

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9回)の結果について  
(2022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.....	8
「方針の策定（原則 1、2）」について.....	8
「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.....	35
「実力の具備（原則 7）」について.....	52
「その他」について.....	59

## 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 256 社<sup>\*1</sup>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 12 社の計 268 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>

2022 年 9 月 28 日～10 月 21 日

### <回答社数>

245 社／268 社（社数ベースでの回答率 91%）

### <回答基準日>

注記の無い限り、2022 年 8 月 31 日

### <回答社の日本株投資残高<sup>\*2</sup>（2022 年 6 月末）>

	投資残高	比率	（内、他社委託分）
上場株式	956,846 億円	99.8%	（ 93,385 億円）
内 パッシブ運用	663,747 億円	69.2%	（ 57,898 億円）
内 ESG要素考慮	196,461 億円	20.5%	（ 19,280 億円）
内 パッシブ運用以外	293,099 億円	30.6%	（ 35,487 億円）
内 ESG要素考慮	164,283 億円	17.1%	（ 19,143 億円）
非上場株式	2,135 億円	0.2%	（ 137 億円）
合計	958,981 億円	100.0%	（ 93,522 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（2022 年 6 月末）>

	人員数	平均経験年数
運用業務従事者数	2,162 名	—
内 ファンドマネージャー数	1,219 名	16年1ヵ月
内 調査スタッフ(アナリスト)数	703 名	13年7ヵ月
内 議決権行使担当者数	626 名	内 専任 46 名
内 モニタリング担当者数	807 名	内 専任 55 名
内 エンゲージメント担当者数	897 名	内 専任 55 名
内 ESG担当者数	606 名	内 専任 42 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2022年8月末時点で「策定済」とした社は126社、「策定中」とした社は10社であった<設問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115社(91%)<sup>\*3</sup>であった<設問2-④>。

\*3：方針を「策定済」と回答した社を集計対象(126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125社(92%)<sup>\*4</sup>、105社(78%)であった。<設問2-⑤、⑦>。

\*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95社(70%)、「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56社(41%)、「現時点で顧客から要請がないが、要請があれば直接説明する」とした社が13社(10%)である一方、「全ての顧客に直接説明している」とした社は5社(4%)であった<設問2-⑩>。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32社(57%)、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44社(79%)であった<設問2-⑫>。「全ての顧客に直接説明している」、「投資／運用方針の中で説明している」が減少しているが、「要請のあった顧客のみ直接説明」、「ウェブサイト等で開示」で対応している模様。

- ④ スチュワードシップ活動について顧客から質問等を受けた会員は、67社と前回調査からやや減少した<設問2-⑯>。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57社(85%)、次いで「エンゲージメント活動について」と「議決権行使状況について」が56社(84%)であり、それぞれ前回調査と同水準であった。なお、「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」は55社(82%)であった<設問2-⑰>。

- 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72社(51%)であり、前回調査(73社(49%))とほぼ同数であった<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(22%)<sup>\*5</sup>、「全アクティブ商品のみ」とした社は51社(55%)であった<設問3-②>。その対象については、「モニタリングの結果が反映されている日本株式商品が投資している全銘柄」とした社が54社(59%)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 49 社 (61%)、うち回数を集計しているとした社は 45 社 (92%) 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 20 社 (25%)、「全アクティブ商品のみ」とした社は 44 社 (54%) 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 37 社 (46%) であった<設問 3-⑩>。また、パッシブ運用をエンゲージメント活動の対象としていない理由としては、「コストの制約」とする回答 4 社 (7%) 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「ガバナンス体制」を選択した社が最も多く 66 社 (82%)、次いで「企業戦略 (除く株主還元策)」が 65 社 (80%)、「企業業績及び長期見通し」が 56 社 (69%) であった<設問 3-⑮>。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 66 社 (82%)、次いで「経営陣の関与」が 64 社 (79%)、「企業のエンゲージメントに対する意識」が 51 社 (63%) であった<設問 3-⑯>。また、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たかの設問では、説明を行ったとした社が 46 社 (57%) と前回調査 (44 社 (54%)) から増加した。<設問 3-⑰>
- 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 56 社 (69%)、うち企業数は「11～50 社」が 25 社 (45%)、「1～10 社」が 17 社 (30%) であった<設問 3-⑱、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 27 社 (33%) と前回調査 (24 社 (30%)) から増加した。また、「行ったことはないが今後行う予定」は 18 社 (22%) 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 81 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 41 社 (36%) 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 141 社 (会員 1 社あたりの行使対象とした総会社数

の平均 313 社に対し 45%)、反対・棄権した議案件数は会員 1 社あたり平均 391 件 (会員 1 社あたりの行使対象とした総議案件数の平均 3,542 件に対し 11%) であった<設問 4-⑤>。また、エンゲージメント活動の結果、会社からの事前説明を受けて賛否等を変更した議案の有無について、「変更した議案がある」とした社は 33 社 (38%) であり、前回調査 (32 社 (36%)) とほぼ同水準だった<設問 4-⑦>。

- ⑮ 議決権等行使指図に係る集計結果の顧客への報告状況では、「要請のあった顧客のみ直接報告している」とした社が 44 社 (40%) である一方、「全ての顧客に直接報告している」とした社は 10 社 (9%) であった<設問 4-⑬>。また、報告要請のあった顧客の割合では、「20%未満」とした社が最も多く 23 社 (52%)、要請のあった顧客のみに報告している理由では、「ウェブサイト等で開示済み」とした社が最も多く 28 社 (64%) であった<設問 4-⑭>。
- ⑯ 議決権行使指図にあたり助言機関を活用した社において、助言内容をどのように活用したかとの設問では、「議決権行使指図の判断の際、参考としている」と「当社ガイドラインに沿って議決権行使案の作成を委託している」が 21 社 (48%) と最も多かった<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 37 社 (93%) 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 27 社 (24%) であり、前回調査 (24 社 (23%)) 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 41 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 27 社 (25%)、「上場企業全社」が 25 社 (23%) 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 24 社 (22%)、「東証の TDnet を活用している」とした社が 33 社 (30%) となった<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 (44%) <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 49 社 (44%)。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 39 社 (80%)、次いで「株主提案賛成議案」33 社 (67%) であった<設問 4-㉓>。25 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 34 社 (31%) であった<設問 4-㉔>。

- ⑳ 「実力の具備（原則 7）」を实践するための「新たな取り組みがある」とした社は 39 社（34%）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」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 スチュワードシップ活動を行うにあたって、上場企業の機関投資家に対する期待等を踏まえて行っているかとの設問では、「行っている」とした社は 66 社（59%）であった。具体的に行っていることとして、「中長期的な観点からの対話」、「対話の進め方」、「サステナビリティ・ESG に関する課題認識や問題解決」、「海外や他業界での好事例の紹介」等に関する回答が多かった。<設問 5-②>。
- ㉒ 「指針 7-4」に関し、自己評価を「行っている」とした社は 56 社（49%）であった<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 54 社（89%）であり、具体的な公表内容は、「取組状況とその振り返り」が 52 社（96%）で最も多かった<設問 5-④>。
- ㉓ 「指針 7-2」に関し、貴社では独立社外取締役を選任しているかとの設問では、「選任している」とした社は 30 社（26%）であった。選任している理由は、「客観的な視点から自社の業務執行に対する監督、助言等をいただき、自社取締役会の機能強化を図るため」、求められる資質や選定プロセスについては、「運用ビジネスに関する豊富な知識・経験を有する人材が求められ、指名委員会等の各種委員会での諮問・協議を経て、取締役会で候補を選定し、株主総会で決議」等の回答が多かった<設問 5-⑤-1>。また、貴社では独立した第三者や有識者で構成される会議体を設置しているかとの設問では、「設置している」とした社は 19 社（17%）であった。選任している理由は、「利益相反を管理し、議決権行使プロセスの透明性を確保するため」、求められる資質については、「運用ビジネスに関する豊富な知識・経験を有する人材」等の回答が多く、具体的な会議体として「責任投資委員会」、「スチュワードシップ委員会」等が寄せられた<設問 5-⑤-2>。
- ㉔ 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」、「商品設計・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「長期間の国内株式市場の低迷等に関する事項」などに関する回答が多かった<設問 6-①>。
- ㉕ 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 33 社（29%）と前回調査（34 社（32%））から若干減少した<設問 6-

②-1>。また、アクティブ運用を行っている場合にその調査・分析・選別に ESG 要因を「考慮している」とした社は 89 社（77%）と前回調査（85 社（79%））から増加した<設問 6-②-2>。ESG 要素を投資プロセスにどのように組み込んでいるかとの設問では、「ESG インテグレーション（分析・選別において、ESG 要素を体系的に取り込む）」とした社が最も多く 59 社（59%）であった<設問 6-②-4>。

- ②⑥ ESG 投資を行ううえで課題となっていることについての設問では、「運用会社側に関する事項」、「投資先企業側に関する事項」、「顧客（アセットオーナー）側に関する事項」、「運用収益率や有効性評価に関する事項」に関する回答が多く寄せられた。一部の会員からは、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との声があった<設問 6-②-7>。
- ②⑦ ESG 評価等に関し ESG 評価機関を「活用した」社は 45 社（40%）と前回調査（43 社（40%））から増加した。また、1 社の平均活用機関数は 4.1 社と前回調査（2.6 社）から増加した<設問 6-②-8>。
- ②⑧ 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。また、一部の会員からは、企業側には、資本コストをレンジでも構わないので把握し、事業の取捨選択を行い、株主価値創造を図って欲しいとの声があった<設問 6-⑥>。
- ②⑨ 取締役の選解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。また、企業側に期待することとして、「選解任プロセスの透明性の改善」に関する回答が多く寄せられた<設問 6-⑦>。
- ②⑩ 企業のサステナビリティの開示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設問では、「企業の重要課題、中長期経営戦略の取組状況、目標及び KPI 等についての開示」、「ESG の取組に関する開示」、「対話内容の充実・深化」などに関する回答が多かった。また、一部の外資系会員からは、英語での報告書開示を望む声があった<設問 6-⑧>。
- ②⑪ 取締役会が備えるべきスキルと取締役のスキルとの対応関係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設問では、「スキルマトリックスの整合性について」、「スキルマトリックスの開示」、「取締役会の多様性について」などに関する回答が多かった。また、一部の会員からは、スキルマトリックスについては、取締役会のスキルを見える化するのみならず、適切な候補者探し・選定の意思決定に用いることを



期待するとの声があった<設問 6-⑨>。

- 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、「企業と投資家の建設的な対話の実効性を伴うためには対話基盤が必要であり、双方において一定の「共通言語」を認識することが重要と考えられる。コーポレート・ガバナンスコードおよ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、国際的な開示基準に関する動向にも留意すべきとの声があった。<設問 6-⑩>。

### 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	(2021年10月調査) <sup>*6</sup>	日本株残高 ベース比率	(2021年10月調査) 同左比率
全体	245 社	248 社	100.0% (95.9兆円)	100.0% (99.4兆円)
イ 策定済	126 社 (51.4%)	131 社 (52.8%)	98.0% (94.0兆円)	98.3% (97.7兆円)
ロ 策定中	10 社 (4.1%)	14 社 (5.6%)	0.1% (0.1兆円)	0.1% (0.1兆円)
ハ 受入れ予定なし	109 社 (44.5%)	103 社 (41.5%)	1.9% (1.8兆円)	1.6% (1.6兆円)

a 日本株に投資をしていないため	61 社
b (外部への運用委託など) 議決権を有しないため	7 社
c (短期保有や非上場株投資など) 戦略に適さないため	15 社
d コスト負担が増えるため	6 社
e その他 <sup>*7</sup>	20 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：「将来会社の規模が大きくなった段階で受け入れを検討」、「日本株は ETF のみへの投資であるため」

#### <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 136 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 136 社の状況（2022 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	939,497 億円	99.8%	( 85,111 億円)
内 パッシブ運用	661,819 億円	70.3%	( 56,021 億円)
内 ESG要素考慮	196,461 億円	20.9%	( 19,280 億円)
内 パッシブ運用以外	277,678 億円	29.5%	( 29,090 億円)
内 ESG要素考慮	164,252 億円	17.5%	( 19,143 億円)
非上場株式	1,662 億円	0.2%	( 137 億円)
合計	941,159 億円	100.0%	( 85,248 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が主体・中心となって策定していますか。<設問 2-②>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	136 社	144 社
イ 投資判断部門	42 社 (30.9%)	40 社 (27.8%)
ロ 運用企画／管理部門	22 社 (16.2%)	22 社 (15.3%)
ハ 企画調査部門	0 社 ( 0.0%)	0 社 ( 0.0%)
ニ 議決権行使担当部門	7 社 ( 5.1%)	8 社 ( 5.6%)
ホ 法務・コンプライアンス部門	25 社 (18.4%)	30 社 (20.8%)
ヘ 上記イ～ホから独立したスチュワードシップ担当部門	3 社 ( 2.2%)	4 社 ( 2.8%)
ト 会議体(部門横断的な委員会等)	18 社 (13.2%)	18 社 (12.5%)
チ その他	19 社 (14.0%)	22 社 (15.3%)
・ 複数部門の連携	8 社	10 社
・ 上記「イ」～「ト」以外の部門	6 社	8 社
・ 責任投資部、ESG担当部門	3 社	2 社
・ グループ内の担当部門	2 社	2 社

(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が主体・中心となっていますか。<設問 2-③>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	136 社	144 社
イ 取締役会	37 社 (27.2%)	42 社 (29.2%)
ロ 経営会議	27 社 (19.9%)	29 社 (20.1%)
ハ スチュワードシップ・コードに関する意思決定機関(委員会等)	22 社 (16.2%)	24 社 (16.7%)
ニ 上記イ～ハ以外の会議体(部門横断的な委員会等)	18 社 (13.2%)	19 社 (13.2%)
ホ 運用部門	15 社 (11.0%)	13 社 (9.0%)
へ 議決権行使担当部門	1 社 (0.7%)	1 社 (0.7%)
ト 法務・コンプライアンス部門	4 社 (2.9%)	4 社 (2.8%)
チ その他	12 社 (8.8%)	12 社 (8.3%)
・ 代表取締役・社長決裁	6 社	6 社
・ グループ会社内の担当部門	3 社	3 社
・ 投資(政策)委員会	3 社	3 社

(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。<設問 2-④>

① <設問 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		(2021年10月調査)*9
		内、方針策定済*8	
全体	136 社	126 社	144 社
全ての原則に準拠している	118 社 (86.8%)	115 社 (91.3%)	123 社 (85.4%)
イ 原則1	130 社 (95.6%)	126 社 (100.0%)	136 社 (94.4%)
ロ 原則2	130 社 (95.6%)	125 社 (99.2%)	136 社 (94.4%)
ハ 原則3	131 社 (96.3%)	123 社 (97.6%)	137 社 (95.1%)
ニ 原則4	131 社 (96.3%)	123 社 (97.6%)	138 社 (95.8%)
ホ 原則5	122 社 (89.7%)	116 社 (92.1%)	128 社 (88.9%)
へ 原則6	129 社 (94.9%)	123 社 (97.6%)	135 社 (93.8%)
ト 原則7	130 社 (95.6%)	122 社 (96.8%)	137 社 (95.1%)

\*8: <設問2-①>にて「イ 策定済」を選択した社。以下、同じ。

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

② <設問 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。

	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	5社						1社
原則2	3社		1社				1社
原則3	2社		3社				
原則4	2社		3社				
原則5	2社		5社		4社	1社	2社
原則6	3社		2社			2社	
原則7	2社		3社				1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。<設問 2-⑤>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	136社	144社
イ 開示済	125社 (91.9%)	130社 (90.3%)
ロ 開示準備中	5社 (3.7%)	6社 (4.2%)
ハ 開示していない	6社 (4.4%)	8社 (5.6%)

(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。<設問 2-⑥>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	136社	144社
イ 独立した方針として策定済	90社 (66.2%)	101社 (70.1%)
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	18社 (13.2%)	20社 (13.9%)
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	5社 (3.7%)	5社 (3.5%)
ニ 上記イ、ロ、ハ以外の方法で定めている(社内規程等)	18社 (13.2%)	15社 (10.4%)
ホ 策定中	4社 (2.9%)	2社 (1.4%)
ヘ 策定していない	1社 (0.7%)	1社 (0.7%)

「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

(6) (上記<設問 2-⑥>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 2-⑦>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	135 社	143 社
イ 開示済	105 社 (77.8%)	115 社 (80.4%)
ロ 開示準備中	5 社 ( 3.7%)	4 社 ( 2.8%)
ハ 開示していない	25 社 (18.5%)	24 社 (16.8%)
a 社内規程等のため	22 社	21 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

(7) (上記<設問 2-⑥>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 2-⑧>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	131 社	141 社
イ 改訂した	7 社 ( 5.3%)	10 社 ( 7.1%)
ロ 改訂していない	124 社 (94.7%)	131 社 (92.9%)

「イ 改訂した」の選択理由例

- ・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）（3社）
- ・利益相反管理の対象範囲、管理方法等の見直し（3社）
- ・委員会の設置や方針等の規程の制定（1社）

(8) (上記<設問 2-⑥>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 2-⑨>

<利益相反の実効性を持たせるための施策対応>	回答数	(2021年10月調査)
全体	131 社	141 社
イ 講じている	126 社 (96.2%)	133 社 (94.3%)
ロ 講じていない	5 社 (3.8%)	8 社 (5.7%)

<具体的な施策内容> (複数回答可)	回答数	(2021年10月調査)
全体	126 社	133 社
a 第三者委員会を設定し定期的に管理している	21 社 (16.7%)	20 社 (15.0%)
b 独立役員が確認している	13 社 (10.3%)	12 社 (9.0%)
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	21 社 (16.7%)	22 社 (16.5%)
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	68 社 (54.0%)	73 社 (54.9%)
e その他で講じている	58 社 (46.0%)	57 社 (42.9%)
・ 利益相反管理方針等に関する社内規程の遵守	11 社	10 社
・ 取引時のチェック体制の整備	10 社	9 社
・ 研修・社内周知	9 社	9 社
・ 取引類型の分類ごと等の審査・検証	8 社	8 社
・ 利益相反のおそれのある部門間の情報遮断措置	4 社	4 社
・ 助言機関等第三者の活用	4 社	3 社
・ 自己の計算による取引等に関する規程の遵守	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	2 社
・ その他	2 社	2 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”議決権行使およびガバナンス方針”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およびガバナンス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。コンプライアンス部が株式運用部の議決権行使結果をモニタリングしている。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受けている。

#### 【取引類型分類ごと等の審査・検証】

- ・「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。
- ・利益相反に関する方針に基づき、社内規程において個別の類型ごとの対応方法および管理体制を定めている。

#### 【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「利益相反管理統括部署」及び「利益相反管理統括責任者」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「ファンド業務運営諮問会議」及び「責任投資諮問会議」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議では期中に発生した重要な利益相反問題について検証を実施。また、新たに認識される利益相反や基本方針への違反、その他関連する法令諸規制等を議論する。重大な利益相反が確認された場合には、「利益相反記録」が残されることになり、発生した利益相反に関する事実が報告・解決・記録されることになる。

#### 【助言機関等第三者の活用】

- ・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】

- ・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、投資先企業の親会社、子会社、関連会社またはその他の関係会社株式を、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。

(9) 日本版ステeward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 2-⑩>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	136 社	144 社
イ 既にレビュー済	48 社 (35.3%)	52 社 (36.1%)
ロ 現在レビュー中/レビューに向けて調整中	9 社 (6.6%)	11 社 (7.6%)
ハ レビューを受ける予定なし	79 社 (58.1%)	81 社 (56.3%)

(10) 顧客に対し、貴社の日本版ステeward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 2-⑪>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	136 社	144 社
イ 全ての顧客に直接説明している	5 社 (3.7%)	6 社 (4.2%)
ロ 要請のあった顧客のみ直接説明している	56 社 (41.2%)	54 社 (37.5%)
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	13 社 (9.6%)	10 社 (6.9%)
ニ 投資/運用方針の中で説明している	11 社 (8.1%)	14 社 (9.7%)
ホ ウェブサイト等で開示している	95 社 (69.9%)	99 社 (68.8%)
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 (2.9%)	5 社 (3.5%)
チ その他	9 社 (6.6%)	12 社 (8.3%)
・ 該当顧客なし	3 社	4 社
・ 上記以外の方法等で説明(開示)している	3 社	2 社
・ 方針策定中	1 社	2 社

(11) (上記<設問 2-⑩>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 2-⑫>

<説明要請のあった顧客の割合>	回答数	(2021年10月調査)
全体	56 社	54 社
イ 80%以上	5 社 ( 8.9%)	4 社 ( 7.4%)
ロ 60%以上80%未満	5 社 ( 8.9%)	4 社 ( 7.4%)
ハ 40%以上60%未満	7 社 (12.5%)	7 社 (13.0%)
ニ 20%以上40%未満	7 社 (12.5%)	6 社 (11.1%)
ホ 20%未満	32 社 (57.1%)	33 社 (61.1%)

<要請のあった顧客のみに実施している理由> (複数回答可)	回答数	(2021年10月調査)
全体	56 社	54 社
イ コストの制約	8 社 (14.3%)	8 社 (14.8%)
ロ アセットオーナーの関心が低い	14 社 (25.0%)	13 社 (24.1%)
ハ ウェブサイト等で開示済み	44 社 (78.6%)	41 社 (75.9%)
ニ その他	13 社 (23.2%)	12 社 (22.2%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	4 社	4 社
・ 顧客の要請ベースで対応する方針のため	2 社	2 社
・ アセットオーナー毎に取り組み方に相違があるため	2 社	0 社

(12) 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 2-⑬>

<主な回答例>

- ・ 当社グループにおけるスチュワードシップに関する考え方の発信を強化した。年次のスチュワードシップレポートにおいて、当社グループにおけるスチュワードシップ活動のガバナンス体制を明示し、また日本版スチュワードシップコードの各原則への対応表を付した。
- ・ ウェブサイトにサステナブル投資に関するページを作成し、スチュワードシップ活動や議決権行使に関する方針や、スチュワードシップ活動に関する年次報告書や関連するレポートをまとめて掲載した。
- ・ スチュワードシップ活動は実効性が問われるフェーズになっており、「エンゲージメントの報告は多くあるが効果は上がっているのか」という点について高い関心を頂いている。本年度は、エンゲージメント実績に基づき、当社エンゲージメントの効果検証を当社の連結子会社と協働で行い、その結果について開示している。

(13) 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 2-⑭>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	135 社	144 社
イ ある	57 社 (42.2%)	56 社 (38.9%)
ロ なし	78 社 (57.8%)	88 社 (61.1%)

(14) (上記<設問 2-⑭>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 2-⑮>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	57 社	56 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	50 社 (87.7%)	48 社 (85.7%)
ロ 利益相反の管理状況について	31 社 (54.4%)	24 社 (42.9%)
ハ モニタリング状況について	35 社 (61.4%)	23 社 (41.1%)
ニ エンゲージメント活動について	51 社 (89.5%)	48 社 (85.7%)
ホ 議決権行使状況について	47 社 (82.5%)	42 社 (75.0%)
ヘ スチュワードシップ活動に対する体制整備状況について	46 社 (80.7%)	39 社 (69.6%)
ト その他	12 社 (21.1%)	12 社 (21.4%)
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ ESG関連</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> <li>・ PRI等責任投資関連</li> <li>・ 日本版スチュワードシップ・コードの受入れ表明の有無</li> <li>・ スチュワードシップ活動に関する情報開示について</li> </ul>	7 社 1 社 2 社 1 社 1 社 2 社	6 社 3 社 2 社 1 社 1 社 2 社

(15) 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 2-⑯>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	135 社	143 社
イ ある	67 社 (49.6%)	73 社 (51.0%)
ロ なし	68 社 (50.4%)	70 社 (49.0%)

(16) (上記<設問 2-⑯>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 2-⑰>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	67 社	74 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	57 社 (85.1%)	64 社 (86.5%)
ロ 利益相反の管理状況について	49 社 (73.1%)	48 社 (64.9%)
ハ モニタリング状況について	47 社 (70.1%)	46 社 (62.2%)
ニ エンゲージメント活動について	56 社 (83.6%)	58 社 (78.4%)
ホ 議決権行使状況について	56 社 (83.6%)	56 社 (75.7%)
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	55 社 (82.1%)	54 社 (73.0%)
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	19 社 (28.4%)	21 社 (28.4%)
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	34 社 (50.7%)	35 社 (47.3%)
リ その他	9 社 (13.4%)	9 社 (12.2%)
・ ESG関連	3 社	4 社
・ スマートフォーマットへの対応可否	2 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	2 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	2 社	1 社

(17) 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 2-⑱>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	142 社	149 社
イ 選定項目としている	11 社 ( 7.7%)	11 社 ( 7.4%)
ロ 選定項目ではないが、選定の際考慮している	42 社 (29.6%)	38 社 (25.5%)
ハ 委託先が無い	82 社 (57.7%)	94 社 (63.1%)
ニ 考慮していない	7 社 ( 4.9%)	6 社 ( 4.0%)

(18) 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 2-⑲>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	142 社	148 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	47 社 (33.1%)	48 社 (32.4%)
ロ 口頭で伝達されている	9 社 ( 6.3%)	10 社 ( 6.8%)
ニ 特になにも受けていない	86 社 (60.6%)	90 社 (60.8%)

(19) 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 2-⑳>

	回答数	(2021年10月調査)
全体	142 社	149 社
イ 受けている	72 社 (50.7%)	73 社 (49.0%)
ロ 受けていない	67 社 (47.2%)	71 社 (47.7%)
ハ 今後行われる予定である	3 社 ( 2.1%)	5 社 ( 3.4%)

## 「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 136 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 48 社の計 184 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 127 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 127 社の状況（平成 2022 年 6 月末）>

	投資残高	比率	（内、他社委託分）
上場株式	943,656 億円	99.8%	（ 83,546 億円）
パッシブ運用	661,652 億円	70.0%	（ 55,885 億円）
内 ESG要素考慮	196,461 億円	20.8%	（ 19,280 億円）
パッシブ運用以外	282,003 億円	29.8%	（ 27,662 億円）
内 ESG要素考慮	162,828 億円	17.2%	（ 17,707 億円）
非上場株式	1,860 億円	0.2%	（ 113 億円）
合計	945,515 億円	100.0%	（ 83,659 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	（2021年10月調査） 内、日本株投資残高有
全体	127 社	92 社	90 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	98 社 (77.2%)	83 社 (90.2%)	82 社 (91.1%)
ロ リサーチアナリスト	71 社 (55.9%)	59 社 (64.1%)	60 社 (66.7%)
ハ 議決権行使担当者	35 社 (27.6%)	29 社 (31.5%)	29 社 (32.2%)
ニ モニタリング担当者(専任)	5 社 ( 3.9%)	4 社 ( 4.3%)	4 社 ( 4.4%)
ホ エンゲージメント担当者(兼モニタリン グ担当)	38 社 (29.9%)	29 社 (31.5%)	30 社 (33.3%)
へ ESG担当者(※)	20 社 (15.7%)	16 社 (17.4%)	
ト 外部(委託先・投資ファンド先の運用 業者・助言会社)	18 社 (14.2%)	5 社 ( 5.4%)	5 社 ( 5.6%)
チ その他	10 社 ( 7.9%)	3 社 ( 3.3%)	3 社 ( 3.3%)
・ 複数部門の連携	2 社	1 社	1 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。

※新規に追加した選択肢

(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		(2021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	126 社	92 社	90 社
イ パッシブ運用商品を含む全商品	23 社 (18.3%)	20 社 (21.7%)	20 社 (22.2%)
ロ 全アクティブ商品のみ	63 社 (50.0%)	51 社 (55.4%)	52 社 (57.8%)
ハ アクティブ商品の一部のみ	14 社 (11.1%)	11 社 (12.0%)	11 社 (12.2%)
ニ 外部委託・投資ファンド等	12 社 (9.5%)	2 社 (2.2%)	3 社 (3.3%)
ホ その他	23 社 (18.3%)	13 社 (14.1%)	9 社 (10.0%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	7 社	6 社	5 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	3 社	1 社	1 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		※(2021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	126 社	92 社	90 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	66 社 (52.4%)	54 社 (58.7%)	53 社 (58.9%)
ロ モニタリングの結果が反映されている日本株式商品の投資比率上位銘柄	8 社 (6.3%)	7 社 (7.6%)	7 社 (7.8%)
ハ 個別にモニタリングが必要と判断した銘柄のみ	23 社 (18.3%)	18 社 (19.6%)	16 社 (17.8%)
ニ 投資候補銘柄	36 社 (28.6%)	31 社 (33.7%)	17 社 (18.9%)
ホ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任	10 社 (7.9%)	1 社 (1.1%)	1 社 (1.1%)
へ その他	12 社 (9.5%)	4 社 (4.3%)	9 社 (10.0%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	3 社	3 社	2 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	3 社	0 社	0 社

※前回イを選択するとロ～へが選択不可としていたため、参考として表記

(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 125 社 : <設問 3-④>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	3社	9社	8社	14社	4社	14社
	イ+ハ							
	イ+ニ	1社			6社	3社	2社	12社
	イ+ホ		1社					1社
	イ+ヘ							
	イ+ロ+ニ							
	イ+ハ+ニ							
	イ+ニ+ホ				1社			1社
	イ+ハ+ニ+ヘ							
	ロ					1社		1社
	ロ+ハ	1社			1社		1社	3社
	ロ+ニ			1社		1社		2社
	ロ+ハ+ニ			1社	1社			2社
	ハ	4社	3社	4社	3社		1社	15社
	ハ+ニ	1社			1社			2社
	ニ	4社	1社	4社	4社	2社	1社	16社
	ホ	3社	1社	1社	1社		1社	7社
	ホ+ヘ	1社						1社
	ヘ	4社		2社	3社		1社	10社
		22社	15社	21社	35社	11社	21社	125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 136 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 48 社の計 184 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 113 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 113 社の状況（2022 年 6 月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	925,628 億円	99.8%	( 67,781 億円)
パッシブ運用	647,241 億円	69.8%	( 41,445 億円)
内 ESG要素考慮	196,237 億円	21.2%	( 19,056 億円)
パッシブ運用以外	278,387 億円	30.0%	( 26,336 億円)
内 ESG要素考慮	160,124 億円	17.3%	( 16,496 億円)
非上場株式	1,810 億円	0.2%	( 111 億円)
合計	927,438 億円	100.0%	( 67,892 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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113 社	81 社	81 社
イ 定めている	69 社 (61.1%)	49 社 (60.5%)	48 社 (59.3%)
ロ 定めていない	44 社 (38.9%)	32 社 (39.5%)	33 社 (40.7%)

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

	回答数		(2021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	69 社	49 社	48 社
イ 集計している	58 社 (84.1%)	45 社 (91.8%)	44 社 (91.7%)
ロ 集計していない	11 社 (15.9%)	4 社 ( 8.2%)	4 社 ( 8.3%)

「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。
- ・エンゲージメント活動の進捗状況を 5 段階に分け、企業別・対話テーマ別に進捗状況を記録し、対話企業数や対話テーマ別対話件数等について月次で集計するほか、責任投資委員会・責任投資監督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モ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（他社が参加するスモ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・財務戦略、③ガバナンス、④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。
- エンゲージメントの回数を、「顧客本位の業務運営に関する原則」に関する取り組み状況として、弊社 HP で四半期毎に公表している。

(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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113 社	80 社	81 社
イ 経営層(運用責任者を含む)	39 社 (34.5%)	33 社 (41.3%)	33 社 (40.7%)
ロ ポートフォリオマネージャー/ファンドマネージャー	85 社 (75.2%)	71 社 (88.8%)	71 社 (87.7%)
ハ リサーチアナリスト	66 社 (58.4%)	54 社 (67.5%)	54 社 (66.7%)
ニ 議決権行使担当者	43 社 (38.1%)	38 社 (47.5%)	35 社 (43.2%)
ホ エンゲージメント担当者(専任)	12 社 (10.6%)	8 社 (10.0%)	9 社 (11.1%)
ヘ エンゲージメント担当者(兼モニタリング担当)	37 社 (32.7%)	30 社 (37.5%)	31 社 (38.3%)
ト ESG担当者(※)	25 社 (22.1%)	20 社 (25.0%)	
チ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者)	16 社 (14.2%)	5 社 (6.3%)	4 社 (4.9%)
リ その他	12 社 (10.6%)	7 社 (8.8%)	6 社 (7.4%)
・ 複数部門の連携	2 社	1 社	1 社
・ グループ内の担当部門	1 社	0 社	0 社

※新規に追加した選択肢

(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		(2021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	112 社	81 社	81 社
イ パッシブ運用商品を含む全商品	24 社 (21.4%)	20 社 (24.7%)	20 社 (24.7%)
ロ 全アクティブ商品のみ	55 社 (49.1%)	44 社 (54.3%)	45 社 (55.6%)
ハ アクティブ商品の一部のみ	10 社 (8.9%)	9 社 (11.1%)	9 社 (11.1%)
ニ エンゲージメントを運用方針に掲げている商品のみ	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ホ 外部委託・投資ファンド等	11 社 (9.8%)	3 社 (3.7%)	3 社 (3.7%)
ヘ その他	19 社 (17.0%)	9 社 (11.1%)	8 社 (9.9%)
・ 未上場株式、ベンチャーファンド等	5 社	4 社	3 社
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 社	0 社

(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		(2021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	88 社	61 社	61 社
イ コストの制約	5 社 ( 5.7%)	4 社 ( 6.6%)	4 社 ( 6.6%)
ロ パッシブ運用を行っていない	73 社 (83.0%)	53 社 (86.9%)	52 社 (85.2%)
ハ その他	12 社 (13.6%)	6 社 ( 9.8%)	7 社 (11.5%)
・ 日本の上場株式に投資をしていないため	2 社	0 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		(2021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	112 社	81 社	81 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	47 社 (42.0%)	37 社 (45.7%)	38 社 (46.9%)
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 ( 5.4%)	5 社 ( 6.2%)	5 社 ( 6.2%)
ハ 個別にエンゲージメントが必要と判断した銘柄のみ	38 社 (33.9%)	33 社 (40.7%)	34 社 (42.0%)
ニ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者等)に委任	12 社 (10.7%)	2 社 ( 2.5%)	2 社 ( 2.5%)
ホ その他	21 社 (18.8%)	12 社 (14.8%)	11 社 (13.6%)
・ 投資候補銘柄、カバレッジ銘柄	8 社	4 社	3 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 112 社 : <設問 3-⑩>の回答別に分類】

アク ティ ブ の 対 象 銘 柄 数	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		10 社	6 社	10 社	13 社	5 社	3 社
ロ				1 社		1 社		2 社
ロ+ハ			1 社		2 社		1 社	4 社
ロ+ニ								
ハ		17 社	1 社	2 社	7 社		1 社	28 社
ハ+ニ		1 社			1 社			2 社
ハ+ホ			1 社	2 社			1 社	4 社
ニ		4 社	2 社	2 社				8 社
ニ+ホ		1 社			1 社			2 社
ホ		7 社		3 社	5 社			15 社
		40 社	11 社	20 社	29 社	6 社	6 社	112 社

【パッシブ アンケート回答 全 112 社 : <設問 3-⑩>の回答別に分類】

パ ッ シ ブ の 対 象 銘 柄 数	銘柄分類 *12	該当なし (0銘柄)	1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		38 社	1 社	1 社			7 社
ロ				1 社	1 社			2 社
ロ+ハ		2 社			2 社			4 社
ロ+ニ								
ハ		23 社	2 社		2 社		1 社	28 社
ハ+ニ		2 社						2 社
ハ+ホ		2 社	1 社				1 社	4 社
ニ		8 社						8 社
ニ+ホ		2 社						2 社
ホ		12 社			3 社			15 社
		89 社	4 社	2 社	8 社		9 社	112 社

\*12: <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		(2021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	38 社	33 社	34 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	10 社 (26.3%)	10 社 (30.3%)	14 社 (41.2%)
ロ 株主価値向上の観点から改善余地がある(見込める)	19 社 (50.0%)	15 社 (45.5%)	10 社 (29.4%)
ハ 個別テーマによる絞り込み・選別	1 社 ( 2.6%)	1 社 ( 3.0%)	1 社 ( 2.9%)
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	8 社 (21.1%)	7 社 (21.2%)	9 社 (26.5%)

「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。
- ・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。

(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 4-4 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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113 社	81 社	81 社
イ 変更した	12 社 (10.6%)	9 社 (11.1%)	10 社 (12.3%)
ロ 変更しない	92 社 (81.4%)	66 社 (81.5%)	64 社 (79.0%)
ハ エンゲージメントに関する方針を持っていない	9 社 ( 8.0%)	6 社 ( 7.4%)	7 社 ( 8.6%)

「イ 変更した」内容の具体例

- ・ COVID-19 (新型コロナウイルス感染症) の感染拡大で従業員の働き方等人的資本に関するエンゲージメントを強化した。また、投資先企業の女性活躍推進方針についてエンゲージメントを強化した。
- ・サステナビリティ課題の中でも、特に重要な課題となる気候変動課題に対する対話態勢を強化した。
- ・アナリストがエンゲージメントを行う際の優先課題を決めるにあつた際の基準や、投資先の経営陣と対話を行う際の基準を定義した。
- ・一部エンゲージメントについてマイルストーン管理を行うプロセスを導入した。

(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5つお選び下さい。<設問3-⑭>

	回答数		(2021年10月調査)
			内、日本株投資残高有
全体	113 社	81 社	81 社
イ ガバナンス体制(取締役会構成や資本構造を含む)	91 社 (80.5%)	65 社 (80.2%)	62 社 (76.5%)
ロ 取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	7 社 ( 6.2%)	6 社 ( 7.4%)	6 社 ( 7.4%)
ハ 取締役・取締役会の資質・社外取締役の支援体制(※)	22 社 (19.5%)	17 社 (21.0%)	17 社 (21.0%)
ニ 取締役報酬の水準・報酬の決め方	16 社 (14.2%)	12 社 (14.8%)	10 社 (12.3%)
ホ 社外取締役の有無及び役割	8 社 ( 7.1%)	5 社 ( 6.2%)	5 社 ( 6.2%)
へ 監査役・監査役会の有無及び役割	3 社 ( 2.7%)	2 社 ( 2.5%)	1 社 ( 1.2%)
ト 企業戦略(除く株主還元策)	63 社 (55.8%)	48 社 (59.3%)	51 社 (63.0%)
チ 企業文化(カルチャー・従業員の多様性)	14 社 (12.4%)	12 社 (14.8%)	12 社 (14.8%)
リ 企業業績及び長期見通し	44 社 (38.9%)	36 社 (44.4%)	36 社 (44.4%)
ヌ 企業活動全般	17 社 (15.0%)	13 社 (16.0%)	11 社 (13.6%)
ル 社会・環境問題(下記ヲ、ワ、カを除く)(※)	33 社 (29.2%)	22 社 (27.2%)	33 社 (40.7%)
ヲ ビジネスに係る人権問題(※※)	16 社 (14.2%)	12 社 (14.8%)	
ワ 気候変動	44 社 (38.9%)	31 社 (38.3%)	25 社 (30.9%)
カ 生物多様性(※※)	2 社 ( 1.8%)	1 社 ( 1.2%)	
ヨ リスク要因(社会・環境問題に関連するリスクを除く)	18 社 (15.9%)	15 社 (18.5%)	16 社 (19.8%)
タ 経営者の後継問題	2 社 ( 1.8%)	2 社 ( 2.5%)	2 社 ( 2.5%)
レ 企業買収(M&A)	3 社 ( 2.7%)	0 社 ( 0.0%)	0 社 ( 0.0%)
ソ 監査の状況	4 社 ( 3.5%)	2 社 ( 2.5%)	2 社 ( 2.5%)
ツ 監査上の主要な検討事項(KAM)(※※)	0 社 ( 0.0%)	0 社 ( 0.0%)	
ネ 株主還元策	28 社 (24.8%)	24 社 (29.6%)	25 社 (30.9%)
ナ 社外取締役または社外監査役の独立性	7 社 ( 6.2%)	6 社 ( 7.4%)	6 社 ( 7.4%)
ラ 企業価値向上に向けた取締役会の評価	7 社 ( 6.2%)	5 社 ( 6.2%)	4 社 ( 4.9%)
ム 情報開示	28 社 (24.8%)	19 社 (23.5%)	19 社 (23.5%)
ウ その他	12 社 (10.6%)	6 社 ( 7.4%)	6 社 ( 7.4%)
・ 資本政策	1 社	1 社	1 社
・ 個別状況により異なる	5 社	3 社	3 社
・ 財務戦略	1 社	0 社	0 社

※ハ「取締役・取締役会の資質」から「取締役・取締役会の資質・社外取締役の支援体制」に変更

※ル「社会・環境問題」から「社会・環境問題(下記ヲ、ワ、カを除く)」に変更

※※新規に追加した選択肢

「ネ その他」の「個別状況により異なる」の回答例

- ・ 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。

- リーダーシップとガバナンスのほかは、セクターによって重要性が異なると考えている。例えば、情報技術セクターにおいてはサイバーセキュリティやプライバシー保護が重要な課題であるが、資本財サービスセクターにおいては廃棄物と排出物の管理、リスク管理などが重要な課題と考えらる。



(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		(2021年10月調査)
			内、日本株投資残高有
全体	113 社	81 社	81 社
イ ガバナンス体制(取締役会構成や資本構造を含む)	86 社 (76.1%)	66 社 (81.5%)	63 社 (77.8%)
ロ 取締役会における会長・CEOのリーダーシップ	26 社 (23.0%)	20 社 (24.7%)	21 社 (25.9%)
ハ 取締役・取締役会の資質・社外取締役の支援体制(※)	39 社 (34.5%)	31 社 (38.3%)	32 社 (39.5%)
ニ 取締役報酬の水準・報酬の決め方	41 社 (36.3%)	32 社 (39.5%)	30 社 (37.0%)
ホ 社外取締役の有無及び役割	39 社 (34.5%)	30 社 (37.0%)	30 社 (37.0%)
へ 監査役・監査役会の有無及び役割	19 社 (16.8%)	13 社 (16.0%)	12 社 (14.8%)
ト 企業戦略(除く株主還元策)	82 社 (72.6%)	65 社 (80.2%)	64 社 (79.0%)
チ 企業文化(カルチャー・従業員の多様性)	36 社 (31.9%)	31 社 (38.3%)	31 社 (38.3%)
リ 企業業績及び長期見通し	69 社 (61.1%)	56 社 (69.1%)	54 社 (66.7%)
ヌ 企業活動全般	38 社 (33.6%)	30 社 (37.0%)	29 社 (35.8%)
ル 社会・環境問題(下記ヲ、ワ、カを除く)(※)	49 社 (43.4%)	40 社 (49.4%)	47 社 (58.0%)
ヲ ビジネスに係る人権問題(※※)	27 社 (23.9%)	23 社 (28.4%)	
ワ 気候変動	52 社 (46.0%)	39 社 (48.1%)	31 社 (38.3%)
カ 生物多様性(※※)	15 社 (13.3%)	12 社 (14.8%)	
ヨ リスク要因(社会・環境問題に関連するリスクを除く)	44 社 (38.9%)	38 社 (46.9%)	39 社 (48.1%)
タ 経営者の後継問題	30 社 (26.5%)	24 社 (29.6%)	25 社 (30.9%)
レ 企業買収(M&A)	29 社 (25.7%)	24 社 (29.6%)	26 社 (32.1%)
ソ 監査の状況	13 社 (11.5%)	10 社 (12.3%)	13 社 (16.0%)
ツ 監査上の主要な検討事項(KAM)(※※)	11 社 (9.7%)	9 社 (11.1%)	
ネ 株主還元策	57 社 (50.4%)	46 社 (56.8%)	46 社 (56.8%)
ナ 社外取締役または社外監査役の独立性	35 社 (31.0%)	29 社 (35.8%)	26 社 (32.1%)
ラ 企業価値向上に向けた取締役会の評価	28 社 (24.8%)	22 社 (27.2%)	22 社 (27.2%)
ム 情報開示	53 社 (46.9%)	43 社 (53.1%)	41 社 (50.6%)
ウ その他	22 社 (19.5%)	11 社 (13.6%)	9 社 (11.1%)
・ 持続可能な開発目標(SDGs)やESG課題への取り組み	3 社	2 社	2 社
・ 資本政策	1 社	0 社	0 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

※ハ「取締役・取締役会の資質」から「取締役・取締役会の資質・社外取締役の支援体制」に変更

※ル「社会・環境問題」から「社会・環境問題(下記ヲ、ワ、カを除く)」に変更

※※新規に追加した選択肢

(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		(2021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	112 社	81 社	81 社
イ 受けたことがある	72 社 (64.3%)	56 社 (69.1%)	52 社 (64.2%)
ロ 受けたことがない	40 社 (35.7%)	25 社 (30.9%)	29 社 (35.8%)

(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 3-⑪>

	回答数		(2021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	72 社	56 社	52 社
イ 100社超	12 社 (16.7%)	11 社 (19.6%)	9 社 (17.3%)
ロ 51~100社	7 社 (9.7%)	3 社 (5.4%)	3 社 (5.8%)
ハ 11~50社	30 社 (41.7%)	25 社 (44.6%)	22 社 (42.3%)
ニ 1~10社	23 社 (31.9%)	17 社 (30.4%)	18 社 (34.6%)

(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 3-⑫>

	回答数		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113 社	81 社	81 社
イ 企業のエンゲージメントに対する意識	67 社 (59.3%)	51 社 (63.0%)	52 社 (64.2%)
ロ 経営陣の関与	79 社 (69.9%)	64 社 (79.0%)	62 社 (76.5%)
ハ IR担当者の質	28 社 (24.8%)	21 社 (25.9%)	23 社 (28.4%)
ニ 開示情報の質	86 社 (76.1%)	66 社 (81.5%)	68 社 (84.0%)
ホ 開示情報の量・範囲	65 社 (57.5%)	48 社 (59.3%)	51 社 (63.0%)
へ 情報開示の方法	39 社 (34.5%)	30 社 (37.0%)	25 社 (30.9%)
ト 情報開示のタイミング	30 社 (26.5%)	22 社 (27.2%)	22 社 (27.2%)
チ 取締役会の機能発揮	39 社 (34.5%)	29 社 (35.8%)	29 社 (35.8%)
リ その他	14 社 (12.4%)	5 社 (6.2%)	5 社 (6.2%)

「リ その他」の回答例

- ・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つなげれば、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。
- ・取組みの進捗状況を示す KPI 設定とその開示や適切なマテリアリティの設定。
- ・気候変動を含む環境問題・社会問題に関しての会社の考え方、戦略や解決策、そしてそれらに対する開示の在り方。

(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「ロー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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113社	81社	81社
イ 説明を行わなかった	52社 (46.0%)	35社 (43.2%)	37社 (45.7%)
ロ 説明を行った	61社 (54.0%)	46社 (56.8%)	44社 (54.3%)
a 全て説明を行うこととした	8社	2社	2社
b 投資先企業から要請があった場合に行った	37社	31社	30社
c 説明することが望ましいと考えた場合に行った	16社	13社	12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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	113社	81社	81社
イ 行ったことがある	36社 (31.9%)	27社 (33.3%)	24社 (29.6%)
ロ 行ったことはないが今後行う予定	23社 (20.4%)	18社 (22.2%)	19社 (23.5%)
ハ 今後も行わない予定	54社 (47.8%)	36社 (44.4%)	38社 (46.9%)
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	12社	10社	11社
b 独自で対応しており必要性がない	19社	14社	11社
c コスト等負担が大きく効果について疑問がある	1社	1社	3社
d プラットフォームの整備後検討する	1社	1社	1社
e 具体的な案件がない	9社	4社	5社
f その他	18社	11社	11社

「f その他」の回答例

- ・当社は、投資先企業に対し潜在的又は顕在的主要株主となる場合は、ハンズオンで投資先企業の経営陣や管理職と緊密な関係を維持することにより相互信頼関係を構築し、持続的成長や企業価値の向上を図る方針であり、他の機関投資家と共同でのハンズオン投資については今のところ考えていない。
- ・当社グループは、企業に対して対立的且つ公的な立場をとることによって生じる株主価値毀損リスクは回避すべきと考える。一方、法規制に適合し、当社グループとしての意見具申を希薄

化することなく企業に伝えることが出来、株主利益に資すると判断できる場合においては、状況に応じて他の投資家と意見交換を含め、協働することもあり得る。当社グループとしては、企業との個別エンゲージメントを通じて、個別且つ慎重に対話を重ねてゆくことが、効果的且つ建設的なエンゲージメント手法であると考えている。この手法によって望ましい結果が引き出せない場合においても、長期的な株主価値向上のため、経営陣と懸念事項に特化した意見交換や協議を行う面談を重ねるなど、取り得る措置を慎重に検討する。

- ・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てい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ーチ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 3-⑫>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 3-⑫>

	回答数		(2021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	45 社	40 社
イ 「共同保有者」への該当性判断が不明確	30 社 (50.8%)	26 社 (57.8%)	24 社 (60.0%)
ロ 「重要提案行為」への該当性判断が不明確	33 社 (55.9%)	27 社 (60.0%)	26 社 (65.0%)
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	27 社 (45.8%)	20 社 (44.4%)	20 社 (50.0%)
ニ その他	11 社 (18.6%)	9 社 (20.0%)	9 社 (22.5%)
ホ 特に問題ない	8 社 (13.6%)	5 社 (11.1%)	3 社 (7.5%)

「ニ その他」の回答例

- ・気候変動などのテーマ型のエンゲージメントを除けば、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。
- ・エンゲージメントを実施する運用会社同士のアプローチが必ずしも足並みが揃えられるとは限らないことを課題として認識している。同設問「イ」、「ロ」の理由により、多くの投資家が同時に企業と対話をするという形を取りづらいため日本固有の事情として認識している。これにより、協働エンゲージメントの効果が発揮されにくい可能性が考えられる。

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

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

5. <設問2-①>にて「策定済」もしくは「策定中」とした136社および「受入れ予定なし」としたものの理由を「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48社の計184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184社の状況（2022年6月末）>

	投資残高	比率	(内、他社委託分)
上場株式	956,843 億円	99.8%	( 93,385 億円)
パッシブ運用	663,747 億円	69.2%	( 57,898 億円)
内 ESG要素考慮	196,461 億円	20.5%	( 19,280 億円)
パッシブ運用以外	293,096 億円	30.6%	( 35,487 億円)
内 ESG要素考慮	164,283 億円	17.1%	( 19,143 億円)
非上場株式	2,135 億円	0.2%	( 137 億円)
合計	958,978 億円	100.0%	( 93,522 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		(2021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	178 社	112 社	106 社
イ 整備している	121 社 (68.0%)	81 社 (72.3%)	85 社 (80.2%)
ロ 整備していない	57 社 (32.0%)	31 社 (27.7%)	21 社 (19.8%)

(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に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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	121 社	81 社	85 社
イ なっている	121 社 (100.0%)	81 社 (100.0%)	85 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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	121 社	81 社	76 社
イ 従来の体制を継続	111 社 (91.7%)	72 社 (88.9%)	65 社 (85.5%)
ロ 一部再整備した	8 社 (6.6%)	8 社 (9.9%)	9 社 (11.8%)
ハ 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 (1.7%)	1 社 (1.2%)	2 社 (2.6%)

「ロ 一部再整備した」具体例

- ・議決権等行使指図に関する体制強化の為、社外監査役が議決権行使ワーキング・グループのメンバーに加わった。
- ・スチュワードシップ活動の能力拡充を継続的に強化するため、議決権行使チームを運用チームに統合した。また、議決権行使、エンゲージメント、ESG において幅広く豊富な経験を持つ人材を増員した。

(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		(2021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	179 社	113 社	106 社
イ 改訂した	55 社 (30.7%)	41 社 (36.3%)	35 社 (33.0%)
ロ 改訂していない	124 社 (69.3%)	72 社 (63.7%)	71 社 (67.0%)

「イ 改訂した」具体例

【取締役会に関する改訂】

- ・取締役会の構成について、「社外取締役が、2 人以上または 25%以上選任されていない場合、代表取締役の選任に原則反対」から「社外取締役が、2 人以上または 1/3 以上選任されていない場合、代表取締役の選任に原則反対」に変更した。また、取締役会の構成について、「総会後の取締役会において、女性の取締役が 1 名以上在任していない場合、代表取締役に原則反対 (TOPIX100 構成企業)」を新設した。
- ・取締役の選任の項目に「他の企業の役員との兼任状況については、明らかに問題がある場合は、個別に判断する。」を加えた。
- ・2022 年 6 月総会より、「プライム市場上場企業については、当面の間女性取締役比率 15%を基準とし、当該基準に満たない場合、(任意の) 指名委員会委員長の再任議案に反対票を投ずる。」、「気候変動の影響を認識し、温室効果ガス排出量を削減するための措置を講じて適切な開示が行われていない場合、代表取締役の選任議案に反対票を投ずる。」、「独立性担保の観点から社外取締役で任期が 12 年を超える場合には再選任議案に反対票を投ずる。」



#### 【「ESG 関連」に関する改訂】

- ・投資先企業に望ましい経営（ESG 課題への取組みを含む）の実現を促すため、エンゲージメントの結果を取締役選任議案に反映する項目（当社がエンゲージメントにおいて望ましい経営の実現に向けた取組みが不十分であると指摘し対応を促したにもかかわらず、投資先企業において十分な取組みが行われず改善も見込まれない場合であって、かつ、それが企業価値の向上と持続的成長を妨げている、あるいは中長期的に妨げになる可能性が高いと判断される場合、それについて責任を有すると判断される者の取締役選任に原則として反対する。）を新設する。
- ・「二酸化炭素高排出セクターにおける企業にてスコープ 1 または 2 の開示が欠如しているなど投資家が気候変動リスクの分析が不可能となっているケースは取締役の再任に反対」と内容を更新した。

#### 【「政策保有株式関連」に関する事項】

- ・政策保有株式保有についての基準を明確化した。（保有額が純資産の 20%以上を占める企業については経営トップである取締役候補者に対し原則として反対を検討）

#### 【「買収防衛策」に関する改訂】

- ・買収防衛策の導入・更新は原則反対とした。

#### 【「バーチャル総会」に関する改訂】

- ・バーチャルオンリー株主総会の開催を可能とする定款変更案に関しては、原則として当社はハイブリッド型バーチャル株主総会の開催を支持しており、バーチャルオンリー株主総会は、参加できる株主が制限されることへの懸念が払しょくできないため、その開催はパンデミックなどの非常事態の場合に限定されるべきであること、またその旨が株主招集通知等で説明されることが望ましいとの考えを明記した。

#### 【その他】

- ・臨時株主総会の招集を要求する権利や株主が同意書に基づいて行動する権利を要求する提案を指示する旨を追記。
- ・強制労働やサプライチェーンマネジメント関連の株主提案について、人権の観点から評価することを明確にするなどの改訂を行った。

(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		(2021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	111 社	83 社	84 社
a 反対・棄権した会社数	148 社	141 社	142 社
b 行使対象とした総会社数	363 社	313 社	327 社
c 反対・棄権した会社数比率(a÷b)	40.6%	45.1%	43.3%

<議案件数>	回答数		(2021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	115 件	86 件	85 件
d 反対・棄権した議案件数	394 件	391 件	406 件
e 行使対象とした総議案件数	3,834 件	3,542 件	3,673 件
f 反対・棄権した議案比率(d÷e)	10.3%	11.0%	11.1%

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

【アンケート回答 全 114 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(※4)	279,488	35,808	313	30	315,639	11.4%
	監査役の選解任	26,039	2,836	103	3	28,981	10.1%
	会計監査人の選解任	878	5	2	1	886	0.8%
役員報酬に 関する議案	役員報酬(※1)	16,303	1,096	37	1	17,437	6.5%
	退職役員の退職慰労金の支給(※5)	621	1,148	12	0	1,781	65.1%
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	26,717	1,104	90	5	27,916	4.3%
	組織再編関連(※2)	581	21	5	0	607	4.3%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	399	883	4	0	1,286	69.0%
	その他資本政策に関する議案(※3)	901	72	1	0	974	7.5%
定款に関する議案		42,702	1,032	131	5	43,870	2.7%
その他の議案		871	228	6	0	1,105	21.2%
合計		395,500	44,233	704	45	440,482	10.2%

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

(※2) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

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

(※4) 監査委員会を含む

(※5) 退職慰労金の削減を含む

(注) <設問4-⑤>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		(2021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	125 社	87 社	90 社
イ 変更した議案がある	44 社 (35.2%)	33 社 (37.9%)	32 社 (35.6%)
ロ 変更した議案はない	81 社 (64.8%)	54 社 (62.1%)	58 社 (64.4%)

※「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		(2021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	126 社	93 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	97 社 (77.0%)	69 社 (74.2%)	70 社 (76.1%)
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 (1.1%)	0 社 (0.0%)
ハ 監査役候補者は、候補者毎に別議案とした	1 社 (0.8%)	1 社 (1.1%)	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	27 社 (21.4%)	22 社 (23.7%)	22 社 (23.9%)

※「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		(2021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	174 社	110 社	102 社
イ 日本	139 社 (79.9%)	97 社 (88.2%)	94 社 (92.2%)
ロ 欧州	48 社 (27.6%)	29 社 (26.4%)	30 社 (29.4%)
ハ 北米	56 社 (32.2%)	35 社 (31.8%)	37 社 (36.3%)
ニ 中南米	38 社 (21.8%)	23 社 (20.9%)	23 社 (22.5%)
ホ アジア・オセアニア	51 社 (29.3%)	32 社 (29.1%)	31 社 (30.4%)
ヘ その他	50 社 (28.7%)	25 社 (22.7%)	22 社 (21.6%)

(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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	74社	57社	60社
a 株主提案に賛成した会社数	14社	6社	3社
b 株主提案のあった会社数	28社	18社	11社
c 賛成した会社数比率(a÷b)	50.2%	32.6%	28.3%

  

<議案件数>	回答数		(2021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	79件	58件	61件
d 株主提案に賛成した議案件数	23件	17件	7件
e 株主提案議案件数	109件	97件	58件
f 賛成した議案比率(d÷e)	20.9%	17.4%	12.0%

(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75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)	264	1,017	2	0	1,283	20.6%
	監査役の選解任	66	136	0	0	202	32.7%
	会計監査人の選解任	1	0	0	0	1	100.0%
役員報酬に 関する議案	役員報酬(※1)	95	144	0	0	239	39.7%
	退任役員の退職慰労金の支給(※5)	0	0	0	0	0	0.0%
資本政策に 関する議案 (定款に関する 議案を除く)	剰余金の処分	104	368	2	0	474	21.9%
	組織再編関連(※2)	1	3	0	0	4	25.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	3	0	0	3	0.0%
	その他資本政策に関する議案(※3)	88	290	5	0	383	23.0%
定款に関する議案		452	3,680	35	2	4,169	10.8%
その他の議案		682	579	7	0	1,268	53.8%
合計		1,753	6,220	51	2	8,026	21.8%

(※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		(2021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	177 社	111 社	103 社
イ 公表している	91 社 (51.4%)	60 社 (54.1%)	62 社 (60.2%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	7 社 (4.0%)	4 社 (3.6%)	5 社 (4.9%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	79 社 (44.6%)	47 社 (42.3%)	36 社 (35.0%)

(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		(2021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	176 社	111 社	103 社
イ 全ての顧客に直接報告している	14 社 (8.0%)	10 社 (9.0%)	12 社 (11.7%)
ロ 要請のあった顧客のみ直接報告している	60 社 (34.1%)	44 社 (39.6%)	41 社 (39.8%)
ハ 報告していない	102 社 (58.0%)	57 社 (51.4%)	50 社 (48.5%)

(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		(2021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	60 社	44 社	41 社
イ 80%以上	5 社 (8.3%)	4 社 (9.1%)	5 社 (12.2%)
ロ 60%以上80%未満	3 社 (5.0%)	3 社 (6.8%)	2 社 (4.9%)
ハ 40%以上60%未満	8 社 (13.3%)	6 社 (13.6%)	5 社 (12.2%)
ニ 20%以上40%未満	8 社 (13.3%)	8 社 (18.2%)	7 社 (17.1%)
ホ 20%未満	36 社 (60.0%)	23 社 (52.3%)	22 社 (53.7%)

<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		(2021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	60 社	44 社	41 社
イ コストの制約	10 社 (16.7%)	8 社 (18.2%)	8 社 (19.5%)
ロ アセットオーナーの関心が低い	11 社 (18.3%)	9 社 (20.5%)	8 社 (19.5%)
ハ ウェブサイト等で開示済み	35 社 (58.3%)	28 社 (63.6%)	27 社 (65.9%)
ニ その他	21 社 (35.0%)	15 社 (34.1%)	12 社 (29.3%)

「二 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		(2021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	176 社	110 社	103 社
イ 活用した	58 社 (33.0%)	44 社 (40.0%)	45 社 (43.7%)
ロ 活用しなかった	118 社 (67.0%)	66 社 (60.0%)	58 社 (56.3%)
活用機関数の平均	1.3 社	1.2 社	1.2 社

(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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	58 社	44 社	45 社
イ 日本株式・外国株式両方	37 社 (63.8%)	30 社 (68.2%)	30 社 (66.7%)
ロ 日本株式のみ	14 社 (24.1%)	10 社 (22.7%)	11 社 (24.4%)
ハ 外国株式のみ	7 社 (12.1%)	4 社 (9.1%)	4 社 (8.9%)

(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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	58 社	44 社	45 社
イ 必ず、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%)
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 (20.7%)	9 社 (20.5%)	9 社 (20.0%)
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	12 社 (20.7%)	8 社 (18.2%)	8 社 (17.8%)
ホ 議決権行使指図の判断の際、参考としている	25 社 (43.1%)	21 社 (47.7%)	22 社 (48.9%)
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	26 社 (44.8%)	21 社 (47.7%)	19 社 (42.2%)
ト その他	13 社 (22.4%)	10 社 (22.7%)	10 社 (22.2%)

(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 4-⑱>

	回答数		(2021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	51 社	40 社	41 社
イ 公表している	44 社 (86.3%)	37 社 (92.5%)	37 社 (90.2%)
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%)	0 社 (0.0%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	7 社 (13.7%)	3 社 (7.5%)	4 社 (9.8%)

① 「イ 公表内容」の具体例

- ・助言会社の判断に従って行使した全ての企業について、利益相反管理の観点から助言会社の判断に従った旨を記載している。
- ・親会社について、議決権行使助言会社の助言を受けて議決権を行使する方針を公表しており、議決権行使結果の開示にて助言機関の助言を受けて行使した旨を公表している。
- ・「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。」

②「ハ 未対応理由」の具体例

- ・顧客の定める議決権行使ガイドラインに従った指図を行う口座においてのみ助言機関を活用している。
- ・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。

(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 4-19>

	回答数		(2021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	177 社	111 社	104 社
イ 活用している	33 社 (18.6%)	27 社 (24.3%)	24 社 (23.1%)
ロ 活用していない	144 社 (81.4%)	84 社 (75.7%)	80 社 (76.9%)

(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		(2021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	33 社	27 社	24 社
イ 80%以上	24 社 (72.7%)	20 社 (74.1%)	16 社 (66.7%)
ロ 60%以上80%未満	3 社 (9.1%)	3 社 (11.1%)	3 社 (12.5%)
ハ 40%以上60%未満	3 社 (9.1%)	2 社 (7.4%)	3 社 (12.5%)
ニ 20%以上40%未満	2 社 (6.1%)	1 社 (3.7%)	1 社 (4.2%)
ホ 20%未満	1 社 (3.0%)	1 社 (3.7%)	1 社 (4.2%)

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

	回答数		(2021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	144 社	84 社	80 社
イ 今後活用する予定	6 社 (4.2%)	4 社 (4.8%)	3 社 (3.8%)
ロ 今後活用するかどうか検討中	42 社 (29.2%)	35 社 (41.7%)	35 社 (43.8%)
ハ 今後も活用予定なし	96 社 (66.7%)	45 社 (53.6%)	42 社 (52.5%)
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	16 社	15 社
b 参加していない企業があり、異なる業務フローの併存を避けるため	11 社	6 社	8 社
c 議決権を有していないため	14 社	6 社	6 社
d 上場株式への投資を想定していないため	13 社	4 社	4 社
e 投資先企業数が限定的なため	6 社	4 社	2 社
f その他	34 社	12 社	10 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。

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

	回答数		(2021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	176 社	110 社	103 社
イ 上場企業全社	36 社 (20.5%)	25 社 (22.7%)	25 社 (24.3%)
ロ プライム・スタンダード市場全社(※)	9 社 (5.1%)	5 社 (4.5%)	6 社 (5.8%)
ハ 上場企業2,000社以上	4 社 (2.3%)	3 社 (2.7%)	2 社 (1.9%)
ニ 上場企業1,500社以上	5 社 (2.8%)	5 社 (4.5%)	3 社 (2.9%)
ホ 上場企業1,000社以上	3 社 (1.7%)	3 社 (2.7%)	4 社 (3.9%)
ヘ 上場企業700社以上	1 社 (0.6%)	1 社 (0.9%)	3 社 (2.9%)
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	34 社 (19.3%)	27 社 (24.5%)	25 社 (24.3%)
チ 何社採用しようが切り替えない	84 社 (47.7%)	41 社 (37.3%)	35 社 (34.0%)
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	19 社	13 社	11 社
b 他の方法(社内外のシステム経由)を既に構築済みであるため	6 社	5 社	5 社
c 投資先企業数が限定的なため	8 社	5 社	3 社
d 議決権を有していないため	14 社	6 社	3 社
e 上場株式への投資を想定していないため	14 社	5 社	7 社
f その他	30 社	11 社	9 社

※ロ「市場第一部・第二部全社」から「プライム・スタンダード市場全社」に変更

「f その他」の回答例

- ・投資一任契約に係る業務において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。
- ・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。

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

	回答数		(2021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	177 社	111 社	104 社
イ 議決権電子行使プラットフォームを活用している	28 社 (15.8%)	24 社 (21.6%)	23 社 (22.1%)
ロ 東証のTDnetを活用している	44 社 (24.9%)	33 社 (29.7%)	33 社 (31.7%)
ハ 活用していない	117 社 (66.1%)	64 社 (57.7%)	57 社 (54.8%)



(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 4-㉔>

	回答数		(2021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	117 社	64 社	57 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	3 社 (2.6%)	1 社 (1.6%)	0 社 (0.0%)
ロ 今後、東証のTDnetを活用する予定	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ハ 今後、活用するかどうか検討中	31 社 (26.5%)	25 社 (39.1%)	26 社 (45.6%)
ニ 今後も活用予定なし	83 社 (70.9%)	38 社 (59.4%)	31 社 (54.4%)
a 他の方法で閲覧可能であるため(受託銀行からの通知、議決権行使助言会社のプラットフォーム、ブローカーや情報ベンダーのシステム、社内構築のシステム等)	27 社	16 社	13 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	6 社	2 社	1 社
d 議決権を有していないため	15 社	7 社	4 社
e 上場株式への投資を想定していないため	14 社	5 社	7 社
f その他	24 社	8 社	6 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 4-㉕>

	回答数		(2021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	178 社	99 社	99 社
イ 早期発送(早期開示)	97 社 (54.5%)	67 社 (67.7%)	66 社 (66.7%)
ロ 招集通知関係情報の発送前Web開示	65 社 (36.5%)	44 社 (44.4%)	46 社 (46.5%)
ハ 英訳の早期開示	37 社 (20.8%)	24 社 (24.2%)	23 社 (23.2%)
ニ 情報拡充	34 社 (19.1%)	25 社 (25.3%)	50 社 (50.5%)
ホ 議案の説明充実	84 社 (47.2%)	63 社 (63.6%)	62 社 (62.6%)
ヘ 議決権電子行使プラットフォームへの参加	51 社 (28.7%)	39 社 (39.4%)	38 社 (38.4%)
ト その他	26 社 (16.9%)	10 社 (10.0%)	12 社 (10.0%)
チ 特に問題はない	23 社 (12.9%)	15 社 (15.2%)	5 社
・ 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	9 社	1 社	2 社

「ニ 情報拡充」の具体例

- ・指名・報酬委員会 (任意のものを含む) 等を設置している企業において、各委員長及び該当委

員を記載してほしい。スキルマトリクスでは、求めるスキルの内容や各役員が該当する理由が不明確であるケースも見受けられるため、各スキルの定義や該当理由を明確に示してほしい。

- ・ 役員の在任期間・性別・スキルマトリクス・代表権の有無。非改選の役員が居る場合は改選後の取締役会/監査役会構成表。取締役会の独立役員の人数・比率、役員報酬体系の内訳。
- ・ 特に政策保有株式に関しては有価証券報告書で直近の保有銘柄数・金額を確かめるので、招集通知に最新の情報が無い場合には一年古い情報で行使をせざるを得ない。
- ・ 政策保有株式に関する情報が招集通知上に記載されていることが望ましいと思料。また、一部企業において、独立役員の独立性の有無の記載場所がわかりにくい、株式報酬等の妥当性に関する情報が不足している場合があるため、拡充頂きたい。
- ・ 役職員と株主とのアラインメントを図る目的で、株式報酬制度などの報酬制度を新たに導入する場合、基本的方針だけではなく、KPI や具体的計算式が開示されることが望ましい。

(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		(2021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	177 社	111 社	104 社
イ 100社超	3 社 (1.7%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ロ 51~100社	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ハ 11~50社	5 社 (2.8%)	3 社 (2.7%)	3 社 (2.9%)
ニ 1~10社	15 社 (8.5%)	14 社 (12.6%)	13 社 (12.5%)
ホ 出席していない(0社)	154 社 (87.0%)	94 社 (84.7%)	88 社 (84.6%)

(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		(2021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	178 社	111 社	104 社
イ 公表している(公表予定を含む)	73 社 (41.0%)	49 社 (44.1%)	50 社 (48.1%)
ロ 今後公表するかどうか検討中	19 社 (10.7%)	16 社 (14.4%)	13 社 (12.5%)
ハ 今後も公表予定なし	86 社 (48.3%)	46 社 (41.4%)	41 社 (39.4%)
ア 顧客の承認を得られなかった	2 社	2 社	2 社
イ システム対応等が必要であり、コストがかかる	10 社	9 社	9 社
ロ 議決権を有していないため	18 社	8 社	4 社
ハ 上場日本株式への投資を想定していないため	13 社	6 社	7 社
ニ その他	46 社	22 社	21 社

「e その他」の回答例

- ・ 顧客数が少数のため。
- ・ 議決権の行使結果の開示については、投資先企業との相互信頼に基づく建設的な対話を継続する観点に加え、資産保有者として個別取引情報の管理の観点から個別企業名の公表は控え

ている。

- ・議決権行使結果の個別開示については、反対した会社提出議案あるいは賛成した株主提案について顧客からの要請があった場合を除き、原則として公表を控えている。当社は、徹底したファンダメンタルズ分析に基づくアクティブ運用に特化しており、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である。

(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4-⑧>

	回答数		(2021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	177社	111社	103社
イ 説明している	68社 (38.4%)	49社 (44.1%)	52社 (50.5%)
ロ 説明していない	109社 (61.6%)	62社 (55.9%)	51社 (49.5%)

<説明している議案(複数選択可)>	回答数		(2021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	68社	49社	52社
a 会社提案賛成議案	17社 (25.0%)	13社 (26.5%)	14社 (26.9%)
b 会社提案反対議案	57社 (83.8%)	39社 (79.6%)	41社 (78.8%)
c 会社提案棄権議案	14社 (20.6%)	11社 (22.4%)	11社 (21.2%)
d 株主提案賛成議案	43社 (63.2%)	33社 (67.3%)	32社 (61.5%)
e 株主提案反対議案	35社 (51.5%)	26社 (53.1%)	24社 (46.2%)
f 株主提案棄権議案	11社 (16.2%)	8社 (16.3%)	7社 (13.5%)
g 個別に説明が必要と判断した事案のみ	25社 (36.8%)	20社 (40.8%)	19社 (36.5%)

<「g 個別に説明が必要と判断した事案のみ」の事例>	回答数		(2021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	25社	20社	19社
(a) 外観的に利益相反が疑われる議案	10社 (14.7%)	8社 (16.3%)	8社 (15.4%)
(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	16社 (23.5%)	13社 (26.5%)	13社 (25.0%)
(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	12社 (17.6%)	11社 (22.4%)	11社 (21.2%)
(d) 顧客から説明要請のあった議案	2社 (2.9%)	2社 (4.1%)	2社 (3.8%)
(e) その他	3社 (4.4%)	2社 (4.1%)	2社 (3.8%)

「(e) その他」の回答例

- ・設問イの a～f に加え、気候変動の株主提案に反対した場合など特筆すべき事項につき、別途、賛否の理由を開示。

(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 4-㉘>

	回答数		(2021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	177 社	111 社	104 社
イ 定期的に報告している	27 社 (15.3%)	20 社 (18.0%)	22 社 (21.2%)
ロ 顧客から要請があった場合のみ報告している	37 社 (20.9%)	26 社 (23.4%)	24 社 (23.1%)
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	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)	0 社 (0.0%)
ニ 公開可能な情報のみ報告している	3 社 (1.7%)	2 社 (1.8%)	2 社 (1.9%)
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	14 社 (7.9%)	11 社 (9.9%)	11 社 (10.6%)
ト 顧客からの要請がない	35 社 (19.8%)	24 社 (21.6%)	18 社 (17.3%)
チ ウェブサイト等に掲載している	41 社 (23.2%)	21 社 (18.9%)	19 社 (18.3%)
リ その他	20 社 (11.3%)	7 社 (6.3%)	8 社 (7.7%)

「リ その他」の回答例

- ・年次スチュワードシップレポートの発行の開始を予定しており、現在準備を行っている。議決権行使状況に関してはスチュワードシップコードの受け入れを表明している年金顧客や海外機関投資より報告の要請がある。
- ・スチュワードシップコードに基づく議決権行使の結果及びエンゲージメントの状況につき、ウェブサイトにおいて公表している。さらに、顧客から要請があった場合には、具体的な顧客の関心に合わせて報告を行う。

(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 4-㉙>

	回答数		(2021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	177 社	111 社	105 社
イ 設けた	48 社 (27.1%)	34 社 (30.6%)	36 社 (34.3%)
ロ 設けなかった	129 社 (72.9%)	77 社 (69.4%)	69 社 (65.7%)
a 顧客からの要請がないため／顧客の関心が薄いため	74 社	45 社	40 社
b 現状の体制で対応可能であるため	9 社	7 社	6 社
c 追加コストが明示できないため	3 社	3 社	3 社
d 既に顧客から理解を得ているため	8 社	6 社	5 社
e その他	35 社	16 社	15 社

「e その他」の回答例

- ・投資先企業に対してコーポレートガバナンスを強化推進させることを運用手法の一環として、弊社の運用方針としてあらかじめ説明している。また、運用状況の説明でも投資先企業との対話について説明している。

## 「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 136 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 48 社の計 184 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、新たな取り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り組みの具体的内容をご記入下さい。<設問 5-①>

	回答数		(2021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	182 社	114 社	109 社
イ 新たな取り組みがある	51 社 (28.0%)	39 社 (34.2%)	46 社 (42.2%)
ロ 新たな取り組みがない	131 社 (72.0%)	75 社 (65.8%)	63 社 (57.8%)

### <新たな取り組みの具体例>

- ・スチュワードシップ活動委員会のもとに設置した資産ごとの作業グループの議論が進み、債券発行体へのエンゲージメント活動の開始につながった。
- ・顧客資産の運用に関する諮問機関である投資政策委員会において、気候変動関連リスク・機会への対処を含む責任投資方針の決定、責任投資の実践状況のモニタリングを開始している。具体的なモニタリング項目として、レポートにおける ESG レーティング付与率、投資制限となる企業リスト、ファンドごとの温室効果ガス排出量などが挙げられる。また、運用担当者、アナリストの日々の活動においても、各種団体・証券会社等が開催するセミナー等への定期的な出席を通じ ESG に関する知識の涵養に努めている。

香港、韓国の海外拠点との間においても、引き続き定期的な情報交換を行い、ESG についてクロスボーダーでの動向把握に努めた。

対話の質を底上げするため、運用担当者間はもとより社内他部門や社外関係者とも意見交換を行い対話の質の向上に努めた。また、一部の投資戦略においては昨年引き続き IR ミーティング後に企業に対してアンケートを実施し、当社の対話の質に対してのフィードバックをもらい改善案につなげる取り組みを行った。

- ・責任ある資産運用会社としてコーポレートメッセージを制定し公表した。サステナビリティ経営体制の基盤強化に向け、コーポレート・サステナビリティを推進する「サステナビリティ推進室」、運用部門に「サステナビリティ・インベストメント・チーム」を設置し、責任投資グループとの連携もあわせ、スチュワードシップ活動を推進する体制を強化した。社内横断組織「サステイナブル・トランスフォーメーション・プロジェクトチーム」を立ち上げ、ESG/サステナビリティ運用の推進・強化に向け、改めて、資産運用会社としてのマテリアリティ（解決すべき重要課題）の議論を深め、体制整備・強化に取り組んだ。また、社外との取組みは、政策当局や各種イニシアティブの他、国内外の大学などのアカデミアや各種 NGO との連携をすすめ、エンゲージメント効果の検証や視点の多様化に取り組んだ。

- ・スチュワードシップ推進部署を部に格上げしスチュワードシップ活動の強化・深化を図った。  
企業アナリストをスチュワードシップ推進部署と兼任させることで、エンゲージメントにおける情報共有をより効果的に行える体制とした。

(2) スチュワードシップ活動を行うにあたって、上場企業の機関投資家に対する期待等を踏まえて行っていますか。行っている場合は具体的に行っていることを、行っていない場合は理由をご記入ください。<設問 5-②> 【新設設問】

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	178 社	112 社
イ 行っている	95 社 (53.4%)	66 社 (58.9%)
ロ 行っていない	83 社 (46.6%)	46 社 (41.1%)

「イ 行っている」の具体例

- ・投資先企業との初回面談時には運用プロセスにおける ESG の組み込み方や当社のエンゲージメントアプローチの特徴を説明するようになっている。開示に関する先進事例の研究を実施しており、対話のなかで他の事例やグローバルで比較を行った場合の課題についても触れるようになっている。
- ・「サステナビリティレポート 2021」において、3つのフォーカスエリアにおける課題認識、目指す社会の姿、企業に求めるアクション等を掲載し、持続的な社会の発展と企業価値向上に向けた当社の考え方の共有を図った。2050年までのネットゼロを見据えた気候変動対応や DX 促進に加えて、社会的関心が高まっている人的資本（人材戦略・人権・ダイバーシティ）や生物多様性、について課題認識の共有と取り組み強化などを促した。ESG に関する重要課題を事前に特定し、ESG エンゲージメント資料の充実を図ることにより、課題の本質を一層掘り下げ、課題解決に向けた取組みを促した。特に、サステナビリティ経営や CSV 経営の重要性についての意識向上を図った。
- ・当社は、エンゲージメントは発行体・投資家が建設的な議論を通じて相互理解を深めることが重要であると考えていることから、可能な限りにおいて、一方的に質問・要請を行うのではなく、企業側からも質問を受け、また弊社に対するフィードバックを受けることにより双方向の議論とすることを目指している。

株主総会の開催前・後のタイミングに応じ、エンゲージメントに際しては議決権行使の結果や反対要件となり得る事項について企業側に丁寧に説明し理解を得ることを心がけている。

- ・企業の多くは、機関投資家に対して、中長期的な視点で自社について深く理解したうえで対話に臨んでほしい、と期待していると考えられるが、当社では、企業に最も精通する国内株式のセクターアナリストが、対話を含む一連のスチュワードシップ活動（「企業の状況の的確な把握」「建設的対話」「議決権行使」の各活動）を担うことで、この期待に応えていると考える。セクターアナリストが一貫して実施する体制を築くことで、各スチュワードシップ活動に相乗効果が生まれ、形式的なスチュワードシップ活動ではなく、企業価値向上に資する実質的なスチュワードシップ活動が実現すると考えている。

また、対話の際は、企業が抱えている弱みや課題解決の糸口に繋がる「俯瞰的視点の提供」が投資家の重要な役割であると考え、第三者としての意見発信や、他業界での解決事例の紹介など、改善行動



- への気づきに繋がるサポートを意識して対話を行っており、さらに、投資先企業の経営陣等との対話を通じて相互信頼感の醸成を図るとともに、企業の本質を把握することに取り組んでいる。
- ・対話事例情報共有ミーティング等を通じた運用担当者の分析力や対話能力の向上、課題の提示・共有等投資先企業の企業価値向上をサポートするエンゲージメント活動などに取り組んでいる。
- 対話後、企業からの要望があれば、対話内容をどのように評価し、投資判断に反映しているか等に関してフィードバックを行っている。
- ・具体例は以下の通り。①中長期的な観点からの対話を望む企業が多いことを踏まえ、エンゲージメントの基本方針において「中長期的なファンダメンタルズがエンゲージメントにおける中心的なテーマである」ことを明示し、エンゲージメントではこれを実践している。②統合報告書に対するフィードバックを望む企業が多いことを踏まえ、エンゲージメントを通じて統合報告書の評価・改善点を伝えている。

「ロ 行っていない」理由

- ・ファンドの規模が小さい為、投資先企業への訪問を受け入れてもらえないことから、ESG 専門会社を通じて、彼らの ESG 調査結果において ESG の取組状況が不足している項目について該当企業に認識してもらい改善してもらっている。
- ・企業の機関投資家へのニーズは、企業ごとに異なると認識している。したがって、企業のニーズを過度に一般化するのではなく、対話を通じて個別企業の状況を良く理解した上で個別対応することが適切と現状では考える。

(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。また、自己評価の好事例、良くなかった事例をご記入下さい。<設問 5-③>

	回答数		(2021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	183 社	114 社	109 社
イ 行っている	90 社 (49.2%)	56 社 (49.1%)	56 社 (51.4%)
ロ 今後行う予定である	10 社 ( 5.5%)	5 社 ( 4.4%)	10 社 ( 9.2%)
ハ 行っていない	75 社 (41.0%)	52 社 (45.6%)	41 社 (37.6%)
ニ その他	8 社 ( 4.4%)	1 社 ( 0.9%)	2 社 ( 1.8%)

- ・「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」

① 「自己評価について」好事例

- ・第三者の格付機関から、ガバナンスについて低スコアを付与されていた自動車部品メーカーに対しては長期的なエンゲージメントを行っていた。2021年、同社は社内取締役の半減、女性の社外取締役の任命を決定した。
- ・当社は3年間にわたり国内電力会社のクライメート・トランジション（気候変動緩和のための低炭素社会への移行）計画について、同社との対話を続けてきた。その後、2050年までの排出ネッ



ト・ゼロ達成へのコミットメントを含め、気候変動関連の目標の策定を進めている。当社は2021年6月、長期排出削減目標の設定、再生可能エネルギーに対するエクスポージャーの拡大、企業の情報開示とTCFDの提言との整合性に関して同社が進展を見せていることを承知しているとの書簡を取締役に送付した。また、排出削減目標の範囲と時間枠を拡大し、石炭火力発電の段階的廃止を加速するよう、同社に強く働きかけた。同社は2050年までのネット・ゼロ達成に加えて、2013年～2030年に顧客に販売する電力からの排出量を50%削減する目標を発表した。再生可能エネルギーの大幅な拡大計画にもかかわらず、同社の石炭火力発電所の段階的な廃止ペースの遅さや原子力発電の再稼働への依存をめぐり、不確実性が存在する。同社は当社の書簡に対して、懸念については承知していると説明し、当社とのエンゲージメントを続けたいとの意向を示した。

- ・人材サービス企業とソーシャルインパクトについての対話を実施した。同社は人材採用のサービスに関して、具体的な社会課題解決の目標を開示した。しかし、ソーシャルインパクトは計測の方法論が確立されていないことから、詳細については議論が続いている状況であり、同社も外部からの意見を求めている。当社は同社からインパクトに関する様々な質問（時間軸、企業価値評価、業界環境、規制動向など）を受けると、壁打ち相手の役割を担うことでその活動に関与している。同社からはブラッシュアップの過程において当社との対話が有益だったフィードバックをいただいている。
- ・2021年は、3月の会社法改正を受けて取締役報酬決定プロセスの実態が明らかとなったが、代表取締役等特定の個人にその決定が委ねられている企業に対して、取締役会での決定への変更を促し、取締役会の監督機能の改善を図るよう対話に努めた。自己評価レポートの対象期間である2021年には44社と対話を行い、28社がプロセスを変更した。残りの企業についても引き続き対話を継続している。
- ・気候変動対応も重要なESG課題の一つとして、対話を行っているが、GHG削減計画目標の上方修正や具体的な削減に向けてのロードマップ作成等の成功事例があった。

## ② 「自己評価について」の良くなかった例

- ・議決権行使、エンゲージメントにより一層リソースと時間を割くためにもあらゆる業務の効率化が不可欠となるが、依然として課題があると考ええる。
- ・バリューアップ型のファンが積極的に対話をして、株価の改善には時間を要する。
- ・2020年、銅生産者との対話が始まり当社は「水リスク管理」「鉱滓の安全性」「資産除却計画」の3つの分野での対話を希望していた。当該会社3つの分野すべてにおいて開示が不十分だった。2020年から2021年にかけて、当社は「鉱業のライフサイクルマネジメント」のテーマでエンゲージメントを繰り返し試みた。当社は、CEOに手紙を送り、当社の期待を概説し、いくつかのESG課題の管理強化を求める共同投資家声明を支持し、当社のエンゲージメント目標に対する同社のパフォーマンスの評価を共有し、改善方法に関する具体的なフィードバックを提供するなど、複数のエスカレーション戦略を追求したが、何らの回答を得られなかった。当社はこのエンゲージメント案件を不成立で終了した。
- ・スチュワードシップレポート等に記載されているESGインテグレーション及びエンゲージメントの効果について、専門用語等が多く、難解であるとの意見があり、今後解説を加えるなどの対応を検討していく。

- ・情報の開示に対する考え方や、ガバナンス体制、資本政策、資本効率の考え方、資金の有効活用、事業ポートフォリオの戦略等の面で、企業側と課題認識の共有が難しい事例があった。

(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		(2021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	100 社	61 社	66 社
イ 公表している	87 社 (87.0%)	54 社 (88.5%)	57 社 (86.4%)
ロ 公表していないが、その理由を開示している	3 社 ( 3.0%)	2 社 ( 3.3%)	2 社 ( 3.0%)
ハ 公表しておらず、かつその理由も開示していない	10 社 (10.0%)	5 社 ( 8.2%)	7 社 (10.6%)

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		(2021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	87 社	54 社	57 社
a 取組状況とその振り返り	81 社 (93.1%)	52 社 (96.3%)	52 社 (91.2%)
b 評価方法とその結果	27 社 (31.0%)	19 社 (35.2%)	20 社 (35.1%)
c エンゲージメント活動と議決権行使状況	60 社 (69.0%)	45 社 (83.3%)	45 社 (78.9%)
d その他	6 社 ( 6.9%)	3 社 ( 5.6%)	6 社 (10.5%)

「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

- ・顧客数が少なく個別要請に応じて直接開示する。
- ・特記事項がある場合にはこれを公表する。

③ 「ハ 未対応理由」の主な具体例

- ・評価基準等の体制整備が充分ではないため。

(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、貴社では独立社外取締役を選任していますか。

<設問 5-⑤-1> 【新設設問】

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	182 社	114 社
イ 独立社外取締役を選任している	41 社 (22.5%)	30 社 (26.3%)
ロ 独立社外取締役を選任していない	141 社 (77.5%)	84 社 (73.7%)

## 「イ 独立社外取締役を選任している」理由と求められる資質や選定プロセスについて

### 【選任している理由】

- ・ 2名の独立社外取締役を選任している。選任している理由は、商法、会社法、コーポレートガバナンスの専門的な知識と上場会社での社外役員としての経験を有していることや、経営学、戦略組織論の専門的な知識とアセットマネジメント会社の社外取締役の経験を有しているため。
- ・ 当社は資産運用会社としての社会的責任や公共的使命の観点から、株主、顧客、社員、事業パートナー、地域社会をはじめとしたさまざまなステークホルダーの視点や共通の利益を取締役会での議論に反映することが重要と考えており、かねてより経営陣や支配株主から独立した立場である独立社外取締役を複数名以上任命している。

### 【求められる資質・選定プロセス】

- ・ 選任にあたっては、次の3点から候補者を人選している。①東証が定める「上場管理等に関するガイドライン」における「独立性基準」に準じていること。②過去に資産運用会社等において運用ビジネスに従事し、同ビジネスに関する豊富な知識・経験を有するとともに、資産運用会社等の経営に携わった経験があり、当社における顧客利益最優先の業務運営や運用力強化に向けた取組みに対して適切な意見・助言を行うことが期待できる人材であること。③女性活用・管理職登用の推進の観点から、女性社員の人材育成やメンターの役割を果たせる人材であること。
- ・ 取締役会で候補を選定し、株主総会で決議。候補者議案については監査等委員会の同意が必要。運用、法務、会計の専門家を独立社外取締役として選定している。
- ・ 独立社外取締役が監査等委員である取締役となる場合は、社外取締役（独立社外取締役を含む）が過半数を占める監査等委員会における選任議案への同意を経て、取締役会において取締役候補者を決定し、株主総会において選任している。また、独立社外取締役が監査等委員以外の取締役となる場合は、監査等委員会において選任議案に関する意見を決定した上で、取締役会において取締役候補者を決定し、株主総会において選任している。

- (6) 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、貴社ではスチュワードシップ活動に関して、独立した第三者や有識者で構成される会議体を設置していますか。

### <設問 5-⑤-2> 【新設設問】

	回答数	
		内、日本株投資残高有
全体	181 社	113 社
イ 独立した第三者や有識者で構成される 会議体を設置している	23 社 (12.7%)	19 社 (16.8%)
ロ 独立した第三者や有識者で構成される 会議体を設置していない	158 社 (87.3%)	94 社 (83.2%)

① 「イ 独立した第三者や有識者で構成される会議体を設置している」理由と求められる資質や選定プロセスについて

【会議体を設置している理由】

- ・独立した社外者で構成する責任投資諮問委員会を設置し、スチュワードシップ活動に関わる実力を向上させるために意見交換を行いながら改善に向けた助言を得るとともに、議決権行使に関して利益相反等により顧客の利益が損なわれないかの確認を受ける体制を整えている。
- ・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監督委員会」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。

【求められる資質・選定プロセス】

- ・利益相反管理体制を強化するため、社外の第三者が構成メンバーの過半を占める責任投資監督委員会を設置している。社外の第三者には、経営者の観点から運用会社の経営に携わっていた当社社外取締役、企業法務の観点からこれを専門とする弁護士を選定した。選定に当たっては、責任投資委員会委員長が面接を行い、責任投資委員会で決議された。また、この決議事項は取締役会・取締役会に報告されている。
- ・国内外の運用会社の役員を歴任した人物や、スチュワードシップ活動を取り巻く諸制度に詳しい人物、経営など企業の状況に詳しい人物などスチュワードシップ活動の監督に求められるスキルを持った人材で構成されている。

## 「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

- ・一般的には下記弊害があると考えらる。平均値に過ぎない指数対比の短期的超過収益にこだわる投資家、運用会社が多いこと。運用報酬が低いほうが良いとの認識が広がりパッシブを基準とする投資家が増えたことが要因と思われる。背景には、機関投資家が、戦略選択の責任を逃れるためにパッシブに依存していることもあると思われる。機関投資家の正しい評価に基づき株価形成されるべきで、短期的な市場追従度を気にしすぎるのは、スチュワードシップ精神に反すると思われる。
- ・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。
- ・運用機関の評価の時間軸が短期のパフォーマンスに傾斜している。四半期決算開示により、マーケットが短期業績に対して過度に反応する。
- ・機関投資家の成績評価の短期化に合わせ、事業会社、証券会社アナリストの情報発信が短期的な視点に基づくものが増えてしまっていること等、一朝一夕では変え難い根深い問題である。当社としては、過度にベンチマークに縛られず長期絶対パフォーマンスで運用を行うとともに、事業会社にも長期的視野に立った情報発信の充実を促していきたい。

#### ○時間軸の相違に関する事項

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

対比較が普及したこと（競争に勝つため目先の運用結果の向上を狙う）

#### ○運用手法による弊害

- ・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。
- ・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と考える。”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

- ・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、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情報開示、説明責任及び受託者責任の他、市場の機運からの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。
- ・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。
- ・機関投資家の短期志向に迎合した経営を行い、短期で結果を出さなければいけないと考えている企業が多いことがあげられる。また、トップマネジメントが短中期で交代する企業が多い点、経営計画が中期（3年）中心である点も中長期的な視点に立った投資を妨げる要因になっていると考えられる。

#### 【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

- ・アセットオーナーにおけるパフォーマンスの短期志向（直近 1 年間など短期のパフォーマンス悪化を理由に解約する、等）、2030-2050 年ビジョンを策定する企業が数少ないなど、企業サイドに

おける中長期視点の不足が問題との認識。

- ・以前「高齢社会における資産形成・管理」のテーマに関する国会審議や政府等で残念な対応が見られたが、既に高齢化社会に突入した。今年は周辺環境も変化が大きく、政治・行政は更に現状に追われ、長期展望を描くことも難しく、それは国民やメディアも含めて同様である。また経済・金融・投資・年金などの分野でも、インフレや円安が話題になるが、事実に基づく客観的議論や長期ビジョン、優先順位付等も多くはできておらず、一定の資金を運用するアセット・オーナーでも短期志向運用は続いているとみている。加えて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も阻害してきたと思われる。

これらの解決には、国や業界レベルで長期展望を描き、国民や各企業も中長期的目線が持てるようにすることが不可欠と考える。

特にアセットオーナーや企業等が投資の中長期的視点に立つためには、国や社会が少子高齢化を改善し、新規産業を育成し、未来に明るい展望を描くことが鍵になる。

また経済・金融業界は、人々が起業や投資等に関心を持ち参加できるよう啓発を続け、将来を担う子どもたちに教育を行い、自らの分野では人材育成に注力することが重要であろう。

コロナ禍を機に、若年層ではデジタル化が進展している。これら社会の仕組みが変わる動きが広がることで、人々も資産運用業界もその先にある未来を考えて投資等の行動を起こすようになると考える。

- ・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）への比重が高いこと。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

- ・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】

##### ○長期間の国内株式市場の低迷等に関する事項

- ・バブル崩壊以降の国内株式市場の長期低迷、GAFAM のような成長企業が乏しいこと等を背景に長期的な株価上昇への期待・自信が低下していることが挙げられる。

- ・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、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や、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、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が挙げられる。
- ・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。



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		(2021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	240 社	115 社	108 社
イ 受けたことがある	57 社 (23.8%)	33 社 (28.7%)	34 社 (31.5%)
ロ 受けたことがない	183 社 (76.3%)	82 社 (71.3%)	74 社 (68.5%)

(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		(2021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	241 社	115 社	108 社
イ 考慮している	117 社 (48.5%)	89 社 (77.4%)	85 社 (78.7%)
ロ 考慮していない	21 社 ( 8.7%)	14 社 (12.2%)	13 社 (12.0%)
ハ 日本株式アクティブ運用を行っていない、または、日本株式への投資を行っていない	103 社 (42.7%)	12 社 (10.4%)	10 社 ( 9.3%)

「ロ 考慮していない」の主な理由

- ・ ESG 要素はあくまでテーマの一つとして認識している。投資先選定においては、それだけを重視するのではなく、他の要素を加味して、総合的に検討している。
- ・ 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。
- ・ 収益性の観点から ESG を考慮することもあるが、一義的には将来の収益性を重要だと考える。

(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		(2021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	175 社	105 社	99 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	122 社 (69.7%)	92 社 (87.6%)	89 社 (89.9%)
ロ リサーチアナリスト	85 社 (48.6%)	61 社 (58.1%)	63 社 (63.6%)
ハ ESG専任者	43 社 (24.6%)	29 社 (27.6%)	29 社 (29.3%)
ニ エンゲージメント担当者(専任)	9 社 ( 5.1%)	6 社 ( 5.7%)	5 社 ( 5.1%)
ホ エンゲージメント担当者(兼モニタリング担当)	38 社 (21.7%)	26 社 (24.8%)	23 社 (23.2%)
ヘ 外部(委託先・投資ファンド先の運用業者)	20 社 (11.4%)	5 社 ( 4.8%)	6 社 ( 6.1%)
ト その他	33 社 (18.9%)	12 社 (11.4%)	10 社 (10.1%)

※「日本の上場株式に投資をしていない、または、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

「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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	165 社	100 社	100 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)	71 社 (43.0%)	50 社 (50.0%)	47 社 (47.0%)
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)	38 社 (23.0%)	28 社 (28.0%)	26 社 (26.0%)
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)	91 社 (55.2%)	59 社 (59.0%)	59 社 (59.0%)
ニ エンゲージメント	83 社 (50.3%)	56 社 (56.0%)	50 社 (50.0%)
ホ 議決権行使	72 社 (43.6%)	53 社 (53.0%)	46 社 (46.0%)
ヘ その他	38 社 (23.0%)	11 社 (11.0%)	14 社 (14.0%)

※「日本の上場株式に投資をしていないまたは、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

「ヘ 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>

- ・気候変動や少子高齢化等の環境・社会問題の深刻化により、投資対象の評価において ESG 要素の重要性が高まると考えている。ESG 要素を考慮することが長期的な投資パフォーマンスを向上させ、顧客・受益者の利益に貢献するとの考えのもと、ESG 投資に取り組んでいる。
- ・長期的な企業価値向上は、「経済的価値の創造」と「社会的価値の創造」の両者を追求することにより実現され、長期にわたるほど後者の比重がより高くなる、と考える。従って、当社は、投資にあたっては、「経済的価値」(財務面)・「社会的価値」(ESG 等非財務面)の両者をインテグレートさせたマテリアリティ・経営戦略分析を重視するとともに、投資後は、両者をインテグレートさせたエンゲージメント(議決権行使を含む)を継続的に実施することとしている。
- ・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。
- ・当社では、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。
- ・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、必要に応じて実行する。
- ・当社は「ユニバーサルオーナー」として、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。投資に際しては、当該投資の実施により、投資先の気候変動問題対応や地域・社会課題解決などが具体的にどれだけ進展するのか、という点を注視している。
- ・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。
- ・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。
- ・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】**

- ・対話や統合報告書やサステナビリティレポート等において、ESGに関する定性情報に加え定量情報の開示をもっと充実していただきたい。
- ・ベストプラクティスとして、企業は、事業において最も重要な財務上の影響を及ぼす ESG ファクターを報告することです。特定の環境・社会要因は、すでに事業の健全性を示す主要な業績指標とみなされている可能性が高く、こうした ESG ファクターは、統合的な年次報告書において、財務データとともに定期的な報告が推奨される。私たちは、サステナビリティ会計基準 (SASB) と気候関連財務開示に関するタスクフォース (TCFD) の基準に沿った開示を支持している。どちらも、財務面の重要性に焦点を当てた、グローバルに適用されている枠組みです。さらに、当社グループがエンゲージメントを行っている企業、特に炭素排出量が高い産業 (エネルギー、鉱業、農業、運輸) に属する企業に対しては、スコープ 3 での炭素排出量の報告を推奨し始めている。スコープ 3 の排出量は、当該企業のバリュー・チェーンにおける上流・下流両方の活動の結果、報告企業が間接的に産み出したものです。弊社はスコープ 3 での排出量の開示が企業にとって有益だと考える。当該開示を行わない企業はほぼ間違いなく推定値にて評価されることとなり、また、多くのデータ提供会社が当該推定値を作成・販売しているためその正確性にはばらつきがある。最後に、弊社ではエンゲージメントを行っている企業に対し、ベスト・プラクティスとして多様性データの積極的な開示を呼びかけている。まだ道半ばではあるものの、多くの企業において、人権に関する方針の採用などの取り組みや、上級経営陣の多様性改善に向けた努力への期待の高まりが見られる。
- ・対話においては、社外取締役等 (IR 部以外の意思決定者) へのアクセス。開示においては、英語での開示、グローバルな基準・フレームワーク (SASB, GRI, TCFD) の活用。IR 部の連絡先 (メールアドレス) の開示。
- ・当社は、適切なガバナンスが構築され、透明性があり ESG に十分に配慮して経営されている企業が、中長期的な成長を実現し、ステークホルダーの価値を高めると考えている。企業には、解決すべき ESG 課題を開示し、事業を通してどのように実現するか道の筋を開示することを期待したい。当社はその情報をもとに、社会に与えるインパクトについて対話を行いたいと考えている。
- ・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る。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ている。日本国内でトップという事実にも慢心して欲しくない。
- ・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る。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る。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。

- ・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ため、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。
- ・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る。
- ・EやSに関する取り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開示の充実を図り、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、近年は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り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とビジネスと人権を重要視しており、これらに対する企業の推進体制の構築と具体的アクション、情報開示に期待を寄せている。

### 【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】

- ・詳細なデータや取り組み内容の開示を行っていただくのはむしろ歓迎だが、体裁が綺麗であっても、専門家に任せたとような無機質な開示よりは、社会課題に取り組むことで、継続的に企業価値を創造できるストーリーの提示など、ESGに取り組む根本となる考え方や、どのような事項を“マテリアル”と考えているのか、自らの言葉で開示していただければと考える。
- ・今後は、情報の正確性等も含め、有価証券報告書におけるESG情報（人的資本活用を含む）の記載が重要となる。上記を達成するためには、企業のIR部門と関係各部署との連携が必要不可欠であり、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する。対話においては、企業とESGや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や、必要に応じて、社外取締役との対話が重要と考えている。このため、こういった方々との対話機会の設置をお願いしたい。
- ・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

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

- 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、昨今の気候変動問題への意識の高まり等の外部環境の急激な変化に伴い、アナリストのリサーチ・分析力の更なる向上に努めたいと考えている。当社では、気候変動に関わる機会とリスクに対する企業の取り組みを適切に評価できるよう、当社独自の ESG 評価項目（E 評価内）に、「TCFD に基づいた気候変動リスクへの対応」を 2019 年 2 月に追加した。そして、本年度は、将来の気候変動シナリオ別に、ESG 評価を通じ付与する ESG レーティング 内の E（環境）レーティングに対し、気候変動要因が与える影響（機会とリスク）について分析・把握し、開示を行っている。シナリオ分析結果では、E（環境）レーティングは気候変動に対し、高いレジリエンスを示しており、引き続き気候変動に対するリサーチ・分析力を高めていきたいと考えている。
- 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として優れた運用成果をお届けすると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

- ・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。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当社のような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

- ・ポートフォリオに関する情報開示や内部レーティング（もしくは評価結果分類）の整備やポートフォリオ構築におけるルール作成。（制約の側面を配慮）

【投資先企業側に関する事項】

○企業の開示情報の充実を図ること

- ・企業すべてに一律な指標を当てはめて機械的な判断の下に環境・社会問題への加担を判断する、所謂チェックボックス的な使用は必ずしも適切ではなく、企業個別の議論、しかも時代や環境に合わせた議論が必要となる点に留意している。
- ・第三者 ESG 評価機関から提供されるデータの質、量、適時性。なお、その原因はデータプロバイダーのみの問題ではなく、企業による情報開示（評価機関とのコミュニケーションを含む）における課題でもあると考える。
- ・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点が課題となっている。エンゲージメントに関して対話の進捗状況を可視化するマイルストーン管理を導入するなど対応を進めている。今後も情報プラットフォーム等の整備を引き続き推進する。
- ・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

- ・ 企業の対応には温度差があり、経営者の考え方次第の部分はあると思うが、スチュワードシップ活動で表面化した課題にすぐ取り組む会社もあれば、話は訊くものの実行に移すのが遅い、もしくは実行しない企業もあって、効果の出方に差がある点が課題です。しかしながら、対話に消極的な企業であっても、状況が変わると、エンゲージメントに対する反応が良い方向に変化することもあるため、保有銘柄の中で対話に消極的な企業に対しても対話を促し積極的にエンゲージメントの働きかけを行っている。

#### 【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

- ・ 最終投資家の中には、ESG を重視する顧客が存在する一方、リターンのみ追求を求め ESG 要素の考慮を求めない顧客も存在する。ESG ファンドではない既存ファンドで ESG を考慮した投資を行うことの難しさは、最終投資家の要望にいかに応え調整していくかという点にあると感じている。
- ・ 最終投資家の認識、期待等がまだ流動的であるが、かなり改善してきた。

#### 【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 情報開示について国際的に統一された基準が無く、また、ESG 評価機関の評価手法も様々であること。また、環境負荷又は健康・快適性等の優劣による不動産の賃料や評価額への反映がない又は僅少であること。
- ・ 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。
- ・ 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る。

- ・ 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、一般の顧客・受益者の理解が深まらない点が課題と考える。
- ・ ESG 投資がそうでない投資（ESG ウォッシュ）と比べ、付加価値をもたらしているか運用者が明確にする必要がある。

#### ○ 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と。
- ・ 長期投資に関する国際的な議論としても、中長期的な企業価値を見るための無形資産の評価や非財務情報の重要性が大きな論点となっている一方で、ESG 考慮が資産運用上の収益率に本当につながるのか懐疑的な意見もあり、ESG 投資があらゆる投資家に広がっていない原因のひとつと考えられる。
- ・ 機関投資家、ESG 評価機関の多くが表面的・形式的な ESG 要素を評価することに終始しており、本質的な ESG に対する評価がなされていない。例えば、任意の指名・報酬委員会が実質的に取締役会の追認機関となっているものの、ガバナンスが高く評価される事例が多々見受けられるなど。

### 【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

- ・ 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）、SDGs（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）】

- ・ 環境では、気候変動や循環型社会、社会ではダイバーシティ経営や働き方改革への取り組み、職場環境、人権問題、ガバナンスでは、取締役会の構成、取締役会・ガバナンスの実効性、資本効率・政策保有株・親子上場といった項目を課題と認識している。
- ・ 持続的成長力が高い企業は、E,S,G の各要素に配慮しつつ、社会経済状況を理解したうえで、特化するべきコア事業を見極めている、と考えている。良いアクティブ戦略は ESG を踏まえた総合判断をしている。ESG 投資というものが存在するわけではなく、表面的に ESG を冠する戦略は警

戒している。

- ・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。市場で普及している ESG スコアのバックワードルッキング視点とフォーワードルッキングな投資判断の矛盾。市場の ESG スコアに対する過度な依存。エンゲージメントとセットで ESG が改善傾向にある企業への投資がグリーンウォッシングと市場に捉えられてしまうリスク。
- ・ウクライナ情勢を背景とした欧米諸国の ESG 投資に対する考え方の変化。一律に歓迎されていた時期はもう終わっており、今後の行方を注視している。

(8) ESG 評価等に関し ESG 評価機関を活用しましたか。下記からお選び下さい。

なお、下記「イ」を選択された方は活用機関数をご記入下さい。<設問 6-②-8>

	回答数		(2021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	240 社	114 社	107 社
イ 活用した	66 社 (27.5%)	45 社 (39.5%)	43 社 (40.2%)
ロ 活用していない	174 社 (72.5%)	69 社 (60.5%)	64 社 (59.8%)
活用機関数(平均)	3.9 社	4.1 社	2.6 社

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		(2021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	242 社	115 社	108 社
イ 他の資産への投資がなかった	68 社 (28.1%)	41 社 (35.7%)	36 社 (33.3%)
ロ 適用した	57 社 (23.6%)	34 社 (29.6%)	33 社 (30.6%)
ハ 適用しなかったが、今後検討するかどうか検討中	46 社 (19.0%)	23 社 (20.0%)	22 社 (20.4%)
ニ 今後も適用する予定なし	71 社 (29.3%)	17 社 (14.8%)	17 社 (15.7%)

<適用した資産(複数回答可)>	回答数		(2021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	57 社	34 社	33 社
a 外国上場株式	29 社 (50.9%)	19 社 (55.9%)	18 社 (54.5%)
b 国内非上場株式	7 社 (12.3%)	6 社 (17.6%)	4 社 (12.1%)
c 外国非上場株式	10 社 (17.5%)	6 社 (17.6%)	4 社 (12.1%)
d 国内社債	32 社 (56.1%)	21 社 (61.8%)	22 社 (66.7%)
e 外国社債	22 社 (38.6%)	14 社 (41.2%)	12 社 (36.4%)
f 国内上場REIT	22 社 (38.6%)	16 社 (47.1%)	15 社 (45.5%)
g 外国上場REIT	14 社 (24.6%)	8 社 (23.5%)	8 社 (24.2%)
h その他	11 社 (19.3%)	6 社 (17.6%)	6 社 (18.2%)

「h その他」資産例

- ・国内外非上場 REIT、国内外非上場インフラ資産。
- ・再生投資エネルギー戦略について、スチュワードシップポリシーを新たに策定し公表している。
- ・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。
- ・海外の株式や債券を対象にした ETF で、その運用会社の取組を確認している。

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		(2021年10月調査)
			内、日本株投資残高有
全体	242 社	115 社	108 社
イ 賛同を表明している(予定を含む)	72 社 (29.8%)	40 社 (34.8%)	38 社 (35.2%)
ロ 賛同を表明していない	170 社 (70.2%)	75 社 (65.2%)	70 社 (64.8%)

「イ 賛同を表明している（予定を含む）」の具体例

- ・親会社・グループで賛同表明・レポート開示（26 社）
- ・TCFD 提言に沿ったガバナンス体制構築・レポート開示（23 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（8 社）
- ・企業のモニタリングや分析の際に利用（8 社）
- ・TCFD コンソーシアムに参画（7 社）
- ・賛同予定（1 社）

【TCFD 提言に沿ったガバナンス体制構築・レポート開示】

- ・2021 年には、気候変動関連の課題を適切に監督する体制の整備したほか、事業運営におけるカーボンニュートラルを含むサステナビリティ戦略を策定した。さらに、2022 年には Net Zero Asset Managers Initiative への参画も表明。

【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】

- ・投資先企業に対する CO2 排出量を始めとした各種環境関連情報のヒアリングの実施や投資先企業に対して CO2 排出量の把握及び開示を求める等。
- ・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行っている。

【TCFD コンソーシアムに参画】

- ・TCFD の趣旨に賛同し、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 のシナリオ分析などに取り組むよう議論を進めている。

【企業のモニタリングや分析の際に利用】

- ・カーボンフットプリントの計測およびシナリオ分析の対象とするアセットクラスを、国内株式に加えて海外株式、社債まで拡大した。当社は、2050 年までに投資先企業の GHG 排出量の脱炭素化を目指す運用会社で構成されるグローバルなイニシアティブであるネットゼロ・アセットマネージャーズ・イニシアティブに参加したが、今後はこうしたポートフォリオの計測・分析結果などをもとに、脱炭素実現に向けた中間目標設定やエンゲージメント活動方針の高度化などを進めていく。

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		(2021年10月調査)
		内、日本株投資残高有	内、日本株投資残高有
全体	167社	106社	101社
イ 活用している(予定を含む)	68社 (40.7%)	52社 (49.1%)	53社 (52.5%)
ロ 活用していない	85社 (50.9%)	50社 (47.2%)	44社 (43.6%)
ハ 今後も活用する予定はない	14社 (8.4%)	4社 (3.8%)	3社 (3.0%)
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 (56社)
- ・「資本コスト」の概念や重要性への共通理解を醸成するために活用 (3社)
- ・社内ガイドラインの見直し・体制整備の際に活用 (2社)
- ・社内で情報共有・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。
- ・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事から、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。
- ・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。また、バーチャル・オンリー株主総会への定款変更については、「4(1) 株主総会の在り方」の考え方に沿い、対応が不十分な例については反対票を投じている。
- ・ガイドラインに示された事項については企業側でも認識しているケースが増えてきていることから、企業側の意識改革や情報開示改善につながるよう、それらの論点について積極的に対話を行うようにしている。
- ・投資後は、エンゲージメントにより現経営戦略を見直すことでさらなる超過収益(経営戦略ギャップ)を追求します。高い事業価値を持ちながら、実力以下の金融価値(株価)にとどまる企業に対し、エンゲージメントにより、あるべき姿を実現します。金融庁の「対話ガイドライン」を基本に、複数の対話手段から最適なエンゲージメント・プロセスを繰り返すことで成功確率を向上させます。

【「資本コスト」の概念や重要性への共通理解を醸成するために活用】

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

#### 【社内ガイドラインの見直し・体制整備の際に活用】

- ・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は、「投資家と企業の対話ガイドライン」を踏まえた、＜企業との対話の視点＞を記載している。具体的には、外部環境（気候変動、パンデミック事象、SDGs など社会的な貢献への要請の高まり）を踏まえた適切な経営戦略の策定、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、を記載している。

#### 「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られる。

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

#### <設問 6-⑥>

「資本コストの定義式についての考え方、および企業側に期待すること」の回答例

#### 【資本コストの定義に関する事項】

- ・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（現状、企業との対話がより長期の話にフォーカスされるようになり、建設的な議論が出来るようになってきていると考えている。）

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（資本コストという概念が実務上は精緻に計算できないものなので、あまり具体的な x%という具体的な一つの数値にはこだわらなくてよいと思っている。企業側に期待することとしては、最低限資本コストの概念を理解し説明できること、可能であれば 6-8%程度とかのレンジを示すか、投資のハードルレートを示すこと、投資や資金調達等がそれに見合っていることを説明できること等、と考えている。）

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

- ・ 資本コストについては、企業の属する業種や業態のほか、同一業種にあっても業績や事業サイクル、事業戦略等によって注目すべき指標が異なることから一律の定義は設けていない。企業が財務管理に用いる指標については、例えば WACC そのものよりも WACC を構成する資本コスト並びに債務コストそれぞれに対応する ROE 並びに ROIC（特に事業セグメント別）、或いは事業・プロジェクト毎の営業利益率目標といった適切な目標リターン指数と併せて活用する必要があると考える。企業側への期待としては、財務指標の外形的な使用ではなく、説明可能な根拠を持った有効活用であり、弊社グループとして、企業との資本政策に関する対話においても、企業が有益と判断する指標を確認しつつ財務指標の更なる有効活用について意見具申している。
- ・ 企業自らが自社の WACC や ROIC を算定し、算定式を公表すべきである。投資戦略や事業戦略との整合性の観点からいえば、事業別に WACC や ROIC を年度ごとの時系列で開示することが望ましいと考える。

- ・ 現状では、株主資本コストについては CAPM を用い、資本コストとして WACC を使用するのが一般的なアプローチだと考えている。足元のゼロ金利状況の中で、個々の企業における最適資本構成について、なぜこの構成なのか等についての説明や議論が行われる必要がある。
- ・ 資本コストについては、最も一般的な CAPM を用いて株主資本コストを算出し、ROE と株主資本コストの差であるエクイティ・スプレッドによって、企業が株主価値を創造しているかどうかの参考とすると共に、エンゲージメントにも活用している。

資本コストの推計方法は様々で、CAPM に従うとしても、リスクフリー・レート、株式市場のリスクプレミアム、 $\beta$  の値を具体的にどうするか次第で、解が 1 つに決まらない。しかし、だからと言って、市場から自社に超えるべきハードルレートとして期待されている資本コストを把握せずに経営を行うことは、株主から経営を託されている経営者のあるべき姿ではない。従って、企業側には、資本コストをレンジでも構わないので把握し、事業の取捨選択を行い、株主価値創造を図って欲しい。

- ・ 資本コストとは、一般的には、株主が当該企業の株式を保有する上で最低限要求するリタンのことです。配当割引モデルを前提とすれば、株価は当該企業が株主に対して支払う将来配当の流列の現在価値の総和と考えられ、この現在価値に割り引く際に用いる割引率を資本コストと定義できます。

昨今、資本コストを明示する企業も増えてきたが、資本コストの概念をどのように事業活動に取り入れているか、また全体での資本コストだけでなく、事業部門ごとの資本コストについての開示が進むことを期待します。



### 【経営目標や取組み等に関する事項】

- ・資本コストの尺度は様々なものがあり業種によっても適切なものは異なりますが、企業には、資本コストを意識し、中期経営計画でそれを投資家に明示すること、そして投資家からのフィードバックを経営に活かしていくことを期待します。
- ・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】

- ・各企業の資本コストに関する定義式の設定事由・目標・目標との乖離理由につき、継続的な開示を求める。
- ・どの定義式を用いるかは企業の裁量に委ねられると思うが、自社の資本コストを把握し、それに基づいた財務戦略を策定・実行することは非常に重要であり、尚且つ投資家とのコミュニケーションの円滑化につながると思われる。また、その算出の方法については、投資家に対して開示説明し、両者が共通の定義でコミュニケーションをすべきだと思う。
- ・より実質的な資本コストの査定に求められるのは、企業による自社株買いの可能性を含めたより適切な内部留保の活用についての考え方の開示。
- ・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】

- ・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。
- ・企業が自社の資本コストを的確に把握することは経営上重要であると考えているが、数値はあくまで

も参考指標であり、これを「解」あるいは「ゴール」とすることは企業価値向上の観点から本末転倒となる恐れありと考える。

- ・情報の開示が株主資本コストの低減につながり、企業価値の向上に結びつくものという認識を、金融業界と産業界で共有化する必要があると思われる。

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】

- ・取締役選任の際には経営戦略が重要であり、①将来の方向性、②現在の位置への認識を明確にした上で、取締役会が①②のギャップをどのように埋めていくか戦略の立案が必要だと考える。こうした戦略に沿って、取締役候補者をどのように選任したかについて、プロセスを開示することを期待している。社外取締役に 대해서는、独立性を重視しており、経営のモニタリングに関して実効性のある候補者を期待したい。
- ・社内取締役に 대해서는、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 대해서는、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。
- ・独立過半で構成する指名委員会の設置。任意の諮問委員会の審議結果を尊重する仕組み。
- ・トップマネジメントによる人づてや紹介でないこと。各取締役が、どのように役割を担い、その実行の為のスキルや経験・ノウハウを明確にし、なぜ選任されているかを示して欲しい。
- ・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）。企業側に期待することの一つとして選解任プロセスの透明性の改善が上げられる。
- ・特に新任取締役に 대해서는は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。
- ・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統合的な多様性を受容した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。
- ・長期的な経営戦略とマッチした取締役会のスキルや多様性が確保されているかどうか、また透明

性のある選任プロセスかどうか重視します。

- ・指名委員会等の設置により、選解任プロセスの透明性・客観性を向上させること。また、問題となるケースにおいては、指名委員長や社外取締役等が株主に対して十分な説明責任を果たすことを求めたい。
- ・一律に遵守すべき選解任プロセスがあるとは考えていないが、サクセッションプランを含め、当該企業の取締役に対する評価基準、求めるスキル、選解任プロセスが開示されることを期待している。

#### 【ガバナンス体制に関する事項】

- ・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。更に多様性を高める観点から最低1人の女性取締役選任を求める。
- ・任意でも指名委員会を設置しその委員長は社外でありメンバーは過半を社外にすることが望ましい。また委員会メンバーのジェンダーを始めとする多様性を考慮することが必要。
- ・各企業の近年の不祥事は、取締役の任用方法ではなく、組織としての牽制機能が働くような仕組みがなされているかといった組織構築論の方がより重要と考える。

#### 【評価・検証に関する事項】

- ・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。
- ・複数の企業を掛け持ちする社外役員の選任には、基本的に反対の姿勢を示したいと考えている。それ以外は、個々に考えていく。
- ・取締役の選任について反対票が一定割合を超えた場合、企業内でどのような議論・対応が行われたのかについて対話において説明を行って頂くことを期待する。

14. 2021年6月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、上場企業は経営戦略の開示に当たって自社のサステナビリティについての取組を適切に開示すべきと指摘されました。企業のサステナビリティの開示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6-⑧>

「企業のサステナビリティの開示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」  
の回答例

#### 【企業の重要課題、中長期経営戦略の取組状況、目標及びKPI等についての開示に関する事項】

- ・社会の持続可能な発展に向けては、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組むことが必要。企業がそれらに継続的に取組むことにより、環境・社会課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、企業自身の長期的な持続可能性や企業価値の向上に繋がるものとする。

サステナビリティについての取組の開示に関して当社が投資家として重要視しているのは、「企業が社会課題解決を見据えながら、サステナブルな価値向上を図ることが出来るという確信度を如何に提示できるか」という点。企業は置かれている立場によって様々な個性を持っている。どのよ

うな開示基準に準拠するなどの技術論に捉われることなく、原点に立ち返り、自社の在りようを見据えた価値創造ストーリーを如何に作りこむかを筋道立てて見せることが今後一層求められるものとする。

- ・次を含む開示の充実が重要だと考える：サステナビリティ体制の構築・開示、明確な企業理念の提示、企業としての行動基準やサステナビリティ方針策定と開示、価値創造の在り方の明示、マテリアリティの定義と解説・開示、ステークホルダー・エンゲージメントに対する方針・在り方の開示、国内・国際イニシアティブへの参画、TCFD等の国際基準に基づく情報開示等。
- ・サステナビリティについての取組方針、および定量的なデータの開示とりわけEUのESGデータ開示規制（SFDR）の「サステナビリティへの悪影響」指標の開示を期待している。
- ・サステナビリティの開示を行うこと自体が企業がサステナビリティに関して考える機会を与え、潜在的な事業リスクに気づく契機になると考える。この効果が適切に発揮されるために開示の内容においては単なるサステナビリティに関する言及に留まらず、事業内容との密接な連携が考慮されていることを重視し、詳細な仕組みが開示されることを期待する。
- ・重視する事項：事業特性を反映したマテリアリティを特定し、特定された事項に関する取組みや目標を開示・説明されているか、これに関する意思決定プロセスは適切か。  
期待すること：経営陣主導によってマテリアリティを特定し、取組み・目標の開示・説明すること。

#### 【ESGの取組に関する開示の事項】

- ・ESG要素が企業に及ぼす影響を機会とリスクの両面から特定し、ダウンサイドリスクの軽減策にとどまらず、企業価値の向上に資する能動的な施策についての開示を期待する。
- ・サステナビリティの開示で重視する事項は主に以下4点。1つ目は、ESGに関連する機会とリスク。企業価値の毀損を防ぐリスクだけでなく、企業価値の創造につながる機会にも関心を持っている。2つ目は、中期的な事業戦略と長期的なESG戦略の関係性。財務目標と非財務目標のバランスが取れていることが重要と考えている。3つ目が、マテリアリティ。どの課題を優先して解決するか、経営資源をどのように配分するか、という点に着目している。4つ目は、SDGsを達成するビジネスモデル。持続的な価値創造につながる個別企業の優位性を把握しようとしている。今後はこの様な点も踏まえ、経営戦略とサステナビリティ戦略の統合がより一層進むことを期待する。
- ・当社は、ESG情報を含むサステナビリティの情報については、網羅性の観点よりも、価値創造に結び付く重要性の観点を重視している。価値創造ストーリーやビジネスモデルを意識した重要性の高い情報についての情報開示や対話を期待している。

#### 【対話内容の充実・深化に関する事項】

- ・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。

#### 【英語開示に関する事項】

- ・サステナビリティについて基礎的な情報（温室効果ガス排出量など評価機関が参照する項目）について、社内にある情報は開示してほしい。できれば英文も併せて開示することが望ましいが、日本語のみの場合は投資家、アナリスト、ESG 評価機関などに該当箇所を伝えるなどして、情報が見落とされないような工夫を期待したい。
- ・取り組みをしっかりと開示していても、日本語のみの開示となっている企業が多い。海外の ESG の格付け機関、調査会社では日本語のみの開示は 0 点の扱いになってしまうので、英語での開示も同時に進めていただきたい。

**15. 2021 年 6 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードにおいて、上場企業は経営戦略に照らして取締役会が備えるべきスキル（知識・経験・能力）と各取締役のスキルとの対応関係を公表するべきと指摘されました。スキルの対応関係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 6-⑨>**

「取締役会が備えるべきスキルと取締役のスキルとの対応関係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」の回答例

**【スキルマトリックスの整合性に関する事項】**

- ・企業が永続的に活動していくためにどうあるべきなのか、その議論を踏まえ経営方針・事業戦略へと具体策の落とし込みを期待する。企業にとっての「あるべき姿」をもとに、取締役会が備えるべきスキルを定めたのか、個々の取締役のスキルの集合体と整合的なのかを重視する。また、社外取締役の積極活用などにより取締役会を経営への監督機関として実効性の高いものとする、また、指名委員会の活用などにより取締役候補者の選任プロセスの透明性を高めることを企業側に期待する。また、スキルマトリックスにおいて、経営戦略やマテリアリティとの整合性を重視した開示を促している。
- ・企業が掲げる長期ビジョンや中期経営計画を達成するためには、将来の取締役会に必要なスキルセットが何であるか、指名委員会等で議論されたなどのプロセスの開示が欲しい。また、特定されたスキルセットの説明があれば良い。
- ・企業が自ら自社の取締役会にとって必要なスキルと構成（望ましい多様性）など、ガバナンス体制の在り方を検討頂くことが重要だと考えている。従って、スキルの項目について他社と同じである必要は無く、また企業の置かれている状況によって変化しても良いと考える。スキルマトリックスは必ずしも現状があるべき姿と一致するとは限らない、その場合にはそのギャップに関しての考えを説明して頂くことが企業を理解する上で重要と考える。
- ・まず、各企業で取締役（会）に備えるべきスキルを定義することから始めるべきである。そうすれば、該当者がいないスキル項目も出現してくるだろうが、それについて投資家と対話を行うことで、改善への糸口となろう。
- ・各取締役のスキルが、単に経歴だけでなく、自社の経営管理においてどの部分で専門性が発揮されるのか、具体的に示して頂きたい。

**【スキルマトリックスの開示に関する事項】**

- ・取締役会の人員構成並びにスキルマトリックスなどの基礎的な情報の開示に加え、外部から経営の

方向性を判断することに有益と思われる情報の開示を期待している。例えば取締役会の実効性評価の中で、過去1年間で重点的に議論した案件を紹介することや、各取締役による抱負や振り返りのコメントなどがあれば、判断に役立つと思われる。また、M&Aなどの重要な意思決定があった際のニュースリリースに各取締役が専門的な見地から意思決定にどのように貢献したかという記述も、実態把握に役立つと思われる。

また、テクニカルな話だが、取締役構成について時系列での変化を示す資料を開示してもらえると、非常に助かる。特に株主総会ピークシーズンにおいては時間的制約があるので、少しでも作業時間を短縮できるような開示を招集通知で行ってもらえると判断に使う時間が増えるので有意義だと感じる。

- スキルマトリックスの開示が広がっていることは歓迎する。一方で、一部の企業においてはスキルマトリックスの開示に伴い取締役の職歴を統合報告書に記載しない事例もでていいる。スキルマトリックスは、あくまで会社としての判断であるため職歴等の「事実」については引き続き並行して記載をして頂きたいと思う。また、取締役個人としてのスキルマトリックスはあるものの、それが企業戦略と結びついて開示してる例を認識していない。今後そのような開示があると素晴らしいと思う。
- 取締役のスキルは、スキルマトリックスとして開示されるようになったが、現在の取締役のスキルを集約してスキルの項目が定義されているように見受けられ、あるべきスキルが出発点になっていないように見える。あるべきスキルを出発点にすれば、足りないスキルを補うための人材戦略や対話の論点ともなり、有益な情報となる。

#### 【取締役会の多様性に関する事項】

- スキルのバランスと多様性を重視する。具体的には、財務的な専門性、気候変動その他の重要なESGに関する知見が不十分な取締役会が少なくないように感じる。スキルマトリックスについては、取締役会のスキルが見える化するのみならず、適切な候補者探し・選定の意思決定に用いることを期待する。
- 本コードに明記されている取締役のスキルについては、当社は取締役会のスキルも含めた多様性を担保することが重要だと考えている。スキルマトリックスは会社側が取締役会の構成を検討する上で有用なツールだと認識している。

取締役会の多様性に関し当社は、取締役会に女性の取締役が不在の場合は、指名委員会または経営トップに反対する議決権行使方針を2020年に導入している。多様性は当社のエンゲージメントの重要なテーマの1つである。取締役会やマネジメント層の多様性の改善など、会社全体で多様性のベストプラクティスを促進することに取り組んでいる。

#### 【取締役会の牽制や監視等に関する事項】

- 経営に関する知識・経験を備えた経営陣に、独立社外取締役を設置し牽制が働く取締役会が構成されていること。経営陣は事業環境等に関する理解を深め、また、企業の持続的成長に資する行動ができるよう、投資家との対話に積極的に取り組むよう努めること。
- 取締役のスキルを取締役会が適時・適切に審査したうえで新規選任や継続選任を行う体制にあること、取締役会の経営陣からの独立性・客観性が十分に確保されると共に、監査役、監査役会の役割

発揮の強化を期待する。

16. スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには、何が効果的だと思われますか。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 6-⑩>

「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】

- ・企業、投資家双方に活動の成果が示現することが必要（企業にとっては企業価値・業績の向上、投資家にとっては株価・増配などリターンの向上）。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。（PGIMジャパン株式会社）
- ・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という逆説がある。そのため、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。
- ・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（エスカレーションを含め）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更に高め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ます。
- ・スチュワードシップ活動を理解し、後押しするような社会の風潮作り。たとえば積極的な企業経営を評価することや、企業買収のポジティブな側面に対する理解を促すことなど。
- ・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・コードの原則主義に則り、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。
- ・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ということが大きな問題といえるはずである。

- ・サステナビリティの取組に先進的な欧米の動向をウォッチするために各種イニシアティブや協働エンゲージメント等に参加し情報収集することが効果的。
- ・運用会社の投資哲学や企業の経営理念・価値観等の相互理解。株式の長期保有を前提とした運用会社と企業の信頼関係の構築。

#### 【エンゲージメントに関する事項】

- ・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ます。サステナビリティに対するグローバルな情報開示の枠組みが明確になり、企業の開示が比較可能となることも、スチュワードシップ活動の実効性を高めることに資すると思料します。
- ・政策保有株式による持ち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思料します。スチュワードシップ活動の実効性を高めるためには、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。
- ・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。
- ・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と考えられる。投資家は、率先して自己研鑽に勤めるとともに、社外の有識者、先進的な海外投資家との意見交換などにより、見識を深める必要がある。
- ・発行体と運用会社間のエンゲージメントを含めたスチュワードシップ活動に対する関心は引き続き高い状況にある。このような状況の中、本質的な対話を実施するためには十分な人材、体制、情報、時間が必要となるが、スチュワードシップ活動に関するコスト負担についても議論が進んでいない。また、アセットオーナーのアセットマネージャーに対するモニタリング強化や議決権行使結果の個別開示の公表を求めるスチュワードシップ・コードの改定に伴い、議決権行使及びエンゲージメント活動の報告事務が大幅に増加し、人的資源の最適な配分が課題となっている。また、この点については、主要顧客向けの報告様式の共通化等により効率化が図られることで、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性を高めることに寄与するのではないかと考えているので、御協会においても積極的な対応を期待する。同様に、スチュワードシップ活動状況に関するアンケートについても質問範囲や項目の拡充が大幅にみられる。当社としては、より良い市場環境整備のために、引き続き、可能な限り、これらアンケート等に対して真摯に対応する予定だが、回答したアンケート結果がどのように適切に活用され、より良い市場環境の整備および機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性につながったのかという点について検証結果を提示いただけると望ましいかと考えている。また、必要に応じてアンケートの質問項目や回答様式についても共通化等により効率化が図られることも、機関投資家によるスチュワードシップ活動の実効性を高めることに寄与するのではないかと考えている。



- ・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いい。
- 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。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。
- ④ 企業サイドによる適切な開示(グローバルで開示が求められるデータ、例えば、Scope 3、や戦略と ESG の結び付き)と投資家サイドの対話力の養成が最も重要であると感じる。適切な開示なしには、上記記載の「企業のあるべき姿に関する仮説」を持ったり 10 年を超企業戦略に対する確信度を高めたりすることは出来ないと感じる。  
また、企業サイドには ESG を Annex として取り上げるのではなく、ESG への取り組みがどう企業価値を向上させるかについての説明を頂きたいと考えている。  
他方、投資家も ESG への取り組みがどのように企業価値向上につながるのかについて発行体に上手く説明をする必要があると感じており、対話力の向上が必要だと思う。
- ・企業と投資家の建設的な対話の実効性を伴うためには対話基盤が必要であり、双方において一定の「共通言語」を認識することが重要と考えられる。コーポレート・ガバナンスコードおよ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、国際的な開示基準に関する動向にも留意すべき。気候変動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認識。
- ・まずは、社内の運用チーム、顧客、親会社等との利益相反を適切に管理することが不可欠です。また、投資先企業との長期的な信頼関係を構築してエンゲージメントに取り組むこと(信頼されるアドバイザーになること)も重要です。但し、エンゲージメントの成果がみられない場合は、議決権行使や場合によってはダイベストメントといったエスカレーションの手段も辞さない姿勢が必要であると考えます。一方、①不十分な利益相反の管理、②相互理解の促進にも企業側の行動変化にもつながらないエンゲージメント、③協働エンゲージメントに対する法的な制限等はいずれも実効性のあるスチュワードシップ活動を妨げうるものだと考える。

#### 【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】

- ・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】

- ・企業に求める開示事項を各社共通化し、企業側の開示負担を下げることは過去の経験から言えるのではないかと考える。重要なことは開示情報を受け取った運用側が企業に対してどのようなフィードバックができ、効果的な対話ができるかであるかと考える。
- ・他社比較を可能にするための開示設計の工夫。スキル開示や多様性確保などが求められる中、そうした情報を定型的に開示・取得する方法がないため、他社比較が企業にとっても投資家にとっても困難。ROEのように他社比較されて明確に劣っていることが分かれば、企業側の対応も進みやすい。社外取締役と投資家の対話機会の充実。
- ・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。
- ・株式の流動性を一層高めること。流通株比率を徐々に引き上げていくことで経営陣の緊張感を高めていくこと。
- ・スチュワードシップ活動の好事例を積極的に紹介する、実効性を高めるための体制整備には行政の適切なサポートが必要不可欠であると思われる。
- ・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。

以 上