役に期待する役割等の開示を求めたい。これらの説明なしに、ただ社外取締役の人数を取り揃えるだけで、トップに対してモノが言えない社外取締役がそのポジションに就任するのであれば、制度の趣旨が有名無実化するだけであると考える。

【ガバナンス体制に関する事項】

- ・多様な視点を持ったバランスの取れた人員構成の取締役会が健全なコーポレート・ガバナンスの基盤であり、中でもジェンダーの多様性が、取締役会の視点や、スキル、全体的な体験の多様性を高める方策と考えている。
- ・社外取締役が過半数となり、執行と監督が分離する事が望ましく、そうでない企業（指名委員会等設置会社は除く）に対してはその経営陣のトップの選任に関しては反対票を投じていく方針。
- ・委員会等設置会社以外においても任意の指名委員会を設置してトップのサクセッションプランを立てる企業がより増えることが望ましい。また社外取締役についてもその任期を考慮すると常にサクセッションプランをアップデートすることが重要だと考える。また、長期的な成長戦略等を考慮した取締役の構成、必要なスキルセット、多様性等の考え方を開示すると共に実践してほしい。
- ・社外役員の起用と独立性については、弊社ガイドラインに則った選任がされているかチェックし、十分に独立性が保たれていることを重視している。また、ガバナンスの強化を目的とした社外役員の起用を期待していることから、不祥事が発生した期間に役員に就任していた人物や、取締役会や監査役会への出席率が低い人物の起用は望ましくないと考えている。

【評価・検証に関する事項】

- ・取締役の選解任については、企業が設定する KPI などがどの役員に紐づくのかなど把握できるようになれば、選任・解任の際により納得度が増すのではないかと考えている。また社外取締役などは、関係性などを企業がちゃんと開示すべきであると考えている。
- ・取締役会の位置付け、期待される役割がしっかりと議論されているかがまず重要。企業の中長期的な戦略に照らし合わせて、取締役会が相応しい構成になっているか、その上で、客観性、透明性、公平性のあるプロセスが構築されているかを重視。

14. スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには、何が効果的だと思いますか。もし妨げているものがあれば、それを含めてお考えをご記入下さい。<設問 6-⑧>

<「スチュワードシップ活動の実効性を高めるために効果的なこと」の回答例> (順不同)

【意識改革や継続的な対応に関する事項】

- ・国内運用会社にとっての共通の問題は、機関投資家や公的・私的年金が運用会社に払う報酬が低すぎることが大きな問題といえるはずである。それなりの時間をかけて、実質的に効果のあるスチュワードシップ活動を行うためには相当の時間とコストがかかるということを投資家や制度推進者が強く意識する必要があると思う。
- ・企業、投資家双方にスチュワードシップ活動の成果が示現することが必要（すなわち、企業にとっては中期的な企業価値・業績の向上、投資家にとっては株価上昇・増配などリターンの向上）。そのためには、双方が企業価値を高めることを共通認識とし、形式的ではなく発展性のある対話をしていくことが重要と考える。
- ・英国版スチュワードシップ・コードは1998年策定のコーポレートガバナンスに関する統合規範から枝分かれし、会社側にはスチュワードシップ・コード分離後のコーポレート・ガバナンス・コードが存在する。このため、英国スチュワードシップ・コードでは英国コーポレート・ガバナンス・コードに触れる個所がある。我が国では、東証上場会社向けのコーポレートガバナンス原則はあるが、Comply or Explainは適用されず、海外からベスト・プラクティス原則であるコーポレート・ガバナンス・コード設定を提案されるに至っている。日本版スチュワードシップ・コードでは、企業の責務を、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と定義し、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、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のであり、我が国がコーポレートガバナンス・コードを策定しないままであればスチュワードシップ・コードが独立して存在することになり、英国版と異なる独自のものになっていく可能性がある。コーポレートガバナンス・コードの議論を深めることが重要と考える。
- ・運用機関では、企業に対する深い理解をもとに、中長期的な観点から投資先企業との対話に取組むことと、それに基づく議決権行使を行うことが重要と考える。一方で、企業側では、経営陣を中心に、非財務項目への取組みを強化することや、運用機関との対話への意識を向上して頂くことが重要と考える。
- ・弊社グループでは、スチュワードシップ活動を通じた企業価値向上への取り組みは、業界全体における最重要課題の一つであり、アセットオーナー、企業、そして運用受託機関が三位一体となって取り組んでいくべきことと認識している。弊社では、積極的な対話並びに議決権行使を通じた活動の継続に注力する方針。対話においては、内容の選定のみならず、手法を工夫し、中長期の視点で問い掛けを継続することで実効性を高めるよう努力する。企業に関する理解を深め、経営陣との目線を合致させることも必要不可欠であると考えます。
- ・スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには、長期のファンダメンタルズに関心を持ち、スチュワードシップ活動の成果と運用成果が一体であるボトムアップ型のアクティブ運用の存

在が欠かせないが、現実のビジネス環境は、アクティブ運用が負担するコストにフリーライドするショートタームの投資家、各種のパッシブ運用、クオンツ運用などが、低コストを武器に顧客の支持を集めている逆説がある。スチュワードシップ活動を推進するコスト負担に高いインセンティブが働く業界構造としていければ、スチュワードシップ活動の実効性は自ずと高まっていくと思われる。

- ・スチュワードシップ活動に絶対的な正解はないと考える。運用機関がそれぞれの投資哲学に則り且つ継続的に経験の蓄積・工夫を積み重ね改善していくべきことと理解している。企業も同様にコーポレートガバナンス・コードの精神を咀嚼しそれぞれにふさわしい工夫をすべきと考える。エンゲージメントの成果を高めるためには企業・投資家双方が画一的な姿を求めるのではなく、多様な「解」を認めることが必要だと考える。例えば、議決権行使に関し、少なくとも投資先企業を個別に精査するアクティブ運用においては、スチュワードシップ・コードに則り、議決権行使ガイドラインを基準としつつもエンゲージメントを踏まえた実質的な判断を尊重し、アクティブオーナーシップの付加価値向上に努めていきたい。
- ・投資家の積極的な対話および信頼関係構築姿勢がスチュワードシップ活動の実効性を高める一方、アセットオーナーの形式的な報告要求等の急増は時間制約要因として活動の阻害要因になっている。

【エンゲージメントに関する事項】

- ・企業と投資家の建設的な対話の実効性を伴うためには基本的な対話基盤が必要であり、双方において一定の「共通言語」を共有することが重要と考えられる。コーポレート・ガバナンスコード及びスチュワードシップ・コードの趣旨について互いに理解を深めるとともに、「企業と投資家の対話ガイドライン」や「価値協創ガイダンス」といったツールは共通言語となるため、対話の中で各企業の状況に合わせて上手く活用していくことも、実効性を高めるうえで効果的と思われる。また、環境に関する共通言語としては TCFD の理解に努め、開示を進めることで、実効的な対話に必要な材料を整えることが有効と考えられる。
- ・経営陣とのミーティングを東京で行いたいと考える。当社のように国内にいる海外投資家は、国内の国内投資家でもなく、海外の海外投資家でもないため、ミーティングの機会がとても限られている。社外取締役とのミーティングを行いたいと考えているが、それを許可する企業が少ないのが現状である。これが改善されれば、エンゲージメントがしやすくなると思う。金融以外の情報開示が少なく、例えば ESG に関する判断が難しいため、今後は、より開示されるようになればよいと考える。
- ・投資先企業との継続した建設的な対話の積み重ねを通じた信頼関係の構築。短期的なエンゲージメント成果の量産を重視することは、中長期的な企業価値向上にはつながらない可能性がある。
- ・運用者が、近視眼的なパフォーマンスに囚われることなく、会社の本質を理解し、中長期的に成長する企業を見極める運用力を身に付けること、また、投資先企業と共にファンドも成長させていくとの考えのもと、対話（エンゲージメント）を通じて企業の成長を図る姿勢が浸透していくことが必要と考える。
- ・スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには、理想論から言えば、人材の増員も効果的かと思うが、フィーを無視してヘッドカウントを増やすことは容易ではない。そのため、ポートフ

オリオマネジャー、アナリスト、ESG 担当者が、エンゲージメントの共有等、スチュワードシップ活動に関する社内の議論および情報共有をより効果的に行うことがさらに実効性を高めると考える。

- 政策保有株式による持合い安定株主の存在が依然として大きいことで、企業と機関投資家との「目的を持った対話」（エンゲージメント）の実効性が阻害されているのではないかとと思われる。スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには、政策保有株式について「保有する側」の説明責任強化が望まれる。
- スチュワードシップ活動の実効性を高めるには、企業との対話を実効的なものとする必要がある。このためには、投資家には企業に対し、よいアドバイスをするだけの知見が求められることとなる。一番の近道は、先進的な海外投資家との意見交換であり、そのような機会を増やすことが重要と考える。
- 発行体と運用会社間のエンゲージメントを含めたスチュワードシップ活動に対する関心は引き続き高い状況にある。このような状況の中、本質的な対話を実施するためには十分な人材、体制、情報、時間が必要となるが、スチュワードシップ活動に関するコスト負担についても議論が進んでいない。また、アセットオーナーのアセットマネージャーに対するモニタリング強化や議決権行使結果の個別開示の公表を求めるスチュワードシップ・コードの改定に伴い、議決権行使及びエンゲージメント活動の報告事務が大幅に増加し、人的資源の最適な配分が課題となっている。また、この点については、主要顧客向けの報告様式の共通化等により効率化が図られることで、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性を高めることに寄与するのではないかと考えているので、御協会においても積極的な対応を期待する。同様に、スチュワードシップ活動状況に関するアンケートについても質問範囲や項目の拡充が大幅にみられる。当社としては、より良い市場環境整備のために、引き続き、可能な限り、これらアンケート等に対して真摯に対応する予定だが、回答したアンケート結果がどのように適切に活用され、より良い市場環境の整備および機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性につながったのかという点について検証結果を提示いただけると望ましいかと考えている。また、必要に応じてアンケートの質問項目や回答様式についても共通化等により効率化が図られることも、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性を高めることに寄与するのではないかと考えている。
- 共同エンゲージメントの実施が容易となるように、株式の共同保有ルール（特に大量保有報告提出の実務への対応）を見直してほしい。

【運用会社側に関する事項】

- 実効性のあるスチュワードシップ活動を行う上では、企業・投資家共に企業価値向上に向けた取り組み課題（アジェンダ）を個別企業の状況を精査した上で検討する必要があるといえる。企業に対するスチュワードシップ活動において、形式主義（チェック・ザ・ボックス）から脱却し実効性を高めていく上では、アクティブ運用の有効性が高く今後重要性が増してくると考える。
- 長期的視点にたった投資哲学・プロセスの確立を介して、なぜその対話・調査活動が必要なのかを、運用会社内において意思統一を図る必要があると思います。またアセットオーナーの投資哲学や意向が運用会社に大きく影響を与えるため、アセットオーナーのより積極的なスチュワードシップ原則採択を希望します。

【顧客（アセットオーナー）側に関する事項】

- ・アセットオーナーによるアセットマネージャーにおけるスチュワードシップ活動の評価は質を重視すべきである。実質的にスチュワードシップ活動を評価するためには複雑な報告様式を求めることは本質を外れた結果にならないか懸念する。企業とアセットマネージャーの双方が量を追い求め、「やったふり」の為の対話が増加するだけになるリスクがあろう。今後のスチュワードシップコードの改訂においても本来のスチュワードシップコード制定の目的に立ち返り実質面を担保する改訂となることを望む。
- ・長期的な株式投資を通じた投資家の企業経営への参画意識と企業側のその理解が深まることで実効性が高まると考える。一方、依然一部のアセットオーナーから投資家に求められる短期的な運用成果から、ショートターミズムに走る投資家が多いことも相互理解を深めるのには障害となっていると考える。
- ・より多くの日本のアセットマネージャーがアジア・コーポレート・ガバナンス協会のエンゲージメントプログラムに参加すればアジア全体としてスチュワードシップ活動が盛り上がるという弊社アジア拠点の意見がある。障害といえば、スチュワードシップ・コード及びガバナンス・コードが、多くの企業の間で、主としてコンプライアンスの実践だと幅広く認知されている点である。例えば独立取締役2名またはROE8%の閾値に合致していれば企業はそれ以上の改善はしない。シニアマネジメントは株主のため、広く社会のため、リスクを取り経済価値を高める資産管理の重要性を認識する必要がある。

【業務効率化、情報開示、政策保有株式等に関する事項】

- ・運用会社、投資先企業、アセットオーナーといった関連するステークホルダー間で、中長期的な企業価値向上という方向性を議論、共有する場があるとより一層スチュワードシップ活動の実効性は高まると思われる。加えて議決権の電子行使のより一層の促進、企業による情報開示媒体の見直し、統合など、スチュワードシップに関連する環境整備も必要と考えられる。
- ・議決権行使を公表する際に、共通で使用できるフォーマットがあれば、事務処理の軽減、それによる企業年金/年金基金のスチュワードシップ受け入れの拡大が期待できる。
- ・企業側の開示義務の強化とスチュワードシップ活動による成果の見える化が有効だと考える。
- ・エンゲージメントの効果を高める観点から、大量保有報告ルールにおいて「保有目的」を開示不要とすることについての検討が望ましい。
- ・安定株主の存在が企業経営に対する規律の緩みを生じさせていることから、政策保有株式の縮減を推進することが、スチュワードシップ活動の実効性を高めるために効果的だと考える。
- ・安定株主の解消を目的とした政策保有株式の縮減が効果的だが、現状では株式保有の合理性を主張する企業が多く、売却が進まない要因となっているため、コーポレートガバナンス・コードのさらなる改定が必要と考える。
- ・株式持合い等による安定株主を排除することができれば、スチュワードシップ活動の実効性は一段と高まることが期待できると考えます。
- ・経済系を除く一般的なメディアでは、コーポレートガバナンス改革やESG課題はまだまだ露出が少ない。(例えば、“アベノミクス”について、その政策を解説する記事などの中に、コーポレ

ートガバナンス改革がある事に触れたものは、首相官邸を除きまず見つからない)。その為、上場企業の経営者や IR 担当者と金融機関関係者を除き、このような動きがあると知っている国民はごく僅かである。コーポレートガバナンス改革や ESG が一般メディアで取り上げられ、国民的支持を得られるようになると、機関投資家、投資先企業双方にとって、スチュワードシップ活動に取り組む意味や実効性がより高まるのではないだろうか。

- コーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードの適用のような制度的な枠組みが整うことは効果的だと思われる。例えば、日本取締役協会によると、2004 年には社外取締役選任人数が 0 人であった東証 1 部企業は 70.1%であったが、2015 年にコーポレートガバナンス・コードが適用された際には 5.4%まで減少し、2019 年 8 月には 0.1%となっている。

以 上