

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7回)の結果について
(2020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	20
「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	34
「実力の具備（原則 7）」について	50
「その他」について	56

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 244 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 11 社の計 255 社

^{*1}: 金商法第 2 条第 8 項第 12 号ロに掲げる行為（投資一任）または同項第 15 号に掲げる行為を業（ファンド運用）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>

2020 年 9 月 24 日～10 月 22 日

<回答社数>

231 社／255 社 （社数ベースでの回答率 91%）

<回答基準日>

注記の無い限り、2020 年 8 月 31 日

<回答社の日本株投資残高^{*2}（2020 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	827,474 億円	99.8%	(60,303 億円)
内 パッシブ運用	546,552 億円	65.9%	(28,006 億円)
内 ESG要素考慮	114,929 億円	13.9%	(10,179 億円)
内 パッシブ運用以外	280,922 億円	33.9%	(32,297 億円)
内 ESG要素考慮	159,894 億円	19.3%	(12,990 億円)
非上場株式	1,561 億円	0.2%	(51 億円)
合計	829,035 億円	100.0%	(60,354 億円)

^{*2}: 金商法第 2 条第 8 項第 12 号ロ（投資一任）または同項第 15 号に掲げる業（ファンド運用）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（2020 年 6 月末）>

	人員数	平均経験年数
運用業務従事者数	2,019 名	—
内 ファンドマネージャー数	1,118 名	15年8ヵ月
内 調査スタッフ(アナリスト)数	605 名	14年4ヵ月
内 議決権行使担当者数	547 名	内 専任 47 名
内 モニタリング担当者数	704 名	内 専任 58 名
内 エンゲージメント担当者数	767 名	内 専任 96 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2020年8月末時点で「策定済」とした社は127社、「策定中」とした社は8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、124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116社（91%）^{*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（127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120社（89%）^{*4}、105社（78%）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96社（71%）、「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50社（37%）、「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30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13社（10%）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33社（66%）、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40社（80%）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等を会員は、73社と前回の64社から増加した<設問2-⑰>。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66社（90%）、次いで「議決権行使状況について」が57社（78%）、「エンゲージメント活動について」が56社（77%）、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36社（49%）であった<設問2-⑱>。

- 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65社（47%）であり、前回調査（59社（44%））から若干増加した<設問2-⑳>。

- 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20社（26%）^{*5}、「全アクティブ商品のみ」とした社は47社（62%）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55社（72%）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 43 社 (61%)、うち回数を集計しているとした社は 39 社 (91%) 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 (27%)、「全アクティブ商品のみ」とした社は 41 社 (58%) 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 38 社 (54%) 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ない理由としては、「コストの制約」とする回答 4 社 (8%) 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 60 社 (85%)、次いで「ガバナンス体制」が 56 社 (79%)、「企業業績及び長期見通し」が 47 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 58 社 (82%)、次いで「経営陣の関与」が 55 社 (77%)、「企業のエンゲージメントに対する意識」が 48 社 (68%) 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 (65%)、うち企業数は「11～50 社」が 19 社 (41%)、「1～10 社」が 17 社 (37%) であった<設問 3-⑰、⑲>。
- ⑪ 協働エンゲージメント活動については、「行ったことがある」とした社が 15 社 (21%) と前回調査 (9 社 (12%)) から増加した。また、「行ったことはないが今後行う予定」は 22 社 (31%) であった<設問 3-⑳>。
- 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 75 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 36 社 (40%) であった。<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 161 社 (会員 1 社あたりの行使対象とした総会社数の平均 389 社に対し 42%)、反対・棄権した議案件数は会員 1 社あたり平均 525 件 (会員 1 社あたりの行使対象とした総議案件数の平均 4,464 件に対し 12%) 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 35 社 (44%) であり、前回調査 (32 社 (34%)) から増加した<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 40 社 (45%) である一方、「全ての顧客に直接報告している」とした社は 11 社 (12%) 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 22 社 (55%)、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 27 社 (68%) 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」が最も多く 22 社 (52%)、次いで「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 14 社 (33%) 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 34 社 (94%) 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 20 社 (22%) であり、前回調査 (12 社 (13%)) から増加した。<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 33 社 (37%)、次いで「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」が 18 社 (20%) 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 16 社 (18%)、「東証の TDnet を活用している」とした社が 25 社 (28%) 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 49 社 (54%) であり、前回調査 (47 社 (50%)) と若干増加した。<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 41 社 (47%) と前回調査 (25 社 (27%)) から増加した。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 31 社 (76%)、次いで「株主提案賛成議案」20 社 (49%) であった<設問 4-㉓>。14 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 30 社 (33%) であった<設問 4-㉔>。

- 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 40 社（44%）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 53 社（59%）と前回調査（50 社（52%））から若干増加した<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（83%）と前回調査（50 社（86%））と同水準であった<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 70 社（78%）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 29 社（31%）と前回調査（28 社（29%））と同水準であった<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 73 社（78%）と前回調査（74 社（76%））と同水準であった<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 55 社（70%）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。なお、一部の会員からは、取締役の独立性とダイバーシティーの強化や、取締役会の適切性の一端を示すスキルマトリックス等の開示を望む声があった<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	(2019年10月調査) ^{*6}	日本株残高 ベース比率	(2019年10月調査) 同左比率
全体	230 社	233 社	100.0% (82.9兆円)	100.0% (73.6兆円)
イ 策定済	127 社 (55.2%)	123 社 (52.8%)	97.7% (81.0兆円)	89.6% (65.9兆円)
ロ 策定中	8 社 (3.5%)	4 社 (1.7%)	0.3% (0.3兆円)	0.2% (0.2兆円)
ハ 受入れ予定なし	95 社 (41.3%)	106 社 (45.5%)	1.9% (1.6兆円)	10.2% (7.5兆円)
a 日本株に投資をしていないため			64 社	
b (外部への運用委託など) 議決権を有しないため			11 社	
c (短期保有や非上場株投資など) 戦略に適さないため			12 社	
d コスト負担が増えるため			3 社	
e その他 ^{*7}			5 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」の選択理由例: 「受入れについて検討中、今後検討予定」、「議決権を保有しない、1年契約のため長期投資を前提にしていない」

<ご参考> 日本版スチュワードシップ・コード (2020年3月24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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
原則 8	機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

2. 上記<設問 2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした 135 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 135 社の状況（2020 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	811,657 億円	99.8%	(53,290 億円)
内 パッシブ運用	546,496 億円	67.2%	(28,006 億円)
内 ESG要素考慮	114,928 億円	14.1%	(10,179 億円)
内 パッシブ運用以外	265,162 億円	32.6%	(25,284 億円)
内 ESG要素考慮	159,883 億円	19.7%	(12,990 億円)
非上場株式	1,236 億円	0.2%	(51 億円)
合計	812,893 億円	100.0%	(53,341 億円)

(1) 2020 年 3 月 24 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	(2019年10月調査)
全体	135 社	127 社
イ 公表項目の更新と更新の公表ともに行った	124 社 (91.9%)	112 社 (88.2%)
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	4 社 (3.0%)	1 社 (0.8%)
ハ 公表項目の更新は行っておらず、更新の予定もない	7 社 (5.2%)	14 社 (11.0%)

「ハ 公表項目の更新は行っておらず、更新の予定もない」の理由例

- ・(そもそも) コードに対する方針を策定中・検討中

(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	(2019年10月調査)
全体	135 社	127 社
イ 投資判断部門	37 社 (27.4%)	38 社 (29.9%)
ロ 運用企画／管理部門	20 社 (14.8%)	23 社 (18.1%)
ハ 企画調査部門	1 社 (0.7%)	0 社 (0.0%)
ニ 議決権行使担当部門	10 社 (7.4%)	7 社 (5.5%)
ホ 法務・コンプライアンス部門	26 社 (19.3%)	26 社 (20.5%)
へ 上記イ～ホから独立したスチュワードシップ担当部門	4 社 (3.0%)	1 社 (0.8%)
ト 会議体(部門横断的な委員会等)	16 社 (11.9%)	17 社 (13.4%)
チ その他	21 社 (15.6%)	15 社 (11.8%)
・ 複数部門の連携	7 社	6 社
・ 上記「イ」～「ト」以外の部門	7 社	2 社
・ 責任投資部、ESG担当部門	4 社	3 社
・ グループ内の担当部門	3 社	4 社

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

	回答数	(2019年10月調査)
全体	135 社	127 社
イ 取締役会	43 社 (31.9%)	38 社 (29.9%)
ロ 経営会議	28 社 (20.7%)	29 社 (22.8%)
ハ ステュワードシップ・コードに関する意思決定機関(委員会等)	17 社 (12.6%)	13 社 (10.2%)
ニ 上記イ～ハ以外の会議体(部門横断的な委員会等)	16 社 (11.9%)	14 社 (11.0%)
ホ 運用部門	16 社 (11.9%)	17 社 (13.4%)
へ 議決権行使担当部門	0 社 (0.0%)	1 社 (0.8%)
ト 法務・コンプライアンス部門	2 社 (1.5%)	1 社 (0.8%)
チ その他	13 社 (9.6%)	14 社 (11.0%)
・ 代表取締役・社長決裁	5 社	6 社
・ グループ会社内の担当部門	4 社	5 社
・ 投資(政策)委員会	4 社	3 社

(4) 日本版ステュワードシップ・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		(2019年10月調査)*9
		内、方針策定済*8	
全体	135 社	127 社	127 社
全ての原則に準拠している	120 社 (88.9%)	116 社 (91.3%)	114 社 (89.8%)
イ 原則1	131 社 (97.0%)	127 社 (100.0%)	124 社 (97.6%)
ロ 原則2	132 社 (97.8%)	127 社 (100.0%)	125 社 (98.4%)
ハ 原則3	131 社 (97.0%)	125 社 (98.4%)	122 社 (96.1%)
ニ 原則4	130 社 (96.3%)	124 社 (97.6%)	121 社 (95.3%)
ホ 原則5	124 社 (91.9%)	118 社 (92.9%)	117 社 (92.1%)
へ 原則6	130 社 (96.3%)	125 社 (98.4%)	122 社 (96.1%)
ト 原則7	130 社 (96.3%)	124 社 (97.6%)	122 社 (96.1%)

*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。日本版ステュワードシップ・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2-②>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	顧客に対する 守秘義務や機 密情報扱い等 のため
原則1	4社						
原則2	3社						
原則3	2社		2社				
原則4	2社		2社	1社			
原則5	2社		4社		2社	1社	2社
原則6	3社		1社			1社	
原則7	2社		2社				1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	(2019年10月調査)
全体	135社	127社
イ 開示済	120社 (88.9%)	121社 (95.3%)
ロ 開示準備中	8社 (5.9%)	3社 (2.4%)
ハ 開示していない	7社 (5.2%)	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	(2019年10月調査)
全体	135社	127社
イ 独立した方針として策定済	91社 (67.4%)	85社 (66.9%)
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	24社 (17.8%)	23社 (18.1%)
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	3社 (2.2%)	4社 (3.1%)
ニ 上記イ、ロ、ハ以外の方法で定めている(社内規程等)	14社 (10.4%)	13社 (10.2%)
ホ 策定中	2社 (1.5%)	2社 (1.6%)
ヘ 策定していない	1社 (0.7%)	0社 (0.0%)

「ヘ 策定していない」の選択理由例

- ・日本の上場株式に投資していないため

(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	(2019年10月調査)
全体	134 社	127 社
イ 開示済	105 社 (78.4%)	104 社 (81.9%)
ロ 開示準備中	5 社 (3.7%)	3 社 (2.4%)
ハ 開示していない	24 社 (17.9%)	20 社 (15.7%)
a 社内規程等のため	21 社	17 社
b その他	3 社	3 社

「b その他」の選択理由例

- ・顧客から要望あれば個別に開示する方針のため

(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	(2019年10月調査)
全体	132 社	125 社
イ 改訂した	18 社 (13.6%)	13 社 (10.4%)
ロ 改訂していない	114 社 (86.4%)	112 社 (89.6%)

「イ 改訂した」の選択理由例

- ・利益相反管理の対象範囲、管理方法等の見直し (9 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) (8 社)
- ・委員会の設置や方針等の規程の制定 (5 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	(2019年10月調査)
全体	131 社	125 社
イ 講じている	120 社 (91.6%)	117 社 (93.6%)
ロ 講じていない	11 社 (8.4%)	8 社 (6.4%)

<具体的な施策内容> (複数回答可)	回答数	(2019年10月調査)
全体	120 社	117 社
a 第三者委員会を設定し定期的に管理している	23 社 (19.2%)	30 社 (25.6%)
b 独立役員が確認している	10 社 (8.3%)	9 社 (7.7%)
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	24 社 (20.0%)	20 社 (17.1%)
d 社内で利益相反管理を行う部署で管理する仕組みを導入している	71 社 (59.2%)	57 社 (48.7%)
e その他で講じている	48 社 (40.0%)	47 社 (40.2%)
・ 利益相反管理方針等に関する社内規程の遵守	11 社	7 社
・ 取引時のチェック体制の整備	11 社	5 社
・ 研修・社内周知	10 社	11 社
・ 取引類型の分類ごと等の審査・検証	9 社	7 社
・ 利益相反のおそれのある部門間の情報遮断措置	4 社	—
・ 助言機関等第三者の活用	3 社	6 社
・ その他	3 社	3 社
・ 議決権行使に関するガイドライン等の遵守	2 社	7 社
・ 自己の計算による取引等に関する規程の遵守	2 社	4 社

<「イ 講じている」のうち、上記 d「社内で利益相反管理を行う部署で管理する仕組みを導入している」の主な具体例>

- ・ 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、経営会議に報告する。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する。
- ・ 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、当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る。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、当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る。
- ・ 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】

- ・従来から、利益相反に関する方針は、当社の”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場合、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いが、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

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。
- ・当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】

- ・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利益相反管理部門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
- ・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、又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) 対象取引又は当該顧客との取引の条件又は方法を変更する方法
 - (3) 対象取引又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、当社又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。
- ・当社は独立系であり、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。当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、当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) 日本版スチュワードシップ・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	(2019年10月調査)
全体	135 社	126 社
イ 既にレビュー済	46 社 (34.1%)	41 社 (32.5%)
ロ 現在レビュー中/レビューに向けて調整中	9 社 (6.7%)	8 社 (6.3%)
ハ レビューを受ける予定なし	80 社 (59.3%)	77 社 (61.1%)

(11) 顧客に対し、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説明していますか（複数回答可）。<設問 2-⑫>

	回答数	(2019年10月調査)
全体	135 社	126 社
イ 全ての顧客に直接説明している	13 社 (9.6%)	9 社 (7.1%)
ロ 要請のあった顧客のみ直接説明している	50 社 (37.0%)	52 社 (41.3%)
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	30 社 (22.2%)	28 社 (22.2%)
ニ 投資/運用方針の中で説明している	11 社 (8.1%)	8 社 (6.3%)
ホ ウェブサイト等で開示している	96 社 (71.1%)	92 社 (73.0%)
へ 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 (3.0%)	4 社 (3.2%)
チ その他	7 社 (5.2%)	8 社 (6.3%)
・ 該当顧客なし	4 社	4 社
・ 上記以外の方法等で説明(開示)している	2 社	4 社
・ 方針策定中	1 社	0 社

(12) (上記<設問 2-⑫>でロを選択した場合のみ回答) 貴社の日本版スチュワードシップ・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	(2019年10月調査)
全体	50 社	52 社
イ 80%以上	2 社 (4.0%)	4 社 (7.7%)
ロ 60%以上80%未満	1 社 (2.0%)	1 社 (1.9%)
ハ 40%以上60%未満	8 社 (16.0%)	6 社 (11.5%)
ニ 20%以上40%未満	6 社 (12.0%)	10 社 (19.2%)
ホ 20%未満	33 社 (66.0%)	31 社 (59.6%)

<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	(2019年10月調査)
全体	50 社	52 社
イ コストの制約	7 社 (14.0%)	9 社 (17.3%)
ロ アセットオーナーの関心が低い	10 社 (20.0%)	8 社 (15.4%)
ハ ウェブサイト等で開示済み	40 社 (80.0%)	38 社 (73.1%)
ニ その他	8 社 (16.0%)	10 社 (19.2%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	4 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	1 社
・ アセットオーナー毎に取り組み方に相違があるため	0 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>

- ・ ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブに参加した。これは前身をスチュワードシップ責任推進委員会とするもので、「スマートフォーマット^(注)」という各社のスチュワードシップ活動の比較対象性を高め、省力化をもたらすツールの普及を行っている。このことを通じて、顧客に当社の方針をより分かりやすく伝える機会を増やしている。
- ・ 日本版スチュワードシップ・コードに限定せず、ESG 投資への取り組みについて説明する機会や顧客セミナーを開催し、ESG 専担アナリストや議決権行使担当者が、持続可能な投資、運用プロセスにおける ESG インテグレーションと議決権行使のエンゲージメントについて説明と、意見交換を実施している。また、ウェブサイトにスチュワードシップに関する自己評価を含めた活動報告を公開している。
- ・ エンゲージメントを行う際のグローバルな重点課題を説明した。
- ・ スチュワードシップ活動の自己評価の実施、および、その開示に加え、エンゲージメント活動の

(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://www.icj.co.jp/jsi/smart/>)

具体事例についても開示を行った。

(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	(2019年10月調査)
全体	135 社	127 社
イ ある	51 社 (37.8%)	51 社 (40.2%)
ロ なし	84 社 (62.2%)	76 社 (59.8%)

(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	(2019年10月調査)
全体	51 社	51 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	47 社 (92.2%)	43 社 (84.3%)
ロ 利益相反の管理状況について	27 社 (52.9%)	29 社 (56.9%)
ハ モニタリング状況について	25 社 (49.0%)	21 社 (41.2%)
ニ エンゲージメント活動について	42 社 (82.4%)	38 社 (74.5%)
ホ 議決権行使状況について	41 社 (80.4%)	36 社 (70.6%)
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	34 社 (66.7%)	27 社 (52.9%)
ト その他	9 社 (17.6%)	12 社 (23.5%)
・ ESG関連	4 社	4 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	2 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利用状況・課題	2 社	1 社
・ PRI等責任投資関連	1 社	1 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
・ 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事例	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	1 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	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	0 社	1 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	(2019年10月調査)
全体	135 社	127 社
イ ある	73 社 (54.1%)	64 社 (50.4%)
ロ なし	62 社 (45.9%)	63 社 (49.6%)

(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	(2019年10月調査)
全体	73 社	64 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	66 社 (90.4%)	56 社 (87.5%)
ロ 利益相反の管理状況について	48 社 (65.8%)	44 社 (68.8%)
ハ モニタリング状況について	42 社 (57.5%)	39 社 (60.9%)
ニ エンゲージメント活動について	56 社 (76.7%)	48 社 (75.0%)
ホ 議決権行使状況について	57 社 (78.1%)	51 社 (79.7%)
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	50 社 (68.5%)	43 社 (67.2%)
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	20 社 (27.4%)	17 社 (26.6%)
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	36 社 (49.3%)	31 社 (48.4%)
リ その他	8 社 (11.0%)	9 社 (14.1%)
・ ESG関連	4 社	4 社
・ スマートフォーマットへの対応可否	3 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うえでの課題・検討事項	1 社	2 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
・ PRIへの取り組みについて	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	(2019年10月調査)
全体	139 社	134 社
イ 選定項目としている	10 社 (7.2%)	13 社 (9.7%)
ロ 選定項目ではないが、選定の際考慮している	41 社 (29.5%)	37 社 (27.6%)
ハ 委託先が無い	84 社 (60.4%)	76 社 (56.7%)
ニ 考慮していない	4 社 (2.9%)	8 社 (6.0%)

(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	(2019年10月調査)
全体	139 社	134 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	44 社 (31.7%)	42 社 (31.3%)
ロ 口頭で伝達されている	7 社 (5.0%)	5 社 (3.7%)
ニ 特になにも受けていない	88 社 (63.3%)	87 社 (64.9%)

(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 2-㉑>

	回答数	(2019年10月調査)
全体	139 社	134 社
イ 受けている	65 社 (46.8%)	59 社 (44.0%)
ロ 受けていない	70 社 (50.4%)	71 社 (53.0%)
ハ 今後行われる予定である	4 社 (2.9%)	4 社 (3.0%)

「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 135 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 31 社の計 166 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 115 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 115 社の状況（平成 2020 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	808,472 億円	99.8%	(46,986 億円)
パッシブ運用	541,794 億円	66.9%	(23,283 億円)
内 ESG要素考慮	114,928 億円	14.2%	(10,179 億円)
パッシブ運用以外	266,678 億円	32.9%	(23,703 億円)
内 ESG要素考慮	158,365 億円	19.6%	(11,460 億円)
非上場株式	1,275 億円	0.2%	(40 億円)
合計	809,747 億円	100.0%	(47,025 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	(2019年10月調査) 内、日本株投資残高有
全体	115 社	76 社	80 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	89 社 (77.4%)	71 社 (93.4%)	74 社 (92.5%)
ロ リサーチアナリスト	64 社 (55.7%)	52 社 (68.4%)	54 社 (67.5%)
ハ 議決権行使担当者	32 社 (27.8%)	26 社 (34.2%)	25 社 (31.3%)
ニ モニタリング担当者(専任)	8 社 (7.0%)	8 社 (10.5%)	4 社 (5.0%)
ホ エンゲージメント担当者(兼モニタリン グ担当)	37 社 (32.2%)	27 社 (35.5%)	24 社 (30.0%)
へ 外部(委託先・投資ファンド先の運用 業者・助言会社)	17 社 (14.8%)	3 社 (3.9%)	2 社 (2.5%)
ト その他	5 社 (4.3%)	1 社 (1.3%)	4 社 (5.0%)
・ 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	0 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		(2019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	114 社	76 社	80 社
イ パッシブ運用商品を含む全商品	23 社 (20.2%)	20 社 (26.3%)	22 社 (27.5%)
ロ 全アクティブ商品のみ	62 社 (54.4%)	47 社 (61.8%)	44 社 (55.0%)
ハ アクティブ商品の一部のみ	10 社 (8.8%)	6 社 (7.9%)	10 社 (12.5%)
ニ 外部委託・投資ファンド等	10 社 (8.8%)	1 社 (1.3%)	1 社 (1.3%)
ホ その他	13 社 (11.4%)	5 社 (6.6%)	5 社 (6.3%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	7 社	4 社	4 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	1 社	1 社	0 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		(2019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	114 社	76 社	80 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	69 社 (60.5%)	55 社 (72.4%)	57 社 (71.3%)
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%)	7 社 (9.2%)	8 社 (10.0%)
ハ 個別にモニタリングが必要と判断した銘柄のみ	24 社 (21.1%)	16 社 (21.1%)	18 社 (22.5%)
ニ 投資候補銘柄	39 社 (34.2%)	33 社 (43.4%)	35 社 (43.8%)
ホ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任	12 社 (10.5%)	1 社 (1.3%)	1 社 (1.3%)
へ その他	7 社 (6.1%)	1 社 (1.3%)	0 社 (0.0%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	3 社	1 社	0 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	1 社	0 社	0 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 109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	6社	3社	15社	2社	9社
	イ+ハ						1社	1社
	イ+ニ	1社	2社	3社	9社	6社	1社	22社
	イ+ホ					1社	1社	2社
	イ+ヘ							0社
	イ+ロ+ニ			1社			1社	2社
	イ+ハ+ニ				1社	1社		2社
	イ+ニ+ホ					1社		1社
	イ+ハ+ニ+ヘ							0社
	ロ			1社		1社		2社
	ロ+ハ				1社		1社	2社
	ロ+ニ					1社		1社
	ロ+ハ+ニ		1社		1社			2社
	ハ	5社	4社	2社	1社	1社		13社
	ハ+ニ	1社		1社	1社			3社
	ニ		1社	1社	4社			6社
	ホ	2社	1社	2社			1社	6社
	ホ+ヘ							0社
	ヘ	3社		2社				5社
		16社	15社	16社	33社	14社	15社	109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 135 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 31 社の計 166 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 106 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 106 社の状況（2020 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	793,815 億円	99.8%	(32,124 億円)
パッシブ運用	528,663 億円	66.5%	(10,119 億円)
内 ESG要素考慮	114,868 億円	14.4%	(10,119 億円)
パッシブ運用以外	265,152 億円	33.4%	(22,004 億円)
内 ESG要素考慮	155,526 億円	19.6%	(9,892 億円)
非上場株式	1,214 億円	0.2%	(11 億円)
合計	795,029 億円	100.0%	(32,135 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	(2019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	106 社	71 社	74 社
イ 定めている	61 社 (57.5%)	43 社 (60.6%)	41 社 (55.4%)
ロ 定めていない	45 社 (42.5%)	28 社 (39.4%)	33 社 (44.6%)

- (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	(2019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	61 社	43 社	41 社
イ 集計している	50 社 (82.0%)	39 社 (90.7%)	38 社 (92.7%)
ロ 集計していない	11 社 (18.0%)	4 社 (9.3%)	3 社 (7.3%)

「イ 集計している」の主な具体例

- ・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、対話相手の氏名・役職、エンゲージメント・テーマ、当社からの意見、企業側の反応等を専用データファイルに記録・保存し、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 One on One を中心とした IR・SR ミーティング、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。
- 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		(2019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	106 社	71 社	74 社
イ 経営層(運用責任者を含む)	36 社 (34.0%)	29 社 (40.8%)	27 社 (36.5%)
ロ ポートフォリオマネージャー/ファンドマネージャー	80 社 (75.5%)	63 社 (88.7%)	64 社 (86.5%)
ハ リサーチアナリスト	62 社 (58.5%)	49 社 (69.0%)	50 社 (67.6%)
ニ 議決権行使担当者	36 社 (34.0%)	31 社 (43.7%)	29 社 (39.2%)
ホ エンゲージメント担当者(専任)	14 社 (13.2%)	11 社 (15.5%)	10 社 (13.5%)
ヘ エンゲージメント担当者(兼モニタリング担当)	34 社 (32.1%)	28 社 (39.4%)	24 社 (32.4%)
ト 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者)	13 社 (12.3%)	3 社 (4.2%)	1 社 (1.4%)
チ その他	8 社 (7.5%)	3 社 (4.2%)	7 社 (9.5%)
・ 複数部門の連携	1 社	1 社	2 社
・ グループ内の担当部門	1 社	0 社	0 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		(2019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	105 社	71 社	74 社
イ パッシブ運用商品を含む全商品	23 社 (21.9%)	19 社 (26.8%)	19 社 (25.7%)
ロ 全アクティブ商品のみ	55 社 (52.4%)	41 社 (57.7%)	41 社 (55.4%)
ハ アクティブ商品の一部のみ	9 社 (8.6%)	6 社 (8.5%)	9 社 (12.2%)
ニ エンゲージメントを運用方針に掲げている商品のみ	1 社 (1.0%)	1 社 (1.4%)	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 (1.4%)
ヘ その他	13 社 (12.4%)	5 社 (7.0%)	6 社 (8.1%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	4 社	2 社	4 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	1 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		(2019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	52 社	55 社
イ コストの制約	5 社 (6.0%)	4 社 (7.7%)	5 社 (9.1%)
ロ パッシブ運用を行っていない	69 社 (83.1%)	46 社 (88.5%)	49 社 (89.1%)
ハ その他	11 社 (13.3%)	4 社 (7.7%)	3 社 (5.5%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	1 社	1 社	0 社
・ 外部委託先にて実施しているため	1 社	0 社	0 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		(2019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	105 社	71 社	74 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	49 社 (46.7%)	38 社 (53.5%)	36 社 (48.6%)
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	6 社 (5.7%)	5 社 (7.0%)	7 社 (9.5%)
ハ 個別にエンゲージメントが必要と判断した銘柄のみ	43 社 (41.0%)	34 社 (47.9%)	36 社 (48.6%)
ニ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任	9 社 (8.6%)	1 社 (1.4%)	1 社 (1.4%)
ホ その他	20 社 (19.0%)	11 社 (15.5%)	13 社 (17.6%)
・ 投資候補銘柄、カバレッジ銘柄	11 社	7 社	10 社
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	3 社	2 社	2 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	1 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 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	6 社	5 社	8 社	13 社	4 社	2 社
イ+ロ			1 社				1 社
イ+ハ		2 社		1 社	1 社		4 社
イ+ニ							0 社
イ+ホ				3 社	1 社		4 社
イ+ハ+ニ				1 社			1 社
イ+ハ+ホ					1 社		1 社
ロ					1 社		1 社
ロ+ハ		1 社		2 社		1 社	4 社
ロ+ニ							0 社
ハ	16 社	1 社	4 社	7 社		1 社	29 社
ハ+ニ	1 社						1 社
ハ+ホ		1 社	1 社				2 社
ニ	4 社		2 社				6 社
ニ+ホ	1 社						1 社
ホ	6 社		1 社	3 社	1 社		11 社
	34 社	10 社	17 社	30 社	9 社	4 社	104 社

【パッシブ アンケート回答 全 105 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	31 社		1 社			6 社
イ+ロ			1 社				1 社
イ+ハ	3 社		1 社				4 社
イ+ニ							0 社
イ+ホ	3 社			1 社			4 社
イ+ハ+ニ	1 社						1 社
イ+ハ+ホ	1 社						1 社
ロ				1 社			1 社
ロ+ハ	2 社			2 社			4 社
ロ+ニ							0 社
ハ	25 社	2 社	1 社	1 社			29 社
ハ+ニ	1 社						1 社
ハ+ホ	1 社	1 社			1 社		3 社
ニ	6 社						6 社
ニ+ホ	1 社						1 社
ホ	9 社			2 社			11 社
	84 社	3 社	4 社	7 社	1 社	6 社	105 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		(2019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	43 社	34 社	36 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	14 社 (32.6%)	13 社 (38.2%)	12 社 (33.3%)
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 (41.9%)	12 社 (35.3%)	14 社 (38.9%)
ハ 個別テーマによる絞り込み・選別	1 社 (2.3%)	1 社 (2.9%)	1 社 (2.8%)
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%)	0 社 (0.0%)
ホ その他	10 社 (23.3%)	8 社 (23.5%)	9 社 (25.0%)

「ホ その他」の回答例

- ・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。
- ・投資先企業から開示された情報が不十分である場合、あるいは開示情報に疑問がある場合。
- ・長期的な企業価値に影響を及ぼすと考えられる事象が発生したかどうかや、株式保有率等を総合的に勘案。
- ・ESG 関連項目に関する充足度合いを協議し、達成が不十分でありかつ会社側からの説明も不十分な場合。

(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		(2019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	106 社	71 社	74 社
イ 変更した	20 社 (18.9%)	16 社 (22.5%)	6 社 (8.1%)
ロ 変更しない	78 社 (73.6%)	52 社 (73.2%)	61 社 (82.4%)
ハ エンゲージメントに関する方針を持っていない	8 社 (7.5%)	3 社 (4.2%)	7 社 (9.5%)

「イ 変更した」内容の具体例

- ・投資先企業との建設的な対話において重視するサステナビリティの観点をより明確に記載した。
- ・エンゲージメントの重点テーマに「人権」(サブテーマ: コロナ禍における雇用の対応状況の開示)を追加した。
- ・債券運用における発行体との対話に関する記述を追加した。

(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		(2019年10月調査)
			内、日本株投資残高有
全体	105 社	71 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)	69 社 (65.7%)	49 社 (69.0%)	49 社 (66.2%)
ロ 取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	2 社 (1.9%)	1 社 (1.4%)	2 社 (2.7%)
ハ 取締役・取締役会の資質	16 社 (15.2%)	8 社 (11.3%)	10 社 (13.5%)
ニ 取締役報酬の水準・報酬の決め方	8 社 (7.6%)	5 社 (7.0%)	4 社 (5.4%)
ホ 社外取締役の有無及び役割	8 社 (7.6%)	2 社 (2.8%)	4 社 (5.4%)
へ 監査役・監査役会の有無及び役割	1 社 (1.0%)	0 社 (0.0%)	2 社 (2.7%)
ト 企業戦略(除く株主還元策)	61 社 (58.1%)	46 社 (64.8%)	51 社 (68.9%)
チ 企業文化(カルチャー)	8 社 (7.6%)	6 社 (8.5%)	5 社 (6.8%)
リ 企業業績及び長期見通し	32 社 (30.5%)	28 社 (39.4%)	31 社 (41.9%)
ヌ 企業活動全般	13 社 (12.4%)	6 社 (8.5%)	7 社 (9.5%)
ル 社会・環境問題	28 社 (26.7%)	21 社 (29.6%)	16 社 (21.6%)
ヲ リスク要因(社会・環境問題に関連するリスクを除く)	12 社 (11.4%)	8 社 (11.3%)	7 社 (9.5%)
ワ 経営者の後継問題	2 社 (1.9%)	2 社 (2.8%)	2 社 (2.7%)
カ 企業買収(M&A)	1 社 (1.0%)	0 社 (0.0%)	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	22 社 (21.0%)	14 社 (19.7%)	17 社 (23.0%)
レ 社外取締役または社外監査役の独立性	3 社 (2.9%)	2 社 (2.8%)	1 社 (1.4%)
ソ 企業価値向上に向けた取締役会の評価	4 社 (3.8%)	2 社 (2.8%)	1 社 (1.4%)
ツ 情報開示	10 社 (9.5%)	7 社 (9.9%)	7 社 (9.5%)
ネ その他	13 社 (12.4%)	6 社 (8.5%)	5 社 (6.8%)
・ 資本政策	2 社	2 社	2 社
・ 個別状況により異なる	2 社	1 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	0 社

「ネ その他」の「個別状況により異なる」の回答例

- ・ 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		(2019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	105 社	71 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)	74 社 (70.5%)	56 社 (78.9%)	55 社 (74.3%)
ロ 取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	23 社 (21.9%)	17 社 (23.9%)	17 社 (23.0%)
ハ 取締役・取締役会の資質	39 社 (37.1%)	30 社 (42.3%)	29 社 (39.2%)
ニ 取締役報酬の水準・報酬の決め方	32 社 (30.5%)	25 社 (35.2%)	19 社 (25.7%)
ホ 社外取締役の有無及び役割	39 社 (37.1%)	31 社 (43.7%)	31 社 (41.9%)
へ 監査役・監査役会の有無及び役割	19 社 (18.1%)	12 社 (16.9%)	11 社 (14.9%)
ト 企業戦略(除く株主還元策)	79 社 (75.2%)	60 社 (84.5%)	62 社 (83.8%)
チ 企業文化(カルチャー)	33 社 (31.4%)	29 社 (40.8%)	28 社 (37.8%)
リ 企業業績及び長期見通し	58 社 (55.2%)	47 社 (66.2%)	49 社 (66.2%)
ヌ 企業活動全般	36 社 (34.3%)	25 社 (35.2%)	26 社 (35.1%)
ル 社会・環境問題	49 社 (46.7%)	40 社 (56.3%)	34 社 (45.9%)
ヲ リスク要因(社会・環境問題に関連するリスクを除く)	46 社 (43.8%)	36 社 (50.7%)	33 社 (44.6%)
ワ 経営者の後継問題	28 社 (26.7%)	23 社 (32.4%)	23 社 (31.1%)
カ 企業買収(M&A)	35 社 (33.3%)	27 社 (38.0%)	26 社 (35.1%)
ヨ 監査の状況	12 社 (11.4%)	8 社 (11.3%)	8 社 (10.8%)
タ 株主還元策	58 社 (55.2%)	45 社 (63.4%)	43 社 (58.1%)
レ 社外取締役または社外監査役の独立性	32 社 (30.5%)	26 社 (36.6%)	25 社 (33.8%)
ソ 企業価値向上に向けた取締役会の評価	29 社 (27.6%)	21 社 (29.6%)	19 社 (25.7%)
ツ 情報開示	41 社 (39.0%)	33 社 (46.5%)	27 社 (36.5%)
ネ その他	20 社 (19.0%)	9 社 (12.7%)	12 社 (16.2%)
・ 持続可能な開発目標(SDGs)やESG課題への取り組み	5 社	5 社	2 社
・ 資本政策	3 社	1 社	3 社
・ 企業不祥事など対応状況	2 社	2 社	2 社
・ ダイバーシティや労働者権利	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		(2019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	71 社	74 社
イ 受けたことがある	61 社 (58.7%)	46 社 (64.8%)	46 社 (62.2%)
ロ 受けたことがない	43 社 (41.3%)	25 社 (35.2%)	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		(2019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	61 社	46 社	46 社
イ 100社超	8 社 (13.1%)	7 社 (15.2%)	5 社 (10.9%)
ロ 51~100社	7 社 (11.5%)	3 社 (6.5%)	1 社 (2.2%)
ハ 11~50社	23 社 (37.7%)	19 社 (41.3%)	19 社 (41.3%)
ニ 1~10社	23 社 (37.7%)	17 社 (37.0%)	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		(2019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	105 社	71 社	74 社
イ 企業のエンゲージメントに対する意識	62 社 (59.0%)	48 社 (67.6%)	53 社 (71.6%)
ロ 経営陣の関与	71 社 (67.6%)	55 社 (77.5%)	55 社 (74.3%)
ハ IR担当者の質	25 社 (23.8%)	20 社 (28.2%)	22 社 (29.7%)
ニ 開示情報の質	75 社 (71.4%)	58 社 (81.7%)	56 社 (75.7%)
ホ 開示情報の量・範囲	59 社 (56.2%)	44 社 (62.0%)	42 社 (56.8%)
へ 情報開示の方法	31 社 (29.5%)	24 社 (33.8%)	23 社 (31.1%)
ト 情報開示のタイミング	27 社 (25.7%)	20 社 (28.2%)	20 社 (27.0%)
チ 取締役会の機能発揮	37 社 (35.2%)	28 社 (39.4%)	24 社 (32.4%)
リ その他	16 社 (15.2%)	6 社 (8.5%)	4 社 (5.4%)

「リ その他」の回答例

- 一部の企業は ESG の取り組みをまだ CSR 活動の一環として実行している。CSR 活動も重要であるものの、それは長期投資家の目線と必ずしもいつも一致するものではない。企業側には ESG の取り組みを事業戦略の一部として考え、リスク管理の枠組みやビジネス機会の創出にかなげれば、より付加価値の高いエンゲージメント活動が行えると考えている。
- 企業側において、ESG を踏まえた、中長期的なビジョンを持つことが望ましく、それが社に浸透していることを投資家として理解する上では、経営陣および取締役のメッセージが重要だと考えている。したがって、今後 CEO および会長、社外取締役等との対話の機会が増えることを期待している。

(15) 指針4-1注15に関連し、直近1年間で、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明しましたか。下記からお選び下さい。なお、下記「ロ-c」を選択された方は説明することが望ましいと考えた具体的な事例をご記入下さい。<設問3-⑱>

	回答数		(2019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	105社	71社	—
イ 説明を行わなかった	57社 (54.3%)	36社 (50.7%)	—
ロ 説明を行った	48社 (45.7%)	35社 (49.3%)	—
a 全て説明を行うこととした	4社	0社	—
b 投資先企業から要請があった場合に行った	31社	26社	—
c 説明することが望ましいと考えた場合に行った	14社	10社	—

「c 説明することが望ましいと考えた場合に行った」事例

- ・当社として引き続き経営陣の経営判断や事業戦略等について賛意を示しており、今後も建設的な対話を続けていきたいという意思表示をする際など
- ・株式保有比率が一定程度以上に高い企業
- ・大量保有報告書を提出することになった場合
- ・筆頭株主である場合

(16) 指針4-5に記載されている協働エンゲージメント活動を行っていますか。<設問3-⑳>

	回答数		(2019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	105社	71社	74社
イ 行ったことがある	25社 (23.8%)	15社 (21.1%)	12社 (16.2%)
ロ 行ったことはないが今後行う予定	27社 (25.7%)	22社 (31.0%)	21社 (28.4%)
ハ 今後も行わない予定	53社 (50.5%)	34社 (47.9%)	41社 (55.4%)
a 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	11社	9社	9社
b 独自で対応しており必要性がない	13社	6社	8社
c コスト等負担が大きく効果について疑問がある	3社	3社	2社
d プラットフォームの整備後検討する	1社	1社	2社
e 具体的な案件がない	5社	4社	3社
f その他	20社	11社	17社

「f その他」の回答例

- ・当社独自の調査手法によるエンゲージメントに価値を見出しており、協働エンゲージメントの効果は認識しつつも、価値観の共有などコストもかかることが想定されるため行っていない。
- ・当社の場合は企業との対話の機会が豊富にあるため、現時点では必要性は限られる。
- ・現時点では、当社として協働エンゲージメントが有効であると考える事例を認識していない。しかし、多くの機関投資家に共通するアジェンダについて、協働エンゲージメントのアプロ

一社が投資先企業と互いに効率的である場合、柔軟に対応する方針。

(17) (上記<設問 3-⑩>でイ、ロの場合のみ回答) 協働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 3-⑪>

	回答数		(2019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	36 社	33 社
イ 「共同保有者」への該当性判断が不明確	27 社 (51.9%)	24 社 (66.7%)	21 社 (63.6%)
ロ 「重要提案行為」への該当性判断が不明確	31 社 (59.6%)	25 社 (69.4%)	20 社 (60.6%)
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	23 社 (44.2%)	17 社 (47.2%)	13 社 (39.4%)
ニ その他	10 社 (19.2%)	5 社 (13.9%)	9 社 (27.3%)
ホ 特に問題ない	3 社 (5.8%)	1 社 (2.8%)	—

「ニ その他」の回答例

- ・個別の企業に対して実施したことはないが、市場のルールや企業行動・開示の慣行の改善に向けて、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク (ICGN) や国連責任投資原則 (PRI) といった国際的な機関投資家団体の活動などに積極的に参画し、他の投資家と協業している。個別の企業への協働エンゲージメントは、アクティブ運用者として、コストをかけたリサーチの内容の共有化が求められるため、受託者責任の観点から難しい、と考えている。
- ・「共同保有者」・「重要提案行為」についての該当性判断は業界として以前よりも整理されてきているが、アクティブ投資では、エンゲージメントを行う課題と問題意識の強弱が機関投資家間でも異なり、現実的に協働を考えるケースは当社に関しては少ない。
- ・投資先企業を一般には開示していないファンドなど、最終顧客に対して守秘義務を負っている場合があるため、原則として単独でエンゲージメント活動を行い、有益かつ許容されると判断される場合には他の機関投資家等との協働した対話を行う。

「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135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31社の計166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166社の状況（2020年6月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	827,461 億円	99.8%	(60,303 億円)
パッシブ運用	546,552 億円	65.9%	(28,006 億円)
内 ESG要素考慮	114,929 億円	13.9%	(10,179 億円)
パッシブ運用以外	280,908 億円	33.9%	(32,297 億円)
内 ESG要素考慮	159,894 億円	19.3%	(12,990 億円)
非上場株式	1,530 億円	0.2%	(51 億円)
合計	828,991 億円	100.0%	(60,354 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		(2019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	166 社	93 社	96 社
イ 整備している	122 社 (73.5%)	75 社 (80.6%)	76 社 (79.2%)
ロ 整備していない	44 社 (26.5%)	18 社 (19.4%)	20 社 (20.8%)

- (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		(2019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	122 社	75 社	76 社
イ なっている	122 社 (100.0%)	75 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		(2019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	122 社	75 社	76 社
イ 従来の体制を継続	102 社 (83.6%)	56 社 (74.7%)	65 社 (85.5%)
ロ 一部再整備した	10 社 (8.2%)	10 社 (13.3%)	4 社 (5.3%)
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%)	7 社 (9.3%)	6 社 (7.9%)
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	2 社 (1.6%)	2 社 (2.7%)	1 社 (1.3%)

「ロ 一部再整備した」具体例

- ・新型コロナウイルス感染拡大の影響により、議決権行使助言会社が所謂「ROE 基準」の適用を停止し、また、議決権行使の判断の際に必要な一部財務データの提供が行われないという事象が発生した。このことから、議決権行使助言会社の利用における外部的な不測の事態により、議決権行使助言会社の提供するリソースやサービスが大幅に変化するという事象において、当社自身で対応する耐性を備えるという課題を認識した。当社では該当企業に対する行使を行うため、当社方針が適切に運用されることが妨げられる外部的な要因が発生した場合、当社マネジメントの承認を受け、追加的・補助的な計画のもと直接議決権行使を実行するプロセスを導入した。

(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		(2019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	91 社	95 社
イ 改訂した	45 社 (27.4%)	36 社 (39.6%)	32 社 (33.7%)
ロ 改訂していない	119 社 (72.6%)	55 社 (60.4%)	63 社 (66.3%)

「イ 改訂した」具体例

【新型コロナウイルス感染拡大対応】

- ・新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、一時的な措置として、継続会を選択した企業について棄権票を投じる、ROE 基準を停止する（6 月株主総会実施企業）との対応を実施。
- ・決算手続き未了時の利益処分案にかかる賛否基準の明確化

【取締役会に関する改訂】

- ・取締役会の実効性の観点から、独立性や多様性の確保、候補者のスキルの適切な構成とバランスが重要であるとする。「業種・規模・事業特性・機関設計・会社を取り巻く環境等を総合的に勘案した上で、3分の1以上の独立社外取締役を選任することが望ましい場合には、対話などを

通じて取り組みを促す。」との一文を追加し、企業の置かれた状況を勘案しつつ、取締役会の構成に関して、適切な取り組みを促していく。

- ・女性取締役を選任しない企業の指名委員会、もしくは経営トップに反対することとした。また、社外監査役、もしくは監査委員である社外取締役について、特定投資先の出身者である場合に反対することとした。
- ・指名委員会設置会社、監査等委員設置会社、支配株主を有する会社において、求める社外取締役の数を 1/3 以上とした。取締役・監査役の選任において求めていた年齢基準を撤廃した。
- ・取締役会において独立社外取締役の割合 1/3 以上を求める対象を全上場企業に拡大。(従来は、委員会設置会社のみが対象)。併せて、親会社や支配株主のある企業について、取締役会もしくは指名委員会(任意設置を含む)における独立社外取締役等の比率に係る基準を引上げ。
- ・「親会社」「支配株主」「大株主」が存在する企業において、社外取締役が取締役会の過半数存在していない場合、利益相反防止および少数株主、一般株主の権利保護の観点から、代表取締役の再任に対し、原則として反対する。
- ・社外役員の選任においては、出席率を把握できる明確な情報が開示されていない再任候補者に反対することとした。
- ・重大な不祥事が発生した企業について、責任の明確化を一層求める観点から、代表取締役および監査役等の再任に原則として反対する。

【「役員報酬議案(業績連動報酬等)」に関する改訂】

- ・取締役報酬・賞与の判断において、これまでの当期経常損益・純損益に加えて、資本収益性も考慮することを追記した。業績連動のある報酬・賞与について、支給対象に独立性・中立性が求められる社外取締役や監査等委員である取締役が対象に含まれる場合は、これに反対することを追記した。
- ・役員報酬関連議案について、「退職慰労金の支給(打ち切り支給を除く)」は原則反対する。

【「買収防衛策」に関する改訂】

- ・企業の経営陣による恣意的な発動の余地がないと判断できる場合等には賛成していたが、買収防衛策の導入・継続については原則として反対することとした。
- ・買収防衛策導入企業における発行可能株式総数の増加に反対することを明記した。また、企業再編・資本政策を判断する要因として少数株主との利益相反の可能性や少数株主の利益保護の取組みの重要性が高まってきているため、基準にその旨を明記した。

【「ESG 関連」に関する改訂】

- ・企業の ESG 取組を促すため、継続的な対話にもかかわらず ESG 課題への取組進捗が見られない企業については代表取締役の再任に反対する。

【「政策保有株式関連」に関する事項】

- ・会社が政策保有目的で保有すると判断する投資先組織において、勤務経験がある社外取締役や社外監査役は、独立していないと判断する。

【利益相反管理】

- ・議決権行使のさらなる透明性向上を企図し、利益相反管理対象につき、大口取引先等に拡充するとともに、議決権行使判断に際しては、議決権行使助言会社の助言を参考に責任投資委員会の決議を採る旨を追記するもの。

(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		(2019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 社	71 社	70 社
a 反対・棄権した会社数	165 社	161 社	192 社
b 行使対象とした総会社数	434 社	389 社	408 社
c 反対・棄権した会社数比率(a÷b)	38.0%	41.5%	47.1%

<議案件数>	回答数		(2019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	101 件	73 件	72 件
d 反対・棄権した議案件数	503 件	525 件	568 件
e 行使対象とした総議案件数	4,527 件	4,464 件	5,050 件
f 反対・棄権した議案比率(d÷e)	11.1%	11.8%	11.2%

(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 100 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	300,012	37,459	281	1	337,753	11.2%
	監査役の選解任	46,106	7,010	145	0	53,261	13.4%
	会計監査人の選解任	1,081	3	10	0	1,094	1.2%
役員報酬に 関する議案	役員報酬(※1)	15,412	1,145	71	1	16,629	7.3%
	退任役員の退職慰労金の支給	1,173	1,539	26	0	2,738	57.2%
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	30,768	732	182	2	31,684	2.9%
	組織再編関連(※2)	493	6	2	0	501	1.6%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	307	1,341	8	0	1,656	81.5%
	その他資本政策に関する議案(※3)	754	47	2	0	803	6.1%
定款に関する議案		8,940	273	38	0	9,251	3.4%
その他の議案		611	59	3	3	676	9.2%
合計		405,657	49,614	768	7	456,046	11.0%

(※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		(2019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	120 社	79 社	93 社
イ 変更した議案がある	46 社 (38.3%)	35 社 (44.3%)	32 社 (34.4%)
ロ 変更した議案はない	74 社 (61.7%)	44 社 (55.7%)	61 社 (65.6%)

※「会社提案議案はない」と回答した会員を除く

(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		(2019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	122 社	79 社	92 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	93 社 (76.2%)	63 社 (79.7%)	61 社 (66.3%)
ロ 取締役候補者は、候補者毎に別議案とした	1 社 (0.8%)	1 社 (1.3%)	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%)	0 社 (0.0%)
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	28 社 (23.0%)	15 社 (19.0%)	31 社 (33.7%)

※「取締役の選解任」「監査役の選解任」議案はないと回答した会員を除く

(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		(2019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	156 社	88 社	92 社
イ 日本	127 社 (81.4%)	81 社 (92.0%)	82 社 (89.1%)
ロ 欧州	47 社 (30.1%)	27 社 (30.7%)	24 社 (26.1%)
ハ 北米	55 社 (35.3%)	32 社 (36.4%)	32 社 (34.8%)
ニ 中南米	33 社 (21.2%)	20 社 (22.7%)	17 社 (18.5%)
ホ アジア・オセアニア	49 社 (31.4%)	28 社 (31.8%)	25 社 (27.2%)
ヘ その他	41 社 (26.3%)	18 社 (20.5%)	19 社 (20.7%)

(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		(2019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	62社	50社	58社
a 株主提案に賛成した会社数	5社	5社	3社
b 株主提案のあった会社数	20社	18社	13社
c 賛成した会社数比率(a÷b)	25.6%	27.0%	22.2%

<議案件数>	回答数		(2019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	64件	51件	59件
d 株主提案に賛成した議案件数	14件	14件	10件
e 株主提案議案件数	102件	94件	62件
f 賛成した議案比率(d÷e)	13.7%	15.1%	15.9%

(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63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)	288	1,246	3	0	1,537	18.7%
	監査役の選解任	2	89	0	0	91	2.2%
	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)	86	208	0	0	294	29.3%
	退任役員の退職慰労金の支給(※5)	0	2	0	0	2	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	30	143	1	0	174	17.2%
	組織再編関連(※2)	3	9	0	0	12	25.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	34	4	0	0	38	89.5%
	その他資本政策に関する議案(※3)	47	99	1	0	147	32.0%
定款に関する議案		199	2,509	16	0	2,724	7.3%
その他の議案		207	1,146	0	0	1,353	15.3%
合計		896	5,456	21	0	6,373	14.1%

(※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		(2019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	88 社	93 社
イ 公表している	90 社 (57.3%)	56 社 (63.6%)	59 社 (63.4%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	7 社 (4.5%)	4 社 (4.5%)	4 社 (4.3%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	60 社 (38.2%)	28 社 (31.8%)	30 社 (32.3%)

(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		(2019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	89 社	93 社
イ 全ての顧客に直接報告している	17 社 (10.8%)	11 社 (12.4%)	9 社 (9.7%)
ロ 要請のあった顧客のみ直接報告している	56 社 (35.7%)	40 社 (44.9%)	44 社 (47.3%)
ハ 報告していない	84 社 (53.5%)	38 社 (42.7%)	40 社 (43.0%)

(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		(2019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	40 社	44 社
イ 80%以上	6 社 (10.7%)	6 社 (15.0%)	6 社 (13.6%)
ロ 60%以上80%未満	1 社 (1.8%)	1 社 (2.5%)	0 社 (0.0%)
ハ 40%以上60%未満	6 社 (10.7%)	4 社 (10.0%)	6 社 (13.6%)
ニ 20%以上40%未満	9 社 (16.1%)	7 社 (17.5%)	9 社 (20.5%)
ホ 20%未満	34 社 (60.7%)	22 社 (55.0%)	23 社 (52.3%)

＜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		(2019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	40 社	44 社
イ コストの制約	13 社 (23.2%)	8 社 (20.0%)	9 社 (20.5%)
ロ アセットオーナーの関心が低い	10 社 (17.9%)	7 社 (17.5%)	7 社 (15.9%)
ハ ウェブサイト等で開示済み	30 社 (53.6%)	24 社 (60.0%)	29 社 (65.9%)
ニ その他	17 社 (30.4%)	13 社 (32.5%)	13 社 (29.5%)

「ニ その他」の回答例

- ・全体の集計結果ならびに議案毎の個別開示を HP 上で行っており、個別の顧客資産についても、これと同様の行使結果となっている。そのため、特に要請があった顧客のみに当該顧客資産に限定した行使結果を報告することで十分であると考えます。
- ・通常の運用四半期報告の一部としてすでに説明をしているため、あらためて議決権の行使結果についてのみの要請を受けることはあまりない。
- ・アセットオーナーごとに取り組みに違いがあるため、要請のある顧客には直接説明し、特段の要請のない顧客についても参照して頂けるよう、ウェブサイトを開示している。

(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		(2019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	90 社	93 社
イ 活用した	54 社 (34.4%)	42 社 (46.7%)	38 社 (40.9%)
ロ 活用しなかった	103 社 (65.6%)	48 社 (53.3%)	55 社 (59.1%)
・ 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		(2019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	54 社	42 社	38 社
イ 日本株式・外国株式両方	34 社 (63.0%)	26 社 (61.9%)	25 社 (65.8%)
ロ 日本株式のみ	13 社 (24.1%)	10 社 (23.8%)	9 社 (23.7%)
ハ 外国株式のみ	7 社 (13.0%)	6 社 (14.3%)	4 社 (10.5%)

(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		(2019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	54 社	42 社	38 社
イ 必ず、助言内容に沿って議決権行使を指図する	2 社 (3.7%)	1 社 (2.4%)	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	12 社 (22.2%)	10 社 (23.8%)	9 社 (23.7%)
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	9 社 (16.7%)	7 社 (16.7%)	5 社 (13.2%)
ホ 議決権行使指図の判断の際、参考としている	24 社 (44.4%)	22 社 (52.4%)	16 社 (42.1%)
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	18 社 (33.3%)	14 社 (33.3%)	16 社 (42.1%)
ト その他	10 社 (18.5%)	8 社 (19.0%)	7 社 (18.4%)

(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、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 4-⑰>

	回答数		(2019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	36 社	34 社
イ 公表している	42 社 (89.4%)	34 社 (94.4%)	29 社 (85.3%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	1 社 (2.9%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	5 社 (10.6%)	2 社 (5.6%)	4 社 (11.8%)

①「イ 公表内容」の具体例

- ・スチュワードシップ・コード原則 5-4 に基づき、助言機関の名前およびサービス内容を公表している。
- ・「議決権行使に関する基本方針」の中で助言機関活用の可能性に触れている他、議決権行使結果個別開示の中で助言機関判断であることを表示している。
- ・日本版スチュワードシップ・コードに対する方針において、活用している機関名および当社の議決権行使プロセスにおける同社の役割、当社が同機関に対して実施するモニタリング等について記載している。
- ・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ます。「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います。」
- ・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、原則議決権行

使ガイドラインに基づいて議決権行使を判断しておりますが、当ガイドラインにて判断することが困難である議案については、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。

②「ハ 未対応理由」の具体例

- ・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。

(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		(2019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	159 社	90 社	94 社
イ 活用している	23 社 (14.5%)	20 社 (22.2%)	12 社 (12.8%)
ロ 活用していない	136 社 (85.5%)	70 社 (77.8%)	82 社 (87.2%)

(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		(2019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	23 社	20 社	12 社
イ 80%以上	19 社 (82.6%)	17 社 (85.0%)	11 社 (91.7%)
ロ 60%以上80%未満	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ハ 40%以上60%未満	2 社 (8.7%)	2 社 (10.0%)	1 社 (8.3%)
ニ 20%以上40%未満	1 社 (4.3%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ホ 20%未満	1 社 (4.3%)	1 社 (5.0%)	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 4-⑳>

	回答数		(2019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	135 社	69 社	82 社
イ 今後活用する予定	3 社 (2.2%)	2 社 (2.9%)	6 社 (7.3%)
ロ 今後活用するかどうか検討中	47 社 (34.8%)	30 社 (43.5%)	23 社 (28.0%)
ハ 今後も活用予定なし	85 社 (63.0%)	37 社 (53.6%)	53 社 (64.6%)
a 他の方法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)	25 社	15 社	24 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	10 社	6 社	9 社
c 議決権を有していないため	19 社	6 社	11 社
d 上場株式への投資を想定していないため	22 社	6 社	5 社
e 投資先企業数が限定的なため	2 社	1 社	—
f アセットオーナーの理解が必要と考えられるため	3 社	3 社	—
g その他	7 社	3 社	4 社

「e その他」の回答例

- ・投資先企業数が限定的なため、行使する数が少ないため。
- ・アセットオーナーの理解が取れていないため。

(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 4-②>

	回答数		(2019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	158 社	89 社	93 社
イ 上場企業全社	34 社 (21.5%)	17 社 (19.1%)	18 社 (19.4%)
ロ 市場第一部・第二部全社	11 社 (7.0%)	7 社 (7.9%)	5 社 (5.4%)
ハ 上場企業2,000社以上	2 社 (1.3%)	2 社 (2.2%)	2 社 (2.2%)
ニ 上場企業1,500社以上	2 社 (1.3%)	2 社 (2.2%)	2 社 (2.2%)
ホ 上場企業1,000社以上	7 社 (4.4%)	7 社 (7.9%)	4 社 (4.3%)
ヘ 上場企業700社以上	3 社 (1.9%)	3 社 (3.4%)	2 社 (2.2%)
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	23 社 (14.6%)	18 社 (20.2%)	15 社 (16.1%)
チ 何社採用しようが切り替えない	76 社 (48.1%)	33 社 (37.1%)	45 社 (48.4%)
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	16 社	9 社	10 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	5 社	4 社	12 社
c 投資先企業数が限定的なため	7 社	3 社	1 社
d 議決権を有していないため	18 社	5 社	9 社
e 上場株式への投資を想定していないため	23 社	7 社	7 社
f アセットオーナーの理解が必要と考えられるため	2 社	2 社	—
g その他	6 社	4 社	6 社

「f その他」の回答例

- ・原則として、株主総会には出席することとしており、今後も、議決権行使プラットフォームは補完的に利用することになる。ただし、災害等で交通機関に影響が見込まれ株主総会に出席できないことが見込まれる場合、電子行使できることは重要である。
- ・日本株式商品の残高の伸び等に応じて活用を検討する可能性有。

(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 4-③>

	回答数		(2019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	159 社	89 社	94 社
イ 議決権電子行使プラットフォームを活用している	20 社 (12.6%)	16 社 (18.0%)	14 社 (14.9%)
ロ 東証のTDnetを活用している	35 社 (22.0%)	25 社 (28.1%)	27 社 (28.7%)
ハ 活用していない	108 社 (67.9%)	52 社 (58.4%)	59 社 (62.8%)

(24) (上記<設問 4-㉓>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 4-㉓>

	回答数		(2019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	108 社	52 社	59 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	2 社 (1.9%)	1 社 (1.9%)	1 社 (1.7%)
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 (30.6%)	21 社 (40.4%)	20 社 (33.9%)
ニ 今後も活用予定なし	73 社 (67.6%)	30 社 (57.7%)	38 社 (64.4%)
a 他の方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)	21 社	13 社	16 社
b 異なる業務フローの併存を避けるため	1 社	0 社	0 社
c 投資先企業数が限定的なため	8 社	4 社	2 社
d 議決権を有していないため	18 社	3 社	10 社
e 上場株式への投資を想定していないため	21 社	7 社	6 社
f アセットオーナーの理解が必要と考えられるため	0 社	0 社	—
g その他	4 社	3 社	4 社

「f その他」の回答例

- ・日本株式商品の残高の伸び等に応じて活用を検討する可能性有。
- ・英語での情報開示がされていないため。

(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 4-㉔>

	回答数		(2019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	90 社	94 社
イ 早期発送(早期開示)	94 社 (58.8%)	58 社 (64.4%)	54 社 (57.4%)
ロ 招集通知関係情報の発送前Web開示	63 社 (39.4%)	42 社 (46.7%)	38 社 (40.4%)
ハ 英訳の早期開示	36 社 (22.5%)	21 社 (23.3%)	20 社 (21.3%)
ニ 情報拡充	67 社 (41.9%)	47 社 (52.2%)	49 社 (52.1%)
ホ 議案の説明充実	74 社 (46.3%)	52 社 (57.8%)	53 社 (56.4%)
へ 議決権電子行使プラットフォームへの参加	41 社 (25.6%)	31 社 (34.4%)	26 社 (27.7%)
ト その他	27 社 (16.9%)	9 社 (10.0%)	11 社 (11.7%)
・ 日本の上場株式に投資をしていない	9 社	2 社	2 社
・ 議決権を有していない	8 社	0 社	1 社
・ 特に問題はない	7 社	4 社	—

(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		(2019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	90社	94社
イ 100社超	3社 (1.9%)	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	4社 (2.5%)	2社 (2.2%)	5社 (5.3%)
ニ 1~10社	20社 (12.5%)	14社 (15.6%)	9社 (9.6%)
ホ 出席していない(0社)	132社 (82.5%)	74社 (82.2%)	80社 (85.1%)

(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。なお、「ハ 今後も公表予定なし」を選択された方はその理由を下記からお選び下さい (複数回答可)。<設問4-②⑦>

	回答数		(2019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	90社	94社
イ 公表している(公表予定を含む)	71社 (44.1%)	49社 (54.4%)	47社 (50.0%)
ロ 今後公表するかどうか検討中	17社 (10.6%)	9社 (10.0%)	10社 (10.6%)
ハ 今後も公表予定なし	73社 (45.3%)	32社 (35.6%)	37社 (39.4%)
a 顧客の承認を得られなかった	2社	1社	1社
b システム対応等が必要であり、コストがかかる	9社	7社	6社
c 議決権を有していないため	18社	4社	10社
d 上場日本株式への投資を想定していないため	25社	8社	6社
e その他	22社	14社	14社

「e その他」の回答例

- ・個別の投資先企業に対する行使結果を公表することは、当社の運用における保有銘柄状況を開示することとなり、顧客の最善の利益を損なう恐れがあると考えているため。
- ・顧客数が少数のため、顧客情報の秘密保持の観点から要請のあった場合のみ報告することとしている。
- ・当社は契約顧客数が少なく、個別投資先企業ごとの議決権行使結果を公表することは、当社が顧客のために運用するポートフォリオの状況や推移を公表することになり、必ずしも顧客にとっての利益ばかりではないと考えられることから、個別議案の開示については、原則顧客向けに行うこととしている。

(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		(2019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	159 社	88 社	93 社
イ 説明している	59 社 (37.1%)	41 社 (46.6%)	25 社 (26.9%)
ロ 説明していない	100 社 (62.9%)	47 社 (53.4%)	68 社 (73.1%)

<説明している議案(複数選択可)>	回答数		(2019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	59 社	41 社	25 社
a 会社提案賛成議案	18 社 (30.5%)	12 社 (29.3%)	4 社 (16.0%)
b 会社提案反対議案	48 社 (81.4%)	31 社 (75.6%)	19 社 (76.0%)
c 会社提案棄権議案	11 社 (18.6%)	7 社 (17.1%)	5 社 (20.0%)
d 株主提案賛成議案	28 社 (47.5%)	20 社 (48.8%)	8 社 (32.0%)
e 株主提案反対議案	21 社 (35.6%)	14 社 (34.1%)	11 社 (44.0%)
f 株主提案棄権議案	6 社 (10.2%)	3 社 (7.3%)	5 社 (20.0%)
g 個別に説明が必要と判断した事案のみ	18 社 (30.5%)	15 社 (36.6%)	6 社 (24.0%)

<「g 個別に説明が必要と判断した事案のみ」の事例>	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	18 社	15 社
a 外観的に利益相反が疑われる議案	10 社 (16.9%)	9 社 (22.0%)
b 議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案	13 社 (22.0%)	10 社 (24.4%)
c 企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案	7 社 (11.9%)	5 社 (12.2%)
d 顧客から説明要請のあった議案	2 社 (3.4%)	2 社 (4.9%)
e その他	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)

(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 4-29>

	回答数		(2019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	90 社	94 社
イ 定期的に報告している	26 社 (16.3%)	19 社 (21.1%)	14 社 (14.9%)
ロ 顧客から要請があった場合のみ報告している	42 社 (26.3%)	23 社 (25.6%)	30 社 (31.9%)
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 (1.3%)	1 社 (1.1%)	1 社 (1.1%)
ニ 公開可能な情報のみ報告している	3 社 (1.9%)	2 社 (2.2%)	2 社 (2.1%)
ホ 報告していないがその理由を通知している	0 社 (0.0%)	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	16 社 (10.0%)	8 社 (8.9%)	9 社 (9.6%)
ト 顧客からの要請がない	23 社 (14.4%)	13 社 (14.4%)	15 社 (16.0%)
チ ウェブサイト等に掲載している	28 社 (17.5%)	17 社 (18.9%)	15 社 (16.0%)
リ その他	20 社 (12.5%)	7 社 (7.8%)	8 社 (8.5%)

「リ その他」の回答例

- ・日本の上場株式に投資をしていないため
- ・議決権行使の結果についてのみ報告している

(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 4-30>

	回答数		(2019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	90 社	94 社
イ 設けた	45 社 (28.1%)	30 社 (33.3%)	32 社 (34.0%)
ロ 設けなかった	115 社 (71.9%)	60 社 (66.7%)	62 社 (66.0%)
a 顧客からの要請がないため／顧客の関心が薄いため	60 社	33 社	34 社
b 現状の体制で対応可能であるため	6 社	5 社	6 社
c 追加コストが明示できないため	2 社	2 社	1 社
d 既に顧客から理解を得ているため	11 社	8 社	4 社
e その他	35 社	11 社	17 社

「e その他」の回答例

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

「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 135 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 31 社の計 166 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		(2019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	90 社	97 社
イ 新たな取組みがある	60 社 (37.0%)	40 社 (44.4%)	39 社 (40.2%)
ロ 新たな取組みがない	102 社 (63.0%)	50 社 (55.6%)	58 社 (59.8%)

<新たな取組みの具体例>

- ・ スチュワードシップ活動の実力向上に向けた取組みは、日本株運用を中心に実施してきたが、スチュワードシップ責任のより実効的な履行の観点から、国内社債運用にも適用を始めた。企業の持続的な成長を後押しする対話においては、株式アナリストとクレジットアナリストの両アナリストの視点を踏まえた上で実施することや対話アジェンダもひとつの声に統一することが望ましいと考え、運用部門横断の ESG・対話の責任者を設置するとともに、株式運用プロセスにおいて活用していた（対話アジェンダを選択する際に用いる）独自の ESG 評価手法を、国内社債の運用プロセスにも組み込んでいる。このような取組みは、両アナリストの対話力向上を通じ、より建設的な対話を可能とし、スチュワードシップ活動の実効性を高めることにつながると思料。また、昨年に引き続き、2016 年に設置した ESG 推進室が中心となり、アナリスト向けに ESG リサーチ会議を定期的で開催するなど、ESG に関する知識の共有化を図っている。また、ESG 評価や企業との対話に関する社内マニュアルのアップデートのほか、対話事例の共有化やベテランアナリストによる若手アナリストへの指導等を通じて、スキル向上に取り組んでいる。
- ・ 従来の責任投資担当のみで ESG 評価を完結していた体制から、ファンダメンタルズを熟知しているセクターアナリストが ESG 分析と財務分析とを統合するため調査担当と一体運営をスタート。主な投資対象企業に対して、社内独自の ESG スコアを付与。欧米投資家との意見交換や、協働エンゲージメントを開始し、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）へ賛同表明するなど、スチュワードシップ活動に関わる組織的な知見の蓄積に努めた。エンゲージメントの実効性を高めるために、欧米投資家との情報交換や、協働エンゲージメントを積極的に活用することで、対話可能な企業対象範囲拡大、及びエンゲージメント成功率向上に努めている。
- ・ 協働エンゲージメントにて、国内外の機関投資家との意見交換を実施したほか、環境省といった政府機関、NGO、ESG 調査機関など様々なステークホルダーとのコミュニケーションを通じて、最新の動向についてアップデートを図った。責任投資委員会や月次で開催している ESG 運用担当者のミーティングでは、対話事例やこうした外部との交流から得た情報を共有し、責任投資に

関する知見を高めた。

- ・主体を担う運用部門、特にリサーチ部門は継続的に企業毎のリサーチ力の強化を行っている。ESG 専門スタッフの拡充を行った。また、独自の責任投資モデルにおいて対象をソブリン債へも拡大した。モデルへのアクセスもインターフェイスを開発し、運用部門のスタッフ全員が容易にアクセスすることが可能となった。
- ・本コードの実施状況の自己評価を行い、結果を公表した。当グループの ESG に関する取組み（運用プロセスへ組込みを含む）について、外部のコンサルタントに評価を依頼した。

(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

- ・ポートフォリオ・マネジャー、アナリスト、スチュワードシップ担当者が連携することにより、投資先企業と多面的な対話が可能になり、企業のサステナビリティに対する分析が深まった。また、こうしたスチュワードシップ活動のベスト・プラクティスを当社のグローバルな運用者やスチュワードシップ担当者とは共有し合うことで、当社の対話内容や方法の質がより高まった。
- ・コーポレート・ガバナンスに対する考え方の変化や、投資先企業とのエンゲージメントで得られた知見に基づき、議決権行使基準の見直しを行った。また、2020 年 5 月には、新型コロナウイルスの影響から議決権行使基準の一部適用緩和を公表した。ESG 投資方針を策定、公表し当社の ESG 投資に取り組む基本的な考え方を明確化した。
- ・議決権行使における利益相反管理体制を強化するために、外部有識者が過半数を占める議決権行使諮問会議を新設した。また、責任投資委員会に外部有識者を招聘し、責任投資を推進するための専門部署を新設した。
- ・当社ではエンゲージメントを通して投資先企業の重要性の高い ESG 課題に対する取組みに関して当社のスコアリングシステムを基に評価を行い、その結果と内容を投資先企業に説明している。その一環として関連する議決権の行使基準に関しても投資先へ定期的にアップデートを行っている。2020 年からは特に重要な議案に関して行使内容を事前に発表する取り組みを開始した。議決権行使を事前開示する目的は、株主資本の保全、お客様への受託者責任の遂行、透明性と説明責任の強化、規制要件を上回る慣行を実践することである。
- ・2019 年に導入した外部情報サービス会社による議案データ等の配信サービスにおいて、議案の賛否判定を高めるシステム改良を行った。議案データの整備、精度向上により、2019 年度の議決権行使において、議案毎に賛否理由を開示した。
- ・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た。また、欧米投資家との意見交換や、協働エンゲージメントを開始し、気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) へ賛同表明するなど、スチュワードシップ活動に関わる組織的な知見の蓄積に努めた。スチュワードシップ活動の体制強化が進み、国連 PRI の年次評価において、高い評価を獲得した。

② 「適切でなかった事例」の回答例

- ・ESG要素を含むサステナビリティに関する課題については、具体的な投資プロセスには組み込まれていない。
- ・企業不祥事に対してどのような観点でエンゲージメントをすべきか、取組方針について不明確だった点が挙げられる。現状は投資先企業からの再発防止策の報告受けに留まるレベルであることから、企業不祥事に対する論点整理に取り組むべきと認識している。
- ・ある企業のエンゲージメントにおいて、株主利益率と役員報酬の整合性に成功したが、役員の独立性の改善は限定的意欲にとどまったように見えた。企業がガバナンス報告書を発行しても対話の維持は困難と判明し、課題を終了し、本件は総じて不成功であった。

(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、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである」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		(2019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	90社	97社
イ 行っている	87社 (53.7%)	53社 (58.9%)	50社 (51.5%)
ロ 今後行う予定である	11社 (6.8%)	7社 (7.8%)	8社 (8.2%)
ハ 行っていない	50社 (30.9%)	26社 (28.9%)	34社 (35.1%)
ニ その他	14社 (8.6%)	4社 (4.4%)	5社 (5.2%)

- ・「ニ その他」の回答例：「日本の上場株式に投資をしていない」「検討中」

(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		(2019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	60社	58社
イ 公表している	82社 (85.4%)	50社 (83.3%)	50社 (86.2%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	4社 (4.2%)	3社 (5.0%)	3社 (5.2%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	10社 (10.4%)	7社 (11.7%)	5社 (8.6%)

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		(2019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	82社	50社	50社
a 取組状況とその振り返り	75社 (91.5%)	47社 (94.0%)	43社 (86.0%)
b 評価方法とその結果	24社 (29.3%)	17社 (34.0%)	15社 (30.0%)
c エンゲージメント活動と議決権行使状況	54社 (65.9%)	41社 (82.0%)	37社 (74.0%)
e その他	9社 (11.0%)	6社 (12.0%)	8社 (16.0%)

「e その他」の具体例

- ・エンゲージメント事例
- ・当社は全て運用委託を行っているため、当社の委託先に関するモニタリング結果

②「ロ 未公表理由」の主な具体例

- ・HP を開設していない。訪問した際など要望に応じ個別に開示
- ・自己評価を行ったうえで、特記事項がある場合には公表
- ・特記事項がある場合にはこれを公表

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
- ・自己評価の基盤整備が十分に整っていないため

(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		(2019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	159 社	90 社	97 社
イ 取り組んでいる	120 社 (75.5%)	70 社 (77.8%)	78 社 (80.4%)
ロ 取り組んでいない	39 社 (24.5%)	20 社 (22.2%)	19 社 (19.6%)

①「イ 取り組んでいる」の主な具体例

【経営陣の能力・経験の具備に関する事項】

- ・代表取締役社長をはじめとして、当社経営陣が社内の ESG や議決権行使に関するミーティングに参加したり、スチュワードシップ活動に関する外部セミナーへの参加を推奨するなど、全社的にスチュワードシップ責任に対する意識が高まっている。加えて、当社グループの経営陣もグローバルな体制を大きく拡充しており、日本の体制も強化された。
- ・当社の経営陣は、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・経験を備えた人材で構成されており、同責任を果たすための体制整備として責任投資委員会を設置した。経営陣が同委員会の委員長や委員となることで、実質的なスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築、人材育成に関する課題への取組みを推進している。
- ・当社は、株式・債券やその他の投資資産について長年培った運用ノウハウや経験豊富な人材を擁すると同時に、十分な独立性を有し高い監督機能を備えた社外取締役 3 名を含む、様々な経歴、スキルを持った多様性のある取締役会構成としており、責任ある機関投資家の価値創造に必須である経営資源が集約されていることも、スチュワードシップ責任を果たすための実力向上に大きく寄与すると考えている。

【利益相反管理・ガバナンス体制に関する事項】

- ・ガバナンス態勢の独立性・透明性を向上させるため、独立した社外取締役を2名招聘していたが、今年度には独立した社外取締役をさらにもう1名招聘した。招聘した社外取締役は責任投資監督委員会の委員にもなり、スチュワードシップ活動の透明化に貢献している。このような経営陣が実効性のあるスチュワードシップ活動に必要とされる組織構築や人材育成などの各課題に取り組んでいる。
- ・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。
- ・当社では、委員長及び構成員の半数以上を社外取締役とするスチュワードシップに関する委員会を業務執行から独立して設けて、スチュワードシップ活動全般を監視する体制を採っており、当該体制により経営及びグループ他社からの独立性及び業務執行に対する牽制機能を担保することで、ガバナンス及び利益相反管理の強化を図っている。また、2018年に設置したスチュワードシップ・ESGに関わる課を、スチュワードシップ活動の高度化により注力するため、部に昇格するなど、業務執行体制の見直しについても適宜行っている。
- ・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入れ、独立社外取締役が取締役会の議事を進行する体制としている。また、経営の監査機能の強化等を目的に監査等委員会設置会社に移行した。監査等委員会を設置し、監査等委員である取締役に取締役会における議決権を付与することで、社外取締役の比率は60%超へと上昇し取締役会の監査・監督機能の強化、コーポレート・ガバナンス態勢の一層の充実を推進した。現在、取締役10名のうち過半以上となる6名が独立社外取締役を占め、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において運用ビジネスに長年従事している人材を選任している。当社のスチュワードシップ活動を支える委員会は、その活動内容を取締役会へ報告する体制となっており、当社のガバナンス体制に組み込まれている。人材面では、グローバル全体で機関投資家によるスチュワードシップ活動の重要性が一層高まっていることから、国内外の同分野における優秀な人材確保及び人材育成についても経営の重要事項として認識し、その取り組みを推進・支援している。

【組織構築・人材育成に対する経営陣の取組みに関する事項】

- ・経営陣は、投資判断を行う者及び企業調査を行う者が、投資先企業やその事業環境等に関する理解を深め、また、投資先企業の持続的成長に資するために必要な行動ができるよう、必要となる知識、経験、スキルの習得に対して組織的に支援し、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よう努めている。
- ・経営陣はスチュワードシップ責任を果たすことの意義・重要性の認識を実際にスチュワードシップ活動に関わる関連部門の人員と共有し、活動の実効を推進している。スチュワードシップ活動の報告・その評価は経営会議へ上程されて、必要な経営行動が検討される。

②「ロ 取り組んでいない」の主な理由

- ・独立系であるため、組織構築上特段の問題はない。また、現状の業務遂行上、当面は人材育成に
関しての取り組みが喫緊の課題とはなっていないため。
- ・日本株式への直接投資を行っていないため。
- ・議決権を有していないため。
- ・スチュワードシップ活動について検討中のため。

「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

【運用会社側の事項】

○人事・評価・報酬等に関する事項

- ・投資担当者の業績評価が、年に1度で、かつ成果主義であるため、1年以内に結果がでる短期指向に向かわせている。また中長期的な成果は、景気など、外部要因の影響を受けやすく、投資担当者の成果と言い切れないところも、短期指向に向かわせているのではないか。コロナ禍のような緊急事態も、まずは短期的に損失を回復することを優先せざるを得なくなるため、中長期的な視点に立った投資を妨げる大きな要因となっている。
- ・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对比较が普及したこと(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

- ・過剰流動性や超低金利環境の長期化によってレバレッジの活用が容易になった点が挙げられる。投資アイデア 1 件あたりのリターンが小さくてもレバレッジをかけることでリターンを高めることが可能となり、より短期かつ小幅なリターンを追求する傾向が強まったと考えられる。
- ・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。
- ・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

- ・企業業績の四半期開示は、タイムリーな情報を提供する一方で、投資家の短期業績に対する注目度を高める副作用をもたらしていると考えられる。同様に、機関投資家による運用実績の四半期報告についても、運用機関が短期的な超過収益の確保を志向させる要因になっており、ロングターミズムの阻害要因になっていると考えられる。
- ・中長期的な資金（リスクマネー）を拠出する投資家の資金を受託する運用機関は持続的成長を実現するためのインベストメントチェーンを機能させなければならない。現在は四半期ごとに財務情報、企業業績が公表されているため、どうしても短期的な投資判断を強いられている。企業及び機関投資家は短期的な財務情報だけでなく、企業の存続可能性やリスク等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を重要視すべきと考えられる。
- ・投資家の一部が短期的な視点で投資行動を行うことは上場株式市場においては必然のことであり、そうした投資家も市場の効率性の向上や流動性の供給等の観点から一定の役割を担っている。よって、短期的な視点による投資行動は必ずしも、中長期的な視点に立った投資行動を妨げる、もしくは背反する行為ではないと考えられる。発行体側がより中長期的な視点での投資行動を奨励したい場合には、自身のコーポレートガバナンスを整備し、情報開示を充実させ、市場との積極的な対話を行い、長期投資家と長期的な財務リターンの向上ストーリーを共有することでそうした投資家を誘致し、結果的に投機的なフローを抑制することが可能になると考えられる。一方、機関投資家は、そうした企業の長期的な成長戦略を理解し、分析を行うことで自身の投資行動に反映させる能力を備える必要があると考えられる。
- ・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

- ・顧客側担当者が短期間で交代するような場合、運用機関を短期的な結果で評価する傾向があると考えている。また、昨今のような疫病により機関投資家がリモートワークへ移行した結果、長期的視点による投資に係る機関決定などの意思決定の迅速な執行が行えない可能性があり、投資の妨げの一因になっていると考える。
- ・2020年3月にみられたような市場の急激な下落時などでは顧客からの解約や投資資金の現金化要請を受けて、運用会社やETFは中長期的な姿勢で投資をしたポジションであってもこのような解約要請に対応せざるを得ない。顧客が短期的なパフォーマンスを気にする以上、どうしてもそれに対応して投資してから期間の経っていないポジションを解消しなくてはならない場合がある。
- ・少し前に「高齢社会における資産形成・管理」のテーマに関して国会や政府等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。なお、今回のコロナ対応をめぐる我が国の様々なレベルの動向を考慮すると、この機会に旧態依然とした過去とは訣別し、機関投資家を含め我々自身がこれからの未来を深く考えて投資行動を起こすことや、それを投資先の企業にも求めていくことがより必要になったと考える。
- ・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、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。昨年からの変化があった点は、アセットオーナーからの ESG 関連の質問（ESG 及びスチュワードシップの方針・推進体制、スチュワードシップの活動実績、ポートフォリオ構築プロセスにおける ESG の組み入れ及び位置づけ等）が増えたこと。

【セルサイド側の事項】

○短期間の投資成果・収益追求

- ・①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。②スマートベータや AI 関連の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。
- ・中長期的な企業成長は原理的に途中経過を短期で評価することが難しく、その結果、販売会社の短期収益指向による回転商いや投資家自身の短期収益及び実現収益指向が助長され、構造的に機関投資家が中長期的な視点に立つことを妨げる一因になっていると考える。

【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

- ・短期的なボラティリティの高まりに対する耐性の欠如（精神的、制度的）。

○長期間の国内株式市場の低迷等に関する事項

- ・国内株式市場の長期低迷による、投資家の長期投資や市場の長期見通しに対する自信の喪失や悲観的見方。これに伴い、①必要以上にアクティビスト・ファンドやヘッジ・ファンドの短期実績の高さに評価が集まった時期があったこと。②退職給付会計制度の見直しに伴う、母体企業の業績への悪影響を嫌う企業年金の短期指向化。③国内資産運用業界に於ける、運用人材に対する人事政策や処遇形態が、中長期的な視点に立って投資を行うプロ人材の育成に必ずしも適合していない点。
- ・海外と比較して日本株のパフォーマンスの停滞が長く続いたことから、中長期的な視点に立った投資が報われてこなかったことや、顧客が短期的なパフォーマンスも重視している点が背景にあると考えられる。

【その他の事項】

- ・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		(2019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	225 社	94 社	98 社
イ 受けたことがある	45 社 (20.0%)	29 社 (30.9%)	28 社 (28.6%)
ロ 受けたことがない	180 社 (80.0%)	65 社 (69.1%)	70 社 (71.4%)

(2) 日本株式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		(2019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	225 社	94 社	98 社
イ 考慮している	110 社 (48.9%)	73 社 (77.7%)	74 社 (75.5%)
ロ 考慮していない	15 社 (6.7%)	11 社 (11.7%)	16 社 (16.3%)
ハ 日本株式アクティブ運用を行っていない	100 社 (44.4%)	10 社 (10.6%)	8 社 (8.2%)

「ロ 考慮していない」の主な理由

- ・顧客からのニーズなどにより、現時点では ESG 要因を戦略として採用していないため。
- ・考慮した運用は行っていないものの、銘柄選別の結果として ESG 要因が優れている銘柄をピックアップしている形となっている。尚、企業側が ESG に対し消極的な場合は、投資対象から除外する場合がある。
- ・ESG 要因による投資対象からの除外等は、現行の運用においては投資機会を減じることになるため。
- ・現在のところ、投資リターンに大きく影響するとは考えられないため。
- ・通常の投資判断に ESG の視点は入っており、ESG に特別なウェイトをおく必要はないと考えているから。

(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		(2019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	172 社	90 社	98 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	113 社 (65.7%)	78 社 (86.7%)	80 社 (81.6%)
ロ リサーチアナリスト	81 社 (47.1%)	55 社 (61.1%)	57 社 (58.2%)
ハ ESG専任者	41 社 (23.8%)	27 社 (30.0%)	26 社 (26.5%)
ニ エンゲージメント担当者(専任)	8 社 (4.7%)	6 社 (6.7%)	3 社 (3.1%)
ホ エンゲージメント担当者(兼モニタリング担当)	32 社 (18.6%)	20 社 (22.2%)	18 社 (18.4%)
へ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者)	24 社 (14.0%)	5 社 (5.6%)	2 社 (2.0%)
ト その他	32 社 (18.6%)	11 社 (12.2%)	17 社 (17.3%)

※「日本の上場株式に投資をしていない」と回答した会員を除く

「ト その他」の回答例：「グループ会社」「運用部門以外の社内部署」「社外 ESG 関連機関」

(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		(2019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	139 社	79 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)	54 社 (38.8%)	32 社 (40.5%)	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)	29 社 (20.9%)	21 社 (26.6%)	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)	89 社 (64.0%)	55 社 (69.6%)	50 社 (64.9%)
ニ エンゲージメント	69 社 (49.6%)	45 社 (57.0%)	44 社 (57.1%)
ホ 議決権行使	62 社 (44.6%)	42 社 (53.2%)	38 社 (49.4%)
へ その他	14 社 (10.1%)	7 社 (8.9%)	8 社 (10.4%)

※「日本の上場株式に投資をしていない」「ESG要素を投資プロセスに組み込んでいない」と回答した会員を除く

「へ その他」の回答例

- ・(債券運用) 信用格付けが高く、ESG 格付けが低い先を抽出し、違いの背景を調べる観点からのスクリーニングを実施している。
- (株式運用) 企業評価のいくつかの定性的視点の中に、「コーポレートガバナンス」「ビジネスサステナビリティ」を設けている。定性評価でネガティブがあると、そのほかの項目(ビジネスモデルや資本配分政策等複数あり)でポジティブなものがなければ、そもそもユニバースから落とす運営としている。
- ・当社では社会通念上問題のある企業行動等により、著しく株価が下落するリスクのある銘柄を指定し、投資を除外するように努めている。またファンドによっては、ESG評価が低位のもの除外や、高位のもので投資対象ユニバースを設定する等の措置を行っている。

- ・個々の企業との面談において、ESG に関する取り組みを議論し、総合的に個別に決定する。

(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>

- ・「社会的価値の創造」と「経済的価値の創造」の統合により長期的な企業価値向上が実現され、企業価値の決定割合は、投資期間が長期間になるほど非財務情報の割合が高くなると考える。長期投資により運用資産の最大化を目指すためには、社会的価値・経済的価値の創造について、非財務 (ESG)・財務をインテグレート (統合) したマテリアリティ・経営戦略の分析が重要であるとする。また投資後も、議決権行使を含む、非財務・財務をインテグレートした企業とのエンゲージメントを継続的に実施することで、長期的な企業価値向上の実現性を維持、向上させることが運用資産の最大化に繋がると考える。
- ・長期的な世界経済の持続的発展のためには、限りある地球資源を最適配分する必要があると考える。そのために運用会社の責務として、ESG 投資を通して投資企業の経営者の強い信念とリーダーシップ、多様性と協調性を促すことが重要だと考える。
- ・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る。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て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る。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 (E (環境)・S (社会)・G (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る。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、投資判断を行い続ける。
- ・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る。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る。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る。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う。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る。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 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る。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る。当社は ESG 優良企業に投資するファンドを通じて、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る。
- 当社では、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いる。また当社グループでは、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いる。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いる。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いる。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いる。
- 当社では、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る。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ある。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。
- 当社では、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る。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する。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る。

- ・投資判断を行う当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。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ある。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つ。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る。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るが、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 要因も含まれる。
- ・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る。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、必要に応じて行う。
- ・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。
- ・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る。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）基準を考慮する。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。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する。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 投資の考え方はもと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。
- ・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ている。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る。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る。

- ・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。環境負荷低減への貢献。
- ・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。

(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

【情報開示やエンゲージメントに関する事項】

- ・統合レポートや ESG レポート等において、特定されたマテリアリティ毎の KPI を含めて非財務情報の開示をもっと充実させて欲しい。
- ・ESG やサステナビリティに関する情報開示の充実。また、企業がガバナンスに関する方針をどの様に改善したか、そして取締役会のガバナンス改善によりどの様な企業価値向上が見込まれるかについての明確な説明を期待する。企業価値向上と社会価値向上のバランス。真の問題点は、企業価値向上を第一命題に掲げている企業が実態的にそれほど多くないことだと考えている。社会価値向上のために、企業価値向上を犠牲にすること、または ESG という言葉を使って現状維持を正当化することがないようにコミュニケーションを続けていきたい。いかに企業価値向上と寄り添った形で ESG を組み込むか注目しています。また海外の同業他社との比較分析について見解のシェアを期待します。日本国内でトップという事実に慢心して欲しくない。
- ・企業にとって重要なことは個々の事業に最も影響の高い（業績への影響が高い）事項を開示すること。環境や社会においては事業の KPI としてすでに注目されている。また、最低でも年に一度、定期的、継続的な開示を行うことを推奨している（統合レポートなど業績と統合的に行うことが望ましい）。企業自身が業績への影響が高いと考えるファクターに対し、どのように管理しているかを投資家に開示することは企業のサステナビリティ評価に非常に有効である。具体的には当社では SASB および TCFD に沿った開示を推奨している。特に、日本企業へは二酸化炭素排出量(Scope 1, 2, 3)および取締役、経営陣にとどまらないダイバーシティーに関する開示を希望する。
- ・長期的なリターンに影響を与えるハイレベルで戦略的な ESG やサステナビリティの方針や取り組みに関する対話をしたいと考えている。できる限り独立した立場である社外取締役の方との対話を希望している。また、開示においては GRI, SASB, TCFD 等の国際的な開示基準やフレームワークの活用を期待している。さらに、ガバナンス関連情報を多く含んだ有価証券報告書の英訳を、株主総会に先立ち、できる限り早いタイミングで開示していただきたい。
- ・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。
- ・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、重要な情報が何かは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が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。
- ・ESG 情報の開示企業は増加してはいるものの、上場企業全体に対する割合はまだ高くはないため、引き続き積極的な情報開示を期待している。
- ・ESG 開示の充実をはかり、それらの要素が企業の事業戦略や長期計画として組み入れられることを期待している。一方、昨年比べて ESG 情報の開示増加が見られるものの、とりわけ E と S に関しては企業ごとに情報の前提がことなるとともに、情報の開示場所も分散しており、投資家が正しく企業の取組みを理解する阻害要因となりつつあるように思料する。少なくとも GRI 対照表などによって直近の情報に正しくアクセスできる仕組みの導入が必要と考える。当社の近年のエンゲージメントにおいては、企業の事業活動の気候変動への影響をエンゲージメント課題として重要視している。温室効果ガスもしくは二酸化炭素の排出量開示、これらの削減目標の設定・開示を題材とした対話を実施するようにしている。

【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。

- ・有価証券報告書や統合報告書等において、開示される ESG 情報は年々充実していると思料する。しかし、未だに有価証券報告書における ESG 情報の記載が見受けられる企業は少ない。企業によって ESG におけるマテリアリティは異なる。まずは自社にとってマテリアリティな ESG 要因を特定し、財務への影響が短期的に顕現するものに限らず、中長期で顕現するものについても積極的に有価証券報告書に記載して頂けることを期待している。また、上記を達成するためには、企業の IR 部門と CSR 部門との連携が必要不可欠である。そのため、企業内部の部署ごとの垣根を横断して取り組むことを期待している。さらに、企業と中長期視点での課題につい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。
- ・ESG を投資分析に活用する際には、従来一般的であった投資先企業の「事業リスク抑制の観点」に加えて、「事業機会拡大の観点」を重視する。投資先企業の「事業リスク抑制の観点」としては、企業の持続的成長を阻害する可能性に対して、その企業が環境や社会などの視点からどのようなリスク要因を認識し、その要因に対してどのような対策を講じているか、また財務の安定性に与える影響はどうか、といった点を考慮する。「事業機会拡大の観点」では、企業が環境や社会などの視点から社会ニーズの変化を捉え、それをいち早く価値創造に結び付けることによって、その競争力強化や中長期的な企業価値の向上につながられているか、またそれを経済の活性化やより良い社会づくりにつながられているか、といった点を重視する。

(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

【運用会社側に関する事項】

○運用体制の構築・強化すること

- ・エンゲージメントの質的向上のため、エンゲージメントの効果について社内の PDCA 会議の中で共有、チェックしている。しかし、これはあくまでも社内でのチェックであるため客観性に欠けるという課題がある。現在、大学などの第三者との連携のなかでより客観的な効果検証ができないか模索している。
- ・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や、非財務データに関する長期的・体系的なデータ

ベースがない点などが課題であると考えられる。

○投資の時間軸と ESG の時間軸が合わないこと

- ・ 当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。

○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

- ・ 当社では現状の ESG 投資に関して大きな課題等は感じていないが、「新型コロナウイルス感染症」拡大を受けての経営環境の見通しと企業業績等に与える影響、企業価値維持・向上に向けた対応策（リモートワークなどを活用した企業活動の継続手法、顧客動向や社会環境の変化に伴う経営戦略の変更など）は、企業の持続的成長において重要な事象になりうると考えており、投資先企業には積極的な情報開示をお願いしたいと考えています。このような開示を通じたベストプラクティスの共有化は、パンデミック状況における日本企業・社会全体のレジリエンス（回復力）を高めることにもつながると考えています。
- ・ 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、当社は運用者が 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。
- ・ 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

- ・ 中長期的な企業価値向上が期待できる SDGs の達成に取り組む企業は、中小型、新興成長企業群においても例外ではない。しかし、大手企業と比較した場合、現在まで中小型、新興成長企業における”非財務的価値”の発信は十分ではないと考えている。事実、SDGs に対する取り組みが十分に開示されていないため、本来の実力より過小評価されている企業は珍しくない。当社では、こうした企業と対話を行い、事業を持続的に成長させていく重要項目について共有、課題提

起及びその情報開示を働きかけることによって、株式市場からの評価を引き上げることが可能だと考えている。

- ・ 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。

○企業経営者の関心や知見を深めること

- ・ 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 指標に関しての統一的な開示基準が無く、MSCI などの格付けを利用しないと比較が難しい点。
- ・ 中小型企業の ESG 評価。大型企業と同様の評価を適用することの是非。
- ・ 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ます。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であると考えております。
- ・ 業種や企業により、開示基準や項目が異なるため相対的に判断することが困難であること。
- ・ ESG 評価が高いと、中長期的に成長するとの実証的データが少ないため、ESG 投資に慎重にならざるを得ないところがある。特に、コロナのような緊急事態だと、ESG 投資を行う余裕が失われる。
- ・ ①債券投資における ESG 投資を、ESG を考慮した投資分析プロセスを経た投資と捉える場合、

特に大きな課題は生じていないと考える。一方、ESG 債への投資の観点では、ESG 債と非 ESG 債のスプレッド差がほとんどない、もしくはスプレッドが ESG 債の方が少ないことが挙げられる。現状、委託者様によるパフォーマンスの測定は経済的な運用成績を基に行われる為、ESG 債投資は合理的な選択とならない場合が多い。

②現状、大手企業がコストをかけて ESG 対応している段階であり、「ESG 開示に対して対応している企業に投資する」といったコンセプトのポートフォリオを構築することは、特定銘柄へのハーディングを招き、価格形成がゆがむ可能性が高い。中小型の企業では、人的リソースの不足などから対応が物理的にできない状況である。パッシブファンドの運用においては、人的リソースやコストの制約が課題である。

- ・企業が公開する ESG 情報は統一化されておらず、企業間の比較が困難なケースがある。また、ESG 評価を専門に行うベンダーが付与する ESG スコアを活用する際は、各ベンダーのスコアの質を考慮する必要があると思われる。
- ・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 データが欠如している。ESG スコアも、作成、公表しているベンダーによって評価が異なっている。現在の財務情報のように、企業の ESG に関する開示基準、項目が統一され、企業が等しく開示するようになれば、財務、非財務情報を統合することが、一般的な投資手法となると考える。
- ・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、当社グループは国内およびグローバル双方で幅広い取組みを行っている。
- ・対話や ESG の考慮に関する定量的な効果測定は難しく、また適切な分析を可能とするためには、継続的にデータを蓄積する必要があります。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おります。
- ・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。
- ・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 投資戦略に十分な資金が集まらないことが課題。ESG 投資に対するアセットオーナーの概念的な理解は進んでいるものの、運用収益と正の相関があるかについては確信が持てないため実際の投資行動に繋がらないのではないか。

- ・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。運用あるいは投資判断の趣旨を理解しないままに ESG 投資が語られていることがこれ以上増えると本来あるべき姿とかけ離れてしまうことを懸念している。
- ・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、成果につなげるの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くことがある。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。

ESG インテグレーションが浸透したことで、中長期的な視点での投資先企業の状況について適切に把握できたと認識している。今後は、コーポレートガバナンス・コード改訂（G 格付）、SDG s（S 格付）、気候関連の各種規制（E 格付）の動向に対応した ESG 格付項目の追加や ESG 格付評価の見直しを検討している。

②対話レベルの向上。

エンゲージメントの実効性を高めるために、欧米投資家との情報交換や、協働対話フォーラムを積極的に活用することで、対話可能な企業対象範囲拡大、及びエンゲージメント成功確率向上に努めていく。

【その他（運用体制や企業体制、有効性評価について）】

- ・一部の過激なアクティビストなどが大きく取り上げられることによって、顧客との対話や議決権行使が企業にとって「敵対的である」との認識を受けることがある。確かに、そういったアクティビストも存在しますが、基本的には中長期的な株価の上昇、株主価値の向上、ひいては企業ガバナンス等の改善を求めるものであり、投資先企業に寄り添ったものも多い。そこに認識のずれを感じる。
- ・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おり、研鑽が追い付いていない。企業価値評価と ESG 評価の関係。バックワードルッキングな ESG スコアとフォワードルッキングな投資判断の矛盾。

9. 日本版スチュワードシップ・コードの冒頭に「本コードは、基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる『スチュワードシップ責任』の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。」が追加されましたが、他の資産に投資を行う際、適用していますか。<設問 6-③>

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	226 社	94 社
イ 他の資産への投資がなかった	64 社 (28.3%)	31 社 (33.0%)
ロ 適用した	46 社 (20.4%)	31 社 (33.0%)
ハ 適用しなかったが、今後検討するかどうか検討中	45 社 (19.9%)	17 社 (18.1%)
ニ 今後も適用する予定なし	71 社 (31.4%)	15 社 (16.0%)

<適用した資産(複数回答可)>

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	46 社	31 社
a 上場外国株式	24 社 (52.2%)	16 社 (51.6%)
b 国内非上場株式	5 社 (10.9%)	3 社 (9.7%)
c 外国非上場株式	7 社 (15.2%)	4 社 (12.9%)
d 国内社債	27 社 (58.7%)	18 社 (58.1%)
e 外国社債	17 社 (37.0%)	11 社 (35.5%)
f 国内上場REIT	21 社 (45.7%)	14 社 (45.2%)
g 外国上場REIT	12 社 (26.1%)	7 社 (22.6%)
h その他	10 社 (21.7%)	6 社 (19.4%)

「h その他」資産例

- ・ ソブリン債
- ・ 海外インフラ事業への投資において、ESG 的視点を考慮し、投資案件分析と意思決定に活用している。
- ・ 不動産。従来からスチュワードシップコードに相当する海外各市場の規律に従い、スチュワードシップ責任を適用している。
- ・ オルタナティブ資産（ヘッジファンド、インフラ、私募不動産）において、ESG 要素を含む中長期的な持続可能性を考慮したサステナブル投資の実践。
- ・ VC ファンドや PE ファンドといった組合型ファンドにおいて、回収の進まない無限責任組合員に対する早期解決（資産売却や資産の現物交付など）の働きかけを行った。

10. 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 6-④>

	回答数		(2019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	94 社	98 社
イ 賛同を表明している(予定を含む)	56 社 (24.7%)	36 社 (38.3%)	24 社 (24.5%)
ロ 賛同を表明していない	171 社 (75.3%)	58 社 (61.7%)	74 社 (75.5%)

「イ 賛同を表明している」の具体例

- ・親会社・グループで賛同表明・レポート開示（16 社）
- ・TCFD 提言に沿ったガバナンス体制構築・レポート開示（14 社）
- ・投資先企業に対して、TCFD 提言の趣旨に沿った情報開示や取組みについてエンゲージメントを実施（11 社）
- ・企業のモニタリングや分析の際に利用（8 社）
- ・エンゲージメントや ESG インテグレーションを通じ、企業に対して GHG 削減目標の設定や具体的な削減努力を促している。また、投資先企業との間で認識を共有化するために、当社が運用する株式ポートフォリオの気候変動に係るリスクに関して、定点分析結果と移行経路分析結果の開示を開始した。
- ・投資先企業とのエンゲージメントにおいて、2019 年 10 月に公表された「グリーン投資の促進に向けた気候関連情報活用ガイダンス（グリーン投資ガイダンス）」等を活用し、気候変動に関するリスクと機会、事業戦略・経営活動との整合性などの把握・分析に重点を置いた対話を推進している。
- ・日本において「グリーン投資ガイダンス」の策定を行っている TCFD コンソーシアムに参画し活動を推進している。投資先企業との対話の中で、TCFD のシナリオ分析へ取り組むよう議論を進めている。

11. 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		(2019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	172 社	90 社	98 社
イ 活用している(予定を含む)	66 社 (38.4%)	44 社 (48.9%)	40 社 (40.8%)
ロ 活用していない	99 社 (57.6%)	44 社 (48.9%)	54 社 (55.1%)
ハ 今後も活用する予定はない	7 社 (4.1%)	2 社 (2.2%)	3 社 (3.1%)
ニ ガイダンスを知らなかった	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	1 社 (1.0%)

※「日本の上場株式に投資をしていない」と回答した会員を除く

「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（46 社）
- ・社内ガイドラインの見直し・体制整備の際に活用（6 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（2 社）

- ・社内情報共有・勉強会で活用（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】

- ・同ガイドラインが指摘している通り、当社はとりわけ企業における政策保有株式の保有には問題があると考えており、投資先企業とその削減を促すべく対話を行い、議決権行使判断に反映している。
- ・コーポレートガバナンスに関して指名・報酬の観点が整理されており、企業の理解が得やすくなっている。
- ・当社の日本株式のアクティブ投資業務において、投資先となる可能性のある企業のコーポレート・ガバナンス慣行や社会・環境課題についての調査は、当社の企業審査プロセスの最初のステップであり、初めて投資を行おうとする銘柄については、投資前にその企業の経営陣との対話を行う。その過程において、本ガイドラインでも挙げられている項目につき、投資先企業の考え方等を伺いながら、調査・検証を行っている。
- ・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。
- ・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。
- ・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。

【「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 に対する意識向上
- ・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

- ・当社の投資戦略上、当社の投資プロセスにおいて、ガイドラインに記載されるような項目は必然的にカバーされるが、対話の重点テーマとなる項目は各企業、事業環境によって大きく異なる。ガイドラインへの依存はチェックボックス的な対話の温床にもなり得るため、敢えて活用すべき資料としては参照していない。
- ・当社グループは、従前より、調査を主体とする長期視点でのボトムアップ・アプローチ運用を実践する中で、企業との対話を、企業の中長期的な経営方針や戦略、企業文化を調査するために必須となる調査活動の一環と位置付けており、通常の運用・調査プロセスに組み込んでいる。当該スタンスは、長期に亘るファンダメンタルズ調査に従事した経験に裏打ちされており、上記の価値創造ガイダンスに記載の重要項目を網羅していると考える為。
- ・スチュワードシップ・コードの受入れ予定がないため

1 2. 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る、また投資戦略と整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

【資本コストの定義に関する事項】

- ・資本コストは WACC、株式資本コストは CAPM を用いているが、市場で観測される数値をそのまま用いるのではなく適宜調整を加えている。資本コストは運用会社が当該企業に対して要求するリターンとして独自に決定すべきであり、(少なくともアクティブマネージャーは)市場から自動的に算出されるような資本コストを用いるべきではないと考える。企業側には、まずは資本コストの概念が浸透することを期待しているが、資本コストの算出に当たってはファイナンス理論だけでなく、事業家としてのセンス(この事業に対してはいくらのリターンを要求すべきか)を意識して欲しい。例えば企業が非常にリスクの高い事業を行っている場合、自社の株式 β が低いからといって、低い資本コストを設定するのはナンセンスである。
- ・資本コストについては、一般的なリスクフリーレート、マーケットリスクプレミアム、 β 値を用いた株主資本コストを算定するとともに、企業の業績変動や成長を元に独自に算定した「ファンダメンタル β 」を用いた資本コストも算定している。企業側は一般に証券会社等金融機関に依頼し算定された株主資本コストを機械的に使用し説明される機会が散見されるが、精緻な数値を受動的に採用するのではなく、むしろ概算でも構わないので自社が考えるリスクを用いて能動的に資本コストを設定し、さらに単に投資家説明用として使うだけでなく実際の経営上の capital allocation の判断や事業モニタリングの KPI として使うようになることを期待している。
- ・フリーキャッシュフロー (FCF for Firm) に対する割引率は、当該キャッシュフローのリスク

に対応して決定されるべきで（資本構成からは独立しているという立場）、当社では、企業業績のビジビリティ（どの程度将来予想が当たるか）を定量評価し、割引率を決定している。当社はMMの第三命題の立場をとる。次に、市場平均の割引率を求める。TPX1000の事業法人のキャッシュフロー予測と、実際の株価および純負債から、逆算している。最終的に、この割引率とビジビリティの組み合わせから最終的なDCFで用いる割引率を導出させる。実務的には、DCFによるEVおよび株価導出過程において、借入を行ったその瞬間にWACCが大幅に低下し、負債借入量以上にEVが増加（借入れた事実に対して株価が増加する）することには、非常に違和感がある。とくにこの低金利環境では影響が大きい上に、理論的に納得のいく前述のような取扱としている。

- 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。
- 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た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ROIC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。
- 企業毎に（厳密には事業ごとに）資本コストは異なるが、エンゲージメントに際しては資本コストの水準自体よりも、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やバランスシート（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。当社においては、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】

- ・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。
- ・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言うことである。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】

- ・同ガイドライン（別紙2）の「対話ガイドライン等に対するご意見の概要及びそれに対する回答」にもあった通りで、企業が投資家に対して、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期待する。当社は、企業価値評価に用いる DCF 法の割

引率の調整において、ESG スコアを反映させることを検討している。

- ・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。

【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。資本コストが何%であるか算定するための定義式の議論の前に、企業が資本コストの概念（資本コスト以上の収益性を期待できる案件に投資することで株主価値が向上すること）を理解していただくことに期待する。
- ・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

【プロセスの客観性・透明性等に関する事項】

- ・ 有価証券報告書、及び、コーポレートガバナンス報告書に、取締役選任プロセスと、どのようなスキル等をもった取締役が望ましいかを開示し、指名委員会の独立性を高め、選任プロセスの透明性を高めることが望ましいと考える。
- ・ 取締役のうち誰が株主の利益を代弁し、checks and balances を機能させるのかという、究極的な問いに答えるべく、議論の具体例や選任理由や経緯について丁寧に説明してほしい。形式的な社外取締役の選任が、むしろガバナンスを低下させる可能性もあるし、いわゆる「知り合い」を選んだ場合に、ガバナンスの質が低下するとは限らない。企業側が、ガバナンスの趣旨を理解したうえで、説明責任を果たしてほしい。
- ・ 特に新任取締役に 대해서는選任理由を適切に説明してほしい。単に候補者の経歴を繰り返すだけのよう（例えば、経歴として役員・社長を含む社外取締役候補者について「経営の知見を期待し」等）形式的説明だけに終わっている企業が散見されることは残念である。また、多くの企業において取締役が実質「あがり」のポジションとなっており、その後のパフォーマンス評価がなされていないようにも見受けられる点も残念である。選任理由の開示が明確な企業、取締役のパフォーマンス評価が厳格に行われていることが分かる企業はポジティブに評価する。
- ・ 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指名委員会（任意を含む）の構成と役割など、③取締役会の構成（独立性、ダイバーシティなど）、④経営責任（財務パフォーマンス、不祥事案件等）。
- ・ 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。また、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長期の会社の戦略に照らして整合

的なスキルマトリクスとなっているか、指名諮問委員会がスキルマトリクスを活用しているか、の説明・開示、④独立役任期の考え方

- ・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（後継者選びのプロセス等）について対話をしている。取締役会に関して、取締役会の構成が重要だと考えており、とりわけ多様性、個々の取締役の専門分野のバランス等、全体としてのスキルセットのバランスへの配慮が求められる。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】

- ・①経営トップ（CEO、社長）や社内出身の取締役の関与を受けない独立した機関としての指名委員会による指名プロセス、②取締役会におけるダイバーシティの考慮（女性や外国人の登用）および独立性の向上、③定期的な取締役会の実効性評価の実施と開示、④計画的なサクセッションプランニング（後継者計画）、⑤取締役のスキルの開示強化等を重視している。また、これらを取り入れることを企業側に期待している。
- ・取締役の選任については経営陣の監督機能の強化、つまり独立性とダイバーシティの強化を望んでいる。いくつかの企業では取締役に女性を起用したり、従業員のダイバーシティ強化をする動きは見られるものの非常に進展は遅いと感じている。また、事業に必要なグローバルな経験を有する取締役の起用、つまり国際的な取締役の起用も必要であると考えている。
- ・取締役に占める女性の割合を高めることを期待する。ジェンダー・ダイバーシティを高め、多様な価値観を持つ役員で構成される取締役会の方が経営の質が高まるとの研究結果も出ている。特に日本の企業では取締役会のダイバーシティが進んでいないように感じるため、この点の改善を期待する。
- ・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。

【評価・検証に関する事項】

- ・取締役候補者毎の適性の情報開示強化に加え、取締役会全体の適切性の一端を示すスキルマトリ

ックス等の積極開示を望む。

- ・取締役会は、経営戦略を実行するために必要な知見や能力を備えた多様な人材で構成されることが重要と考えている。そのためにも、まずは現状の取締役のスキルマトリックスを作成・開示していただき、あるべきガバナンス体制について対話をさせていただきたい。
- ・取締役の KPI の策定と開示を企業にお願いしたい。投資家と企業が共有する共通言語である KPI が不透明であるため、特に解任プロセスのアカウンタビリティが欠如しているように思われる。
- ・選解任のプロセスにおいて重視すべきは透明性及び納得性のある理由の有無だと考える。企業側に期待するのは積極的な事実関係の開示と役員の持つミッションや KPI を明示した上で定量的な根拠に基づく選解任事由の説明である。
- ・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。

1 4. 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

【意識改革や継続的な対応に関する事項】

- ・本来日本版スチュワードシップ・コードは何を目指していたのか、その原点となる精神に立ち返るべきであると考え。目指すことは報告やアンケートの数を増やすことや対話の数を増やすこと、手間を増やすことではなく、持続的な企業価値拡大のために企業と投資家が建設的な対話を行うというあるべき姿の強化であることをインベストメントチェーンの各プレーヤー、それを取り巻く関係各所が今一度認識することが最も効果的である。
- ・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で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。
- ・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り組むことと、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。
- ・当社グループでは、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。当社では、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。

- ・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】

- ①投資家が直接経営層と、ESG に関することや、取締役会の構成とそれが議決権行使の賛否に与える影響について、話し合いが出来る機会が増えるとよい。
- ②IR 担当者および IR 部署としての権限や役割に問題がある。CFO がそもそも置かれていない企業が多い中で、IR の立ち位置は説明係になりやすい。本来であれば取締役会にオブザーバーとして出席するとともに、経営層に対して投資家とのコミュニケーション内容を定期的にアップデートすべきである。
- ③投資家サイドとしては、通常のリサーチミーティングの一部を ESG に関するエンゲージメントに利用することが現状では一般的だとは思いますが、その効果が認められる状況になれば、より ESG にフォーカスしたミーティングを持つべき。ただし、企業のあるべき姿に関する仮説を両者が持った状態での建設的なディスカッションが望ましい。
- ④そのために、外部ベンダー(MSCI など)を利用するが、企業のキャパシティ(人員、英語力など)の問題で回答されていないケースが多い(中型企業以下)。議論のベースがないことも多いのが現状である。
- ⑤債券投資家としては、議決権がないことにより目的を持った対話の対象と企業から認識されていない場合があると感じる。これは例えば ESG 説明会を実施している企業であっても、債券投資家には案内を送らない事例が幾つか存在している。一方、企業にとっても個別の投資家から全てエンゲージメントの申し込みがあったとしても対応が難しいという事情があることは

承知している。企業サイドとしては広く投資家を対象とした ESG 説明等の実施により「対話」に資する投資家とのエンゲージメントを持つ努力が、投資家サイドとしては発行体との「対話」に対応できるだけの自己研鑽が求められるのではないかと感じる。

- 投資先企業との密なエンゲージメントを通じた相互理解が重要であると考えている。特に日本企業においては欧米的な強権的な議決権の行使よりも、しっかりとした対話を通じたエンゲージメントの方が好まれる文化であると考えている。議決権の行使もスチュワードシップ活動の一つではあるが、各国の文化やビジネス慣習を尊重し、それに合ったアプローチの仕方が重要であると考えている。
- 協働エンゲージメントを行う場合の条件やレポーティング必須事項について不透明な点が見られる。協働エンゲージメントは発展しているエリアであるため、企業と投資家の双方に対しよりクリアなガイダンスを希望する。
- 少数株主の意見であっても、企業がその意見の妥当性・合理性を公正に評価した上でコーポレート・アクションに結びつけられることが重要であると考えている。「常識的な」協働エンゲージメントは有効な手段だと思う。また、ショートターミズムはスチュワードシップの妨げになると考える。
- 企業と投資家の建設的な対話が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。
- 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。
- スチュワードシップ活動の実効性を高める上では、スチュワードシップ活動を行うための体制の整備に加え、ポートフォリオ・マネジャー、アナリスト、スチュワードシップ担当者が、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重要であると考えている。
- 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。

【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。

【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運用機関のスチュワードシップ活動評価。
- ・企業年金におけるスチュワードシップコード受け入れ先の拡大。受入れ準備や、受入れ後のモニタリング負荷が大きいというイメージの払拭が必要であり、運用コンサルの活用もひとつのソリューションであると考ええる。
- ・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当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】

- ・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が浸透することで、企業価値向上

- に向け、企業、投資家が同じ目線で対話を行い、問題の共有、解決へのアプローチが以前に比べ行いやすくなっている。一方で、未だに SR、IR 活動に無関心な企業も多く、また、株式持ち合いで安定数の議決権を確保している企業は、少数株主からのアプローチが響きにくいケースもある。更なる企業による情報開示の充実及び、政策保有株式の縮減が効果的であると考えている。
- ・ スチュワードシップ活動は受託者責任とも深く関係する、運用機関による中長期的な株主リターンを追求活動であると理解するが、個社別に取り組むにはその効果の限界があると思われる。その場合業界団体などを活用し、インベストメントチェーン自体の高度化をはかり、株主および最終受益者の利益を極限まで追求できるエコシステムの構築を目指すべきであるとする。
 - ・ 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。
 - ・ 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。
 - ・ 株式持ち合い等による安定株主を排除すること、親会社等支配株主に対して少数株主保護ルールを厳格化すること、が実現されればスチュワードシップ活動の実効性は格段に高まることが期待できると考える。
 - ・ 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、2020年8月には0.1%となっている。

以 上