

平成26年12月3日

各位

一般社団法人日本投資顧問業協会

拝啓 時下ますますご清栄のこととお喜び申し上げます。

さて、本年2月27日に『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～」が策定、公表されました。

当協会では、当協会会員の同コードへの受入れ表明状況及び体制整備状況等について、会員に対しアンケート調査を行い、今般その結果が添付のとおりまとまりましたのでご案内申し上げます。

敬具

(本件に関する照会先：一般社団法人日本投資顧問業協会事務局 岡崎、永田)

電話番号03-3663-0505

# 日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関する アンケートの結果について（平成 26 年 10 月実施分）

## I：概要

### <目的>

会員の日本版スチュワードシップ・コードへの受入れ表明状況及び会員の体制整備状況等の調査を行う。

### <調査対象>

投資運用会員 194 社（金商法第 2 条第 8 項第 12 号ロに掲げる行為又は同項第 15 号に掲げる行為を業として行う会員。ラップ業務を行う会員を含み、不動産関連特定投資運用業のみを行う会員を除く。）及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その他会員 6 社 の 計 200 社

### <回答期間>

平成 26 年 9 月 24 日～10 月 24 日

### <回答社数>

176 社／200 社 （社数ベースでの回答率 88%）

### <回答基準日>

注記の無い限り、平成 26 年 8 月 31 日

### <回答社の日本株投資残高（平成 26 年 6 月末）> （内、他社委託分）

|       |            |            |            |
|-------|------------|------------|------------|
| 上場株式  | インデックス運用部分 | 189,235 億円 | (154 億円)   |
|       | 上記以外       | 194,723 億円 | (8,255 億円) |
| 非上場株式 |            | 690 億円     | ( 0 億円)    |

### <回答社の投資運用業における日本株関連の陣容（平成 26 年 6 月末）>

|                  |         |           |
|------------------|---------|-----------|
|                  | 人員数     | 平均経験年数    |
| 運用業務従事者          | 1,522 名 | —         |
| 内 ファンドマネージャー数    | 946 名   | 13 年 7 ヶ月 |
| 内 調査スタッフ(アナリスト)数 | 436 名   | 12 年 9 ヶ月 |
| 内 議決権行使担当者       | 44 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平成 26 年 8 月末時点で「策定済」とした社は 91 社、「策定中」とした社は 11 社であった<質問 2-①>。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 84 社 (92%) \*1 であった<質問 2-④>。

\*1：方針を「策定済」と回答した社を集計対象 (91 社) とした社数、比率。以下、③まで同じ。

- ② 「策定した方針」及び「顧客との利益相反に関する明確な方針」をウェブサイト等で開示しているかとの質問では、それぞれ 90 社 (99%)、72 社 (81%) であった<質問 2-⑤、⑦>。

- ③ 顧客に対する方針の説明状況では、「要請のあった顧客のみ直接説明している」を選択した社が最も多く 58 社 (64%)、「全ての顧客に直接説明している」とした社は 5 社 (5%) に留まった<質問 2-⑨>。また、活動に関する顧客からの質問の有無では、受けたことが「ある」とした社は 52 社 (57%) であった<質問 2-⑫>。

- ④ モニタリングについての質問では、日本株式の「全商品」に結果が反映されているとした社が 64 社 (59%) \*2、「アクティブ商品のみ」とした社は 40 社 (37%) であった<質問 3-②>。その対象については「投資している全銘柄」とした社が 83 社 (75%) であった<質問 3-③>。

\*2：各質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、同じ。

- ⑤ エンゲージメントについての質問では、日本株式の「全商品」に結果が反映されているとした社が 50 社 (49%)、「アクティブ商品のみ」とした社は 45 社 (44%) であった<質問 3-⑤>。その対象については「投資している全銘柄」とした社が 50 社 (47%) であった<質問 3-⑥>。

- ⑥ エンゲージメント活動における企業との対話において、重視すべき議題として「企業戦略」を選択した社が最も多く 96 社 (74%)、次いで「企業業績及び長期見通し」が 76 社 (58%)、「ガバナンス体制」が 75 社 (58%) であった<質問 3-⑦>。実際に企業と多く議論した事項についても同様の傾向であった<質問 3-⑧>。なお、エンゲージメント活動について、企業からのフィードバックを「受けたことがある」とした社は 41 社 (28%) に留まった<質問 3-⑨>。

- ⑦ 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・検討事項では、「活動に係るコスト」を選択した社が最も多く 67 社（56%）、次いで「人材確保」が 50 社（42%）、「インサイダー規制」が 46 社（38%）であった<質問 3-⑩>。
- ⑧ 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 124 社（会員 1 社あたりの行使対象とした総会社数の平均 315 社に対し 39%）、反対・棄権した議案件数は会員 1 社あたり平均 228 件（会員 1 社あたりの行使対象とした総議案件数の平均 2,273 件に対し 10%）であった<質問 4-③>。議案項目別では、集計対象が異なるものの昨年度実施した「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート（第 12 回）」（以下、昨年度アンケート）との比較でみると、議案数の多い「取締役選任」（12%⇒8%）及び「監査役選任」（22%⇒17%）の反対・棄権比率は低下した<質問 4-④>。
- ⑨ 株主提案議案に対し賛成した会社数は会員 1 社あたり平均 4 社（会員 1 社あたりの株主提案のあった会社数の平均 14 社に対し 29%）、賛成をした議案件数は会員 1 社あたり平均 8 件（会員 1 社あたりの株主提案議案件数の平均 123 件に対し 6%）であった<質問 4-⑦>。議案項目別では、同じく昨年度アンケートとの比較でみると、「剰余金処分案等」（9%⇒11%）の賛成比率が上昇した一方、「自己株式取得」（19%⇒14%）の賛成比率は議案数の著増（昨年度アンケート比約 4 倍の増加）に伴い低下した。なお、議案数の多い「取締役（会）問題」（13%⇒3%）の賛成比率は低下した<質問 4-⑧>。
- ⑩ 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た社は 15 社（11%）であった。昨年度アンケートにおける「活用していない」から今回「活用している」に選択が変更された社はあるものの、引き続き低水準に留まっている<質問 4-⑭>。活用していない理由として、投資先企業の参加率の低さについての指摘が多かった<質問 4-⑮>。また、株主総会招集通知の閲覧に関する質問では、議決権電子行使プラットフォームを活用した社は 18 社（14%）、東証の TDnet を活用した社は 16 社（12%）と低水準に留まった<質問 4-⑯>。活用しない理由では、投資先企業の参加率の低さに加えて、他の方法での閲覧フローを活用している旨の回答が多かった<質問 4-⑰>。

- ⑪ 実力の具備に関する取り組み状況についての質問では、大きく分類すると、内部的な取り組みとして対話スキルや判断・分析力の向上の他、人材育成、体制整備、事例蓄積・レビュー、情報収集の工夫、対外的な取り組みとして企業との対話促進や他の投資家との交流を挙げる回答が多かった<質問 5-①>。
- ⑫ 集团的エンゲージメントが必要な原則であるかとの質問では、必要と「思う」を選択した社が 62 社 (43%)、必要と「思わない」を選択した社が 81 社 (57%) であった。必要と「思う」理由としては、対話に対する企業の姿勢改善や企業・投資家双方のコスト軽減などが挙がる一方、必要と「思わない」理由としては、日本版スチュワードシップ・コード誕生から間も無く時期尚早であること、個別対話の重要性などが挙げられた。また、原則に盛り込むための課題については、法的問題や協調方法に関する整理、匿名性・秘密性の確保などが挙げられた<質問 6-①>。
- ⑬ 経営者・投資家フォーラム (MIF) 創設に関する質問では、創設による対話の質の向上、企業と投資家の関係構築などを期待する一方、議論の有効性に対する疑問や、保有銘柄の開示及び経営・投資手法の多様性の排除に対する懸念などの指摘があった。また、創設に向けては、集团的エンゲージメントと同様に、法的問題及び運営面の問題についての整理などが検討課題として挙げられた<質問 6-②>。
- ⑭ 統合報告書に関連して企業が発行・発信する情報に関する質問では、充実が必要な項目として「戦略と資源配分」を選択した社が最も多く 103 社 (79%)、次いで「ガバナンス」が 86 社 (66%)、「ビジネスモデル」が 83 社 (64%) であった<質問 6-③>。
- ⑮ 株主総会に関して企業が取り組むべき項目についての質問では、「株主総会開催日の分散化」を選択した社が最も多く 92 社 (71%)、次いで、「議案の説明充実」が 90 社 (70%)、「招集通知の早期発送 (早期開示)」が 77 社 (60%) であった<質問 6-④>。

### 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・コードに関する方針を策定していますか。<質問 2-①>

|                            | 回答数          | 176 社 | 日本株残高<br>ベース比率  |
|----------------------------|--------------|-------|-----------------|
| イ 策定済                      | 91 社 (51.7%) |       | 97.2% (37.4 兆円) |
| ロ 策定中                      | 11 社 ( 6.3%) |       | 0.2% ( 0.1 兆円)  |
| ハ 受入れ予定なし                  | 74 社 (42.0%) |       | 2.6% ( 1.0 兆円)  |
| ・日本株に投資をしていないため            | 43 社         |       |                 |
| ・(短期保有や非上場株投資など) 戦略に適さないため | 11 社         |       |                 |
| ・(外部への運用委託など) 議決権を有しないため   | 5 社          |       |                 |
| ・人員・費用などのコスト負担が増えるため       | 2 社          |       |                 |

##### 2. 上記<質問 2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした 102 社に対するヒアリング結果<質問 2-②以降>

<ご参考：「策定済」もしくは「策定中」とした 102 社の状況（平成 26 年 6 月末）>

(内、他社委託分)

|       |            |            |            |
|-------|------------|------------|------------|
| 上場株式  | インデックス運用部分 | 188,187 億円 | ( 0 億円)    |
|       | 上記以外       | 186,015 億円 | (6,947 億円) |
| 非上場株式 |            | 509 億円     | ( 0 億円)    |

##### (1) 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で策定されていますか。<質問 2-②>

|                 | 回答数        | 102 社 |
|-----------------|------------|-------|
| イ 投資判断部門        | 27 社 (26%) |       |
| ロ 運用企画／管理部門     | 23 社 (23%) |       |
| ハ 企業調査部門        | 2 社 ( 2%)  |       |
| ニ 議決権行使担当部門     | 3 社 ( 3%)  |       |
| ホ スチュワードシップ担当部門 | 2 社 ( 2%)  |       |
| ヘ 法務・コンプライアンス部門 | 22 社 (22%) |       |
| ト その他           | 23 社 (23%) |       |

・「ト その他」では、投資判断部門、運用企画/管理部門及び企業調査部門などによる部門横断的な委員会・合議体を挙げる回答が大多数であった。

(2) 日本版スチュワードシップ・コードに関する機関決定はどこで行われていますか。<質問 2-③>

|                                  | 回答数  | 102 社 |
|----------------------------------|------|-------|
| イ 取締役会                           | 35 社 | (34%) |
| ロ 経営会議                           | 29 社 | (28%) |
| ハ スチュワードシップ・コードに関する意思決定機関 (委員会等) | 9 社  | (9%)  |
| ニ 運用部門                           | 13 社 | (13%) |
| ホ 議決権行使担当部門                      | 2 社  | (2%)  |
| ヘ 法務・コンプライアンス部門                  | 2 社  | (2%)  |
| ト その他                            | 12 社 | (12%) |

・「ト その他」では、経営会議、運用部門などによる部門横断的な委員会・合議体を挙げる回答が大多数であった。

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

①上記<質問 2-④>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   | 100 社  | 内 方針策定済 91 社*3 | 内 方針策定中 9 社*4 |
|-----------------------------|-------|--------|----------------|---------------|
| 全ての原則に準拠している<br>(各原則に対する回答) | 92 社  | (92%)  | 84 社 (92%)     | 8 社 (89%)     |
| イ 原則 1                      | 99 社  | (99%)  | 91 社 (100%)    | 8 社 (89%)     |
| ロ 原則 2                      | 100 社 | (100%) | 91 社 (100%)    | 9 社 (100%)    |
| ハ 原則 3                      | 96 社  | (96%)  | 87 社 (96%)     | 9 社 (100%)    |
| ニ 原則 4                      | 96 社  | (96%)  | 87 社 (96%)     | 9 社 (100%)    |
| ホ 原則 5                      | 93 社  | (93%)  | 84 社 (92%)     | 9 社 (100%)    |
| ヘ 原則 6                      | 98 社  | (98%)  | 89 社 (98%)     | 9 社 (100%)    |
| ト 原則 7                      | 97 社  | (97%)  | 88 社 (97%)     | 9 社 (100%)    |

\*3 : <質問 2-①>にて「イ 策定済」を選択した社。以下、同じ。

\*4 : <質問 2-①>にて「ロ 策定中」を選択した社。以下、同じ。

<ご参考> 日本版スチュワードシップ・コード

|      |   |
|------|---|
| 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知識に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。        |

②上記<質問 2-④>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。

<原則 1 に準拠していない理由>

- ・方針策定中のため 1 社

<原則 3 に準拠していない理由>

- ・日本の上場企業株式に投資をしていないため 4 社

<原則 4 に準拠していない理由>

- ・日本の上場企業株式に投資をしていないため 4 社

<原則 5 に準拠していない理由>

- ・日本の上場企業株式に投資をしていないため 4 社
- ・議決権行使権を有していないため 3 社

<原則 6 に準拠していない理由>

- ・日本の上場企業株式に投資をしていないため 1 社
- ・議決権行使権を有していないため 1 社

<原則 7 に準拠していない理由>

- ・日本の上場企業株式に投資をしていないため 3 社

(4) 策定した方針をウェブサイト等に開示していますか。<質問 2-⑤>

|           | 回答数 102 社  | 内 方針策定済 91 社 | 内 方針策定中 11 社 |
|-----------|------------|--------------|--------------|
| イ 開示済     | 90 社 (88%) | 90 社 (99%)   | 0 社 (0%)     |
| ロ 開示準備中   | 9 社 (9%)   | 1 社 (1%) *5  | 8 社 (73%)    |
| ハ 開示していない | 3 社 (3%)   | 0 社 (0%)     | 3 社 (27%)    |
| ・方針策定中のため | 2 社        |              |              |
| ・顧客が少数のため | 1 社        |              |              |

\*5：当社は基準日（8月末）時点では開示準備中であったが、現時点では開示済である。

(5) 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。<質問 2-⑥>

|                                  | 回答数 102 社  | 内 方針策定済 91 社 | 内 方針策定中 11 社 |
|----------------------------------|------------|--------------|--------------|
| イ 独立した方針として策定済                   | 52 社 (51%) | 49 社 (54%)   | 3 社 (27%)    |
| 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 | 40 社 (39%) | 40 社 (44%)   | 0 社 (0%)     |
| ハ 策定中                            | 6 社 (6%)   | 0 社 (0%)     | 6 社 (55%)    |
| ニ 策定していない                        | 4 社 (4%)   | 2 社 (2%) *6  | 2 社 (18%)    |
| ・(複数の) 社内規程・規則等で定めている            | 2 社        |              |              |

\*6: 2 社の内 1 社は複数の社内規程等で定めており、1 社は顧客との利益相反に関する方針は検討中であった。

(6) (上記<質問 2-⑥>でイ、ロ、ハの場合のみ回答) 策定した利益相反に関する方針をウェブサイト等に掲載していますか。<質問 2-⑦>

|              | 回答数 97 社   | 内 方針策定済 89 社 | 内 方針策定中 8 社 |
|--------------|------------|--------------|-------------|
| イ 開示済        | 72 社 (74%) | 72 社 (81%)   | 0 社 (0%)    |
| ロ 開示準備中      | 10 社 (10%) | 5 社 (6%)     | 5 社 (63%)   |
| ハ 開示していない    | 15 社 (15%) | 12 社 (13%)   | 3 社 (38%)   |
| ・社内規程・規則等のため | 9 社        |              |             |
| ・検討中         | 4 社        |              |             |

(7) 日本版スチュワードシップ・コードの策定及び実施に際し、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。<質問 2-⑧>

|                       | 回答数 102 社  | 内 方針策定済 91 社 | 内 方針策定中 11 社 |
|-----------------------|------------|--------------|--------------|
| イ 既にレビュー済             | 10 社 (10%) | 10 社 (11%)   | 0 社 (0%)     |
| ロ 現在レビュー中/レビューに向けて調整中 | 21 社 (21%) | 14 社 (15%)   | 7 社 (64%)    |
| ハ レビューを受ける予定なし        | 71 社 (70%) | 67 社 (74%)   | 4 社 (36%)    |

(8) 顧客に対し、貴社の日本版スチュワードシップ・コードに対する方針を説明していますか (複数回答可)。<質問 2-⑨>

|                              | 回答数 102 社  | 内 方針策定済 91 社 | 内 方針策定中 11 社 |
|------------------------------|------------|--------------|--------------|
| イ 全ての顧客に直接説明している             | 5 社 (5%)   | 5 社 (5%)     | 0 社 (0%)     |
| ロ 要請のあった顧客のみ直接説明している         | 60 社 (59%) | 58 社 (64%)   | 2 社 (18%)    |
| ハ 投資/運用方針の中で説明している           | 5 社 (5%)   | 5 社 (5%)     | 0 社 (0%)     |
| ニ 顧客との契約書の中で記述している           | 1 社 (1%)   | 1 社 (1%)     | 0 社 (0%)     |
| ホ 説明していない                    | 13 社 (13%) | 9 社 (10%)    | 4 社 (36%)    |
| ヘ その他                        | 24 社 (24%) | 18 社 (20%)   | 6 社 (55%)    |
| ・現時点で要請無いが、顧客から要請あれば直接説明する予定 | 13 社       |              |              |
| ・ウェブサイト等で開示している              | 7 社        |              |              |

(9) 貴社は、貴社の日本版スチュワードシップ・コードに対する方針を顧客に理解してもらうために、どのような取り組みをしていますか。(自由回答) <質問 2-⑩>

<回答例> (順不同)

**【顧客説明】**

- ・顧客に対して、投資先企業との目的を持った対話を行い、投資先企業の企業価値向上と、中長期の持続的成長を重視して情報の共有化を図る旨を説明している。
- ・日本版スチュワードシップ・コードの精神は、長期の業績予想を基本とする当社の国内株式運用で長年実践してきたボトムアップリサーチに由来から内包されている。同コードの受入れによって新たなプロセスが追加されるものではなく、従来からの長期的視点に基づく運用プロセスについてきめ細かな説明をする中で、顧客の理解度を高める努力を行っている。
- ・投資先企業がどのような形で当社スチュワードシップ・コードに基づく投資方針と合致しているかを説明することで顧客に理解を得られるようにしている。
- ・当社営業担当者が日本版スチュワードシップ・コードに関して理解し、顧客に説明を行う際、十分な理解を得られるよう外部講師を招いた研修や社内勉強会等を行っている。

**【説明資料】**

- ・日本版スチュワードシップ・コード説明用の資料を作成し、潜在顧客も含め、機会があるごとに説明している。
- ・顧客に対して、日本版スチュワードシップ・コードに対する当社の方針に加え、概要や英国版との相違点等を資料を使って説明をしている。また、エンゲージメントについては、具体的な例をあげて説

明することも行っている。

- ・当社では、日本版スチュワードシップ・コードが導入される以前から、投資先企業と「目的を持った対話」を行うための効果的な体制を整備し、実践してきたことを当社資料に記載している。

#### 【ウェブ開示】

- ・当社ウェブサイトでの開示・議決権行使に係る顧客とのミーティングにおける説明・方針概要、体制、投資先企業とのエンゲージメント状況（対話の事例）などをまとめた資料を作成し、興味を持っていただける顧客に積極的に説明している。

（10）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。<質問2-⑪>

|      | 回答数 101社  | 内 方針策定済 90社 | 内 方針策定中 11社 |
|------|-----------|-------------|-------------|
| イ ある | 30社 (30%) | 30社 (33%)   | 0社 (0%)     |
| ロ なし | 71社 (70%) | 60社 (67%)   | 11社 (100%)  |

（11）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。<質問2-⑫>

|      | 回答数 102社  | 内 方針策定済 91社 | 内 方針策定中 11社 |
|------|-----------|-------------|-------------|
| イ ある | 54社 (53%) | 52社 (57%)   | 2社 (18%)    |
| ロ なし | 48社 (47%) | 39社 (43%)   | 9社 (82%)    |

（12）運用を他社に再委託（国内株式への投資を含む運用権限の委託等）する場合、その再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・コードとの適合性を選定項目にしていますか。<質問2-⑬>

|                            | 回答数 102社  | 内 方針策定済 91社 | 内 方針策定中 11社 |
|----------------------------|-----------|-------------|-------------|
| イ 選定項目としている                | 3社 (3%)   | 3社 (3%)     | 0社 (0%)     |
| ロ 選定項目ではないが、<br>選定の際考慮している | 30社 (29%) | 26社 (29%)   | 4社 (36%)    |
| ハ 再委託先が無い                  | 54社 (53%) | 48社 (53%)   | 6社 (55%)    |
| ニ 考慮していない                  | 15社 (15%) | 14社 (15%)   | 1社 (9%)     |

「的確な状況把握及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. モニタリング（投資先企業の状況を的確に把握すること）を実施している主体を下記からお選び下さい（複数回答可）。<質問3-①>

|                                | 回答数  | 121社  | 内 | 日本株投資残高有 | 89社*7 |
|--------------------------------|------|-------|---|----------|-------|
| イ ポートフォリオマネージャー／<br>ファンドマネージャー | 101社 | (83%) |   | 84社      | (94%) |
| ロ リサーチアナリスト                    | 64社  | (53%) |   | 54社      | (61%) |
| ハ 議決権行使担当者<br>(ガバナンススペシャリスト)   | 17社  | (14%) |   | 16社      | (18%) |
| ニ その他*8                        | 16社  | (13%) |   | 4社       | (4%)  |
| ・外部（委託先・投資ファンド先の運用業者等）         | 8社   |       |   |          |       |
| ・エンゲージメント担当者                   | 3社   |       |   |          |       |

\*7：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。

\*8：「日本の上場株式に投資していない」「モニタリングを実施していない」等、質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。

4. 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）。<質問3-②>

|               | 回答数 | 108社  | 内 | 日本株投資残高有 | 87社   |
|---------------|-----|-------|---|----------|-------|
| イ 全商品         | 64社 | (59%) |   | 51社      | (59%) |
| ロ アクティブ商品のみ   | 40社 | (37%) |   | 34社      | (39%) |
| ハ その他         | 6社  | (6%)  |   | 3社       | (3%)  |
| ・外部委託・投資ファンド等 | 5社  |       |   |          |       |

5. 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）。<質問3-③>

|                                   | 回答数 | 111社  | 内 | 日本株投資残高有 | 89社   |
|-----------------------------------|-----|-------|---|----------|-------|
| イ 投資している全銘柄                       | 83社 | (75%) |   | 68社      | (76%) |
| ロ 投資比率上位銘柄                        | 7社  | (6%)  |   | 6社       | (7%)  |
| ハ 個別にエンゲージメントが必要と判断した銘柄のみ         | 17社 | (15%) |   | 15社      | (17%) |
| ニ その他                             | 18社 | (16%) |   | 12社      | (13%) |
| ・外部（委託先・投資ファンド先の運用業者等）<br>に委任している | 10社 |       |   |          |       |
| ・投資対象候補銘柄                         | 6社  |       |   |          |       |

6. エンゲージメント（投資先企業との建設的な「目的を持った対話」）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）。<質問 3-④>

|                                | 回答数  | 110 社 | 内 | 日本株投資残高有 | 84 社  |
|--------------------------------|------|-------|---|----------|-------|
| イ 経営層（運用責任者を含む）                | 34 社 | (31%) |   | 25 社     | (30%) |
| ロ ポートフォリオマネージャー／<br>ファンドマネージャー | 89 社 | (81%) |   | 78 社     | (93%) |
| ハ リサーチアナリスト                    | 66 社 | (60%) |   | 56 社     | (67%) |
| ニ 議決権行使担当者<br>(ガバナンススペシャリスト)   | 22 社 | (20%) |   | 21 社     | (25%) |
| ホ その他                          | 14 社 | (13%) |   | 4 社      | (5%)  |
| ・外部（委託先・投資ファンド先の運用業者等）         | 8 社  |       |   |          |       |

7. 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）。<質問 3-⑤>

|                         | 回答数  | 103 社 | 内 | 日本株投資残高有 | 83 社  |
|-------------------------|------|-------|---|----------|-------|
| イ 全商品                   | 50 社 | (49%) |   | 39 社     | (47%) |
| ロ アクティブ商品のみ             | 45 社 | (44%) |   | 39 社     | (47%) |
| ハ エンゲージメントを運用方針に掲げている商品 | 5 社  | ( 5%) |   | 5 社      | ( 6%) |
| ニ その他                   | 7 社  | ( 7%) |   | 3 社      | ( 4%) |
| ・外部委託・投資ファンド等           | 7 社  |       |   |          |       |

8. 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）。<質問 3-⑥>

|                               | 回答数  | 106 社 | 内 | 日本株投資残高有 | 84 社  |
|-------------------------------|------|-------|---|----------|-------|
| イ 投資している全銘柄                   | 50 社 | (47%) |   | 39 社     | (46%) |
| ロ 投資比率上位銘柄                    | 12 社 | (11%) |   | 10 社     | (12%) |
| ハ 個別にエンゲージメントが必要と判断した<br>銘柄のみ | 42 社 | (40%) |   | 37 社     | (44%) |
| ニ その他                         | 18 社 | (17%) |   | 12 社     | (14%) |
| ・外部（委託先・投資ファンド先の運用業者等）        | 10 社 |       |   |          |       |
| ・投資対象候補銘柄                     | 7 社  |       |   |          |       |

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、議題として最も重視すべきと考える事項を下記から3つお選び下さい。〈質問3-⑦〉

|                                 | 回答数 130社  | 内 日本株投資残高有 88社 |
|---------------------------------|-----------|----------------|
| イ ガバナンス体制<br>(取締役会構成や資本構造を含む)   | 75社 (58%) | 48社 (55%)      |
| ロ 取締役会における会長・CEOの<br>リーダーシップ    | 15社 (12%) | 11社 (13%)      |
| ハ 取締役会の資質                       | 10社 (8%)  | 2社 (2%)        |
| ニ 取締役報酬                         | 3社 (2%)   | 3社 (3%)        |
| ホ 社外取締役の有無及び役割                  | 11社 (8%)  | 7社 (8%)        |
| ヘ 監査役・監査役会の有無及び役割               | 1社 (1%)   | 1社 (1%)        |
| ト 企業戦略                          | 96社 (74%) | 73社 (83%)      |
| チ 企業業績及び長期見通し                   | 76社 (58%) | 56社 (64%)      |
| リ 企業活動全般                        | 32社 (25%) | 20社 (23%)      |
| ヌ リスク要因<br>(社会・環境問題に関連するリスクを含む) | 35社 (27%) | 22社 (25%)      |
| ル 経営者の後継問題                      | 2社 (2%)   | 2社 (2%)        |
| ヲ 企業買収 (M&A)                    | 1社 (1%)   | 1社 (1%)        |
| ワ 監査の状況                         | 0社 (0%)   | 0社 (0%)        |
| カ その他                           | 20社 (15%) | 14社 (16%)      |
| ・財務戦略・資本政策                      | 13社       |                |
| ○株主還元方針                         | 4社        |                |
| ○ROE目標・向上策                      | 3社        |                |

<その他の意見> (順不同)

- ・事業の成長力に加えて、経営陣の資金調達手法、インセンティブを引き出す報酬制度設計などの企業の持続的成長力
- ・経営者、従業員のオーナーシップや当事者意識
- ・各種委員会の体制

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、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）。<質問 3-⑧>

|                                    | 回答数 | 104社  | 内 | 日本株投資残高有 | 83社   |
|------------------------------------|-----|-------|---|----------|-------|
| イ ガバナンス体制<br>(取締役会構成や資本構造を含む)      | 49社 | (47%) |   | 39社      | (47%) |
| ロ 取締役会における会長・<br>CEO のリーダーシップ      | 22社 | (21%) |   | 17社      | (20%) |
| ハ 取締役会の資質                          | 14社 | (13%) |   | 10社      | (12%) |
| ニ 取締役報酬                            | 9社  | (9%)  |   | 5社       | (6%)  |
| ホ 社外取締役の有無及び役割                     | 18社 | (17%) |   | 16社      | (19%) |
| ヘ 監査役・監査役会の有無及び役割                  | 3社  | (3%)  |   | 2社       | (2%)  |
| ト 企業戦略                             | 87社 | (84%) |   | 74社      | (89%) |
| チ 企業業績及び長期見通し                      | 77社 | (74%) |   | 65社      | (78%) |
| リ 企業活動全般                           | 40社 | (38%) |   | 29社      | (35%) |
| ヌ リスク要因<br>(社会・環境問題に関連するリスクを含む)    | 41社 | (39%) |   | 35社      | (42%) |
| ル 経営者の後継問題                         | 16社 | (15%) |   | 11社      | (13%) |
| ヲ 企業買収 (M&A)                       | 17社 | (16%) |   | 12社      | (14%) |
| ワ 監査の状況                            | 2社  | (2%)  |   | 2社       | (2%)  |
| カ その他                              | 23社 | (22%) |   | 16社      | (19%) |
| ・財務戦略・資本政策                         | 15社 |       |   |          |       |
| ○株主還元方針                            | 6社  |       |   |          |       |
| ○ROE 目標・向上策                        | 2社  |       |   |          |       |
| ・外部 (委託先・投資ファンド先の運用業者等)<br>に委任している | 8社  |       |   |          |       |

<その他の意見> (順不同)

- ・コーポレートガバナンスの問題 (取締役会の独立性、株主重視の志向、役員報酬など)、労使関係の問題、環境問題に関するスチュワードシップ、政府・非政府組織との交流、協働に関する問題等
- ・企業情報開示のあり方、中計のあり方
- ・経営者、従業員のオーナーシップや当事者意識

11. 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。<質問 3-⑨>

|            | 回答数  | 146社  | 内 | 日本株投資残高有 | 90社   |
|------------|------|-------|---|----------|-------|
| イ 受けたことがある | 41社  | (28%) |   | 32社      | (36%) |
| ロ 受けたことがない | 105社 | (72%) |   | 58社      | (64%) |

12. (上記<質問 3-⑨>でイの場合のみ回答) 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。<質問 3-⑩>

|           | 回答数 | 41社   | 内 | 日本株投資残高有 | 32社   |
|-----------|-----|-------|---|----------|-------|
| イ 100社超   | 3社  | (7%)  |   | 3社       | (9%)  |
| ロ 51~100社 | 3社  | (7%)  |   | 1社       | (3%)  |
| ハ 11~50社  | 15社 | (37%) |   | 14社      | (44%) |
| ニ 1~10社   | 20社 | (49%) |   | 14社      | (44%) |

13. 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)。<質問 3-⑪>

|                         | 回答数 | 120社  | 内 | 日本株投資残高有 | 85社   |
|-------------------------|-----|-------|---|----------|-------|
| イ 活動に係るコスト              | 67社 | (56%) |   | 51社      | (60%) |
| ロ 人材確保                  | 50社 | (42%) |   | 37社      | (44%) |
| ハ 対象範囲                  | 42社 | (35%) |   | 34社      | (40%) |
| ニ 利益相反                  | 25社 | (21%) |   | 15社      | (18%) |
| ホ インサイダー規制              | 46社 | (38%) |   | 37社      | (44%) |
| へ TOB・大量保有報告書規制         | 18社 | (15%) |   | 13社      | (15%) |
| ト 広告規制                  | 2社  | (2%)  |   | 2社       | (2%)  |
| チ その他                   | 17社 | (14%) |   | 11社      | (13%) |
| ・企業・投資家双方の認識共有・取り組み     | 4社  |       |   |          |       |
| ・委託先・投資先ファンドを通じた責任の果たし方 | 4社  |       |   |          |       |
| ・人材育成・スキル向上             | 3社  |       |   |          |       |

<その他の意見> (順不同)

- ・投資先企業に対する有効な活動の実例の蓄積
- ・今後顧客からの報告に関する複雑な要望等
- ・投資家間の協働
- ・投資先企業との会合における時間的制約

14. エンゲージメント活動における企業との対話を通じて、投資先企業の持続的成長を促し、最終的に顧客・受益者の中長期的リターン拡大を図ることに貢献したと考えられる実例があれば、可能な範囲で以下にご記入下さい (自由回答)。<質問 3-⑫>

<回答例> (順不同)

**【ガバナンス・企業戦略】**

- ・対話を通じて過剰資本を株主に還元するよう、具体的な事例を用いて促したことにより、新たな中期的な計画において株主還元と成長戦略を両立させた計画が盛り込まれた。結果としてこの銘柄の経営に対する評価が高まり、リターンが改善した。

- ・持株会社化に対して、企業規模が小さいためメリットは少なく負担は大きいのではないかと、またディスクロージャーの後退を危惧しているとの懸念を伝えた A 社は、その後、普通会社に戻った。取締役・監査役の責任免除の定款への導入に対し、本当に必要なのか、企業価値向上に役立つのか、ただの自己保身ではないかとの懸念を伝えた B 社は、その後、会社提案は撤回した。このほか、①買収防衛策が企業価値向上に資するかどうかの再考と廃止、②社外役員の独立性に関しては一般的な要件に加えて、同母体からの複数あるいは継続的な採用の中止などが挙げられる。
- ・重厚長大企業が、事業環境の悪化により業績の長期低迷を余儀なくされていた局面において、CEO、CFO と抜本的な構造改革の必要性について議論をした。当該企業のコア・コンピタンスを再確認し、技術的優位性の高い量産品事業への選択と集中を提言した。その後、会社側が不採算事業の撤退を含む構造改革に着手し、量産品事業への経営資源集中を実施し、収益体質が大幅に改善した。マーケットの当社の経営に対する信認が急速に高まり超過収益を獲得した。
- ・半期ごとに A 社の社長と個別面談を継続実施。企業価値向上、製品・販売戦略などについて対話を重ねた結果、中期計画では ROE 目標、総還元性向目標が盛り込まれた。その後の製品戦略も対話内容に沿ったものであった。
- ・対話を通じて、企業の企業価値上昇への意識を高めている。企業側は、その意識を反映する形での中期経営計画の策定の一方で、企業価値向上を進める中で買収防衛策は不要との判断に至り防衛策を廃止した。事業戦略、財務戦略、ガバナンスの 3 つが関連する成功事例といえる。結果、株価も絶対値で上昇し、対 TOPIX、対競合他社でもアウトパフォームとなった。

#### 【財務戦略・資本政策】

- ・高水準の ROE、数期連続最高益更新など良好なファンダメンタルズを反映した企業価値に対し、株式流動性の不足に起因して株価が不当に低い水準に留まっていることに関連して、IR 担当役員に対して、継続的に課題の共有とともに浮動株増加の打開策を提案してきた。その結果、当社側から、株式分割が増配とともに発表され、株価も好反応を示した。
- ・A 社と資本生産性の改善について従前から対話を行う中で、豊富な手元資金の用途について A 社と方向性を確認後、株主還元策の強化を求むべき議論を重ねた。A 社側からは中期的な資金ニーズの存在等の説明を受けていたが、その後、一転して踏み込んだ株主還元策強化が発表された。
- ・PBR 1 倍を大きく割れている A 社に対して、企業価値、ROE 向上のためには、中長期的なリスクリターンが低いと考えられる事業への投資よりも、より高いリターンを生む自己株式取得の方が有効であると考え、企業との対話を通じて上記認識の共有化を行った。結果、同社は自己株式取得を発表した。
- ・自己資本比率は健全水準であるが株主還元がそれほど高くない企業との対話において、今後の株主還元、キャッシュの用途に関して対話を行った結果、経営陣において、ROE を意識した経営を行うとともに、株主還元について配当性向 30%を目指したいという回答を得ることができた。
- ・自己資本比率は高水準であるにもかかわらず、配当性向は相対的に低い A 社取締役と、資本政策の考え方について対話した。資本調達目的（資金の使途）や資本政策について、一定の説明はあったものの、具体性を伴う、資金使途などについては説得力のある説明を受けることができなかった。当社と

しては、事業の成長性については評価しており、必ずしも過度な増配を望んでいるわけではないが、資本政策については適切な説明責任を果たすよう希望し、結果として、剰余金処分議案に対して反対した。剰余金処分議案は可決したが、A社は当社の上記見解については重く受け止めており、引き続き、取締役会において議論していくことをコミットいただいた。

#### 【情報開示】

- 多くの会社と以下の項目について対話しており、いくつかは実現したと考えている。①説明会資料や中計における株主還元に関する記載。②短信、有報における配当政策のより具体的な記載。③株主総会招集通知の早期送付と参考書類の詳細かつ分かりやすい記載。④決算説明会の開催。⑤自社ホームページでの詳細かつ分かりやすい情報公開。
- 保有企業の業績修正に際し、業績修正の背景を深く掘り下げ取締役会についても問題を指摘し、その開示・IRの在り方について改善を促すとともに、バランスシートの非効率性にも言及した。その結果、IRに対する姿勢が改善されただけでなく、積極的に自社株買いを行うなど、会社のスタンスに明らかな変化が生まれた。
- A社IR部長を訪問取材した際、同社の問題点について議論を行った。事業面に関しては、投資家は同社の中長期成長性を期待しているにもかかわらず、会社の開示内容は足元のリスク要因が多く、投資回収期待の大きい資源案件の説明がないことを指摘した。また、海外資源会社が自社株取得に積極的な姿勢を見せているのに対し、同社を始め同業各社の資本政策への関心が薄いことにも言及した。リスク管理に厳しいA社では、中長期成長ストーリーの大切さをあまり認識していなかったことや、株主還元の方法（自社株買いか配当性向引き上げ）への理解度に温度差があることを確認した。次年度、A社は中長期成長と株主還元策の両輪を見事に組み合わせた中期経営計画を発表し、株価が大きく上昇した。

#### 【その他】

- 企業価値を毀損するリスクがあるいくつかの株主総会議案について、対話及び反対行使の結果、株主総会直前に取り下げられるか、または否決された事例があった。
- 企業との対話が重要であることは言うまでもないが、それに深入りすることは、公平な情報の下で活動すべき一般投資家の立場からは不適切かつリスクイと思われる局面が多いと思われる。また、公開情報のみに接している投資家の立場からは、あらゆる企業情報を有している企業マネジメントに対し、持続的成長につながりうる対話を実施することは常識的に考えてかなり稀なケースと思われる。また、対話が企業にとってポジティブとなったケースは当社でもあった可能性はあるが、外形的に見て、企業の発展が当社との対話によるものかどうかといったことは測定不能であると考えられる。

## 「議決権行使に関する考え方、行使状況、及び報告体制（原則5、6）」について

※対象となる株主総会は本年5月及び6月に開催されたものとします。

### 15. 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。〈質問4-①〉

|           | 回答数 141社   | 内 日本株 90社 | (25年6月末調査) *9 |
|-----------|------------|-----------|---------------|
|           |            | 投資残高有     | 回答数 79社       |
| イ 整備している  | 100社 (71%) | 74社 (82%) | 76社 (96%)     |
| ロ 整備していない | 41社 (29%)  | 16社 (18%) | 3社 (4%)       |

\*9: 昨年度実施「投資一任契約に係る議決権等行使指図に関するアンケート（第12回）」より。

国内株式を運用対象とし、かつ、議決権行使指図権を有している会員のみを対象としたものであり、本アンケートと集計対象が異なる。以下、同じ。

### 16. 日本版スチュワードシップ・コードの受入れに伴い、議決権等行使指図における体制を再整備しましたか。〈質問4-②〉

|                            | 回答数 141社  | 内 日本株 90社 | 内 方針策定済 85社 |
|----------------------------|-----------|-----------|-------------|
|                            |           | 投資残高有     |             |
| イ 従来の体制を継続                 | 62社 (44%) | 49社 (54%) | 59社 (69%)   |
| ロ 一部再整備した                  | 18社 (13%) | 13社 (14%) | 18社 (21%)   |
| ハ 受入れに伴い体制整備を図った           | 4社 (3%)   | 3社 (3%)   | 3社 (4%)     |
| ニ 体制整備を図っていない              | 11社 (8%)  | 5社 (6%)   | 5社 (6%)     |
| ホ 日本版スチュワードシップ・コードを受入れていない | 46社 (33%) | 20社 (22%) | —           |

### 17. 会社提出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）〈質問4-③〉

|                        | 回答数 79社 | 内 日本株 67社 | (25年6月末調査) |
|------------------------|---------|-----------|------------|
|                        |         | 投資残高有     | 回答数 69社    |
| a 反対・棄権した会社数           | 124社    | 137社      | 131社       |
| b 行使対象とした総会社数          | 315社    | 354社      | 317社       |
| c 反対・棄権した会社数比率 (a ÷ b) | 39%     | 39%       | 41%        |
|                        | 回答数 79社 | 内 日本株 68社 | (25年6月末調査) |
|                        |         | 投資残高有     | 回答数 69社    |
| d 反対・棄権した議案件数          | 228件    | 243件      | 230件       |
| e 行使対象とした総議案件数         | 2,273件  | 2,497件    | 1,727件     |
| f 反対・棄権した議案比率 (d ÷ e)  | 10%     | 10%       | 13%        |

18. 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。<質問4-④>

【アンケート回答 全74社の総計】

|               | 賛成      | 反対     | 棄権  | 白紙委任 | 合計      | 反対・<br>棄権比率 |
|---------------|---------|--------|-----|------|---------|-------------|
| a)剰余金処分案等     | 21,086  | 942    | 23  | 5    | 22,056  | 4.4%        |
| b)取締役選任       | 92,418  | 7,500  | 146 | 0    | 100,064 | 7.6%        |
| c)監査役選任       | 19,916  | 4,095  | 25  | 0    | 24,036  | 17.1%       |
| d)定款一部変更      | 8,328   | 221    | 10  | 1    | 8,560   | 2.7%        |
| e)退職慰労金支給     | 2,299   | 1,074  | 6   | 0    | 3,379   | 32.0%       |
| f)役員報酬額改定     | 5,776   | 377    | 9   | 3    | 6,165   | 6.3%        |
| g)新株予約権発行     | 1,881   | 375    | 2   | 0    | 2,258   | 16.7%       |
| h)会計監査人選任     | 558     | 8      | 5   | 0    | 571     | 2.3%        |
| i)組織再編関連(※1)  | 448     | 13     | 2   | 0    | 463     | 3.2%        |
| j)その他会社提案(※2) | 4,393   | 1,944  | 43  | 7    | 6,387   | 31.1%       |
| 合計            | 157,103 | 16,549 | 271 | 16   | 173,939 | 9.7%        |

(※1) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※2) 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、買収防衛策(上記a~iの議案を除く)等

(注) <質問4-③>と<質問4-④>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。

19. 上記<質問4-④>の「b. 取締役選任」「c. 監査役選任」議案について、候補者毎に別議案として検討しましたか。<質問4-⑤>

|                                   | 回答数       | 122社 | 内 日本株     | 87社 |
|-----------------------------------|-----------|------|-----------|-----|
|                                   |           |      | 投資残高有     |     |
| 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     | 53社 (43%) |      | 45社 (52%) |     |
| ロ 取締役候補者は、候補者毎に別議案とした             | 1社 (1%)   |      | 0社 (0%)   |     |
| ハ 監査役候補者は、候補者毎に別議案とした             | 0社 (0%)   |      | 0社 (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 | 68社 (56%) |      | 42社 (48%) |     |

20. 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)。<質問 4-⑥>

|                                     | 回答数 106 社   | 内 日本株 83 社<br>投資残高有 |
|-------------------------------------|-------------|---------------------|
| イ 日本                                | 100 社 (94%) | 80 社 (96%)          |
| ロ 欧州                                | 34 社 (32%)  | 27 社 (33%)          |
| ハ 北米                                | 44 社 (42%)  | 36 社 (43%)          |
| ニ 中南米                               | 25 社 (24%)  | 20 社 (24%)          |
| ホ アジア・オセアニア                         | 36 社 (34%)  | 27 社 (33%)          |
| ヘ 新興国                               | 26 社 (25%)  | 21 社 (25%)          |
| ト その他                               | 6 社 (6%)    | 4 社 (5%)            |
| ・ 外部 (委託先・投資ファンド先の運用業者等)<br>に委任している | 5 社         |                     |
| ・ 中東 (イスラエル)                        | 1 社         |                     |

21. 株主提出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) <質問 4-⑦>

|                     | 回答数 61 社 | 内 日本株 53 社<br>投資残高有 | (25年6月末調査)<br>回答数 53 社 |
|---------------------|----------|---------------------|------------------------|
| a 株主提案に賛成した会社数      | 4 社      | 2 社                 | 2 社                    |
| b 株主提案のあった会社数       | 14 社     | 12 社                | 7 社                    |
| c 賛成した会社数比率 (a ÷ b) | 29%      | 18%                 | 29%                    |
|                     | 回答数 61 社 | 内 日本株 54 社<br>投資残高有 | (25年6月末調査)<br>回答数 53 社 |
| d 株主提案に賛成した議案件数     | 8 件      | 6 件                 | 6 件                    |
| e 株主提案議案件数          | 123 件    | 126 件               | 59 件                   |
| f 賛成した議案比率 (d ÷ e)  | 6%       | 5%                  | 11%                    |

2 2. 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。<質問 4-⑧>

【アンケート回答 全 57 社の総計】

|                | 賛成  | 反対    | 棄権 | 白紙委任 | 合計    | 賛成<br>行使比率 |
|----------------|-----|-------|----|------|-------|------------|
| a)剰余金処分案等      | 29  | 231   | 0  | 0    | 260   | 11.2%      |
| b)自己株式取得       | 29  | 175   | 0  | 0    | 204   | 14.2%      |
| c)役員報酬額の開示等    | 71  | 112   | 0  | 1    | 184   | 38.6%      |
| d)取締役(会)問題(※3) | 21  | 612   | 0  | 8    | 641   | 3.3%       |
| e)監査役(会)問題(※4) | 0   | 16    | 0  | 0    | 16    | 0.0%       |
| f)退職慰労金の削減等    | 23  | 21    | 0  | 10   | 54    | 42.6%      |
| g)その他          | 217 | 4,180 | 7  | 0    | 4,404 | 4.9%       |
| 合計             | 390 | 5,347 | 7  | 19   | 5,763 | 6.8%       |

(※3) 取締役会の解任等を含む。監査委員会を含む。

(※4) 会計監査人の変更等を含む。

(注) <質問 4-⑦>と<質問 4-⑧>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。

2 3. 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。<質問 4-⑨>

|                          | 回答数        | 132 社 | 内 | 日本株        | 90 社  |
|--------------------------|------------|-------|---|------------|-------|
|                          |            |       |   |            | 投資残高有 |
| イ 公表している                 | 68 社 (52%) |       |   | 57 社 (63%) |       |
| ロ 公表していないが、その理由を開示している   | 6 社 (5%)   |       |   | 3 社 (3%)   |       |
| ハ 公表しておらず、且つその理由も開示していない | 58 社 (44%) |       |   | 30 社 (33%) |       |

2 4. 議決権等行使指図に係る集計結果を顧客へ報告していますか。<質問 4-⑩>

|                      | 回答数        | 132 社 | 内 | 日本株        | 90 社  |
|----------------------|------------|-------|---|------------|-------|
|                      |            |       |   |            | 投資残高有 |
| イ 全ての顧客に直接報告している     | 6 社 (5%)   |       |   | 2 社 (2%)   |       |
| ロ 要請のあった顧客のみ直接報告している | 55 社 (42%) |       |   | 49 社 (54%) |       |
| ハ 報告していない            | 71 社 (54%) |       |   | 39 社 (43%) |       |

2 5. 議決権行使指図に関し助言機関を活用しましたか。<質問 4-⑪>

|           | 回答数        | 131 社 | 内 | 日本株        | 89 社 | (25 年 6 月末調査) |
|-----------|------------|-------|---|------------|------|---------------|
|           |            |       |   |            |      | 回答数 78 社      |
|           |            |       |   |            |      | 投資残高有         |
| イ 活用した    | 45 社 (34%) |       |   | 38 社 (43%) |      | 41 社 (53%)    |
| ロ 活用しなかった | 86 社 (66%) |       |   | 51 社 (57%) |      | 37 社 (47%)    |
| ・活用機関数の平均 | 1.0        |       |   | 1.1        |      | —             |

26. (<質問 4-⑪>でイの場合のみ回答) 助言機関の活用対象は、国内株式についてでしょうか、外国株式についてでしょうか。<質問 4-⑫>

|               | 回答数 45 社   | 内 日本株 38 社 | (25 年 6 月末調査) |
|---------------|------------|------------|---------------|
|               |            | 投資残高有      | 回答数 41 社      |
| イ 国内株式・外国株式両方 | 27 社 (60%) | 22 社 (58%) | 26 社 (63%)    |
| ロ 国内株式のみ      | 4 社 (9%)   | 3 社 (8%)   | 6 社 (15%)     |
| ハ 外国株式のみ      | 14 社 (31%) | 13 社 (34%) | 9 社 (22%)     |

27. (<質問 4-⑪>でイ、且つ<質問 4-⑫>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、及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。<質問 4-⑬>

|                          | 回答数 31 社   | 内 日本株 25 社 |
|--------------------------|------------|------------|
|                          |            | 投資残高有      |
| イ 公表している                 | 22 社 (71%) | 19 社 (76%) |
| ロ 公表していないが、その理由を開示している   | 0 社 (0%)   | 0 社 (0%)   |
| ハ 公表しておらず、且つその理由も開示していない | 9 社 (29%)  | 6 社 (24%)  |

28. 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せんか。<質問 4-⑭>

|           | 回答数 133 社   | 内 日本株 90 社 | (25 年 6 月末調査) |
|-----------|-------------|------------|---------------|
|           |             | 投資残高有      | 回答数 78 社      |
| イ 活用している  | 15 社 (11%)  | 12 社 (13%) | 6 社 (8%)      |
| ロ 活用していない | 118 社 (89%) | 78 社 (87%) | 72 社 (92%)    |

29. (<質問 4-⑭>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。<質問 4-⑮>

|                 | 回答数 118 社  | 内 日本株 78 社 |
|-----------------|------------|------------|
|                 |            | 投資残高有      |
| イ 今後活用する予定      | 1 社 (1%)   | 1 社 (1%)   |
| ロ 今後活用するかどうか検討中 | 46 社 (39%) | 38 社 (49%) |
| ハ 今後も活用予定なし     | 71 社 (60%) | 39 社 (50%) |

<「ハ 今後も活用予定なし」の理由の具体例> (順不同)

- ・参加していない投資先企業があるため、フローが割れて煩雑となるため
- ・業務効率化に繋がらないため (議決権行使の機会が限定的、株式運用残高が小さい等)
- ・他の方法で議決権行使を行っているため (受託銀行の様式、社内やブローカーのシステム等)
- ・海外を含めグループ全体で議決権行使を行っているため

30. 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又は東証のTDnetを活用していますか。<質問4-⑯>

|                          | 回答数 133社   | 内 日本株 90社 | (25年6月末調査) |
|--------------------------|------------|-----------|------------|
|                          |            | 投資残高有     | 回答数 78社    |
| イ 議決権電子行使プラットフォームを活用している | 18社 (14%)  | 15社 (17%) | 20社 (26%)  |
| ロ 東証のTDnetを活用している        | 16社 (12%)  | 15社 (17%) | 15社 (19%)  |
| ハ 活用していない                | 104社 (78%) | 64社 (71%) | 52社 (67%)  |

31. (<質問4-⑯>でハの場合のみ回答) 今後の活用につき、下記からお選び下さい(複数回答可)。<質問4-⑰>

|                             | 回答数 104社  | 内 日本株 64社 |
|-----------------------------|-----------|-----------|
|                             |           | 投資残高有     |
| イ 今後、議決権電子行使プラットフォームを活用する予定 | 1社 (1%)   | 1社 (2%)   |
| ロ 今後、東証のTDnetを活用する予定        | 1社 (1%)   | 1社 (2%)   |
| ハ 今後、活用するかどうか検討中            | 35社 (34%) | 26社 (41%) |
| ニ 今後も活用予定なし                 | 67社 (64%) | 36社 (56%) |

<「ハ 今後も活用予定なし」の理由の具体例> (順不同)

- ・他の方法で閲覧しているため(業務委託先からのPDFファイル送付、受託銀行からの通知、助言会社のプラットフォーム、情報ベンダーやブローカーのシステム等)
- ・参加していない投資先企業があるため、フローが割れて煩雑となるため

32. 直近1年間に出席した株主総会数を下記からお選び下さい。<質問4-⑱>

|               | 回答数 134社   | 内 日本株 90社 |
|---------------|------------|-----------|
|               |            | 投資残高有     |
| イ 100社超       | 0社 (0%)    | 0社 (0%)   |
| ロ 51~100社     | 2社 (1%)    | 2社 (2%)   |
| ハ 11~50社      | 2社 (1%)    | 0社 (0%)   |
| ニ 1~10社       | 8社 (6%)    | 7社 (8%)   |
| ホ 出席していない(0社) | 122社 (91%) | 81社 (90%) |

33. 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。<質問 4-19>

|                            | 回答数 116 社  | 内 日本株 87 社<br>投資残高有 |
|----------------------------|------------|---------------------|
| イ 定期的に報告している               | 3 社 ( 3%)  | 1 社 ( 1%)           |
| ロ 顧客から要請があった場合のみ報告している     | 49 社 (42%) | 39 社 (45%)          |
| 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 ( 2%)  | 2 社 ( 2%)           |
| ニ 公開可能な情報のみ報告している          | 3 社 ( 3%)  | 2 社 ( 2%)           |
| ホ 報告していないがその理由を通知している      | 0 社 ( 0%)  | 0 社 ( 0%)           |
| ヘ 報告しておらず、且つその理由も通知していない   | 37 社 (32%) | 24 社 (28%)          |
| ト その他                      | 22 社 (19%) | 19 社 (22%)          |
| ・今後顧客要請があれば報告する予定          | 10 社       |                     |
| ・今後定期的に報告する予定              | 6 社        |                     |
| ・今後ウェブサイトにて開示する予定          | 2 社        |                     |

## 「実力の具備(原則7)」について

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

本原則を実践するために具体的に取り組んでいる事項、および今後取り組む必要があると考えられる事項につき、以下にご記入下さい。<質問 5-①>

<回答例> (順不同)

### 【対話スキルの向上】

- ・投資先企業との面談に当たっては、面談に対する企業側の追加的な負担を低減させるために事前のリサーチを徹底し、面談の質と効率を上げることを心がけている。また個別の面談についても、担当者レベルで確認する事実確認のセッションと、経営者に対して行う建設的な「目的を持った対話」のためのセッションとは異なるものであることを理解しており、面談の属性に応じて適切な調査と対話を行うことを目指している。
- ・運用責任者、アナリストは企業の理念やビジョン、本質的な競争力、経営者の質、企業の置かれている環境の理解、技術的な知見の習得などを図っている。これにより、投資先企業との対話の中で対等に議論が出来るように実力をつけ、投資先企業が参考に出来る発言をしなければならないと考えている。
- ・外部有識者や専門家を招聘し勉強会を行っている他、スチュワードシップ活動の中心となるアナリストが、週1回集まり、対話技術を高めるための勉強会を行っている。
- ・当社では、投資担当者が入社以来、数多くの経営者との対話を通じて、企業経営に関する生きた経験と知識を中長期にわたり積み重ねている。経営者と一体となり深く経営に関与する経験を通じ、深い洞察力や専門知識を含めた能力を高めていくとともに、こうしたノウハウを組織的に蓄積することで投資先企業に対する価値向上支援を行っている。

### 【判断・分析力の向上】

- ・投資先企業の調査・分析に際して、独自の組織を世界各地に展開し、地域横断的に企業の分析を行っている。独自に分類するセクター毎にグローバルなアナリストチームが構成され、株式や債券アナリスト、クオンツアナリストなどもチームの議論に参加し、分析に必要な広い視野を養い洞察力を深めている。アナリストチームは世界中の企業経営責任者等とのミーティングを通じ、投資先企業の持続的成長に資する対話の醸成に努めている。
- ・投資家は、企業の製品やサービスに対して、深い理解が必要である。アナリストやファンドマネージャーは、技術の専門家やエンジニアと話し合えるだけの工学や理学の基礎的な学力が必要と考える。そのため、理系の人材をアナリストとして雇用している。投資家はそれぞれが厳しいディシプリンを自らに課すべきである。
- ・企業とのミーティングでは、基本的には長期的な業績に焦点を当てた対話を実施している。投資先企業の財務的価値の増大を長期的に理解するように努めている。アナリストは通常3~5年先までの企業収益を予想し、それにより導かれる株式価値を想定している。

- ・企業分析において、経営手腕、中長期経営戦略、業績へのコミットメントなどにも注目した調査アプローチを心掛けており、企業が置かれている市場動向や競合環境を整理し、より正しいと考えられる企業戦略を経営者の目線で考えること実践している。

### 【人材育成・評価・拡充】

- ・対話を行う職員の知識・技能・実力の向上を図っていくことが重要と考え、スチュワードシップ活動マニュアルを策定して担当各職員に配布している。
- ・更なる調査対象銘柄カバレッジの拡大と幅広い視点からのリサーチを進めるためにポートフォリオ・マネジメントチーム陣容の拡充が挙げられる。採用等を通じて調査対象銘柄カバレッジの拡大のみならず、チーム全体での議論における意見の多様性、また既存のメンバーの業務負担軽減による効果も期待され、更なる運用パフォーマンス向上に役立つものと確信している。
- ・ロンドンの運用チームとの交流を通じて企業に対する英国流のアプローチを学んでいる。(同一人物が) 長期にわたり日本株調査に従事する人事制度(頻繁に異動しない)を採用している。
- ・スチュワードシップ責任の本来の意図を達成するためには、企業経営者と同じ時間軸と目線で本質的な議論をすること、そのために必要な広汎な知識と知恵、歴史を踏まえた知見と経営を語る能力と意見をもった人材が不可欠である。求められる資質のレベルは時代とともに上がっていくので、これをさらに強化していく仕組みや態勢を充実させ、企業との対話の質の向上を目指しさらに努力を重ねている。

### 【体制整備】

- ・投資判断を行うアナリストや運用担当者は、スチュワードシップ活動を適切に行えるよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に努めている。また、投資先企業のコーポレート・ガバナンスを分析するアナリストを置くなど、専門的見地を持って適切な判断が行えるよう努めている。
- ・当社は、ESG に対するアプローチを改善し、ESG 問題を投資プロセスに組み込むための継続的かつ長期的なプロセスに取り組んでいる。ESG 方針及び日本版スチュワードシップ・コードに対する当社の対応が、事業慣行、事業構造及び法律の変更を盛り込むべく、時間の経過とともに進化していくものと見込んでいる。当社の議決権委員会は、議決権行使に関する方針に変更を加えるべきかどうかを検討するために、少なくとも年に1度は当該方針の見直しを行っている。
- ・グループ本社のある米国拠点において、長年の取り組みのなかで培ったコーポレートガバナンスに関するノウハウを基に構築したスクリーニングツールを用いて、効率的かつ網羅的に投資対象ユニバースを監視していく体制を整備・強化していく予定である。

### 【実例蓄積・レビューの実施】

- ・スチュワードシップ活動の記録を「企業調査票」にまとめ、その都度運用会議でレビューを行っている。限られた面談時間内で重要と思われる項目をとりあげ効率的に対話を進める方法などについて、改善を進めている。
- ・投資先企業の価値向上や持続的成長に真に有効であったと考えられる活動について社内で認識・共有することにより、スチュワードシップ責任を果たすための実効性ある実例を蓄積し、組織としての知見と活動レベルを高めていけるように努めている。スチュワードシップ活動に関しては、逐次記録を

取り、社内で定期的に振り返りを行うことにしている。

- ・ スチュワードシップ活動に係る会議体を設置し、エンゲージメントに係る業務運営の適切性のモニタリング等を実施している。
- ・ 投資部門における、ESG 関連事項に関する外部データ利用とプロセスの徹底、投資先とのエンゲージメント事例のデータベース化を実施している。
- ・ スチュワードシップ活動による企業価値向上の定点観測を行う際に、効果測定やその検証方法等を整理し、活動の実効性を担保することを考えている。

#### 【情報収集の工夫】

- ・ 投資先企業の中長期の成長に寄与すべく投資先の価値創造に関する情報を共有している。また、毎月原則として外部有識者とのディスカッションを行い、ディスカッションを通じて得た示唆を投資委員会のメンバーと共有している。
- ・ 当社は、投資先企業との対話の前に、公表された情報を収集し、投資先企業及び業界動向の理解に努めている。投資先企業の株主価値向上のため必要であると当社が判断する場合は、株主である他の投資家と意見交換を行う等の活動を実施することとしている。
- ・ 企業調査の過程で、有効な対話が出来るように、業績動向のみならず、ガバナンス体制、企業の歴史的な推移、企業体質（社是や社訓の浸透度、過去の問題発生時の対応）を調査し企業実態を理解するよう努めている。また、定期継続的な調査を行い、対話が継続可能となるように努めている。
- ・ 企業の歩んできた歴史を知らない投資家が多いと考える。多くの企業が社史を出しており、社史や製品の過去のシリーズをしっかりと理解したうえで、事業会社と向き合わなければ、事業会社にとって、投資家との対話は意味のないものになる。他方、社会の公器として、事業会社は、創業者の自伝や経営者によるできるだけ詳しい経営判断の詳細や社史を企業側で残しておくべきと考える。
- ・ 従来から企業への理解を深めるため、IR 担当者に限らず定期的な経営陣とのミーティング、工場見学を含む国内外の拠点・店舗訪問等を実施している。また、業界及び商流への理解を深めることに努めるとともに、事業会社の成長に資する提案ができるよう幅広い情報収集と提供も行っている。今後もこれらの取り組みを更に深化させ、確かな信頼関係構築に努め、事業会社と共通のベクトルで持続的成長をサポートしていきたいと考える。

#### 【企業との対話促進】

- ・ 日常のリサーチ活動の中で、当該企業が非効率な資本の使い方をしていればそれを指摘し、より効率的な方法を提示するなど、投資家の立場から指摘しうる事項について、企業との間で意識の共有化を図っている。また、グループ全体としては、責任投資プロダクトの積極展開を通じて得たノウハウを元に企業との意識の共有化を図っている。
- ・ スチュワードシップ委員会を制定し、対応方針の策定及び改定を定期的実施している。スチュワードシップ活動として、中長期的な観点における企業価値向上に向けての対話方針の策定、及びファンドマネージャーとガバナンス担当者の協働推進による投資先企業との対話促進を図っている。
- ・ 株式のポートフォリオマネージャーが投資している銘柄数は無数にあり、すべての投資対象企業と対話したり議決権行使の検討を実施することは実務的に不可能だし、そのために莫大な経営資源を投下す

ることも不可能である。厳格な態勢整備を強いることは、整備に重点を置くあまり運用会社の費用が増加し、投資家が支払う報酬にチャージされ、ひいては投資家の便益を損ねることにもなりかねない  
と考える。重要なのは、ポートフォリオマネジャーが必要に応じて投資先と対話して判断することができるようなマインドセットにあることとその社内枠組みを整備することだと思料する。

#### **【他の投資家との交流】**

- 各種ワーキンググループへの参加などを通じ、他の機関投資家との意見交換を行うことにより、スチ  
ュワードシップ活動がより適切で効果的なものとなるよう努めている。
- 投資先企業の負担を減らし、企業向けのエンゲージメントの質を上げるためにも、同業他社投資家と  
の意見交換は重要であると考えており、今後もそれに取り組む予定である。

## 「その他」について

35. 英国版スチュワードシップ・コードの原則5には“**Institutional investors should be willing to act collectively with other investors where appropriate.** (仮訳：機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきある)”とあります。

また、指針の中には“**Collective engagement may be most appropriate at times of significant corporate or wider economic stress, or when the risks posed threaten to destroy significant value.** (仮訳：会社に重大なストレスが存する場合や広く経済にストレスが存する場合、またはリスクが発生し重大な「投資」価値の棄損につながるおそれがある場合には、集团的エンゲージメントは最も適切な方法となるかもしれない)”とあります。

貴社では、この原則(“**Collective engagement** “：集团的エンゲージメント)が日本版スチュワードシップ・コードに必要な原則であると思いますか。下記からお選び下さい。

また、現状の課題やそれらの解決への方策等がありましたら、以下にご記入下さい。<質問6-①>

|        | 回答数 143社  | 内 日本株 90社<br>投資残高有 |
|--------|-----------|--------------------|
| イ 思う   | 62社 (43%) | 39社 (43%)          |
| ロ 思わない | 81社 (57%) | 51社 (57%)          |

<「現状の課題やそれらの解決への方策等」の回答例> (順不同)

### 【必要な原則と思う理由】

#### ○企業の姿勢改善を促す効果

- ・企業側と対話をして、企業側が株主価値を大きく損なうような行動を改めないようなケースにおいてはやむを得ないのではないかと考える。
- ・機関投資家が協調して行動をとることが有意義であるとするシンプルな事例では、投資家との個別面談・会社説明会の場を設けない企業に対して、投資家が声を合わせてミーティングの設定をリクエストする場合が考えられる。保有・非保有を問わず、当該企業との対話は意味があるとする。また、「重大なストレス」等が存在する場合も、企業側が投資家と個別にエンゲージメントを行うのが難しい状況である可能性があるため、協調して行動するのも一つの手段と考える。
- ・かつての公害問題など、社会的影響の大きい問題が一企業なり業界に起因することが明らかな場合に社会的調整システムの一環として、広く株主によるダメ出しの行動として発現されることには、社会的意義があるとする。

#### ○企業・投資家双方のコスト軽減

- ・各社ごとに独自の視点での対話が原則と考えられるが、人的・コスト面での課題もあることから、対話の内容によっては、集团的エンゲージメントが有用である場合があるとする。
- ・数多くの機関投資家が個別案件毎にばらばらに企業と対話するというのは、投資家、企業いずれにとっても負担が大きく現実的ではないとする。
- ・個別の投資家に過度なコストがかからないよう、また、中立的な提言のために、共通の目的を持ちう

る団体の設立が効果的になると考える。

#### ○株主の地位向上

- ・規模の小さな運用会社にとって、集团的エンゲージメントは有効な手段のひとつである。
- ・少数株主が軽視されているように思われる。他の投資家と協調し、行動することで幾分かは、解決されるのではないかと考える。
- ・一部の事業会社においては、株主資本に対してのリターン（ROE）を軽視する傾向にまだあり、リスク資本の出し手である株主の地位は、他のステークホルダーに対して未だ劣後している。そのような企業に対して意識の改革を促すための”集团的エンゲージメント”は時としては有効な手段になり得ると考える。

#### 【必要な原則と思わない理由】

#### ○時期尚早

- ・機関投資家による個々の企業との対話を強化することが先決であり、集团的エンゲージメントはその次の段階と考える。
- ・現在は、我が国において始まったばかりのステュワードシップ活動の確実な定着を図る段階と考えており、今後の日本における同活動の状況、企業側の対応、効果等を見極めて、将来、コードの追加や改訂などを検討していくのが望ましいのではないかと考える。

#### ○日本の実態に馴染まない

- ・日本において、集团的エンゲージメントは敵対的買収への連想も働くため、原則に組み込むことにリスクを感じる企業が多いと予想する。
- ・対象企業との信頼関係の維持や秘密保持の必要性の観点から、日本においては一般的な慣行となっていないと思われる。
- ・協調の定義と範囲によって異なるが、英国と全く同じ解釈を適用するとすれば、日本の実態に現時点では馴染まないと思われる。

#### ○個別対話が重要

- ・個々の機関投資家の企業との対話の積み重ねで、結果的には集团的エンゲージメントと同じ効果が得られるのではないかとと思われる。そのためには、個々の機関投資家のレベルアップと、適正かつ持続的な行動実績の開示（公表）が必要となる。
- ・エンゲージメント活動は、運用戦略にもかかわるため、個別の運用機関と個別の企業との間で行われることが基本であると考えており、集団で行わなければならないような例外的状況は、現時点で現実的に想定しうるものではないと考える。
- ・投資活動は、運用会社が個々の投資哲学に基づいて行っていくものであり集团的行動には馴染まないと考える。IRミーティング等運用会社と発行会社の接触の場において、個々の投資哲学及びステュワードシップ・コードに係る姿勢に基づき、建設的な対話を積極的に行っていくことが結果として、集团的行動と同じ効果をもたらすものと理解している。
- ・各機関投資家が他の機関投資家と連携を図るべき状況はレアケースであると思われ、むしろ、各投資会社は、不適切な情報への接触や不適切な投資方法（例えば同タイミングでの株式売買）から一線を

画すべく、他の投資家との適切な距離感を常に維持することに意を払うべきと考える。

#### ○ストレスやリスクが存在すれば別の手段を選択

- ・ 重大なストレスが存在するような企業に投資を続け、他の投資家との集团的エンゲージメントにより企業価値の回復を図るよりも、別の成長をより期待できる投資対象を選択することが、最終投資家顧客に対する義務ではないかと考える。
- ・ 企業価値を毀損する議案については、多くの投資家が反対し、否決されるわけであり、集团的エンゲージメントの必要性はないと思われる。
- ・ 具体的に事象を想定した場合に、何が適切で何が適切でないかということは、個々の運用会社の独立した判断になると考える。従って、民主主義・資本主義の前提では、個々の良心や立場に従い独立した投資判断（早期売却という投資行動を含む）を運用会社は選択すべきであり、協調までを含んだコードによる対応は現実的に困難ではないかと思われる。また、重大な投資価値の毀損が生じる恐れがある場合には解決にスピードを考慮せねばならず、必ずしも手段として投資家発信の協調的行動が適切な結果をもたらすとは言えないかと考える。

#### ○効果に対する疑問

- ・ 集团的エンゲージメントは、究極的には高い持株比率によって圧力を掛けることにつながる。敵対的な態度では対話にならず、成果があるとしても、要求した項目の実施に限られる。一方、対話による意識の変化は、指摘した最小限の項目にとどまらず、自発的自律的な改革へと繋がる。また、抑圧的な集团的エンゲージメントは、株式持合いを再び招く恐れがある。結果、持続的成長など本来的な目的から逸脱する可能性がある。
- ・ 集团的エンゲージメントは、時として株主の暴力となり、短期的な利益を求めてしまうリスクも大きいと考える。会社側と対立し目的を遂げるのではなく、建設的な対話を長期的に継続していくことにより、企業と投資家の利益だけでなく、広く社会全般との関わりの中で、すべてのステークホルダーが Win-Win となるような「長期的な全体最適化」を目標として、各投資家が努力を続けるべきである。

#### 【現状の課題や解決への方策】

#### ○法的問題の整理

- ・ 現状では、5%ルールで開示されるなどの限定された場合を除き、他の投資家を認識することが出来ず、協調行動を取ろうとしても不可能であると考えられる。
- ・ 現状の大量保有報告制度の規定は曖昧であり、重要提案行為や共同保有者として見なされるリスクがあるため、現状では集团的エンゲージメントは難しいと思われる。
- ・ 集团的エンゲージメントを行うことは、事前にエンゲージメント内容を投資家間で合意する過程において、大量保有報告ルールにおいて実質的な共同保有者とみなされ、投資判断に制約がかかるリスクがある。
- ・ まず大量保有報告制度の中の重要提案行為に関する報告要件を緩和すべきと考える。

#### ○匿名性・秘密性の確保

- ・ 投資家間による情報の共有で問題点があると認識している（保有銘柄開示等）。

- ・日本では、自発的に機関投資家が集合して議論する習慣がない為、機関投資家同士の情報共有が可能な環境や制度を整えることが現状の課題として挙げられる。
- ・集团的エンゲージメントを行うには、自社の運用手法、投資機会を他社に開示する必要があるが、これは自社の技術を公開することに相当するため、運用パフォーマンス上の当社の優位性を損なうリスクがあるのではないかと懸念する。

#### ○協調についての整理

- ・保有について匿名性や機密性を確保した上で、例えば第三者の機関により設置される意見交換の場を設ける等、他の投資家とどう協調して行動したらいいのか明確化する必要がある。
- ・投資のタイムホライズンや求める投資リターン水準等、複数の投資家が完全に意見、利害が一致することは現実的ではないと考える。
- ・投資家間の利益相反（運用スタイルの差、顧客の違い、等に起因する）をどう調整するのか検討する必要がある。
- ・協調行動の過程で目標株価に達した場合、継続して協調行動を取ることが難しくなるといった弊害が想定される。
- ・長期志向の投資家が日本の株式市場では少数派であり、各社の運用フィロソフィーが異なる中、投資家が利害を一致させ、協調して行動できるかは疑問である。

#### ○取り纏め・集約における課題

- ・ストレス等の存在の認定、評価は、公平に行われるべきであり、集团的エンゲージメントを主導する主体がどこであるか等については熟慮が必要である。往々にして起こるメディア主導の犯人探しや企業たたきの延長線上のものとして捉えるべきではないと思われる半面、ガバナンスを継続的に評価し、客観的見解を出せる、産業網羅的な第三者組織を立ち上げることは、簡単ではないと考える。
- ・全ての投資家にとって共通の利益であるかどうかは、様々な観点から検討するべきであり、問題提起及び意見調整の場が必要になると思われる。また、当該調整にあたる担当者の利益相反についても併せて検討されるべきものとする。
- ・投資家フォーラムの設立が必要と考える。
- ・イニシアチブは誰が取るのか、独立した第三者を合流させ客観性・合理性を担保する必要があるかどうか検討が必要である。
- ・どこかにポスティングできる場所があり、各社がそれを見ることで協調者を募ったり取りまとめたりする機能があればワークするかもしれないと思われる。
- ・機関投資家同士の連携が必要な集团的エンゲージメントについては、その実施に至るまで多大なコストが発生する可能性があり、結果として、顧客・受益者の利益につながらない可能性も考えられる。

36. 平成26年8月6日に経済産業省より公表された“「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）”の中で、資本効率を意識した経営改革、インベストメント・チェーンの全体最適化、双方向の対話促進を主なメッセージとし、その実現に向けて「経営者・投資家フォーラム（Management-Investor Forum: MIF）の創設が提言されております。

MIF創設に関して期待される事項、あるいは懸念される事項等ありましたら、以下にご記入下さい。

<質問6-②>

<回答例>（順不同）

**【期待される事項】**

○対話の質の向上

- ・機関投資家もしくは株式投資家からの経営者に向けたメッセージを発信し、経営者と一般論・原則論として話し合える場ができることは望ましいと思われる。
- ・短期的に利益を追求するような投資家とは一線を画した長期的視点に立った投資家と経営者との対話を期待する。
- ・国際的な問題にもなっている資本市場や企業の短期主義の問題、また、企業開示・報告のあり方等の検討によって、企業の中長期的な収益構造の確立への寄与を期待する。
- ・資本効率改善に向けての対話は日本企業の企業価値向上に向けて非常に意味があると考えられる。しかし、そのアプローチとしては様々な方法が見込まれ、機関投資家と企業がばらばらに対話を行った場合、混乱を起しかねないことから、MIFフォーラムを創設して、対話の基本的な枠組みを双方で一致させることが、対話を促進させる上で非常に有用であると考えます。

○企業と投資家の関係構築

- ・受益者の納得を得た機関投資家が独自の考えのもとに企業に働きかけ、企業側も長期的な視点で役に立つと判断すれば投資家と一緒に頑張る。結果的に日本の低い生産性が改善し、国民に還元されていくことがベストシナリオであり、まさに日本版スチュワードシップ・コードが目指す道筋であると思われる。
- ・当該フォーラムが、投資家と企業サイドとの間に存在するギャップを埋める機能を果たすことを期待する。
- ・エンゲージメント活動は、運用戦略にもかかわるため、個別の運用機関と個別の企業との間で行われることが基本である。このため、フォーラムでは、個別企業の事例を取り上げるのではなく、対話促進のための環境整備や情報交換を主体とすることが効果的であると考えます。
- ・持続的成長という共通の目的に向けて、企業と機関投資家が、情報開示や統合報告のあり方、建設的な対話促進の方策などについて検討していくことを期待する。
- ・機関投資家同士の議論の場を設けることによって、集团的エンゲージメント形成への寄与についても期待する。
- ・海外企業と比較して、日本企業は資本効率などの株主価値を高める経営を必ずしも行っていないと思

われる。MIF の創設で、経営者と投資家が自由に議論する場を設け、投資家が企業に期待していることを経営者に理解して頂けるような仕組みの構築が望まれる。

#### ○ベストプラクティスの可視化

- ・MIF 創設は、通常個別企業ごとに見えない形で行われているエンゲージメントを、より一般に見える形で提示することとなるため有用と考える。経営者側はこのフォーラムで投資家に対する質問に答えるため、緻密な理論構成が必要となり、非効率な投資等が抑制される可能性が高まると考える。他企業への波及効果もあり、全体として日本企業の資本効率に対する意識の底上げに寄与するものと考えられる。
- ・企業側の論理、投資家の論理がぶつかり相容れないことがある。MIF は互いに理解の共通基盤をつくり、共通言語をもつための場であると考えられる。ぶつかり合い、すれ違いの状況を克服し相互にヒントを得て学ぶ場として、何れはベストプラクティス事例を率先垂範し、可視化することに期待する。

#### ○投資家層の拡大

- ・日本だけにとどまらず、グローバルな投資家の参加を期待する。主要な投資家がいる海外でも行うべきであり、利益相反関係を意識しない自由な議論が行われるべきと考える。

#### ○中小・新興企業への成長機会提供

- ・MIF の基本的コンセプトは、画期的なアイデアとして評価できるが、所謂コーポレート・ジャパン全体の競争力を高め、対内投資の維持・拡大を目指す上で、大企業ばかりがフォーラムの主体であってはならないと思われ、組織、ガバナンス、資本効率の面では未成熟であっても、グローバルに通用する技術、製品に特化した中小企業、新生企業、所謂未来のコーポレート・ジャパンの担い手となり得る企業に、より広い資本調達機会を提供することも重要であり、こうした側面も MIF の目標として認識されるべきではないかと考える。

#### ○諸問題への対応

- ・資本効率や全体最適化を実現するには機動的な剰余金の処分が必要であり、配当の二重課税問題の解消が議論されることを期待する。
- ・市場のフリーライダー問題への対応のためにも、他の投資家との意見交換は有益と考えられる。

#### 【懸念される事項】

#### ○企業と投資家の関係悪化

- ・一部、報道にあったような、投資家の要求が通らなければ、集団的に企業に圧力をかける行動をとるという場合には、建設的な対話は不可能となる懸念がある。
- ・企業側から圧力団体扱いされ、エンゲージメント活動が実質的に骨抜きにされる可能性には注意が必要と考える。

#### ○議論の有効性

- ・議論の拡散や矮小化が起き得ることが一番の懸念材料である。また、株懇から経団連まで重層構造を持っている経営者サイドに比べ、投資家サイドのまともさは貧弱であり、これがフォーラムの運営では支障となる可能性がある。
- ・参加者や時代の流れ（政治等）に影響された方向性が、さも機関投資家一般の見解のように推奨され

る様な事態が懸念される。

- ・持合い株式を有する限り、実効性は低いと思われる。
- ・短期的な観点からの投資家の要請によって企業が競争力を損なう可能性が懸念される。
- ・議論が単一的、一律的になってしまう場合が懸念される。例えば、資本効率の重要な要素である適正レバレッジは産業毎で大きく異なり、過度なレバレッジや ROE 水準への期待は企業や産業の持続的成長を阻害すると考える。
- ・アセットオーナーの積極的な参加がない場合に、競合関係にあるアセットマネジャー同士による MIF がどの程度効果的に機能するか懸念する。

#### ○投資家の実力・質

- ・企業の持続的成長を支援する長期的視点の投資家を輩出する必要がある。
- ・投資家側参加者は、経営者と有効な対話を行い得るだけの実力が求められることから、機関投資家においてそのような人材が十分に確保されるのかといった懸念がある。

#### ○保有銘柄の開示

- ・機関投資家の個別銘柄に対する投資判断や投資行動を他の機関投資家に明示してしまう恐れがあるため、一般的な対話内容に終始してしまうデメリットがある。

#### ○経営・投資手法の多様性の排除

- ・当フォーラムが実質的に新たな規制機関と化し、投資家の自由で主体的な活動が妨げられるようになる場合には、投資家として憂慮すべきことと考える。
- ・企業経営、運用双方とも多様な形態があるので、このような関係が望ましいといった、方向付けは避けるべきである。
- ・ROEを意識した投資及び企業経営は一つの形であり、企業にはもっと多くの経営オプションがある。また、投資サイドにも多くの投資手法、投資哲学、理念があっても良いと考える。その為、MIF が企業と投資家の関係をリードしてしまい、狭義の考えが市場を支配するような形で利用されることを懸念する。

#### ○情報格差の発生

- ・対象となる企業や参加する機関投資家の対象や実施規模等により、コストの問題や情報格差が生じる可能性が懸念される。
- ・一部の投資家と企業が情報を占有し、フェアディスクロージャーとインサイダーの観点から懸念がある。

#### 【課題となる事項】

#### ○法的問題の整理

- ・TOB・大量保有報告規制に係る問題点の協議や経営者・投資家フォーラムとしての意思統一を図るべく情報共有の充実が課題とみている。
- ・集团的エンゲージメントに関する法的問題（大量保有報告制度における共同保有者への該当性等）についてのより明確な整理が必要となる。

#### ○議論の深まり、参加者の広がり

- ・企業の情報開示のあり方、企業と投資家間の建設的な対話の促進策、対話を進める上での制度上・実務上の課題などにつき、企業と投資家双方の立場を尊重しつつ、掘り下げた議論を行っていただきたいと考える。
- ・後ろ向きな意識を持っている会社との対話を進めることが投資パフォーマンスの増大には必要であり、そのような会社の経営トップが参加するような仕組みが必要だと考える。
- ・経営者も交える必要があるのか、投資家のみでよいのではないかと考える。

#### ○運営方法・コスト

- ・誰が投資家の代表となり、どのような内容を原則論としてまとめてメッセージを発信するのか、経営者の代表はどのように選ぶのか等、これから決めて行かなければならないことが多いと考える。
- ・企業との対話が投資家フォーラムに集約された場合には、運営のための事務的なコストが発生する。

#### ○柔軟性・多様性の担保

- ・日本版スチュワードシップ・コードがそうであったように、このような新たな取組みは、強制性を伴うものでなく、双方の企業実態や取組姿勢に応じて、柔軟に選択可能なものであるべきと考える。
- ・多様な価値観を持った市場参加者を排除しすぎない配慮や工夫が必要と考える（例：comply or explain等）。

37. 投資先企業とのエンゲージメント活動を行う際、事前調査（情報収集）として様々な媒体（アニュアルレポート、有価証券報告書、決算短信等）が存在しています。

加えて、統合報告書（Integrated Report）の活用・導入機運の高まりを受け、国際統合報告評議会（International Integrated Reporting Council: IIRC）では、国際統合報告フレームワーク（International Integrated Reporting Framework）を公表しています。

投資家の立場として、投資先企業が発行・発信する情報において、どのような項目の充実が必要と考えていますか。下記からお選び下さい（複数回答可）。<質問 6-③>

|             | 回答数   | 130 社 | 内    | 日本株   | 89 社  |
|-------------|-------|-------|------|-------|-------|
|             |       |       |      |       | 投資残高有 |
| イ 組織概要と外部環境 | 45 社  | (35%) | 30 社 | (34%) |       |
| ロ ガバナンス     | 86 社  | (66%) | 58 社 | (65%) |       |
| ハ ビジネスモデル   | 83 社  | (64%) | 56 社 | (63%) |       |
| ニ リスクと機会    | 79 社  | (61%) | 55 社 | (62%) |       |
| ホ 戦略と資源配分   | 103 社 | (79%) | 73 社 | (82%) |       |
| ヘ 実績        | 47 社  | (36%) | 31 社 | (35%) |       |
| ト 見通し       | 63 社  | (48%) | 42 社 | (47%) |       |
| チ その他       | 10 社  | (8%)  | 8 社  | (9%)  |       |

<「チ その他」の具体例>（順不同）

- ・ 業界特性やその構造
- ・ 英語によるディスクロージャーの充実（日本語のディスクロージャーと同じタイミング・同じボリュームでの開示）
- ・ 株主価値創造に対するコミットメント（具体的には ROE などの資本収益性に対する見解）
- ・ 価値創造に関する現状の課題認識と対応策、20-30 年先の機会やリスクの認識（ビジョン）、それに対する準備
- ・ 利益の予見可能性が高まる情報の積極的開示
- ・ 企業の価値観、企業活動の方向性についての明確な表現
- ・ 資本効率や資本政策に関する実績と計画
- ・ 自社株買い・配当方針、ROE の目標値等を含んだ資本政策
- ・ 見通しの前提条件

38. 当協会が昨年実施しました「議決権等行使指図に関するアンケート（第12回）」の中で、株主総会の分散開催等に関するご意見を多数頂戴しました。

投資先企業とのエンゲージメント活動及び議決権行使の充実を図る上で、株主総会に関し、投資先企業が取り組むべき項目を下記からお選び下さい（複数回答可）。<質問6-④>

|                       | 回答数 129社 | 内 日本株 89社<br>投資残高有 |
|-----------------------|----------|--------------------|
| イ 基準日（決算日）の再設定        | 17社（13%） | 11社（12%）           |
| ロ 株主総会開催日の分散化         | 92社（71%） | 69社（78%）           |
| ハ 招集通知の早期発送（早期開示）     | 77社（60%） | 60社（67%）           |
| ニ 議案の説明充実             | 90社（70%） | 63社（71%）           |
| ホ インターネットによる議決権投票     | 27社（21%） | 19社（21%）           |
| ヘ 議決権電子行使プラットフォームへの参加 | 23社（18%） | 20社（22%）           |
| ト その他                 | 7社（5%）   | 4社（4%）             |

- ・ 決算発表日の分散
- ・ 決算発表の時間帯
- ・ 決算日の分散化（海外連結子会社が多い会社や海外売上比率が高い会社）
- ・ 議決権基準日と総会開催日の期間の縮小
- ・ 株主総会の質的な変化（真摯に投資家との対話の場とする意識改革）
- ・ 名義株主が管理信託銀行の場合の総会出席解禁