

日本取引所金融商品取引法 研究

第 12 号

2017 年 12 月 22 日 開催

1

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事 木村 祐基

三井住友信託銀行株式会社スチュワードシップ推進部長

兼チーフ・スチュワードシップ・オフィサー 堀井 浩之

2018 年 1 月 26 日 開催

家計の資産形成等を巡る状況と課題

金融庁総務企画局市場課長 小森 卓郎

67

2018 年 10 月

株式会社日本取引所グループ

日本取引所グループ金融商品取引法研究会メンバー（五十音順）

2017年10月1日現在

氏名	所属
飯田 秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田 眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤 靖史	同志社大学法学部教授
梅本 剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
片木 晴彦	広島大学大学院法務研究科教授
加藤 貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口 恭弘	同志社大学法学部教授
北村 雅史	京都大学大学院法学研究科教授
久保 大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
小出 篤	学習院大学法学部教授
志谷 匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
白井 正和	同志社大学法学部教授
洲崎 博史	京都大学大学院法学研究科教授
船津 浩司	同志社大学法学部教授
前田 雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松井 秀征	立教大学法学部教授
松尾 健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田 章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下 友信	同志社大学大学院司法研究科教授
行澤 一人	神戸大学大学院法学研究科教授
若林 泰伸	早稲田大学法学部教授

特別会員

氏名	所属
龍田 節	京都大学名誉教授

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

2017年12月22日(金) 15:00~17:03

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

飯田	秀総	東京大学大学院法学政治学研究科准教授
石田	眞得	関西学院大学法学部教授
伊藤	靖史	同志社大学法学部教授
梅本	剛正	甲南大学大学院法学研究科教授
加藤	貴仁	東京大学大学院法学政治学研究科教授
川口	恭弘	同志社大学法学部教授
久保	大作	大阪大学大学院高等司法研究科教授
志谷	匡史	神戸大学大学院法学研究科教授
龍田	節	京都大学名誉教授(特別会員)
船津	浩司	同志社大学法学部教授
前田	雅弘	京都大学大学院法学研究科教授
松尾	健一	大阪大学大学院高等司法研究科准教授
森田	章	同志社大学大学院司法研究科教授
山下	友信	同志社大学大学院司法研究科教授

【報告 1】

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事
木村 祐基

目 次

- | | |
|---------------------------------------|--------------------------|
| I. 日本における議決権行使の歴史 | 足 |
| II. 機関投資家による議決権行使 | X. 機関投資家は企業と何を対話しているか |
| III. スチュワードシップ・コードの受入れ状況 | XI. 各種アンケート等の結果 |
| IV. スチュワードシップ・コードの受入れに伴い機関投資家に求められる行動 | 1. 機関投資家による対話進展の評価① |
| V. スチュワードシップ・コードの改訂 | 2. 機関投資家による対話進展の評価② |
| VI. GPIF のスチュワードシップ活動への取り組み | 3. 機関投資家による対話進展の評価③ |
| VII. GPIF 「スチュワードシップ活動原則」 | 4. 今後の課題① 企業と投資家の意識ギャップ |
| VIII. 運用各社のスチュワードシップ体制強化 | 5. 今後の課題② 依然高い安定株主比率 |
| IX. 機関投資家の自主的活動グループの発 | 6. 今後の課題③ 「対話」をめぐる制度面の課題 |

○山下 本日は、「機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題」というテーマで、お二方のゲストスピーカーをお迎えしております。お一方が一般社団法人スチュワードシップ研究会代表理事の木村祐基さん、もうお一方が三井住友信託銀行スチュワードシップ推進部長兼チーフ・スチュワードシップ・オフィサーの堀井浩之さんです。どうぞよろしくお願いいたします。

それでは、まずは木村さんから、よろしくお願いいたします。

○木村 ご紹介いただきましたスチュワードシップ研究会——機関投資家が集まった研究会です——を主宰しております木村と申します。よろし

くお願いいたします。

本日は、機関投資家のスチュワードシップ・コードの受入れの現状について、専門の先生方ばかりですのでもしかするとご存じのことが多いかもしれませんが、私のほうから業界全体、機関投資家全般の状況をざっとご説明させていただいて、堀井さんから具体的な機関投資家の対応についてお話しいただくという手順で進めさせていただきたいと思います。

私の簡単な経歴は、レジュメの最後につけておりますので、ご参照いただければと思います。

それでは、早速始めさせていただきます。

- I. 日本における議決権行使の歴史
スチュワードシップ・コードができたのは3年

前ですが、当然ながら、機関投資家の議決権行使の活動や企業との対話は前からずっと続いていることでありまして、そうした流れの中で、私の経験からいうと、大きな転換点になっているのは2003年かなと考えていますので、そのあたりから資料をつけさせていただきました。

まず、2001年の秋に、企業年金連合会が運用受託機関に議決権行使をしっかりとやりなさいという「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定しました。その後、2003年2月に、同じく企業年金連合会が、自家運用部分の議決権行使を本格的にきちんとやるということで、「議決権行使基準」を公表しました。ご記憶の方も多いかと思いますが、例えば社外取締役を置いていない会社には賛成できないというような、当時としては非常にラディカルな基準が公表されて、それを受けて、特に企業年金連合会の運用を受託している運用機関は、それに対応しなければいけないということで——私も当時そのさなかにいたのですけれども——それぞれの議決権行使基準を新たに整備し始めたというのがこの時期になると思います。

一方で、ちょうどそのころからアクティビストファンド、当時で言うとスティール・パートナーズや村上ファンドといったものが非常に活発に活動するようになって、さらに2005年から2007年にかけて、株主総会で大手企業さんの議案が否決される、特に定款変更議案で3分の2以上が必要なものについて3分の2をとれないという事例が幾つか出てきたというようなこともございまして、このころから、企業さんによる機関投資家向けの総会議案の説明、即ち株主総会の前に議案について説明に回るというような活動が非常に増えてきました。その流れがずっと続いてきている中で、2010年から企業が株主総会の議決結果を公表するとか、機関投資家のほうも議決権行使の結果を公表するというようなことが続いてきているということです。

II. 機関投資家による議決権行使

レジュメの3ページのグラフは、日本投資顧問業協会が集計している、国内の機関投資家が会社提出議案に反対した件数の割合ですが、御覧のように、2003年ごろから反対の比率がぐんと上がってきて、2005年以降は比較的変動が少ないというか、一定の比率に安定してきたという状況になっています。これは、ちょうど2005年ぐらいで機関投資家サイドの議決権行使基準も大体固まってきた、企業さんのほうも機関投資家に反対されそうな議案はあまり出さないというような対応が進んできたということで、それ以降は、議決権行使の反対比率についてはあまり大きな変動が生じていないという状況になっています。

III. スチュワードシップ・コードの受入れ状況

そういう中で、スチュワードシップ・コードの受入れについては、もう皆さんご案内のとおりですが、現状ではもうほとんどの主要な運用機関は受入れを表明しているということです。金融庁は、新たな受入れ表明の連絡がある都度ホームページを更新することになっているはずですが、この資料をつくる段階でチェックしたところでは、2016年12月から更新されていません。ということは、この1年間で受入れを表明した会社は増えていないということかと思えます。逆に言うと、ほとんどの運用機関がすでにスチュワードシップ・コードの受入れを表明してしまったという状況かと思えますので、そういう意味で、これからはその実質が問われるところに入ってきていると思えます。

IV. スチュワードシップ・コードの受入れに伴い機関投資家に求められる行動

先ほど申し上げたように、スチュワードシップ・コードができる前から機関投資家と企業との対話はいろいろと行われてきているわけですが、それでは、実際にスチュワードシップ・コードができて何が変わったのかということです。まず、コードの原則7で機関投資家は実力を備えなさいということが書かれてしまったので、これは何とかしなければいけない、機関投資家として

はそういう対策を考えなければいけない状況になったというのが1つ目だと思います。

2つ目は、原則4で、建設的な「目的を持った対話」をなさいとされていますが、それでは、その「対話」とは何だと。今までやってきた企業さんとのミーティング、経営トップとのミーティングも含めて、機関投資家はたくさんやってきているわけですが、そういう今までのミーティングと何が違うのかということをもう一度改めて見直すということになったと思います。

3つ目は、同じく原則4で、企業と問題点の認識を共有するとともに、問題の改善に努めるということが書かれているということです。これも、従来は、機関投資家は企業と話をしてよくないと思えば株を売ればよかったわけですが、これからは問題の改善に努めなさいということになった。それでは、機関投資家としてはどう対応すればいいのか、ということを考えざるを得なくなりました。

4つ目は、原則5で、議決権についても、単に反対、賛成ということではなくて、持続的成長に資するかどうかということを考えて行使をなさいということになりましたので、改めて議決権行使の基準や考え方というものを考え直さなければいけないかな、というようなところかと思えます。

V. スチュワードシップ・コードの改訂

2017年5月に、スチュワードシップ・コードの改訂が行われました。すでにご存じと思いますが、運用のところから言うと、特にパッシブ運用においても積極的にエンゲージメントをなさいと、あるいは議決権行使結果の個別開示であるとか、あるいは集团的エンゲージメントも有益であるというようなことが織り込まれてきましたので、さらに機関投資家としてはこういったものにも対応していく必要が生じてきているということです。

VI. GPIFのスチュワードシップ活動への取組み

GPIFさんは、やはり国内最大のアセットオーナーですので、その活動が機関投資家に及ぼすイン

パクトには大きいものがあると考えています。大きなポイントは2つあります。1つ目は、GPIFさんが運用を委託している受託運用機関のスチュワードシップ活動について厳しくチェックしますということを表明されているということです。その一つの形として、従来は個別に受託運用機関のヒアリングをされてきたわけですが、受託運用機関が説明していることが本当なのかということで、企業にもアンケートを送り、受託運用機関がきちんとやっているか確認することも始めて、かなりチェックが厳しくなってきました。それから、今、GPIFの国内株式の運用の8割以上がいわゆるパッシブ運用になっていると思いますが、パッシブについてもきちんとしたスチュワードシップ活動を求めるというのが、1つ目の大きなポイントだと思います。

2つ目は、ESGについて非常にフォーカスされてきているということですので、これら2つのポイントのあたりが国内の機関投資家の行動にも非常に影響を与えているのではないかと考えています。

VII. GPIF「スチュワードシップ活動原則」

2017年6月に、GPIFさんはスチュワードシップ・コードの改訂を受けて「スチュワードシップ活動原則」を公表されています。この中でも、パッシブ運用にふさわしいエンゲージメントの戦略を立案し実践すること、その評価の中でスチュワードシップ責任の取組みの割合を引き上げることを発表されまして、先ほど申し上げたような活動がさらに強化されてきているということだと思います。

VIII. 運用各社のスチュワードシップ体制強化

こういった動きを受けまして、運用機関各社では、スチュワードシップ活動に取り組む体制の強化を進めてきておられるということだと思います。私が認識しているところでは、1つ目は、スチュワードシップ活動の専任の担当部署を設置するか、その部署の人員を増やすというようなことで、体制を強化しています。責任投資部、責任投資調

査部、責任投資推進室、スチュワードシップ責任推進室、スチュワードシップ推進部といった名前の部署がこの1、2年の間に大手の運用機関のほとんどで設置されているのではないのでしょうか。かつ、そういった部を設置することで担当の人数もかなり増やしてきておられるというのが1つ目の動きだと思います。

2つ目は、スチュワードシップ・コードでも指摘されていますが、運用機関自体のガバナンス体制や利益相反管理を強化しましょうということで、社外取締役を採用するとか、議決権行使のプロセスについて第三者評価を入れるといった対策をとってきています。

3つ目としては、スチュワードシップ活動に関する開示の充実ということでありまして、スチュワードシップ方針を策定し開示する、議決権行使基準や行使結果を開示する、あるいはスチュワードシップ活動に関するレポートを発行する等々、開示を非常に増やしてきています。

4つ目としては、先ほどから触れていますが、パッシブ運用におけるエンゲージメントにかなり取り組んできているというようところが、大きな特徴なのではないかと考えています。

IX. 機関投資家の自主的活動グループの発足

従来の業界団体、例えば日本投資顧問業協会、投資信託協会、信託協会、生命保険協会といった団体さんとは別に、スチュワードシップ活動のための機関投資家の自主的な集まりと申しますか、そういったものが幾つかつくりだされてきています。手前みそで恐縮ですが、私がやっていますスチュワードシップ研究会ですとか、似たような形のものとして投資家フォーラム、最近設立された機関投資家協働対話フォーラム、こういった機関投資家のスチュワードシップ活動をきちんとやるための集まりというものができているというのも、最近の特徴であると思っています。

X. 機関投資家は企業と何を対話しているか

では、実際に対話の内容はどうなっているのか

ということです。多分一言で言うと、従来から企業ミーティングというものはやっけてきているわけですが、その中身が、投資判断のための業績の取材から、まさに企業と認識を共有して経営の改善を働きかける対話へと、意識としてはこのように変わってきているということかと思えます。

レジュメの11ページにありますのは、日本投資顧問業協会が毎年集計しているアンケート調査の結果です。企業とどのようなテーマで対話しているかというアンケートですが、「企業戦略」や「企業業績」が多いのは当然ですが、例えば「企業業績」というところはやや対話の頻度としては下がってきていて、逆に「ガバナンス体制」、「株主還元策」、「リスク要因」、「社外取締役の有無及び役割」、「企業買収」、「経営者の後継問題」などの、いわゆるガバナンス問題と申しますか、こういったところの対話の頻度が上がってきているというのが、こちらからも見てとれると思います。実は、このアンケート調査の今年の分が2日前に発表されており、まだこの資料の中には反映されていませんが、傾向としては同じような傾向になっています。

XI. 各種アンケート等の結果

1. 機関投資家による対話進展の評価①

ここからは、幾つかの機関からアンケート調査として公表されているものがありますので、そこから3件ほど簡単にご紹介させていただければと思います。

まず、GPIFさんの「スチュワードシップ活動報告」ということで、これはGPIFさんが各受託運用機関さんにヒアリングした結果をまとめたものです。受託運用機関では、スチュワードシップ活動の専門部署などを設置・強化するなど、かなり活動を深化しようとする意識が見られたというふうに一応前向きな評価はされているということです。ただ、ESG 課題については、課題の取組みは進んでいるけれどもまだ十分ではない状況だということ、企業向けのアンケート等では、アクティブ運用機関とのミーティングは参考になったけれども

パッシブのほうはまだまだかなというような評価があったことなどが、課題として挙げられています。

2. 機関投資家による対話進展の評価②

レジュメの13ページは、同じく GPIF さんが上場会社向けのアンケートを行った結果として、2016年と2017年の2回公表されています。2016年のアンケートでは、全体に機関投資家に変化があったという評価が61%ですが、そのうち「好ましい変化」が3分の2、「好ましくない変化」が3分の1という結果になっています。

それが2017年の調査の結果では、さらに前回のアンケート以降に変化を感じるという回答が56%あって、そのうち「全体または多数に好ましい変化」「一部に好ましい変化」というプラスの変化があったという評価が合計で43.4%、逆に「好ましくない変化が増えた」という回答は1.1%しかなかったということです。全体としては企業さんもポジティブな変化を評価されているというところかと思います。

3. 機関投資家による対話進展の評価③

同じようなアンケートで、日本 IR 協会さんが毎年行っている IR 活動の実態調査を見ても、例えばスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの導入により、1年前に比べて投資家の行動・質問に変化が「見られる」という回答が44.4%で、その変化が見られるという回答は前年、前々年に比べて少しずつ上がってきています。逆に、「見られない」という回答はだんだん下がってきています。また、両コードの導入によって、企業の持続的成長を目的とした対話が1年前に比べて促進されたかということに対しては、「促進された」という答えが50.4%とちょうど半分あって、これも前々回、前回から徐々に上がってきているというような形になってきています。

以上のようなことを踏まえますと、スチュワードシップ・コードの導入によって、機関投資家の行動には変化が見られて、その変化は、企業側か

ら見ても総じて好ましい変化という評価になっているのではないかということです。

4. 今後の課題① 企業と投資家の意識ギャップ

そうした中で、残された課題と申しますか、今後の課題として私が意識しているのは次のようなものでございます。

1つ目は、企業と投資家の意識ギャップというものは、依然としてやはりまだまだ非常に大きいということです。

レジュメの15ページの表は生命保険協会が行っているアンケート調査ですけれども、例えば「中期経営計画で公表している指標／経営目標として重視すべき指標」という項目で見ますと、企業さんのほうは、最近では「ROE」を挙げるところも非常に増えてきているものの、引き続き売上げや利益の絶対額あるいは伸び率をかなり重視しているのに対して、投資家のほうでは、そちらはほとんど重視していなくて、圧倒的に「ROE」を重視しています。また、株主還元について見ると、企業さんのほうは「総還元性向」をあまり見ていないけれども、投資家のほうはむしろ「配当性向」と並んで「総還元性向」をかなり重視しています。「資本効率向上に向けて重視している取組み」では、投資家のほうは圧倒的に「事業の選択と集中」を挙げているわけですが、企業さんは「事業規模・シェアの拡大」や「コスト削減の推進」を挙げていますし、「投資の意思決定の判断基準」では、投資家のほうは圧倒的に「ROI」になっていますけれども、企業さんのほうでは「売上・利益の増加額」や「事業投資資金の回収期間」というところにウエートがかかっているということで、このあたりの意識のギャップを埋めていかないと、対話もなかなか進んでいかないというのが1つ目の課題です。

5. 今後の課題② 依然高い安定株主比率

2つ目の課題としては、依然としていわゆる安定株主比率が非常に高いということです。商事法務が行っているアンケート調査によると、安定株主比率が「50～60%台」という会社が全体の43.4%

を占めています。実際の株主総会での行使率等を考えて安定株主比率が30%ぐらいあれば相当安泰かなというところを考えると、「30~40%台」の数字と「50~60%台」というところを足しますと、全体の76.3%は安泰だということになっています。資本金「300億円以下」と「300億円超」で分けているのですが、前者のほうでは圧倒的に安定株主が多いということで、投資家が一生懸命に物を言ってもなかなか企業さんに届かないのではないかと、聞いてもらえないのではないかと。このあたりは、「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」でも課題として挙がってきているところですので、これが2つ目の大きな課題だと思っています。

6. 今後の課題③ 「対話」をめぐる制度面の課題

これ以外にも、例えば「フェアディスクロージャー・ルール」の運用の問題や、「重要提案行為」の定義——日本ではかなり厳しいなという感じがするのですが——の問題、あるいは、今いろいろと見直しが行われていますけれども、「財務情報の開示の見直しの行方」、「株主総会の日程」、「コーポレートガバナンス報告書」の記載の内容、「監査」の問題といったあたりが、やはり今後の課題ということで、一つ一つ改善していけば、さらに対話の進めやすさも改善してくるのではないかと期待しているところです。

大変駆け足で恐縮でございますが、私からの全体の概要の説明は、以上で終わらせていただきます。

【報告 2】

機関投資家によるスチュワードシップ・コード受入れの現状と課題

三井住友信託銀行株式会社
スチュワードシップ推進部長兼
チーフ・スチュワードシップ・オフィサー
堀井 浩之

目次

- | | |
|---------------------|-----------------------------|
| I. スチュワードシップ活動の推進体制 | V. お客様であるアセットオーナーへの報告 |
| II. エンゲージメントの活動内容 | VI. 非財務情報評価「MBIS」(エムビス)について |
| III. ESG 投資への取組み | |
| IV. 議決権行使について | 討論 |

○堀井 三井住友信託銀行スチュワードシップ推進部長の堀井と申します。今日はこのような時間をいただき、ありがとうございます。

本日は、つい最近完成した当社の「STEWARDSHIP REPORT 2017」を元に、当社のスチュワードシップ活動についてお話します。このレポートは、スチュワードシップ・コードの原則6にある、いわゆる「お客様への報告」への対応も兼ねて作成したものです。レポートの前半は、スチュワードシップ・コードへの対応方針、取組み、自己評価をまとめたもので、後半は当社の ESG 投資の取組みとして、具体的な ESG インテグレーションの手法やさまざまな国際機関・国際的な枠組みを活用した ESG の活動をご報告しています。

I. スチュワードシップ活動の推進体制

レポートの5ページに当社のスチュワードシップ活動の推進体制を記載しております。当社では、エンゲージメントと議決権行使をスチュワードシップ活動のメインと考えています。活動自体はリサーチ運用部のアナリストとスチュワードシップ推進部の専任担当者が行いますが、スチュワード

シップ推進部では、活動に関する企画・推進・モニタリングを行うほか、スチュワードシップ会議・スチュワードシップ活動諮問委員会の2つの会議体の事務局機能も担っています。スチュワードシップ会議は社内メンバーによる会議体で、エンゲージメントに係る活動の報告や承認、議決権行使に係るさまざまな方針の決定、ESG や PRI 関連の対応のモニタリングを行います。

2016 年末までは、最終意思決定権者である受託事業統括役員とスチュワードシップ会議で執行をしていたのですが、2017 年 1 月に第三者機関である「スチュワードシップ活動諮問委員会」を設置しました。委員長を含めて独立した外部有識者の方が3名、社内では私がメンバーとして入っています。こちらでは、特に議決権行使プロセスの透明性に関するモニタリングを目的の一つとしています。

スチュワードシップ活動諮問委員会における審議内容は、議決権行使の判断基準(議決権行使ガイドライン)の適切性、2017 年 5 月の日本版スチュワードシップ・コード改訂版への賛同内容、さらには、個別開示の内容等が主なものです。議決

権行使ガイドラインについては2017年10月にも厳格化しましたが、委員の皆様にご審議いただき、さらに適切なガイドラインへと改定しています。

なお、利益相反管理についてはレポートの7ページに記載しています。対応方針、具体的な取り組み内容、自己評価等を挙げています。利益相反管理については、現時点ではおおむね適切な対応をしていると考えていますが、必要に応じてさらに強化を図っていく所存です。

II. エンゲージメントの活動内容

次に、エンゲージメントについてご紹介いたします。レポートの12ページを御覧ください。

当社のエンゲージメントの特徴は、エンゲージメントで企業とお会いする際に、必ず宣誓書という書面をお渡ししている点です。この宣誓書には、当社からは重要提案行為は行わないこと、また、企業にはインサイダー情報を出さないようにしてほしいことを記載しています。インサイダー情報を受け取ってしまった場合の社内管理体制はもちろんです。まずは出さないように留意いただきたいとお願いしているということです。

なお、当社における企業との接触件数は年間9,000件ほどありますが、しっかりとしたエンゲージメントプロセスに則って行ったものは569件で、全体の6%程度が企業価値の向上を促すために意見を申し上げたエンゲージメントとしてカウントされています。

レポートの14、15ページでは具体的な事例を紹介しています。Case 1のA社をご覧ください。「対話の概要」「投資先企業の反応」「その後の行動」と記載がありますが、エンゲージメントの際は、この「対話の概要」を部長クラスが事前にチェックし、これをベースに担当アナリストが企業に意見を述べていきます。これに対して、エンゲージメントの場での企業からの発信等を「投資先企業の反応」とし、この2つをエンゲージメント時の記録事項として残しています。

「その後の行動」というのは、「対話の概要」

に書いてある内容に沿って企業側が行動を起こした時に記載するものです。当社では、この「その後の行動」を以てエンゲージメントが結実したと整理しています。なお、エンゲージメントの成果をROEや株価で計測すべきという意見もありますが、ROEや株価はエンゲージメント成果以外の要素による変動が大きいという問題があります。現時点では企業アクションを以てエンゲージメント結実としていますが、ROE等を用いた成果計測は検討課題と考えています。

一方で、エンゲージメント後に「その後の行動」が起こらないケースもあります。特に事業ポートフォリオ改革などは時間がかかるので、何回もエンゲージメントを繰り返して改善を促すという活動をしています。それでもなかなか変化が見られないケースに対応するため、レポートの13ページのようなエンゲージメントの多様化、集团的エンゲージメントが必要と考えています。エンゲージメントは原則単独で行いますが、さらに効果的に推進する手法として集团的エンゲージメントを活用するという整理です。こちらは、先ほど木村さんの話にもありましたが、集团的エンゲージメントの活用事例として「機関投資家協働対話フォーラム」を挙げています。当社も設立時からメンバーとして入っていますが、ここで参加メンバーが認識する共通の中期的テーマや企業の課題をエンゲージメントしていくプログラムになります。

III. ESG投資への取り組み

レポートの40ページを御覧ください。当社では「グローバルな企業行動指針などへの参加と活動」として、PRIや国連グローバル・コンパクト、Ceres、CDPなどの国際的な枠組みを活用したエンゲージメントにも取り組んでおります。PRIでは、主に3つのワーキング・グループ（パームオイル、水資源、森林資源）が活動していますが、例えばパームオイルであれば世界の機関投資家40社強が参加し、この中の5～6社がリードマネージャーになって、ワーキング・グループの意見を取り纏めて問題のある企業にグローバルでエンゲージメ

ントをしています。ちなみに、当社は各々のワーキング・グループでリードマネージャー若しくはこれに類する役割を担っており、日本の運用機関の中ではほぼ唯一の活動を行っていると自負しています。

パームオイルにおける問題は、乱開発による森林伐採やそれに伴う先住民への迫害、さらには児童労働や不法労働などが行われているケースがあります。バリューチェーンの企業がこうした問題のあるパームオイルを使用していないか、これをしっかりチェックした上で、問題のあるパームオイルを使用しない等の改善を促しています。

具体的な事例については、レポートの 37 ページの Case C で挙げています。実際に現地取材したり、関連する企業に直接往訪したりして、我々の意見を述べ、改善を促しています。同時に、パームオイルに関する適切なデータをモニタリングして、企業の改善度合いを確かめながら活動しています。

ESG エンゲージメントについては以上のような活動していますが、今後は気候変動への取り組みをより一層強化していくこととしています。2017 年 12 月の気候変動サミット (One Planet Summit) において、PRI と世界 4 地域の機関投資家団体の主導する新たなイニシアチブ「Climate Action 100+」に世界の 225 の機関投資家が参加し、5 年間に亘って温室効果ガスの削減に向けたエンゲージメントを共同で行うことが発表されました。対象となるのはグローバル企業 100 社で、日本企業も 10 社ほど選定されています。機関投資家として、日本からは当社ともう 1 社しか参加していませんが、当社は主にアジア太平洋地域を担当し、日本企業を中心にエンゲージメントを行う方針です。

当社は気候変動に関する PRI の各種ワーキング・グループでリードマネージャーを務めてきた豊富な経験・ノウハウがあります。また、国内においてはパリ協定後の 2016 年より経験豊富なアナリストによる温室効果ガスに関するエンゲージメントも独自で行ってきました。こうした国内外

での経験・知見をフルに活用して、気候変動に関するグローバルな ESG エンゲージメントを積極的に推進してまいります。

1 つ目のポイントであるエンゲージメントについては、以上です。

IV. 議決権行使について

次に、議決権行使についてお話します。レポートの 5 ページのとおり、議決権行使ではプロセス全体の透明性向上が極めて大切だと考えています。議決権行使は、判断基準となるガイドラインがあり、そのガイドラインに則って行使判断をし、その行使結果をお客様に報告する、という 3 つがプロセスになりますが、それぞれについて透明性を向上させる施策を行ってきました。

まず、先ほどご説明しましたスチュワードシップ活動諮問委員会を、この一連のプロセスをチェックする機関として 2017 年 1 月に設置しました。また、2 月には詳細な議決権行使ガイドラインの開示を行いました。このガイドラインには、議決権の行使判断の基本的な考え方や原則のほか、社内で使用していた具体的な数値基準を開示し、さらに過去の定性判断事例を全て類型化して諮問委員会でご審議いただいた上で例外規定として盛り込んであります。7 月に行使結果の個別開示をしましたが、個別開示では賛否のみならず、その理由、特に反対の理由が非常に重要です。この反対理由を理解していただくためにも、しっかりと詳細に書き込まれたガイドラインが必要であり、そのために、行使の原則、それに対する具体的な数値基準、その数値基準の例外規定に至るまで詳細に書き込んだガイドラインを開示しました。

個別開示では、当社は 2 つの特徴的な記載をしています。一つは、先ほどお話した個別の賛否理由の開示、もう一つは、当社の取引先に対して「取引先フラッグ」を付与したことです。取引先フラッグは社外の一般情報に基づいたもので、当社が主たる借入先である場合、もしくは当グループが株主名簿管理人である場合に付与しています。実際の反対比率を比較すると、当社全体の 12.1%に

対して、取引先フラッグ付与先においては12.3%になっており、取引の有無に関わらず、議決権行使ガイドラインに則ってしっかりと行使していることを数値的にお示しできたと思っています。なお、個別開示後の反応ですが、どこをどう解釈して反対になっているのか等の問い合わせがあったほか、先進的な企業からは「基準がわかりやすくなったので、どういう説明をしたら良いのか、どこに投資家と自分たちの論点の差があるのかというのがわかりやすくなった」というコメントも頂いています。

V. お客様であるアセットオーナーへの報告

次にお客様であるアセットオーナーへの報告についてお話しします。お客様からはスチュワードシップ活動の体制やスチュワードシップ・コードへの取組み状況、エンゲージメントに向けた取引先企業の実態把握などの質問を多く頂きます。当社は、こうした質問に対してFAQのような形で当レポートの中に全て織り込み、まずはお客様にご一読いただいた上で、必要であれば、さらに当社から往訪してディスカッションさせていただくこととしています。

VI. 非財務情報評価「MBIS」(エムビス)について

レポートの26ページをお開きください。次に非財務情報分析についてお話しします。私自身は入社以来30年弱、アナリスト業務に携わってきましたが、実は非財務情報やESG情報というのは、昔からアナリストが頭の中で意識して分析してきたことだと強く感じています。

アナリストというと、どうしても四半期や年間の業績数値を追っていると思われがちですが、中長期投資を行うために、企業価値が醸成されていく仕組み、投資等の企業アクションが中長期的に収益として結実していくプロセス、そしてこれらを推進する経営力(ガバナンス)等、こうした要素を見極め、強み・課題を認識して、その改善のための仮説を構築して、その検証を行いながら改

善を促していくことがアナリストの役割だと思っています。

また、企業活動が中長期的に環境・社会に好影響を与えるのか悪影響を及ぼすのか、こうした観点も非常に重要です。例えば海水の淡水化プラントや介護支援ロボットなどはESGのEとSでプラスに貢献しており、かつビジネスとしても成立しているものです。したがって、ESG要因の中でもこれらのように「経済価値が測定可能」および「具現化の時間軸が特定可能」なものについては、中長期的な要素として業績予想数値に織り込むことが可能と整理しています。しかし、中長期的に企業価値を左右する要素には、経済価値測定・時間軸特定が困難な要素も山ほどあるので、こうした定量化が難しい部分を定性的に評価する手法として、当社では非財務情報評価ツール「MBIS(エムビス)」を独自開発しました。

MBISはManagement(経営)、Business Franchise(事業基盤)、Industry(市場動向)、Strategy(事業戦略)の頭文字をとったもので、シニアアナリストの経験、頭の中にある仮説構築のプロセスを51の評価項目に落とし込んだ非財務情報評価ツールです。この51項目以外の項目で評価してはいけないというルールにしていますが、これは、各アナリストが勝手に項目を設定すると、業種特性や企業特性がどうしても出てしまうためです。項目を限定することで、業種横断の比較や利用者であるファンドマネージャーとのディスカッションをしやすいことを意図しています。また、MBISは企業の強みと同時に企業の課題抽出にも用いることができるので、この課題についての仮説を構築し、その仮説をエンゲージメントに用いるという活用も可能です。

当社のアナリストの業務経験年数は平均12年程度ですが、私のように四半世紀以上やっている人間もいれば、まだ数年しか経験していない者もいます。一方で、スチュワードシップ・コード導入後は、エンゲージメントの場で、数年の経験者といえども一定のクオリティで意見を表明できるように組織的なレベルアップを進めていく必要が

あります。スチュワードシップ・コードの原則7というのは、実はこうした組織全体としてのクオリティ向上を求めているのだと私は理解しています。こうした中で、MBISは人材育成ツールであり、企業の非財務情報を評価するツールであり、エンゲージメントの課題抽出ツールでもあると言えます。

私からのお話は以上とさせていただきます。

~~~~~

### 【討 論】

○山下 ありがとうございます。それでは、ただいまのご報告につきまして、どの点からでも結構かと思しますので、ご発言をお願いいたします。

【フェアディスクロージャー・ルールの適切な運用/エンゲージメントが「重要提案行為」に該当する可能性】

○川口 木村さんのご報告レジュメの17ページにある「今後の課題③」ですけれども、時間の関係で手短にお話をされたと思うのですが、2つの点についてお伺いします。

まず、フェアディスクロージャー・ルールの適切な運用において課題があるのではないかという点です。フェアディスクロージャー・ルールがあるということで、特定の者に情報を伝えることができないから、情報提供をしない言い訳にされたり、あるいは、提供する情報が非常に少なくなったりしてしまうのではないかというようなことは、前から言われていることだと思うのですが、実際にそういうことが起きるとい認識なのでしょうか。アメリカではいろいろ実証研究が行われているようですが、実務をされている中においてどういう感触をお持ちなのか、というのが第1点です。

第2点は、「重要提案行為」の定義に係る法的論点の明確化が必要だという点です。これももう少し詳しく教えていただきたいと思えます。後半

の堀井さんからは、エンゲージメントをする際に重要提案行為にならないように配慮しているというご報告がありました。これに関連して、政令が定めている重要提案行為の中に、そのエンゲージメントにおいてどの部分が引かかる可能性があるとお考えなのか、具体的に補足としてご説明いただければと思います。

○木村 まず、フェアディスクロージャー・ルールについては、実際の適用は2018年度からになると思いますので、具体的な事例としてどうかというところはまだまだ出ていないと思います。今、企業さんのほうでも、どこまで話せばいいのか、今まで個別のアナリストとのミーティングでいろいろと話をしてきたことの中でこれに該当するものとしてどういうものが出てくるのか、ということをお勉強されているところだというふうに理解しております。そういう中で機関投資家として一番心配しているのは、いわゆる個別ミーティングというものに対して、企業が極端に制限的といいますか、心配するようなことになるのではないかと、ならないようにしてほしいなという、そういったところがございます。

今は、機関投資家側と企業側のそれぞれが、いろいろな研究会や勉強会の場で、こういった形の運用ならばいいのではないかとということを研究されているという段階だと理解しております。

それから、重要提案行為につきましては、ご存じのように、個々の企業とのエンゲージメントやミーティングということになると、特に日本の場合は、例えば、資本効率が非常に悪い、ROEが低い、配当性向がどうだというようなことが話題になってくる。その中で、法律の文言を厳密に見ていくと、例えば、今は配当が非常に少ないし、キャッシュも非常に余っているので、もっと配当を増やしたらいかがですかと言えば、これは重要提案行為になるのですかという、具体的にはそういうところなんです。非常に多くのものが重要提案行為に該当する項目として列挙されていますので、実際にミーティングをする運用機関のアナリストの皆さんは多分、非常に気を遣って話をされている

と思います。

今のところ、そういう個別のミーティングの中で、普通の機関投資家さんが何かお話をされた中で、企業から「これは重要提案行為でしょう」と指摘されたというような話は聞いたことはないのですが、実際に対話をするアナリストの立場から言うと、かなり気を遣って話をされているだろうということでございます。

○堀井 重要提案行為に関するリスクは、完全に排除することは難しいと考えています。当社が意見として述べた場合でも、企業側に「それは提案でしょう」と言われてしまう可能性があるからです。したがって、どういう項目が重要提案行為に該当するか等、当然ですが社内勉強会等により周知させています。ただ、エンゲージメント時における話の流れや問い掛け方、こちらの真意の伝え方によって、同じ内容をアプローチしても、企業側に重要提案行為とは取られず、建設的な意見として受け入れられる場合もあると思います。

機関投資家は、企業に改善してもらいたいと考えて仮説を構築し、その仮説の実現可能性を検証するためにエンゲージメントをしています。その際に「〇〇しなければならない」と求めてしまうと提案と取られるだろうと思います。しかし、例えば「我々の考え方としてこういった選択肢がある」とか「ライバル企業においてはこういった形の対応をしているところもあるが、貴社はその点についてどのような考えをお持ちなのか」という言い方をすれば、問うている内容が同じでも、提案と取られる可能性は低くなると思います。まずは断定的に何かを求めたり言ったりしないことが、入り口として大事だと思っています。

#### 【スチュワードシップ活動に伴うコスト】

○前田 ご報告の中でご紹介いただきましたさまざまなスチュワードシップ活動には、相当大きなコストがかかるのではないかと思います。そして、機関投資家のスチュワードシップ活動によって、スチュワードシップ・コードの狙いどおりにうまく投資先企業の企業価値が増加することにな

っても、機関投資家にとっては、トータルでは費用倒れになることがあるのではないかと思います。つまり、費用だけ考えれば、何もしないか、あるいは株式を売却してしまうのが合理的だという場合があり得るのではないかと思うのですけれども、他方で、費用倒れになることだけでエクस्पラインできる理由になってしまいますと、スチュワードシップ・コードの目的は実現しないことになるのではないかと思います。こういうスチュワードシップ活動に伴うコストに対してはどのようなスタンスをとっておられるのか、お聞かせいただければ幸いです。

○堀井 非常に難しい質問だと思います。パッシブ運用は、コストをできるだけ抑制して運用するというのが、一般的な認識だと思います。また、アクティブ運用には売却という選択肢がありますが、パッシブ運用はインデックスに含まれる銘柄を継続的に保有して売却の選択肢がないという特徴もあります。

当社はパッシブとアクティブの両方を受託している運用機関ですが、リサーチやスチュワードシップ活動のコストは「当社全体の共通基盤として必要なコスト」と認識しています。これは、エンゲージメントは保有・非保有の区別無く、時価総額カバー率等を考慮した一定のユニバースに対して網羅的に行うべきものと考えているからです。

当社では、エンゲージメントによる市場全体の底上げとともに、企業の「変化の兆し」をいち早く捉えて超過収益の獲得に繋げる努力をしています。そのためにアクティブの保有・非保有を問わず一定のユニバースに対して先ほどご説明したMBISを付与してエンゲージメントを行い、企業に価値改善を促す活動をしています。これはパッシブ運用の観点であれば市場全体の底上げにつながる活動であります。アクティブ運用の観点でも「変化の兆し」がある銘柄の発掘につながる活動と捉えています。こうした理由から「エンゲージメントコストは共通基盤」という考え方になります。

また、企業に価値改善を促す「エンゲージメン

ト」というのは、アナリスト活動の中で昔から行っていたもので（昔はそのような言葉はありませんでしたが）、当社は1990年代末よりリサーチ強化に力を注いで相応の陣容維持、活動内容の高度化をしてきました。したがって、エンゲージメントコストが新たに発生したコストという意識や、スチュワードシップ活動のコストが重くなっているという認識はあまりありません。

○加藤 関連した質問をさせていただきたいと思います。今のお話ですと、スチュワードシップ活動のコストというのは、決してパッシブ運用とアクティブ運用で分けられているわけではなくて、いわば機関投資家に運用を委託する投資家が全体として共通して負担しているということですよ。

○堀井 はい。

○加藤 しかし、スチュワードシップ活動によって得られる利益というのは、明らかにアクティブ運用のほうが多いような気がするのです。たとえば、スチュワードシップ活動の対象となった投資先について、アクティブ運用を委託している投資家のために保有している割合の方が多いように思うのです。このことを、パッシブ運用を委託している投資家の立場から見ると、アクティブ運用を委託している投資家の利益になるようなスチュワードシップ活動のコストを負担させられているということになるのでしょうか。要は、コストの負担が厳密にパッシブ運用とアクティブ運用で分けられていないということについて、それは一種の何か不公平のような気もしてしまうのですけれども。

○堀井 でも、それは私の場合は考え方が違いました、組織体の共通基盤という考え方です。

○加藤 運用を機関投資家に委託する際の必要経費ということでしょうか。

○堀井 必要経費と言ってしまうとそうかもしれません。当社においては、リサーチ機能は運用の共通基盤なのであえて分ける必要もないだろうという考えから、先ほどのような説明になります。

【スチュワードシップ・コードの策定が機関投資

家にもたらした変化】

○加藤 もう一点お伺いしたいのですが、スチュワードシップ・コードが何を变えたのかということです。これまでに、スチュワードシップ・コードが策定される前から、個々のアナリストの方々がESGなどのことについても考慮されているとレポートを書かれてきたということをご説明いただきました。そこで質問なのですが、例えばスチュワードシップ活動の内容や程度ということについて、スチュワードシップ・コードの策定の前後で、三井住友信託銀行の中でも変化があったのでしょうか。

イギリスでスチュワードシップ・コードが策定されたときに相当議論されたようですが、機関投資家がスチュワードシップ活動に積極的ではなかったのは、特に分散投資を行う機関投資家にとって、そもそもそのような活動をすることが経済合理性に反していたからではないか、といった見解もあったようです。三井住友信託銀行としては、スチュワードシップ・コードの策定前から、パッシブ運用とアクティブ運用の両方を受託している機関投資家として、いわば共通する基盤としてスチュワードシップ活動というものを現在とほぼ同じ程度で行ってきたという、そういう理解でよろしいですか。

○堀井 スチュワードシップ・コードの導入前後で当社の活動がまったく同じである、ということではありません。導入前後での最大の差は、個人で異なる活動のクオリティを、組織レベルで高度化・均質化する必要が出てきたことと認識しています。先ほどお話したとおり、当然ですが、組織としては経験の豊富なアナリストと研鑽中のアナリストが存在します。スチュワードシップ・コード導入後は、経験の如何を問わず企業に意見を述べて改善を促すことが求められるようになったので、経験豊富なアナリストの知見・ノウハウを組織全体に共有化して、全体の均質化を図ることが必要になりました。そのためにMBISを導入し、エンゲージメントプロセスを確立したということです。

また、スチュワードシップ・コード導入前は、機関投資家は企業の情報発信に対して受動的で良かったのですが、導入後は能動的に対話をしていかなければいけなくなりました。能動と受動は全く異なり、受動は一定程度の能力があれば誰でもできますが、能動はできる人間が限定されるので、それを組織的にアプローチするにはどのように高度化していくのか、ここへの対応が決定的に違うということです。

○加藤 わかりました。ありがとうございます。

#### 【パッシブ運用におけるスチュワードシップ活動の内容】

○船津 引き続きパッシブの話をちょっとお聞かせいただきたいのですが、改訂履歴付きの日本版スチュワードシップ・コードの13ページにある、全文赤字の——すなわち今回の改訂で新設された——指針4-2の中に、パッシブ運用について書いてあります。ここでは、パッシブ運用については「より積極的に中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである」と書いてあるわけですが、私自身、パッシブでどういうことが目的を持った対話になり、議決権行使になるのか、いま一つイメージできておりません。それで、三井住友信託銀行さんのイメージでも結構ですし、あるいは一般的な機関投資家としてはどのような認識で現在取り組まれようとしているのかということについて、個別であれば堀井さんに、一般的な傾向であれば木村さんにお聞かせいただければと思います。

○堀井 先ほどご説明したとおりで、まずは「当社ではアクティブ・パッシブの区別無く、エンゲージメントを行っている」という回答になります。

ただ、海外で行われている手法としてご紹介しますが、ESGリスクを徹底的に分析して投資対象から除外する「ダイベストメント」という手法があります。例えば、石炭火力発電の会社は気候変動に悪影響を与えているので、パッシブ運用とは言えこのような会社に投資すべきではない、もしくはアセットオーナーとして自らの資金をこうし

た企業の株に投資してほしくない、という考え方に基づいて、お客様の合意のもとで除外するケースが存在します。また、中長期的視点でEやSに悪影響を与える、社会の価値を毀損するような会社に対して、まずエンゲージメントによって当該企業に改善を促し、それでも動かない場合は議決権行使で経営者に反対をしていくという手法もあります。

○木村 私は今は実務から離れておりますが、パッシブのエンゲージメントについて、2つくらいつけ加えさせていただこうかと思えます。

一つは、三井住友信託銀行さんのようにアクティブ運用とパッシブ運用の両方の部門を持っていて、もともとアナリストがいる機関投資家については、そういうことをうまく活用すればいいということだと思います。一方、パッシブ・オンリーでやっている機関投資家の場合でも——例えばアメリカのバンガードやブラックロックには一部アクティブ運用もあると思いますけれども、それでもパッシブがとても巨大になっていけば、エンゲージメントのコストといっても、恐らく全体のコストの中で完全に吸収されてしまう、例えば専門のエンゲージメントチームを20~30人ほど抱えても、全体の中で完全に吸収されてしまうということになると思います。

それでは、パッシブなのになぜエンゲージメントをやらなければいけないのかとなると、それは、20年前や30年前のようにパッシブ運用の比率が全体の中で非常に小さいときは、いわばただ乗りと言ってしまうのは悪いのですが、要するに市場全体に乗っかっているのが一番効率的ですよということだったと思いますけれども、今やもうパッシブ運用者の動きがマーケットを動かすようになってきているとすると、やはり積極的に全体の市場をよりよくするように努めていき、それによって市場が改善すれば、自分たちの運用の成績といたしまさか、顧客が潤うことによって、さらに自分たちの事業も拡大していくというような、そういうつながりになってくるということだと思いますので、そういう形でパッシブ運用の大手さんは努力をさ

れているのかなというのが一つです。

日本ではあまりないのですけれども、パッシブ・オンリーの機関投資家さんで、しかも例えばアナリストのようなチームも全く抱えていない、個別の企業の評価をしていない場合は、例えば議決権行使についてもかなり外部のリソースを利用するとか、エンゲージメントについても外部の専門のサービスを利用するとか、そういう形で取り組んでいます。その場合に、もし新規にそういうことを始めるとなると、先ほどご質問があったように、やはりその分は新規のコストアップということにはなるのだろうと思いますが、それを会社全体の中でどのように考えていくのかというのは、単純にエンゲージメントをしたからコストが増えたので、そのコストの分だけ利益が減りました、といった話でも必ずしもないだろうとは思っています。

日本では、繰り返しますが、パッシブ・オンリーでやっている金融機関さんは、私は記憶がないのですが、多分ないのではないのでしょうか。ただ1つだけ、企業年金連合会さんの自家運用の部分については、パッシブ・オンリーです。したがって、企業年金連合会さんは、もともと議決権行使などでも外部のリソースをかなり利用されていると思いますし、エンゲージメントについてもそのような形をとってきておられるかと思います。

○船津 素人的な質問をさせていただきたいのですが、パッシブと言った場合にどこまでが含まれるのかということについて、ちょっとよくわからないところがありまして、私にとってパッシブとして一番わかりやすいTOPIX連動について考えた場合、それでネガティブ・スクリーニングなどが効くのだろうかということを思ったりするわけです。スチュワードシップ・コードの指針4-2としてパッシブ運用への言及が加わったのだという理解をした場合、これはあくまでも、その会社がやっている特徴的なパッシブについてどのようなことをしていますかということと述べる、そういう指針なのだというふうに理解がされているということなのではないでしょうか。

○堀井 一般的にパッシブ運用というと、2,000銘柄を超えるTOPIXにぴったりと連動させる方式が主流ですが、先ほどご説明したとおり、海外には一定の条件に基づいたダイベストメントもあります。悪影響を及ぼす企業を除外するというこの手法には、一定の成果があるとされており、日本においても徐々に普及する可能性はあるのではないのでしょうか。また、その時のスクリーニング基準としてESGを用いることも普及が進むのではないかと思います。

○船津 ありがとうございます。

#### 【アセットオーナーによる運用機関のモニタリング等】

○森田 私は昔、機関投資家の勉強をしたことがあって、そのときには、機関投資家は、アメリカの労働省がエイボンレターというもので語ったような、企業年金の運用では受益者の利益のために行動すべきだ、というフィデューシャリー的な観点から議決権行使もきちんとしなさいよ、というような法的な枠組みがあったと思うのですけれども、今お聞きしていると、うちに任せてくれたらスチュワードシップ活動でよそよりもたくさんもうかりますよと、ご説明いただいたスチュワードシップ活動の位置づけについては、このように捉えればいいのでしょうか。

○堀井 申し訳ありません。ご質問の趣旨が良く理解できておりませんので、もう一度お願いできますか。

○森田 要するに、今の企業年金連合会さんがおっしゃっているように、労働者の方々のお金がそこに集まってきていて、それを効率的に運用してほしいというときに、例えば、お金について主に言われるけれども、女性差別をしているような会社には投資するなよとか、子供・未成年を酷使しているような会社には投資するなよとか、例えばそのような労働者の株主様が怒るようなことも含めて、要するに、実質持主の意向を付度して行動しなさいということではないのかなと。それが法的義務にまでなっているのがアメリカの労働省

のエイボンレターだと思うのですが、そういう考え方は機関投資家の方々からはあまり感じられないのですけれども、いかがでしょうか。

○堀井 当然ですが、運用は受益者のために行っているのであり、先ほどの児童労働や女性差別の問題については、違法性を検証の上で投資対象にすべきではない等の行動が必要になると思います。

○森田 すべきではないというのは、どこから来ていますでしょうか。

○堀井 スチュワードシップ・コードの受託者責任に基づいています。

○森田 それは投資ということについての倫理から来ているのでしょうか、あるいは機関投資家側から要望として出てくるのでしょうか。

○木村 ご質問の趣旨は、アセットオーナーさん、つまり年金基金さんとその資金を運用している受託運用機関の関係ということかと思うのですが、それでよろしいですか。

○森田 そうです。

○木村 年金基金さんの立場から言いますと、直接自分で株式に投資をしていない、運用機関さんに運用を委託しておられるという場合は、当然ながら、運用機関をきちんとモニターするというのが年金基金さんの責任という形になっていると思います。ですから、基金によっては、例えば企業年金連合会さんですと自家運用の部分もあるので、独自の議決権行使の基準とかも示しておられるということもご説明しましたけれども、運用機関さんを選定するときに、それぞれの運用機関がどういう活動をしていて、例えば議決権行使の基準はどうなっていて、運用の体制がどうなっている、といったことを十分に審査した上で運用機関に委託をされるという形になっていると思います。したがって、必ずしも年金基金さんが何か直接にご自分で企業に対して活動をするということではなくても、それを委託しているところはきちんとモニターをするという流れかと思います。

ついでながら、例えば海外の大手の年金基金さんの中には、自分で直接運用している部分もかな

りたくさん持っておられる基金さんが多いのですね。日本では、企業年金連合会さん以外に自分で運用している年金さんはなくて、全て外部の運用機関に委託されていますので、繰り返しになりますが、まさに運用機関をモニターするという形になっているかと思いますが、GPIFさんのスチュワードシップ活動の方針でも、運用機関をきちんとモニターするというふうの方針として出されていると思います。

○森田 わかりました。多分そうだと思うのですけれども、そのときのスチュワードシップ・コードの位置づけがどうなのかということです。つまり、スチュワードシップ・コードが言っているようなことを守っているような受託機関こそが望ましい機関であるというふうには、スチュワードシップ・コードが役立っているのかどうかということです。

○堀井 それはおっしゃるとおりです。スチュワードシップ・コードでは受託者責任を全うすることが求められており、それに反する行動をすればお客様が資金を引き揚げられ、運用者として運用ができなくなるということになるでしょう。

○森田 わかりました。

#### 【機関投資家との対話に対する発行会社の姿勢】

○森田 それからもう一つ質問させてもらいたいのは、昔、私が習ったものの中に IR というのがあったのです。今でもインベスター・リレーションズとして、発行会社が証券会社等を通じて IR 活動をしているというようなことをよく聞くのですけれども、その IR 活動と、このスチュワードシップ活動におけるエンゲージメントとどこが違うのか、私はもう一つよくわからないのですけれども、それを説明してもらえませんか。

○堀井 IR は主語が企業であり、企業が情報開示をして自分たちをより深く知ってもらうという活動になります。一方、スチュワードシップ活動のエンゲージメントは主語が機関投資家であり、機関投資家が仮説を持ち込んで企業に変化を促していくという能動的な活動になります。

○森田 そのときに気になるのですが、発行会社のほうで、例えばあなた方が電話してお会いしたいと言ったら、必ず会ってきますか。

○堀井 当社の場合は比較のお会いいただけますが、全部がそうとは言い切れません。

○森田 それは、あなたのところでは、あなたのところだけが個別に行かれるわけですね。

○堀井 はい。お会いする際は当社の仮説を持ち込むこととなりますので、原則として他の機関投資家と一緒に行きません。

○森田 面会を求めて意見を聞いていくという感じで、そのときに相手方には、多分、答える義務とか何か法的なものは全くないという状況ですよ。

○堀井 法的なものはないのではないかと思います。

○森田 ないでしょうね。そうすると、うそをつくかもしれませんね。

○加藤 発行会社の機関投資家との対話に対する姿勢についてですが、コーポレートガバナンス・コードをあわせて読む必要があると思います。コーポレートガバナンス・コードでは、機関投資家と対話することがベストプラクティスとされています。

○森田 コードレベルではそうになっていますね。はい、わかりました。

#### 【スチュワードシップ活動の評価機関】

○梅本 スチュワードシップ・コードの受入れ状況について、木村さんは大部分の機関投資家が受入れを表明したというふうにおっしゃいました。ところで、このスチュワードシップ活動というのは、先ほどコストとパフォーマンスのお話が出ましたが、公共財的なものとみることができます。つまり、個々の機関投資家にとってはほかの機関投資家がやってくれて、その利益に自分たちがフリーライドできれば、費用対効果的には最もありがたいものですよ。例えばイギリスは、それゆえかわからないですけども、Financial Conduct Authority (FRC) がティアリング、つま

り、きちんとやっているところとやっていないところを、Tier 1、Tier 2 という形でアセットオーナー、運用者、それから助言機関の区分ごとにランク付けして去年あたりから公表しています。日本では、受入れはしたけれども、どの程度まじめにやっているかという評価をやっているところがあるのかどうか。あるいは、これからそういった取組みというのはいり得るのかどうなのか、教えていただければ幸いです。

○木村 恐らく今、運用機関がきちんと活動しているかどうかを評価されているのは、例えば GPIF さんのような運用を委託されている機関ということになるだろうと思います。それを総合的にというか、全産業を見回して、ここはきちんとやっているとか、やっていないかを評価している機関というのは、現状では、私の知る限りでは無いのではないかと思います。

先ほどのイギリスの場合は、ご指摘のように FRC、日本で言えば金融庁がスチュワードシップ・コードにサインしましたという会社を実際に調べて、Tier 1、Tier 2 などに分けたということだと思いますが、将来、金融庁さんがそういうことをされるかどうかちょっとわかりませんが、現状では、各運用機関さんは、それぞれの運用を受託している年金基金さんとかアセットオーナーさんの評価を受けているということかと思えます。堀井さん、それでよろしいですか。

○堀井 はい。そのように認識しております。

○梅本 ありがとうございます。

#### 【会社に意見を受け入れてもらえないケース／スチュワードシップ研究会の活動内容等】

○飯田 木村さんのご報告のレジュメの 16 ページで、安定株主比率が高いとのことでしたが、エンゲージメントや対話という中で、ある意味敵対的な意見というか、会社側が必ずしも賛同してくれない意見を発したときに、意見の内容をどうやって実現していこうと一般的に考えられているのでしょうか。これが 1 点目です。

2 点目は、スチュワードシップ研究会はどうい

う組織なのですかという質問です。勉強会、意見交換、研鑽の場と書かれているのですが、広い意味では、協働エンゲージメントや集団エンゲージメントの第一歩のようなことなのかなというふうに思いました。それとの絡みで、イギリスであれば、集団エンゲージメントや協働エンゲージメントというのはかなり言われて、実際に行われていると思いますし、シティ・コードなどのルールでもいろいろと考慮されていると思いますが、日本ではほとんどそういう考慮がないというか、大量保有報告の共同保有などの極めて広い概念になっていると思うのですけれども、そのあたりに何か問題をお感じではないかなということをお教えいただければと思います。

○木村 どう実現するかは……。そうですね、今、例えば国内あるいは海外の多くの機関投資家が反対だというような株主総会の議決権行使の結果について見ても、反対比率がかなり高いケースはあっても、50%以上の反対が集まるようなケースはめったにない。実際に、例えば経営トップの選任で30%ぐらい反対があるようなケース——何か特殊な要因、大株主と対立するといったことはちょっと措いておいても、普通の機関投資家が普通に行使してかなりの反対が集まっているようなケースでも、必ずしも会社側から十分な説明や対応策の実施というようなことはないのが現状ですので、機関投資家としては、今のところは、とりあえずは、粘り強く、まさにそういうことについて企業さんとの対話を進めていくということしかないのかなと思っています。

一方で、今のスチュワードシップ・コード等の議論の中では、政策保有株式等については、政策的にもいろいろな議題としてはかなり挙がってきておりますので、前向きに考えていただいている企業では、政策保有株式についても、かなり動きが変わってきているのかなというふうには思っています。

ですので、安定株主でがっちり固まっていますと、びくともしないという会社さんを動かすのはなかなか大変だという、正直なところ、そういう感じ

です。

○堀井 あくまでも印象論ですが、今は、議決権行使の賛成比率は90%台が普通で、90%を切ると良くは見られていない、80%を切るような水準では否決に等しいと考えるようになってきていると思います。企業は以前よりも行使結果に敏感になっているとともに意識も変化しており、80%台の結果が出た場合は、何か対応をしなければならぬと認識される経営者が増えているようですので、意思表示は大事だと思っています。

○木村 2番目のスチュワードシップ研究会についてのご質問について、本日の資料の中では、特に会の紹介をしていなかったと思いますが、原則として、機関投資家の皆さんの個人としての会員組織という形になっています。実際には議決権行使の担当者とか、スチュワードシップの担当者とか、そういった方に多く参加していただいて、個人として知見を広げるといふか、いろいろなテーマについて勉強会や意見交換会を行っています。

それから、そういった勉強会などでの意見を踏まえて、例えば金融庁とか東京証券取引所とかでパブリックコメント等がありますので、そういったものにはできるだけ投資家としての意見を出していったりとか、別にパブコメでなくても、金融庁、東京証券取引所さんとのミーティングもさせていただいたりということで、当局等への意見の提案などをしていくということが2つ目です。

3つ目は、ささやかですけれども、ホームページにはブログがあって、我々の意見などをそこで発信しようということで、意見発信などをやっています。

それで、先ほどご質問にありました、それが集団エンゲージメント的なことになっていくかという、この会自体ではそれは考えていないということです。機関投資家の皆さんに横のつながりができますので、そういう方たちが自主的に集まって、まとまって何か活動しようというふうになることもないとは言えないのですが、現状では、少なくともスチュワードシップ研究会については、それはないだろうというふうに思っています。

そこで、まさに協働対話を進めるためのフォーラムということで、今回5社が参加されていますけれども、5社で協働対話の活動を始めてみようということで、機関投資家協働対話フォーラムをスタートしたということです。まだこちらも、具体的に企業とどういうアジェンダでやっていかかというようなことについては今まさに協議中のところなので、これからなのですけれども、そういうものは今スタートしたところという形です。

○堀井 最終的な投資判断や議決権行使は機関投資家が個別独自に行うとしても、判断の手前の段階として、自らの問題認識や事象の捉え方が正しいのかどうかを様々な意見を聞きながら微調整をしていくために、こうした場は非常に有意義だと思います。

【環境保護団体等から機関投資家への働きかけの有無】

○松尾 今ちょっと個人的に関心を持っていることとの関係ですけれども、アメリカやイギリスを見ていますと、投資先の ESG 評価が重要になっていることとの関係で、従来社会的な提案をやっていた環境保護団体などといったところが、機関投資家に働きかけて、議案作成に協力してもらうなどして、実際に提案が通っているケースも幾つか見たことがあるのですが、日本でも、そういう団体から何かアプローチがあったりするのでしょうか。

○堀井 日本ではまだ具体的にはありません。

○松尾 ありそうなこともないですか。(笑)

○堀井 当社は国際的な枠組みを活用して海外活動を行っていますが、こうした団体の方と接触する機会は、当然ですが多くあります。彼らは、当社も含めて日本の投資家の ESG への意識はまだまだ低いので、何を言っても駄目と思っているのかもしれない。

しかし、ここ1~2年で日本の投資家の ESG への取組みの度合いはかなり高くなっており、今後はおっしゃったようなアプローチが増えてくるのではないかと思います。

○松尾 ありがとうございます。

【議決権行使助言会社】

○森田 ちょっとそれに関連するのですが、議決権行使のアドバイス会社みたいなものがありまして、この議案には賛成しますとか、賛成しませんとか、何かそのようなことを機関投資家に提案するような機関があるやに聞いておりますが、皆さん方のところではそのようなものもご利用になっているということでしょうか。

○堀井 いわゆる議決権行使助言会社のことと思いますが、当社は、国内では基本的に使っておりません。ただ、利益相反管理の観点から、自社株の議決権の行使については、議決権行使助言会社を使用しています。

したがって、一般的な話になってしまいますが、議決権行使助言会社については、自社の行使判断のチェックツールとしての使い方、または、パッシブ運用者として低コスト化のために丸々委託するという使い方があると思います。投資家ごとの考え方とは思いますが、議決権行使の判断責任は受託者にあるので、個人的には丸投げはどうかと考えています。一方、チェックツールとしての活用はコストダウン面でも有用ですが、現状は議決権行使ガイドラインの高度化を進めるためにも、一定程度は自らが行ったほうが良いとの考えから助言会社は使用していません。これは未来永劫使わないということではなくて、将来的には、コストダウンの観点から使用もあり得るとご理解ください。

○森田 今のところは、自分達でできるということですね。

○堀井 そのようにご理解ください。

○森田 ありがとうございます。

【アセットオーナーの評価に占める ESG 要素の度合い/重視すべき ESG 課題の選定基準】

○久保 先ほどの松尾先生のご質問ともちょっと関連することになるかと思いますが、ESG 活動に関して、先ほど松尾先生は、NGO などといっ

たところからのアプローチがあるかというような質問をされたかと思うのですけれども、今後、運用を委託する側からのアプローチというのは、そういった点に関してどの程度あるのかというのが第1点です。つまり、運用を委託してくる側の企業が、例えばESGの内容をどれほど重視して委託先を選定するのか、あるいは委託するときに、運用の際にこういうことをこれくらい重視してくださいというようなことを言うのか。運用先の選定にESGというものが実際どれくらい効いてきているのかというのがまず第1点。

第2点として、各運用機関がそれぞれESGの内容としてどういったものを重視するのかということがあるのだらうと思いますが、それを決める際にどういった要素を考慮して決定しているのか。例えば、先ほどはパームオイルに関して一生懸命にやっていますというようなご説明もあったかと思うのですけれども、ESG活動というのはほかにもいろいろとあるわけですよ。いろいろとある中で、うちの会社はここを重視しますといったことをどのように選定されていくのか。そこに例えばESGをめぐる市場原理のようなものがあるのかどうかというようなことにちょっと興味があって質問をしているのですけれども、こういった形でそういうものが選定されているのか、それに対して運用を委託する会社がどれほどそれを重視しているのかということについてご感触があれば、お聞かせ願いたいと思います。

○堀井 これもお話できる範囲になりますが、明らかにESG要素への取組みが重要度を増していると思います。アセットオーナー側の評価基準の中でESGの要素が高まっていることは我々もひしひしと感ずるところです。

アセットオーナーとの面談時間の増加とともに、ESG活動に関する質問をするアセットオーナーの数も非常に増えています。こうした報告を求められているという背景もあって、今回スチュワードシップ・レポートを纏めました。

2つ目の質問ですが、ESGのテーマは多岐にわたるといえるのは、全くおっしゃるとおりです。当

社の場合、ESG課題への対応としては、PRIに最初に署名する等、早めにスタートしており、そのPRIで最初に取り組んだテーマがパームオイルでしたので、事例としてご紹介しました。実際は水資源や森林資源、家畜の抗生物質の問題、漁業資源の問題等々、ESG課題は山ほどあり、その中でどういった活動テーマがより多くの投資先企業の改善に結びつくかが、大きなポイントだと思います。

また、当社単独で取り組んでも、当然ですが世界全体への影響力は限定的なので、国際機関や国際的枠組みを活用することが最も効果的と考えて、PRIやCeresへのアプローチを積極的に行ってきました。したがって、ESG課題の一つ一つの重要度ではなく、インパクトの有無や大きさという意味で重要度があると思います。

一方、ESG関連では、先ほどのご質問の児童労働等の社会課題に関しては、議決権行使での対応が可能な部分も多いと思っています。環境問題に議決権行使で対応するのは難しい部分も多いのですが、労働問題は社会的規範に違反しているケースなので、経営として責任があるという投資家行動が取れるということです。この部分は我々独自でも十分に対応可能であると整理しています。

○木村 今のご説明の補足ですけれども、私のレジュメの8ページで、GPIFさんのスチュワードシップ活動原則を紹介しています。先ほどのご質問とも関連するのですが、これは、GPIFではなく運用受託機関がこれらの記載事項を実施すること、という原則です。この中の4番目として、ESG課題に取り組むことというものが示されています。そして、定性評価にESGを反映しますということを出されています。やはりGPIFさんというのは、多くの年金基金さんの一つのスタンダードになりますので、そういう意味では、今後多くの年金基金さんでもこういった考え方が取り入れられてくるのかなというふうに予想しているというところでございます。

それから、どういうテーマが、ということについては、EとかSというのは、結局世の中の活動全部といったようなところがあって、最近は多分、

企業さんとのディスカッションの中では、統合報告的な考え方が非常に広がってきていて、その中で「マテリアリティ」という単語がブームになっています。要するに、EとかSのいろいろな課題がある中で、企業の長期的な成長という観点から非常に重要な影響を与えるテーマはどれだと。それは、パームオイルの問題が非常に重要な会社もあるでしょうし、CO2の排出が非常に重要な問題の会社もあるでしょうし、いろいろと会社ごとによって違うので、それぞれの会社ごとの重要度というものを、会社にも出してほしいし、機関投資家のほうでもそれを評価していきたいというのが、一つの流れであるというように考えています。

○山下 予定の時間が参りました。まだご質問があるかと思いますが、今日はこれぐらいにしたいと思います。

木村さんと堀井さんには大変貴重なお話を伺いまして、まことにありがとうございます。御礼申し上げます。

それでは、本日の研究会は以上で終了いたします。

# 機関投資家によるスチュワードシップ コード受け入れの現状と課題

2017年12月22日

一般社団法人スチュワードシップ研究会  
代表理事 木村祐基  
kimura@stewardship.or.jp

1

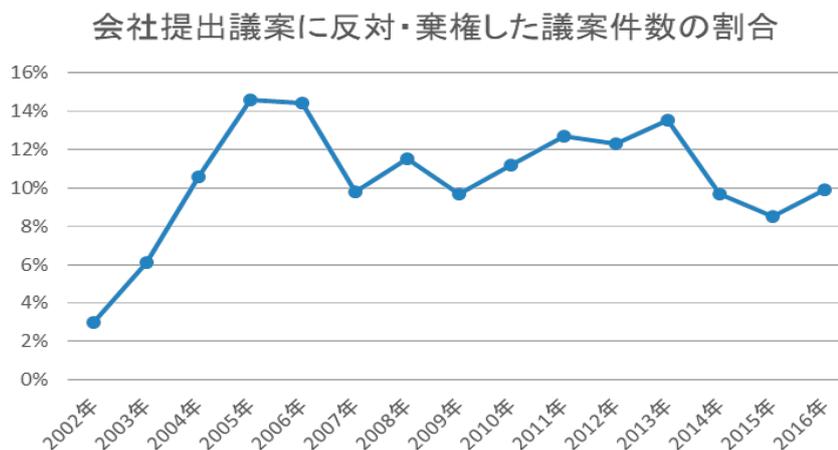
## 日本における議決権行使の歴史

- 2001年10月 企業年金連合会が「株主議決権行使に関する実務ガイドライン」を策定(運用受託機関に効果的議決権行使を求めた)
- 2003年2月 企業年金連合会が「議決権行使基準」を公表  
(自家運用の議決権を本格的に行使開始)
- 2003年頃から アクティビストファンドによる株主提案等の活動が活発化
- 2005～2007年 株主総会で大手企業の議案の否決事例が相次ぐ  
企業によるSR活動(機関投資家への議案説明)増加
- 2010年 企業の株主総会議案議決結果の開示(臨時報告書)  
機関投資家の議決権行使ガイドラインと行使結果の公表開始  
(業界ルールによる集計開示、投信・投資顧問・信託銀行)
- 2014年 スチュワードシップ・コードを導入
- 2017年 議決権行使結果の個別開示を開始

2

# 機関投資家による議決権行使

## 日本投資顧問業協会による集計結果



3

# スチュワードシップ・コードの 受入れ状況

## □スチュワードシップ・コードの受入れ(2014年2月策定)

◇受入れ表明214機関(金融庁2016年12月27日更新。その後更新無し)

信託銀行等7、投信・投資顧問会社等152、生命保険会社18、損害保険会社4、  
年金基金等26、その他(議決権行使助言会社他)7

◇日本投資顧問業協会アンケート(2016年10月実施分)より

・「コードに関する方針」策定済みは、コード受入れ110社中106社

うち「すべての原則に準拠」100社、「方針をウェブに開示済」107社

(日本株運用残高ベースで96%)

\* 過去1年間受入れ表明機関の更新無し

➡コード受け入れの第1ラウンドは終了

「実質」が問われる第2ラウンドへ

4

## スチュワードシップ・コードの受入れに伴い 機関投資家に求められる行動

対話や判断を適切に行うための実力を備える

↓

投資先企業の状況を的確に把握

↓

投資先企業との建設的な「目的を持った対話」

↓

投資先企業と認識を共有

↓

問題の改善に努める

↓

議決権行使は投資先企業の持続的成長に資するものとする

↓

顧客・受益者への定期的報告

5

## スチュワードシップ・コードの改訂

(2017年5月改訂)

### ■主な改正点

- ①アセットオーナーによる実効的なモニタリング  
(企業年金のSSコード受入れの促進等)
- ②運用機関のガバナンス・利益相反管理の強化
- ③パッシブ運用における積極的なエンゲージメント
- ④議決権行使結果の公表の充実(個別行使結果の開示)
- ⑤議決権行使助言会社の経営体制のあり方
- ⑥協働(集团的)エンゲージメントも有益
- ⑦運用機関のコード実施状況の自己評価

6

## GPIFのスチュワードシップ活動への取り組み

- ・2014年5月 スチュワードシップ・コードの受入れを表明し、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」を公表
- ・2014年10月 「スチュワードシップ責任及びESG投資のあり方についての調査研究業務」を3社に委託
- ・2015年9月 「国連責任投資原則(PRI)」に署名
- ・2016年1月 「平成27年日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について」を公表
- ・2016年4月 「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」を公表
- ・2016年7月 国内株式を対象としたESG指数の公募開始
- ・2016年9月 「第1回企業・アセットオーナーフォーラム」開催
- ・2016年10月 「スチュワードシップ推進課」を設置(専任者2名を含む7名体制)
- ・2016年11月 英国30%Club、米国Thirty Percent Coalition に加盟
- ・2016年11月 「グローバル・アセットオーナーフォーラム」開催
- ・2017年1月 水野CIOがPRIボードメンバーに就任
- ・2017年6月 「スチュワードシップ活動原則」「議決権行使原則」を制定

7

## GPIF「スチュワードシップ活動原則」

(2017年6月制定)

運用受託機関は、

- (1)コーポレート・ガバナンス体制を整えること
- (2)適切に利益相反を管理すること
- (3)エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動方針を策定・公表すること  
パッシブ運用を行う運用受託機関は、パッシブ運用にふさわしいエンゲージメントの戦略を立案し、実践すること

＊国内株式パッシブ運用機関の定性評価における「スチュワードシップ責任に係る取組」の割合を10%から30%に引き上げ。

- (4)ESG課題に取り組むこと

＊平成28年の定性評価からESGの取組みを反映

- (5)企業価値向上を促すエンゲージメントの一環として議決権を行使すること

8

## 運用各社のスチュワードシップ体制強化

1. SS専任担当部署の設置・人員強化  
責任投資部、責任投資調査部、責任投資推進室、  
スチュワードシップ責任推進室、……
2. コーポレートガバナンス体制・利益相反管理の強化  
社外取締役の採用、議決権行使プロセスの第三者評価……
3. SS活動の開示充実  
スチュワードシップ方針の策定・開示、議決権行使基準・結果の開示、  
スチュワードシップ・レポートの発行……
4. パッシブ運用のエンゲージメント  
「対話」体制の強化、協働エンゲージメントへの取り組み……

9

## 機関投資家の自主的活動グループの発足

- 一般社団法人 スチュワードシップ研究会 (2014年10月設立)  
日本株式に投資する機関投資家を会員とし、勉強会・意見交換会等の研鑽の場を提供するとともに、政策当局や企業への提言・意見発信を行い、スチュワードシップ活動の環境整備を図る。  
<<http://www.stewardship.or.jp>>
- 投資家フォーラム (2015年6月運営委員会発足)  
登録した機関投資家の間で、多くの上場企業に共通する課題について議論し、機関投資家としての意見を発信する。  
<<http://www.investmentforum.jp>>
- 一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム  
(2017年10月設立)  
主にパッシブ運用機関を会員とし、機関投資家の協働エンゲージメントを支援。  
<<https://www.iicf.jp>>

10

# 機関投資家は企業と何を対話しているか

一投資判断のための業績取材から、  
企業と認識を共有し経営改善を働きかける「対話」へ

企業との対話において、投資先企業と多く議論した事項  
(日本株投資残高がある投資家の集計)

|                         | 2014年 | 2015年 | 2016年 |
|-------------------------|-------|-------|-------|
| 企業戦略(除く株主還元策)           | 89%   | 89%   | 85%   |
| 企業業績及び長期見通し             | 78%   | 70%   | 71%   |
| ガバナンス体制(取締役会構成や資本構造を含む) | 47%   | 59%   | 58%   |
| 株主還元策                   | —     | 53%   | 54%   |
| リスク要因                   | 42%   | 37%   | 43%   |
| 社外取締役の有無及び役割            | 19%   | 30%   | 38%   |
| 企業買収(M&A)               | 14%   | 19%   | 24%   |
| 経営者の後継問題                | 13%   | 19%   | 23%   |

(出所)日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」  
(平成28年10月、27年10月、26年10月実施分)

11

## 機関投資家による対話進展の評価①

GPIF「平成28年スチュワードシップ活動報告」(2017年1月25日公表)より

- ・受託運用機関では、スチュワードシップ活動を統括する専門部署や委員会を設置または強化し、年1回の議決権行使への対応だけでなく通年での取組みに進化させ、組織だった活動に深化しようとする意識が見られた。
- ・ESG課題への取組についても運用受託機関全社が行っていると回答しているが、実際のエンゲージメント活動に取り入れられていることは少なく、(中略)特にEやSに対する取組については十分といえない状況だった。
- ・企業向けアンケートや個別企業とのミーティングで、パッシブ運用機関と比べ、アクティブ運用機関とのミーティングが参考になったという回答が目立った。
- ・エンゲージメント対象の拡大、選定基準やプロセスを明確にした機関などもあり、パッシブ運用機関の意識にも変化が見られるが、今後、その「実効性」の確認が必要と考える。

12

## 機関投資家による対話進展の評価②

GPIF「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する  
上場企業向けアンケート集計結果」より

【2016年調査(4月7日公表。回答者数260社)】

■SSコード導入後、IR・SRミーティングで機関投資家に変化があった: **61%**

- 好ましい変化64%;**
- 経営戦略・中長期的視野に立った質問が増えた: 36%
  - ESGに関する質問が増えた: 29%
  - 資本効率・資本政策に関する質問が増えた: 21%
- 好ましくない変化36%;**
- 形式的・画一的な質問が増えた: 34%
  - 資本政策・資本効率に関する質問が増えた: 32%
  - 面談を強要するケースが増えた: 17%

【2017年調査(5月16日公表。回答者数272社)】

■前回のアンケート以降のIRミーティングで変化を感じる: **56.3%**

- 全体または多数に好ましい変化: 5.9%**
- 一部に好ましい変化: 37.5%**
- 二極化しつつある: 11.8%**
- 好ましくない変化が増えた: 1.1%**
- 変化なし: 42.3%**

13

## 機関投資家による対話進展の評価③

日本IR協議会「2016年度 IR活動の実態調査(回答社数973社)」  
(2017年4月19日)より

- ◇両コードの導入により、1年前に比べて投資家の行動・質問に変化が
- ・「見られる」: 44.1%(前回37.0%、前々回32.5%)
  - ・「見られない」: 29.1%(前回35.3%、前々回38.7%)
- ◇どのような事象や実感があるか;
- ・定期的な取材や面談でもエンゲージメントを意識した質問が増えた:  
54.2%(前回54.2%、前々回44.1%)、
  - ・定期的な取材や面談でも短期的な業績見通しの質問より中長期の持続的成長に  
関する質問が増えてきた: 42.3%(前回31.4%、前々回23.9%)
- ◇両コードの導入によって、企業の持続的成長を目的とした対話は1年前に  
比べて促進されたか;
- 「促進された」計50.4%(前回50.4%、前々回30.2%)
- ・大いに促進された: 0.6%(前回1.1%、前々回0.4%)
  - ・促進された: 15.7%(前回13.5%、前々回6.4%)
  - ・やや促進された: 34.1%(前回35.8%、前々回23.4%)

14

## 今後の課題①

### 企業と投資家の意識ギャップ

資本効率を重視する投資家vs売上・利益の絶対額・伸び率を重視する企業  
～対話による相互理解を期待～

#### 株式価値向上に向けた取り組みで重視する指標

|                                          |                 | 企業    |       | 投資家   |       |
|------------------------------------------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
|                                          |                 | 2015  | 2016  | 2015  | 2016  |
| 中期経営計画で公表している指標(企業)／経営目標として重視すべき指標(投資家)  | a. ROE          | 52.3% | 56.9% | 79.8% | 78.5% |
|                                          | b. 売上高・売上高の伸び率  | 58.5% | 60.8% | 14.3% | 16.1% |
|                                          | c. 利益額・利益の伸び率   | 66.5% | 64.3% | 27.4% | 31.2% |
|                                          | d. 配当性向         | 29.5% | 34.9% | 40.5% | 40.9% |
|                                          | e. 総還元性向        | 9.0%  | 7.9%  | 48.8% | 39.8% |
| 資本効率向上に向けて重視している取り組み(企業)／期待する取り組み(投資家)   | a. 事業規模・シェアの拡大  | -     | 43.7% | -     | 6.5%  |
|                                          | b. コスト削減の推進     | -     | 57.9% | -     | 4.3%  |
|                                          | c. 事業の選択と集中     | -     | 32.9% | -     | 73.1% |
| 投資の意思決定の判断基準として重視している指標(企業)／適切と思う指標(投資家) | a. 売上・利益の増加額    | 57.6% | 58.0% | 21.4% | 29.0% |
|                                          | b. 事業投資資金の回収期間  | 59.3% | 59.6% | 28.6% | 28.0% |
|                                          | c. 投下資本利益率(ROI) | 29.6% | 28.5% | 82.1% | 74.2% |

(出所)平成27年度、28年度 生命保険協会調査より作成

15

## 今後の課題②

### 依然高い安定株主比率

～一般株主の声が届くか?～

#### 自社の安定株主比率(2017年)

|        |     | 10～20%台 | 30～40%台 | 50～60%台 | その他/無回答 | 計      |
|--------|-----|---------|---------|---------|---------|--------|
| 資本金(円) |     |         |         |         |         |        |
| 300億以下 | 会社数 | 122     | 478     | 692     | 147     | 1439   |
|        | 比率  | 8.5%    | 33.2%   | 48.1%   | 10.2%   | 100.0% |
| 300億超  | 会社数 | 108     | 91      | 59      | 33      | 291    |
|        | 比率  | 37.1%   | 31.3%   | 20.3%   | 11.3%   | 100.0% |
| 合計     | 会社数 | 230     | 569     | 751     | 180     | 1730   |
|        | 比率  | 13.3%   | 32.9%   | 43.4%   | 10.4%   | 100.0% |

(出所)商事法務「株主総会白書」2017年版より作成

「安定株主比率」は、株主総会決議で会社側提案を支持してくれることが期待できる株主が保有する議決権比率を想定している。

「その他」には、安定株主比率が10%未満の会社、および70%以上の会社が含まれる。

16

## 今後の課題③ 「対話」をめぐる制度面の課題

- フェアディスクロージャー・ルールの適切な運用  
(対話の制限にならない運用)
- 「重要提案行為」の定義に係る法的論点の明確化
- 決算短信、業績予想、四半期開示など財務情報開示の  
見直しの行方
- 非財務情報・ESG情報の開示の充実
- 株主総会の日程と、株主総会に向けた情報開示のあり方
- コーポレートガバナンス報告書の記載の充実
- 監査の信頼性の確保

17

心はかたちを求め、  
かたちは心をすすめる

ご清聴ありがとうございました。

18

## 木村祐基(きむら ゆうき)

一橋大学商学部卒業後、野村総合研究所入社。企業調査部にて証券アナリスト業務に従事。第四企業調査室長、野村総研香港社長、エマージング企業調査部長を経て、1996年野村投資信託委託(現野村アセットマネジメント)に移籍。企業調査部長兼経済調査部長、参事コーポレート・ガバナンス担当などを歴任。2008年1月から2010年8月まで、企業年金連合会年金運用部コーポレート・ガバナンス担当部長。2010年11月から2014年7月まで、金融庁総務企画局企業開示課専門官。2014年10月に一般社団法人スチュワードシップ研究会を設立し、代表理事に就任(現職)。2017年10月、一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム設立に伴い代表理事に就任(現職)

19



# はじめに

三井住友信託銀行(以下、当社)は、三井住友トラスト・グループ(以下、当グループ)の中核として、「信託の受託者精神に立脚した高い自己規律に基づき健全な経営を実践し、社会からの揺るぎない信頼を確立する」という経営理念のもと、高度な専門性と総合力を駆使して、銀行・資産運用・管理、不動産など、多方面にわたるビジネスを展開しています。

中でも、個人・法人のお客さまの資産に関する運用・管理業務を担う受託事業は、年金制度設計から資産の運用・管理に至るまで、お客さま本位の高付加価値サービスをご提供するとともに、利益相長管理態勢の高度化を進め、事業全般にわたって、タフ・デュアリー・デュアリー・デュアリーの徹底を図っています。

当社はアジア最大規模の「責任ある機関投資家」として、2017年5月に改訂された日本版スチュワードシップ・コードを踏まえた活動方針の更新を行いました。本編「スチュワードシップ・レポート2017」は、本コードに係る当社の考え方や活動内容を、事例を含めて体系的にご報告するものです。当社は、本コードに係る活動をフィデアリー・デュアリー・デュアリー・デュアリーの要と位置付け、お客さまのための「責任ある機関投資家」としての役割を果たすことに邁進してまいりますので、引き続きご支援のほどを宜しくお願い申し上げます。

三井住友信託銀行株式会社 専務執行役員  
受託事業部部長 役員

**土屋 正裕**

機関投資家は、建設的な目的を持った対話(エンゲージメント)や受託財産に関する議決権行使などの活動を通じて、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促すことにより、顧客(受益者)の中長期的な投資リターンを最大化を図る責任(スチュワードシップ責任)を負っています。当社は、エンゲージメントにより企業価値向上に関する認識を投資先と共有し、課題改善に努めています。議決権行使においても、エンゲージメントを重視するとともに、行使結果の個別開示や第三者委員会による行使プロセスのモニタリングを行い、議決権行使の透明性を高めています。

当社は、長年にわたるESG(環境・社会・ガバナンス)に関する研究を備えてまいりましたが、ESGを含む持続的成長に関連性の高い非財務

情報については、的確な状況把握を行うために独自の評価手法を導入し、その結果を投資行動に取り込んでまいります。こうした活動により、PRI(責任投資原則)の総合評価において3年連続で「AA+」の最高評価を獲得しました。

本レポートではこうしたESG重点の活動を報告していますが、今後も活動内容の高度化を推進して、お客さまに対するスチュワードシップ責任を適切に果たしてまいります。

三井住友信託銀行株式会社 常務執行役員  
運用事業部部長 役員

**菱田 賀夫**

## CONTENTS

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 1 資産運用事業戦略                             | 02 |
| ① 当社に掛ける資産運用業務                         | 02 |
| ② 資産運用業務とESG                           | 03 |
| 2 スチュワードシップ責任の考え方                      | 04 |
| ① スチュワードシップ責任に関する対応方針                  | 04 |
| ② ファイデアリー・デュアリー・デュアリー・デュアリー            | 04 |
| ③ スチュワードシップ連動の推進体制                     | 05 |
| 3 日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針・取り組み、ならびに自己評価 | 06 |
| 4 ESG投資への取り組み                          | 24 |
| ① グローバルに拡大するESG投資                      | 24 |
| ② 当社のESG活動の歩み                          | 26 |
| ③ 非財務情報開示(MBIS「E&S」)について               | 28 |
| ④ ESG開示に関する対応方針(ESGガイドライン)             | 32 |
| ⑤ グローバルにESGエンゲージメントについて                | 34 |
| ⑥ グローバルにESGエンゲージメントの参加と活動              | 40 |
| ⑦ PRI(責任投資原則)への対応方針                    | 42 |

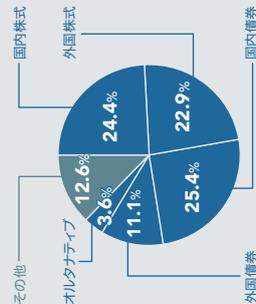


# 1 資産運用事業戦略

## 1 当社における資産運用業務

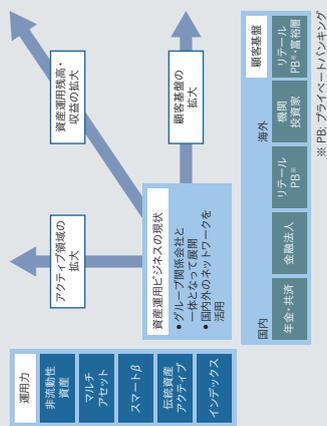
家等)のニーズに対応するプロダクトをご提供しています。  
 当社は、超過収益の獲得と市場全体の底上げを図ることにより、お客さまの中長期的な投資リターンの最大化を目指しています。

| 資産の種類   | 運用資産額<br>(単位:10億円) |
|---------|--------------------|
| 国内株式    | 12,609             |
| 外国株式    | 11,827             |
| 国内債券    | 13,115             |
| 外国債券    | 5,752              |
| オルタナティブ | 1,886              |
| その他     | 6,486              |
| 合計      | 51,677             |



三井住友信託銀行(以下、当社)は、三井住友トラスト・ホールディングス(東京証券取引所第一部)の子会社でアジア最大規模の資産運用会社です。当社の資産運用残高は、約51兆円(2017年3月末基準)となっており、国内外の多様なお客さま(年金・共済・金融法人・リテール・海外投資

### 資産運用機能の強化イメージ



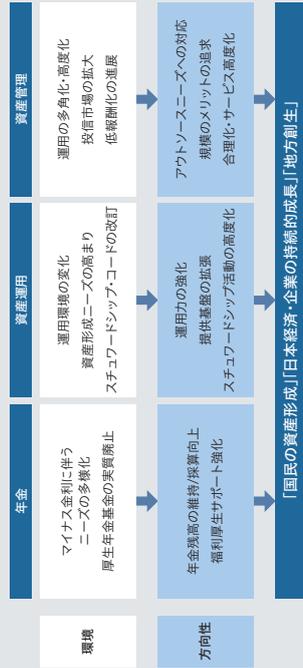
※ PB: プライベートバンキング

家等)のニーズに対応するプロダクトをご提供しています。  
 当社は、超過収益の獲得と市場全体の底上げを図ることにより、お客さまの中長期的な投資リターンの最大化を目指しています。

当社は、信託の受託者精神に立脚し、高度な専門性と総合力を駆使して銀行、資産運用・管理、不動産の各事業を融合したビジネスモデルで独自の価値を創出しています。

受託事業においては、年金業務、資産運用業務、資産管理業務の三つを柱に「附帯から投資への流れを主導し、「国民の資産形成」「日本経済・企業の持続的成長」および「地方創生」に貢献しつつ、収益の拡大を図っています。  
 資産運用業務においては、商品開発では安定的・効率的なインテグレーションに加え、アクティブ運用における伝統資産アクティブからマルチアセット、非流動性資産への領域拡大を進めています。また、顧客基盤開発では、国内機関投資家やリテール市場から富裕層・プライベートバンク、海外顧客層に裾野を広げていきます。

## 目指すべきビジネスモデル



## 2 資産運用業務とESG

当社は、お客さまの中長期的な投資リターンの最大化のため、投資先企業の持続的成長に対する課題を見極めるとともに、中長期的な企業価値向上に資する活動を行っています。

ESG(環境・社会・ガバナンス)に関する課題は財務情報には表れない非財務領域の課題であり、時間の経過とともに企業価値に大きな影響を及ぼす可能性があります。当社では、資産運用におけるESG課題への対応は、中長期的なアプローチ

サイドポテンシャルの追求とダウンサイドリスクの抑制につながり、お客さまの投資リターンの最大化に資すると考えています。

当社の資産運用業務では従来からESG課題に積極的に取り組んでおり、投資の意思決定にESGの考慮を求めたPRI(責任投資原則)※には2006年5月に署名しました。今後もESG課題と資産運用業務の核中核と捉え、先駆的な活動とともに運用力の強化を図ってまいります。



※PRI(責任投資原則)とは  
 Principles for Responsible Investmentの略。  
 PRIは国連機関の主導により制定されたもので、機関投資家の意思決定プロセスにESGを考慮することをうたったものです。当社は2006年5月のPRI制定時に署名し、六つの原則に則った方針を策定しています。  
 (42~43ページをご参照ください)



# 3

## 日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針・取り組み、ならびに自己評価

当社では、2017年5月に改訂された本コードへの対応方針を策定し、具体的な取り組みを実施、その自己評価を行っています。以下では本コードの七つの原則ごとに、当社の対応方針、原則への取り組みを記載するとともに、各原則に対する自己評価について報告致します。

|      |                                                      |
|------|------------------------------------------------------|
| 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。      |
| 対応方針 | 当社は、「スチュワードシップ責任に関する対応方針」に基づき、スチュワードシップ責任を果たしてまいります。 |

●当社は、受託資産の運用に際して、スチュワードシップ責任を負っています。当社は、このスチュワードシップ責任を全うするために、投資先企業やその事業環境などに関する深い理解に基づきエンゲージメントや議決権行使を通じて、当該企業の企業価値向上やその持続的成長を促すことにより、顧客(受益者)の中長期的な投資リターンを最大化を目指します。

●当社は、投資先企業の事業構造や業界環境などを深く理解するリサーチ運用部のアナリストに加え、経験豊富なニアアナリストをスチュワードシップ活動の専任としてスチュワードシップ推進部に配置し、財務情報に加え、ESG要素を含む非財務情報の分析を行い、受託資産の運用に際して質の高いエンゲージメントや議決権行使を行います。

●当社は、日本有数の機関投資家として、スチュワードシップ責任を社会的責任と考え、スチュワードシップ責任を適切に果たすことを通じて、日本経済全体の成長につながる役割を果たしてまいります。

|           |                             |
|-----------|-----------------------------|
| 原則1への取り組み | ●日本版スチュワードシップ・コード改訂への対応(5月) |
|-----------|-----------------------------|

|                       | 1月  | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月  | 9月 | 10月 |
|-----------------------|-----|----|----|----|----|----|----|-----|----|-----|
| スチュワードシップ活動諮問委員会      | 第1回 |    |    |    |    |    |    | 第4回 |    | 第5回 |
| 改訂スチュワードシップ・コードへの受入表明 |     |    |    | ○  |    |    |    |     |    |     |
| ガイドライン改定              |     | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○  | ○   |
| 議決権行使                 |     | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○  | ○   | ○  | ○   |
| 総会集対応                 |     |    |    |    |    |    |    |     |    |     |
| 個別開示                  |     |    |    |    |    |    |    |     |    |     |

|      |                                                                                                                                                                               |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 自己評価 | <ul style="list-style-type: none"> <li>●スチュワードシップ・コードの改訂を踏まえて、当社のスチュワードシップ方針を更新し、本コードへの対応を積極的に推進しています。</li> <li>●現時点での対応は適切と考えますが、今後必要があると思われる場合には、適宜見直しを行ってまいります。</li> </ul> |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

|      |                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------|
| 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。                   |
| 対応方針 | 当社は、スチュワードシップ責任を果たす上で「利益相反管理方針」「運用業務に関する利益相反管理態勢の高度化方針」に基づいて適切に利益相反管理をしてまいります。 |

●当社は、「信託の受託者精神に立脚した高い自己規律に基づく健全な経営を実践し、社会からの揺るぎない信頼を確立する」という経営理念(ミッション)のもと、グループ全体の利益相反管理態勢の高度化を進めるとともに、業務全般にわたるファイナンスチャリティー・デューチーを徹底して実践しています。

●スチュワードシップ活動に関して生じ得る利益相反については、顧客(受益者)の利益を第一とする観点から、社内規程である利益相反管理規程、受託事業における運用業務の利益相反管理規程、運用業務規則およびその他関連規程類に沿って、厳格な管理を行っています。また、これら利益相反管理規程に定める方針の概要等について公表しています。

●当社では、受託事業統括役員が、他の事業の執行権限から独立して、議決権行使に関する全ての権限を専断的に有しており、議決権行使に関して生

し得る利益相反についての具体的事例として、取引先の重要性、取引の広範性などに起因する他の事業からの受託事業における運用業務側への影響方行使を排除しています。また、スチュワードシップ活動に関して、独立性の担保された外部有識者が過半を占める「スチュワードシップ活動諮問委員会(以下、諮問委員会)」を設置していただきます。諮問委員会は、本コードに基づく各種活動の答申を行う機関であり、当社議決権行使ガイドラインの制定や改訂、同ガイドラインに規定のない議案の賛否判断、個別議案における同ガイドライン解釈の適切性、利益相反が起こり得る議案の行使判断プロセスの検証・改善などに関する答申を行います。受託事業統括役員は、諮問委員会の答申を最大限尊重して諸事項の決定を行い、また、同委員会より議決権行使に係る改訂に関する答申を受けた場合は、かかる答申を最大限尊重し、速やかに必要なら正・改善措置を講じます。

|           |                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 原則2への取り組み | <ul style="list-style-type: none"> <li>●第三者委員会である「スチュワードシップ活動諮問委員会」の設置(1月)</li> <li>●スチュワードシップ推進部(専任部署)の設置(1月)</li> <li>●受託事業における運用業務の利益相反管理規程(他事業との人事交流・情報伝達・接触の制限等)の制定(1月)</li> <li>●利益相反管理に関する全社研修の実施(e-Learning)、および誓約書の提出(7月)</li> </ul> |
|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの 対応方針・取り組み、ならびに自己評価

#### スチュワードシップ活動諮問委員会について

スチュワードシップ活動諮問委員会は、スチュワードシップ・コードに基づく各種活動に関する  
答申を行う機関であり、2017年1月に発足、9月  
までに5回の委員会を実施しています。委員は4  
名中3名が社外有識者で構成されており、スチュ

ワードシップ活動の事後的なモニタリングを行  
うだけでなく、議決権行使における判断に至るプ  
ロセスの適切性をモニタリングすることにより、  
スチュワードシップ活動の透明性の向上に貢献  
しています。



諮問委員会のメンバー

- 1 委員長 光永 弘 三井住友信託銀行 社外取締役
- 2 委員 川北 英隆 京都大学 名誉教授
- 3 委員 松井 秀樹 森 澤田松本法律事務所 弁護士
- 4 委員 堀井 浩之 三井住友信託銀行 スチュワードシップ推進部長

#### 委員長からのコメント

2017年1月からスチュワードシップ活動諮問委員  
会において三井住友信託銀行のスチュワードシップ  
活動に関する答申を行ってきました。グローバル化が  
加速進展する環境下、スチュワードシップ活動は、運  
用機関として真にその受託者責任を果たすための最  
重要課題の一つです。スチュワードシップ活動を通じ  
て投資先企業の健全で持続的な成長を後押しし、結  
果として最終受益者のメリットにつながる投資リター  
ンの向上が求められているものと認識しています。一  
方で、投資先企業に十分な理解をいただくことは  
不可欠であり、運用機関においてはアセットオーナー  
を含め各関係者との対話（エンゲージメント）の重要  
性は格段に高まっています。委員会では、利益相反  
の観点から適切性を重視するとともに、スチュワード  
シップ活動がその趣旨を踏まえ、より実効的な活動と  
なりまようように外部者の視点から今後とも積極的  
に提言・答申を行っていきたいと考えています。

#### スチュワードシップ活動諮問委員会 議事内容

##### 第1回スチュワードシップ活動諮問委員会(2017年1月19日開催)

| 諮問テーマ                             | 答申・報告内容等                                                                            | 対応状況 |
|-----------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 議決権行使ガイドラインの<br>見直しについて           | 自己株式の財団出資に関しては安定先主化への懸念がある<br>場合には反対する場があること、役員独立性の確保につ<br>いて具体性を求めること、などは適切と認められる。 |      |
| 議決権行使における過去の個別事例の<br>類型化と判断内容について | 過去事例の判断は適切である。基幹外の事例は答申を踏ま<br>えてガイドラインに反映させることも適切と認める。                              |      |

##### 第2回スチュワードシップ活動諮問委員会(2017年4月24日開催)

|                                         |                                                           |                                                           |
|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 改訂版スチュワードシップ・コードへの<br>賛同方針について          | コード改訂の精神を考慮すれば、議決権行使については全<br>投資先企業・全議決の結果を公表して可視性を高めるべき。 | 答申を踏まえて全<br>投資先企業・全議<br>決の結果を公表。<br>答申を踏まえ、ガイ<br>ドラインに記載。 |
| 議決権行使ガイドライン<br>(外国株式・国内株式英訳版)<br>判断について | 外国株式の議決権行使において、行使原案の作成・精査は<br>当社ガイドラインに基づき明記すべき。          |                                                           |
| 国内株式議決権行使ガイドライン<br>変更について               | 自己株式の財団出資に関して、議決権を明確化することは適<br>切と認められる。                   |                                                           |
| 報告<br>などに関する報告                          | 利益相反管理先における議決権行使状況について報告。                                 |                                                           |

##### 第3回スチュワードシップ活動諮問委員会(2017年6月7日開催)

| 諮問テーマ                   | 答申・報告内容等                                                                                                    | 対応状況                                           |
|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 株主提案への対応方針について          | 事務局からの提案、特に「相談役制度」廃止に原則肯定的<br>な判断は、中長期的な株主価値の最大化の観点から適切<br>である。ただし、対話により株主価値の毀損を招かないと判<br>断したケースも適切であると認める。 | 答申を踏まえて社<br>は株主提案に反対、<br>他の2社については<br>株主提案に賛成。 |
| 不祥事企業への対応方針について         | 法令違反等の不祥事発生に際して基準に照らして取締役<br>選任議案に反対することは適切と認める。                                                            |                                                |
| ガイドライン解釈の適切性について        | ガイドラインの定性的判断において、利益相反管理の観点<br>から恣意性が排除され、当社判断が適切に行われているこ<br>とを認める。                                          |                                                |
| 報告<br>今回の株主総会での注目テーマの整理 | 注目テーマ(買収防衛策、新団への自己株出など)について報告。                                                                              |                                                |

##### 第4回スチュワードシップ活動諮問委員会(2017年7月24日開催)

|                                                   |                                                                                                                     |                       |
|---------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|
| 今後のガイドライン改定方針について                                 | 第3回諮問委員会の指摘を踏まえて、一層のガイドライン高<br>度化を図ることは適切である。社外取締役の独立性や利益<br>相反の判断基準について厳格化の方向に議論はない。投資<br>先企業の経営に資するという目標で検討を求めたい。 | 答申を踏まえてガ<br>イドラインを改定。 |
| スチュワードシップ活動自己評価、<br>およびスチュワードシップレポート<br>発行の方針について | スチュワードシップ活動の自己評価と年次報告書であるス<br>チュワードシップレポートの発行はコードの主旨に則った<br>対応であり、適切と認める。                                           |                       |
| 報告<br>外国株式議決権行使の高度化について                           | 左記内容について報告。                                                                                                         |                       |
| 報告<br>集团的エンゲージメントへの参加方針<br>について                   |                                                                                                                     |                       |
| 報告<br>PRI Academyについて                             |                                                                                                                     |                       |

##### 第5回スチュワードシップ活動諮問委員会(2017年9月28日開催)

|                                      |                                                                                                                                     |                                                                             |
|--------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| 当社のスチュワードシップ活動の<br>自己評価の内容について       | 自己評価の内容は概ね妥当と認める。一方、海外企業に対<br>する調査活動を充実させることで、日本企業へのエンゲージ<br>メントに深みを出すことができるのではないかと考えてい<br>る。今後取り組みの強化につなげてほしい。                     | ご指摘の点も踏ま<br>え、エンゲージメ<br>ントの高度化につ<br>いて議論していく。                               |
| 報告<br>2018年1月の議決権行使ガイドライン<br>改定案について | 第4回諮問委員会以降に各諮問委員から頂戴した費用に<br>加え、2017年6月総会での議決権行使結果を踏まえた事務<br>局改定案につき報告した。各委員会から活発な意見を頂戴<br>した上、次回諮問委員会までに追加意見があれば事務局<br>に連絡することとした。 | 頂いた意見を踏<br>まえて、大隈理事<br>長を筆頭に、次回<br>議決権行使結果を<br>踏まえて、2017年11月の当<br>委員会に諮問する。 |

#### 自己評価

- スチュワードシップ活動諮問委員会は9月末までに5回開催され、委員会の答申に則って運用業務に係る利益相反管理の高度化、およびスチュワードシップ活動の強化を進めています。
- また、三井住友トラスト・ホールディングスにおいても、指名委員会等設置会社への移行(6月)や任意の第三者委員会である利益相反管理委員会等の設置(7月)を行い、グループ全体で利益相反管理態勢の高度化を進めています。
- 現時点での対応は適切と考えていますが、今後も、引き続き利益相反管理のさらなる高度化を図っていきます。

### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針・取り組み、ならびに自己評価

|             |                                                                 |
|-------------|-----------------------------------------------------------------|
| <b>原則3</b>  | 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。 |
| <b>対応方針</b> | 当社は、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、投資先企業の状況を的確に把握します。      |

- 当社では、投資先企業を評価する際に中長期的な視点が必要と考え、このため、業績等の財務情報に加えて、ESG関連情報や、投資先企業個々の経営力、事業基盤、対象市場動向、事業戦略と実行力、改革力など、持続的成長に関連が深い非財務情報の的確な把握に努めます。こうした調査や評価の活動を継続的に行うことにより、

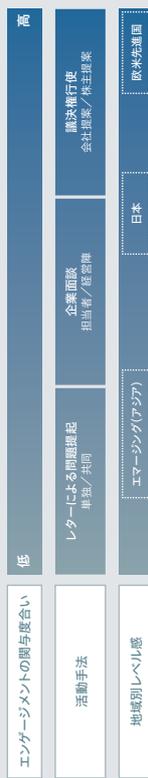
|             |                                                                       |
|-------------|-----------------------------------------------------------------------|
| <b>原則4</b>  | 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めます。 |
| <b>対応方針</b> | 当社は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めます。          |

- 当社では、企業アナリストなどが投資先企業の経営陣や経営企画・財務担当者らと継続的に接触を行い、当該企業の個別の実情を勘案しつつ投資先企業の持続的成長の観点からエンゲージメントを行い、当該企業の価値増大に向けて、当該企業との認識の共有に努めます。
- 当社は、投資先企業またはその経営者などによる、株主利益を侵害する事態、不祥事、反社会的行為、または中長期的な業績不振等の企業の価値の毀損が発生した場合には、コーポレートガバナンス上で重要な問題が発生しているとき、またコーポレートガバナンスの改善に資する内容でエンゲージメント、議決権行使を行います。また、反社会的行為を行った企業には、再発防止策や改善策の実施状況、コーポレートガバナンス向上に向けた取り組みについて十分な説明を求めます。
- 有効なエンゲージメントを行うためにはしつかりとした非財務情報の分析が必要ですが、非財務情報の分析力の強化は、エンゲージメントの質の向上につながります。当社は、中長期的視点に立った対話を通じた問題解決の取り組みの高度化、議決権の適切な行使などの手段によって、スチュワードシップ責任を果たします。
- なお、投資先企業との間で対話を行うにあたっては単独で行うことを基本とし、他の機関投資家と協働して行うことが有益な場合もあり得ると考え、そのような場合には他の機関投資家と協働して投資先企業との対話を行うことがあります。
- また、当社では、企業との対話において未公表の重要事実を受領することを回避します。しかしながら、万が一、未公表の重要事実を受領したおそれがある場合は、社内規程に則り、厳格に情報を管理します。

|                    |                                                                                                                                                                                                                                                     |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>原則3,4への取り組み</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>●リサーチ運用部(セクター担当アナリスト)とスチュワードシップ推進部(専任者)の協業による対話の実施(1月)</li> <li>●買証一部の時価総額カバー率90%を目標としたエンゲージメント先の継続的な拡張(2月)</li> <li>●エンゲージメントのルール改定(「宣誓書」の毎回手交等)(4月)</li> <li>●集团的エンゲージメントの参画方針の策定(8月)および参画(10月)</li> </ul> |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|

当社のスチュワードシップ活動の中心は、投資先企業とのエンゲージメント(対話)および株主総会における議決権行使であり、投資先企業の所在地の法令、商慣行、コーポレートガバナンス制度によってバリエーションを取るようになっています。例えば、株主総会の決議に拘束力のある日本においては議決権行使に至る前の対話を重視し、諮問型の株主提案が多く提出される米国では議決権行使による意見表明の機会を重視しています。

当社スチュワードシップ活動の概要(エンゲージメント(対話)と議決権行使)



企業調査活動の考え方



### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針・取り組み、ならびに自己評価

リサーチ運用部のアナリストは企業訪問を中心とした調査活動を行います。IR担当セクション訪問のみならず、経営層とのミーティング、工場・店舗の現地調査、取引先へのヒアリングなど徹底した取材活動を重ね、企業(価値)の変化の兆しを見極めます。また、当社では、非財務情報に基づいた企業の持続可能な成長力を評価するツール(MBIS®)を独自開発し国内外の企業調査活動に活用しています(詳細は26ページをご参照ください)。

#### 調査およびエンゲージメントの体制

当社では、リサーチ運用部に所属するアナリストが投資先企業とのエンゲージメントを直接担当しています。これは、企業・業界を徹底的に調査、深く理解するのに併せてエンゲージメントを行うことがより効果的であるとの考えに基づきます。また、2017年1月にはスチュワードシップ推進

エンゲージメントについては、原則として当社個別で行っていますが、2017年5月の日本版スチュワードシップ・コード改訂で「他の機関投資家と協働して対話を行うこと(集団的エンゲージメント)」が有益な場合もあり得る」と規定されたこともあり、エンゲージメント後の変化が確認できない企業や、機関投資家共通の課題、中長期的なテーマなどについては、集団的エンゲージメントも有効に活用していきたいと考えています。



こうした考え方に基づいて、この度「機関投資家協働対話フォーラム(iICEF)」が主宰するプログラムに参画することになりました。集団的エンゲージメントが変化を促すと判断される事業については、iICEFの活動を通して行います。iICEFは企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することを目的としており、現在のところ、重要提案行為や共同保有の合意、議決権の行使予定に関する情報開示などは対象外となっております。

こうした考え方に基づいて、この度「機関投資家協働対話フォーラム(iICEF)」が主宰するプログラムに参画することになりました。集団的エンゲージメントが変化を促すと判断される事業については、iICEFの活動を通して行います。iICEFは企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することを目的としており、現在のところ、重要提案行為や共同保有の合意、議決権の行使予定に関する情報開示などは対象外となっております。



日本株式のエンゲージメント状況

# 440社

# 569件

エンゲージメント件数(2016年7月~2017年6月)

| 別記                                         | 活動件数    |
|--------------------------------------------|---------|
| 1. 企業価値を高めるビジネスモデルの内容(産品開発、イノベーション、具体的な業務) | 173     |
| 2. ガバナンスの状況(取締役会等による執行に対する監督)              | 115     |
| 3. 長期的な資本生産性の考慮                            | 80      |
| 4. リスクへの対応(社会・環境問題に関連するリスクを含む)             | 128     |
| 5. 反社会的行為の防止                               | 13      |
| 6. その他(議決権管理を含む)                           | 60      |
| 1~6の合計                                     | 569     |
| ご参考: 企業との接触件数(全体)                          | 約 9,000 |

### iICEF 機関投資家協働対話フォーラム

#### プログラム参加の機関投資家

当プログラムに参加している機関投資家は、インデックス投資などのパッシブ運用を行う投資家です。パッシブ運用は、投資金の変動などにより日々の保有株式数の変動はあるものの、基本的に株式を保有し続ける超長期投資です。2017年10月現在、当プログラムには、当社および企業年金連合会、三井住友アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、りそな銀行の5社が参加しています。



詳細はiICEFのウェブサイトをご参照ください。 URL: <http://www.iicef.jp>

### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの 対応方針・取り組み、ならびに自己評価

企業の変化が確認できた事例

#### Case 1 A社

##### 企業価値を高めるビジネスモデルの内容

**対話の概要** A社は主力製品の生産能力拡張のため、日本、タイ、米国での設備投資を検討しています。当社としては、企業価値を高める成長戦略として評価できる一方、調達資金が膨らむ点については懸念しています。現時点では資金調達方法は決定していませんが、D/Eレシオが2倍弱と高水準であることから、投資家にエンゲージメントを提起させるリスクがある点を指摘しました。株式の需給変化が生じない事後償還資金調達も検討する必要があるのではないかとの意見を述べました。

**投資家企業の反応** A社より以下の通り説明を受けました。成長戦略として資金が必要。一方、D/Eレシオが2倍以上になることには問題意識を持っていません。事後償還資金調達を他社が活用していることは認識しています。資金調達については、どのような形式が望ましいかあらゆる選択肢を検討していきたいと考えています。

**その後の行動** A社は2017年3月、公募増資だけでなく、劣後ローンも組み合わせた形で資金調達計画を発表しました。

※D/Eレシオ(Debt/Equity Ratio(負債資本倍率))。有利子負債/自己資本で求められるもので、企業財務の健全性を計る指標の一つ。

#### Case 2 B社

##### 長期的な資本生産性の考慮

**対話の概要** B社は、中計においてROE目標8%(再期末定)としています。当社では、業績は回復基調ですが、ROE8%達成には5年程度を要すると想定しており、最大の課題は豊富な現預金の有効利用と考えていることを説明の上、ROE8%を達成するための分母(バランスシートコントロール)と分子(収益拡大の加速)のそれぞれの戦略についてヒアリングしました。

また、取締役の報酬体系について、「連結経常利益を評価指標とする業績連動型報酬体系」とし、示されておらず、インセンティブとして機能しているか不透明であり、固定と変動の割合、具体的な経常利益の連動手法などの詳細についてヒアリングしました。

**投資家企業の反応** B社より以下の通り説明を受けました。株主還元に関する中期的な方針は未定となっています。成長市場への注力により業績は回復軌道に乗り始めましたが、これまで設備投資を絞ってきたことで老朽化が目立ち始めています。さらなる収益拡大のためには設備投資増額による生産効率化と成長市場へのさらなる注力が必要と考えています。また、M&Aも検討していることから、現金は短期的にとっておきたい。ただし、今回の指摘を受けて、ROE向上に向けた株主への説明が不十分であることが認識でき、今度の指摘を受けて、取締役の報酬体系については、かなりの部分が業績連動型になっているものの、今回の指摘を受けて、コーポレートガバナンス・コードに則した説明が不十分であることが認識できました。

**その後の行動** B社は2017年5月、決算発表と同時に大幅増配を公表。また、「剰余資金の必要以上の値上げを行わない」とを表明しました。

#### Case 3 C社

##### 企業価値を高めるビジネスモデルの内容

**対話の概要** X事業の営業利益率は低位にとどまっており、全社利益率の押し下げ要因となっています。当該事業には構造改革の兆候、さらには事業の縮小・撤退が必要ではないかとの意見を述べ、会社側の見解を確認しました。

**投資家企業の反応** C社より以下の通り説明を受けました。当該事業の技術は主力事業と共通であり、新たな価値創造の可能性を検討中です。低収益事業と認識していますが、全社業績への影響が少なく、早急な対応が必要とは考えていません。

**その後の行動** C社は、2016年11月、当該事業からの撤退を発表しました。

#### Case 4 D社

##### ガバナンスの状況(取締役会等による執行等に対する監督)

**対話の概要** 社外取締役が名しか設置されていまいせんが、実効性の高い監督を行うためには取締役名が望ましく、また、ROE低迷の解消のためには金融資産の有効活用が課題との意見を述べました。

**投資家企業の反応** D社より以下の通り説明を受けました。現時点においては社外取締役が1名でも十分なチェック機能が果たされていると認識しています。ただし、継続的に現状のままでは考えていません。また、金融資産の有効活用については、現行の株主還元方針ではさらに現金が積み上がっていくため問題意識は持っています。今後、株主還元をどのようにすべきか議論を行っていききたいと考えています。

**その後の行動** D社は2017年4月、2人目の社外取締役の内定を発表。また、前期末2倍の大幅増配計画を発表しました。

自己評価

●2016年7月～2017年6月のエンゲージメントは440社、延べ569件となりました。当社では年間9,000件程度の企業との接点がありますが、エンゲージメント件数は、当社から経営課題等の重要表明をした場合のみをカウントしています。

●今後も、エンゲージメント先の監視を継続的に行い、裏証一部時価総額カバー率90%を目指します(10月末時点のカバー率:83%)。

●エンゲージメント後の変化が確認できない企業に対しては、継続的に意見表明を行うことで変化を促していきます。また、集約的エンゲージメントが変化を促すことに有効と判断される場合は、積極的な参画も検討していきます。



### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針・取り組み、ならびに自己評価

#### III. 議決権行使の体制

- 当社において、受託事業統括役員は、他の事業の執行権限から独立して、議決権行使に関する全ての権限を専断的に有します。また、受託事業統括役員が的確に議決権行使を行えるよう、議決権行使に関する審議等を行うスチュワードシップ会議、および受託事業統括役員との諮問機関としての諮問委員会を設置します。
- スチュワードシップ会議とは、議決権行使のほか、エンゲージメントやESG関連活動など、日本版スチュワードシップ・コードに基づく各種活動に関する審議等を行う会議で、議決権行使に関しては、議決権行使ガイドラインの制定・改廃の原案策定、およびガイドラインに規定がない議案の個別行使の原案策定を行います。同会議は、議長（スチュワードシップ推進部長）、議員（株式運用部長、リサーチ運用部長、インデックス運用部長）、モニタリング部長（受託監理部長）および事務局（スチュワードシップ推進部）で構成されます。
- 諮問委員会とは、受託事業統括役員に対して、日本版スチュワードシップ・コードに基づく各種活動の答申を行う機関です。同委員会は、議決権行使に関しては、議決権行使ガイドラインの制定や改廃、同ガイドラインに規定のない議案の賛否判断、個別議案における同ガイドライン解釈の適切性、利益相反が起り得る議案の行使判断プロセスの検証・改善などに関する答申を行います。同委員会は、外部諮問委員（外部有識者）、スチュワードシップ推進部長を委員とし、モニタリング部長（受託監理部長）および事務局（スチュワードシップ推進部）で構成されます。
- 受託事業統括役員は、諮問委員会の答申を最大限尊重して諸事項の決定を行い、また、同委員会より議決権行使に係る改善に関する答申を受けた場合は、かかる答申を最大限尊重し、速やかに必要な是正・改善措置を講じます。
- 議決権行使に関連する業務は、以下の通りに実行されます。
  - 議決権行使ガイドラインは、スチュワードシップ会議の審議、諮問委員会の答申を得た後、受託事業統括役員の見解により制定・改廃されます。
  - 個別議案の行使判断のうち、議決権行使ガイドラインに規定された範囲内の議案判断については、スチュワードシップ推進部長の決裁により決定します。
  - 議決権行使ガイドラインに規定がなく、個別審議が必要な議案の行使判断については、スチュワードシップ会議での個別審議を行い、諮問委員会の答申を得た後、受託事業統括役員の見解により決定します。
  - 議決権行使結果は、スチュワードシップ会議および受託事業統括役員に報告されます。



#### 国内株式 議決権行使結果状況

議案数で年間の約8割を占める2017年4月～6月の株主総会において、投資先1,710社を対象に18,709件の議案があり、会社提案議案18,497件に対して、賛成16,239件、反対2,241件、反対比率12.1%、株主提案212件に対して、賛成5件、反対207件（反対比率97.6%）となりました。なお、当社の親会社である三井住友トラスト・ホールディングスの株式については不行使としています。個別開示に際しては、第三者である外部情報ベンダーのデータを基に、借入れ金額が最も多い金融機関が当社である企業、株主名簿管理人が当該グループである企業を特定化し、取引先フラッグを記載

しました。なお、取引先企業の会社提案議案における反対比率は12.3%であり、会社提案議案全体の反対比率12.1%と同程度でした。今回の集計は、企業別、候補者別に個別開示を行ったことに合わせて、候補者1人を議案とする「予議案ベース」で開示しています。昨年末までの基準である「親議案ベース」で集計した場合、4月～6月株主総会における反対比率は14.5%（昨年までは13.7%）となります。以下、反対件数の多い取締役選任議案、反対比率の高い退職慰労金支給議案、買収防衛策議案など、主な議案分類別に説明します。

#### 2017年4～6月の株主総会集中期における主要議案についての行使内容

|           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 取締役選任議案   | 社外取締役が2人以上選任されていない場合や、当社ガイドラインにおける業績基準等を満たしていない場合、買収防衛策を取締役会決議で導入・更新している場合、大株主や取引先などの出身で独立性に問題があると判断される社外取締役候補者などに反対した結果、反対比率は13.1%になりました。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
| 退職慰労金支給議案 | 社外取締役や監査役が支給対象者に含まれる場合や、業績基準等を満たしていない場合など、68件に反対しました（反対比率38.9%）。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |
| 買収防衛策議案   | 以下に掲げる事件のうち、いずれか一つでも条件を満たさない場合は、原則反対としました（反対比率35.8%）。<br>(1) 買収者・被買収者の双方にとって中立で公平な制度設計となっていないこと<br>(2) 独立した社外取締役の2人以上の選任により、コーポレートガバナンスが確保されており、その成果によって資本効率性が中期的に継続して妥当な水準以上であること<br>(3) 発動に際して、独立性が認められる委員により構成された独立委員会による事前検討が実施される仕組みとなっている、または株主総会への付議による株主意思確認型であること<br>(4) 期限が有限であること（有効期間、検討期間）                                                                                                                                                                                                                    |
| その他会社提案   | <ul style="list-style-type: none"> <li>一般社団法人に対する自己株式抽出：以下に掲げる要件のうち、いずれか一つでも条件を満たさない場合は、原則反対としました（反対比率75.0%）。<br/>                     (1) 株主価値の大幅な希薄化を招かないこと<br/>                     (2) 一般社団法人の活動が当該企業の企業価値向上に資すると判断されること<br/>                     (3) 抽出される株式に係る議決権行使基準が明示されるとともに当該企業から独立して行使される、または不行使されること</li> <li>相談役制度・制度の新設は原則反対とし、相談役制度廃止を求める株主提案には原則賛成としました。議案数6件のうち、5件は原則通りの判断とし、1件についてはエンゲージメントを踏まえて判断しました。</li> <li>反社会的行為：不適切会計や独占禁止法違反などの責任があると判断される15社、26件（取締役選任、退職慰労金支給、役員報酬改定などの議案）に反対しました。</li> </ul> |

最新の当社議決権行使ガイドラインについては当社ウェブサイトにてご確認ください。

### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの 対応方針・取り組み、ならびに自己評価

2017年4月～6月株主総会における議決権行使結果状況(国内株式)

#### 1 会社提案議案

| 議案分類                  | 賛成     | 反対    | 不行使 <sup>※3</sup> | 合計     | 反対比率   |        |
|-----------------------|--------|-------|-------------------|--------|--------|--------|
|                       |        |       |                   |        | (前年同月) | (前年同期) |
| 剰余金処分案等               | 1,115  | 73    | 1                 | 1,189  | 6.1%   | 3.5%   |
| 取締役選任                 | 12,245 | 1,855 | 15                | 14,115 | 13.1%  | 11.1%  |
| 監査役選任                 | 1,337  | 129   | 0                 | 1,466  | 8.8%   | 9.6%   |
| 定款一部変更                | 448    | 25    | 1                 | 474    | 5.3%   | 2.0%   |
| 退職慰労金支給               | 107    | 68    | 0                 | 175    | 38.9%  | 45.7%  |
| 役員報酬額改定               | 515    | 32    | 0                 | 547    | 5.9%   | 2.1%   |
| 新株予約権発行               | 59     | 16    | 0                 | 75     | 21.3%  | 24.2%  |
| 会計監査人選任               | 35     | 0     | 0                 | 35     | 0.0%   | 0.0%   |
| 組織再編関連 <sup>※1</sup>  | 21     | 0     | 0                 | 21     | 0.0%   | 0.0%   |
| その他会社提案 <sup>※2</sup> | 357    | 43    | 0                 | 400    | 10.8%  | 17.9%  |
| うち買取防衛策               | 70     | 39    | 0                 | 109    | 35.8%  | 39.3%  |
| 合計                    | 16,239 | 2,241 | 17                | 18,497 | 12.1%  | 10.2%  |

※1 合併、事業譲渡、譲渡、株式交換、株式分割、会社分割など  
 ※2 自己株式取得、法定準備金減額、第三者割当増資、資本増強、株式併合、買取防衛策など  
 ※3 不行使は三井住友トラスト・ホールディングス株式のみのみ

|        |       |
|--------|-------|
| 「反対」件数 | 2,241 |
| 反対比率   | 12.1% |

#### 2 株主提案議案

| 議案分類 | 賛成 | 反対  | 不行使 | 合計  | 反対比率   |        |
|------|----|-----|-----|-----|--------|--------|
|      |    |     |     |     | (前年同月) | (前年同期) |
| 合計   | 5  | 207 | 0   | 212 | 97.6%  | 98.5%  |

【参考資料 2016年7月～2017年6月末親議案ベース】

#### 会社提案議案

|    |       |    |       |    |       |
|----|-------|----|-------|----|-------|
| 賛成 | 6,375 | 反対 | 1,064 | 合計 | 7,442 |
| 賛成 | 1,189 | 反対 | 1,855 | 合計 | 3,044 |

**自己評価**

- 議決権行使の透明性を一層高める観点から、議決権行使基準の詳細開示、スチュワードシップ活動密閉委員会による議決権行使の適切性審議、および議決権行使結果の個別開示を順次実施してきました。
- 議決権行使基準の詳細開示では、従来の行使原則に加え、行使判断の数値基準、過去の判断事例を踏まえ例外規定についても開示を行いました。また行使結果の個別開示では、議案の賛否理由のほか、当社取引先(銀行業務・証券代行業務)の特定化を行い、投資先企業との関係を明確化しています。これら施策の実行により、議決権行使の透明性を高めることができたと考えています。
- 今後も、ガイドラインの改定については投資先企業の持続的成長に資することを目的に実施していきます。

#### 外国株式 議決権行使結果状況

当社は保有している外国株式約2,500社の議決権を、全て行使しています。

2016年7月から2017年6月までに行使した議決権は645件、うち賛成は54.9%となりまして、

議案分類別の集計は表の通りとなっています。

また、株主提案に対しては、行使した議決権は1,174件、うち賛成は645件、賛成比率は54.9%となりまして、

議案分類別の集計は表の通りとなっています。

#### 1 会社提出議案

| 議案分類                | 賛成     | 反対    | 不行使 | 合計     |
|---------------------|--------|-------|-----|--------|
| 利益処分・損失処理案          | 1,144  | 12    | 0   | 1,156  |
| 取締役会の構成等(上院人数等)     | 179    | 6     | 0   | 185    |
| 取締役選任・解任            | 12,530 | 1,186 | 0   | 13,716 |
| 監査役選任・解任            | 492    | 97    | 0   | 589    |
| 役員報酬                | 2,468  | 453   | 0   | 2,921  |
| ストックオプション           | 8      | 2     | 0   | 10     |
| 自己株式取得枠の設定          | 457    | 177   | 0   | 634    |
| 株主資本(定款変更に関する議案を除く) | 593    | 32    | 0   | 625    |
| 定款変更(総務資本、その他の定款変更) | 1,863  | 386   | 0   | 2,249  |
| 合併・分割・持株会社化・営業譲渡等   | 766    | 83    | 0   | 849    |
| その他                 | 417    | 21    | 0   | 438    |
| 買取防衛策               | 5,103  | 391   | 0   | 5,494  |
| 会計監査人の選任            | 182    | 45    | 0   | 227    |
| 合計                  | 26,202 | 2,891 | 0   | 29,093 |

|        |       |
|--------|-------|
| 「反対」件数 | 2,891 |
| 反対比率   | 9.9%  |

#### 2 株主提出議案

| 議案分類 | 賛成  | 反対  | 不行使 | 合計    |
|------|-----|-----|-----|-------|
| 合計   | 645 | 529 | 0   | 1,174 |

### 3 日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針・取り組み、ならびに自己評価

|                  |                                                                                                                                                                                                                                                        |
|------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>原則6</b>       | <p>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。</p>                                                                                                                                                                 |
| <b>対応方針</b>      | <p>当社は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任を果たすための行動について、顧客(受益者)に定期的に報告を行います。</p> <p>●当社は、議決権の行使状況や企業との対話、諮問委員会の議事概要など、スチュワードシップ責任を果たすための活動状況について、当社ホームページなどを通じ、定期的に報告します。スチュワードシップ活動における議決権行使の状況や対話事例などについて記録を残します。また、顧客(受益者)への報告内容や形式については、そのニーズを反映し、適宜改善を図ります。</p> |
| <b>原則6への取り組み</b> | <p>●スチュワードシップ活動のアセットオーナーへの説明、および当社ホームページへの開示の充実</p>                                                                                                                                                                                                    |
| <b>自己評価</b>      | <p>●スチュワードシップ活動に関するアセットオーナーへの報告は、お客さま向けのセミナーや個別定期報告などにより適時・適切に行っており、ホームページの開示内容も充実させました。</p> <p>●今後は、四半期ごとの議決権行使結果の個別開示、スチュワードシップ活動諮問委員会議事録の適時掲載のほか、スチュワードシップ活動の年次報告書の発行などにより、活動報告の内容をより充実させていきます。</p>                                                 |



|                  |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>原則7</b>       | <p>機関投資家は、投資先企業の特長的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境などに関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>対応方針</b>      | <p>投資先企業の特長的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境などに関する深い理解に基づき、投資先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能力向上・態勢の改善を図っていきます。</p> <p>●当社は、投資先企業との対話を建設的なものとし、投資先企業の特長的成長に資する有益なものとしていくことにより、スチュワードシップ責任を果たしていきます。そのためには、スチュワードシップ活動を適切に行うための実力を備えていることが重要と考えます。</p> <p>●当社では、スチュワードシップ責任を効果的に果たすため、経営陣が適切な能力・経験を備えているべきと考え、その高度化に向けた取り組みを継続していきます。また、当社経営陣は、スチュワードシップ活動の実行とそのためは、スチュワードシップ活動の遂行とその他の組織構築・人材育成に関して重要な役割・責任を担っていることを認識しており、当社経営陣の務めとして、受託事業役員はこれらに関する課題に積極的に取り組んでいきます。</p> <p>●当社では、2017年1月に「スチュワードシップ推進部」を設置しました。スチュワードシップ活動は当社の運用業務の根幹の一つであり、同活動の高度化が投資先企業の中長期的視野での</p> |
| <b>原則7への取り組み</b> | <p>●独自の非財務情報評価手法であるMBIS®を用いたエンゲージメント内容の充実化</p> <p>●MBIS®におけるESG項目の拡充(4月)</p> <p>●外部機関(PRI Academy)を活用したESG知見の強化(8月)</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <b>自己評価</b>      | <p>●当社では、財務情報のみならず、非財務情報(ESG情報)を活用した企業評価を推進しており、独自の非財務情報評価手法MBIS®を用いて企業の持続的成長力を組織全体で均質的に評価できるように取り組んでいます。</p> <p>●4月には、MBIS®の評価プロセスにおけるESG項目を拡充してESG視点の評価を強化するとともに、ESGエンゲージメントにも注力しています。</p> <p>●さらにPRI(責任投資原則)が主宰する教育プログラム(PRI Academy)を活用して、運用業務に携わる役員・社員のESG知見の一層の強化を進めています。</p> <p>●こうしたエンゲージメント力の強化に向けた活動は、MBIS®の高度化を含めて、今後も組織全体で継続的に実施していきます。</p>                                                                                                                                                                                                          |

# 4

## ESG投資への取り組み

当社は「責任ある機関投資家」として、企業業績など短期的に株価に影響を与える財務情報に加え、中長期的なビジネス機会やリスクなど企業価値に影響を及ぼす要因であるESG情報を考慮に入れた株式や債券の運用に取り組み、企業とのエンゲージメントや議決権行使といったステークホルダーシップ活動においてもESG課題の解決を重要視しています。

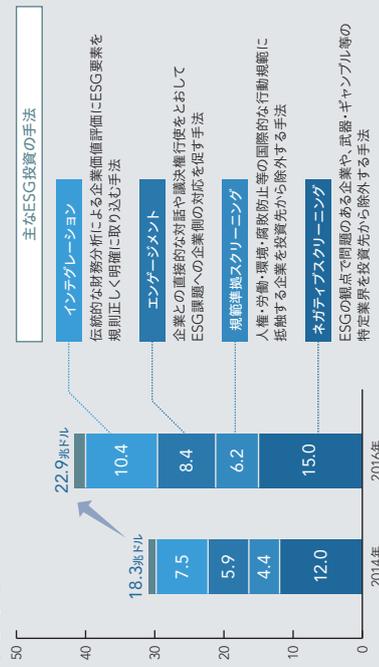
ESG課題は財務情報には表れない非財務領域の課題であり、時間の経過とともに企業価値に

大きな影響を及ぼす可能性があります。当社では、ESG課題への対応が中長期的なアップサイドポテンシャルの追求とダウンサイドリスクの抑制につながるかと考えており、積極的なESG課題への対応は、お客さまの投資リターンを拡大する責任、すなわちステークホルダーシップ責任を果たすことにつながると考えています。

以下では、当社のESG投資への取り組みとして、ESG課題への対応状況や具体的な活動内容についてご報告致します。

### 1 グローバルで拡大するESG投資

世界のESG投資の投資手法別規模  
(単位：兆ドル)



(注) 同様に複数の投資手法を併用する運用があるため、各手法を単純合計はできない  
(出所)「Global Sustainable Investment Review 2016」より三井住友託研が行った調査

ESG投資の地域別規模 (単位：10億ドル)

|                   | 欧州     | 米国    | カナダ   | オセアニアアジア <sup>※1</sup> | 日本    | 世界全体   |
|-------------------|--------|-------|-------|------------------------|-------|--------|
| 2014年             | 10,775 | 6,572 | 729   | 193                    | 7     | 18,276 |
| 2016年             | 12,040 | 8,723 | 1,086 | 568                    | 474   | 22,890 |
| 成長率 <sup>※2</sup> | 11.7%  | 32.7% | 49.0% | 194.3%                 | 67.7倍 | 25.2%  |

※1 日本を除くアジア、オーストラリア、ニュージーランドの合計  
※2 2014年～2016年の成長率

### 2 当社のESG活動の歩み

このようにESG投資が世界的に急拡大するなか、当社はESGに関する諸問題に積極的な取り組みを行い、お客さまの利益に資する活動を推進しています。

当社のESG活動は2003年の日本株SRIファンドのご提供から本格的にスタートしました。PRI(責任投資原則)には2006年5月の制定時に署名を行い、PRIの六つの原則に則った方針を策定

世界のESG投資規模は2014年の18.3兆ドルから2016年には22.9兆ドルに増加しており、地域別ではESG投資の先進地域である欧州が最も突出しており、2017年に入ってもその勢いは持続しています。日本サステナブル投資フォーラムの2017年調査では、ESG投資の規模は前年比2.4倍となっており、総運用資産に占める割合も35.0%に達しています。

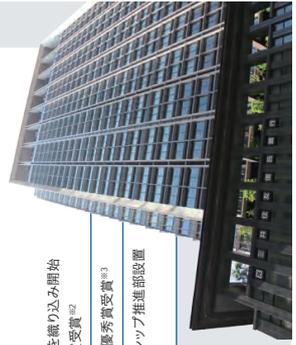
して(42～43ページ)、最新の動向を踏まえた取り組みを行っています。

また、企業の「稼ぐ力」を見極める仕組みとして、ESGを含む非財務情報を分析・評価する独自の手法「MBIS®」を2015年4月に導入し、MBIS®をエンジンとするクオリティ・グロース日本株ファンドのご提供も開始しています。

#### 当社のESG活動の歩み

|       |                                                                                                                                            |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2003年 | 日本初、企業年金向け日本株SRIファンドのご提供開始                                                                                                                 |
| 2004年 | 確定拠出年金向けSRIファンドのご提供開始                                                                                                                      |
| 2006年 | PRI(責任投資原則)に署名                                                                                                                             |
| 2008年 | 大手公的共済にSRIファンドのご提供開始                                                                                                                       |
| 2010年 | 中国株SRI公募投資のご提供開始                                                                                                                           |
| 2014年 | 日本版ステークホルダーシップ・コード受け入れ                                                                                                                     |
| 2015年 | 非財務情報評価「MBIS®」の導入<br>クオリティ・グロース日本株ファンドのご提供開始<br>社債運用における「事業リスク評価」にESGの概念を織り込み開始<br>2015年サステナブルファイナンス大賞 <sup>※1</sup> にて優秀賞受賞 <sup>※2</sup> |
| 2016年 | 2016年サステナブルファイナンス大賞にて2年連続優秀賞受賞 <sup>※3</sup>                                                                                               |
| 2017年 | ステークホルダーシップ活動諮問委員会、ステークホルダーシップ推進部設置<br>改訂版ステークホルダーシップ・コード受け入れ                                                                              |

※1 一般社団法人環境金融研究機構主催(年1回)  
※2 「国内株アクティブ運用」のESGインテグレーション  
※3 「国際財報・ルールに基づくグローバル・エンゲージメント活動」



## 4 ESG投資への取り組み

### 3 非財務情報評価「MBIS®」(エムビス)について

当社では、投資先企業の持続的成長を見極めるため、企業が提供する商品・サービスの付加価値の高さやその持続性、付加価値の提供を支えるガバナンス体制、持続的成長の基盤となる社会・環境への影響度など、財務情報では表現しきれない「非財務情報(ESG情報)」を収集・分析・評価しています。このような非財務情報に基づき、持続的成長に向けた企業の強み・課題を評価するツールが、当社独自に開発したMBIS®という枠組みです。MBIS®のMIは経営(Management)、Bは

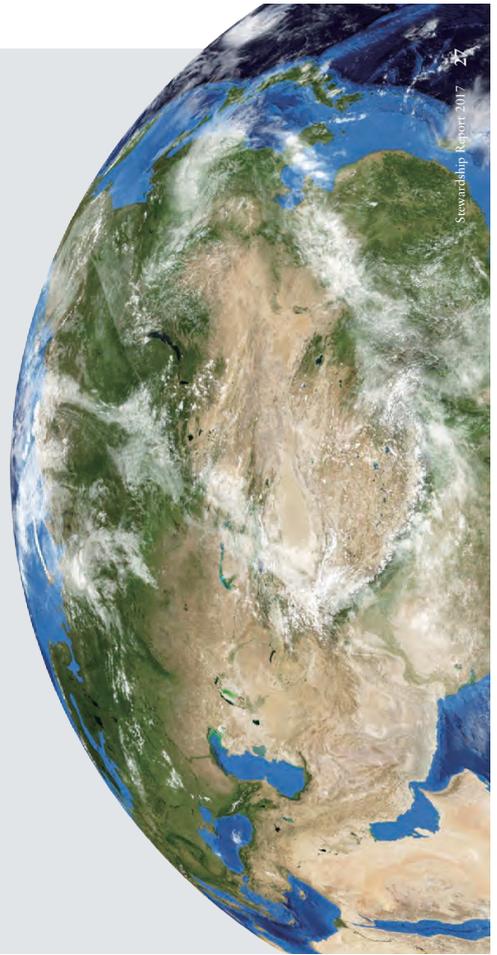


MBIS®は経験豊富なリサーチ運用部のアナリストが付与します。MBIS®スコアはM・B・I・S各々に付与された点数の合計値ですが、M・B・I・S各々には企業の強み・課題を見極めるためのチェック項目が網羅的に設けられており、点数付与に際しては、特定要素での強み・課題が著しく全体に影響を与える場合は、その要素の評価のみでスコア化が可能な運営としています。

MBIS®の目的は持続的成長に向けた企業の強み・課題を見極めることにあるため、特定要素の強み・課題が他の要素の評価の中に埋没しないようにするためです。なお、MBIS®の高度化策として、定期的なモニタリングによるMBIS®スコアの適切性検証のほか、社外有識者等との議論を踏まえたMBIS®項目の定期的な見直しも行っています。

### ESG投資におけるSDGsの活用について

SDGs(Sustainable Development Goals)とは、2015年に国連で採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載されている2030年までの国際目標です。SDGsは、地球規模で直面するESG課題に対処するため、国際法の尊重を含め国連憲章の目的と原則によって導かれており、持続可能な世界を表現するための17のゴール、169のターゲットにより構成されています。



# 4 ESG投資への取り組み

## 4 ESGインテグレーション

当社では、投資先企業を評価する際に定期的に発信される財務情報に加えて非財務情報(ESG情報)も活用しています。投資にあたって企業を評価する際、短期的には業績等の財務情報が重要となりますが、中長期的には当該企業の継続的な成長に関する評価が重要となります。

このため、当社では、持続的な企業収益の維持・改善を見極めるために、企業の提供する商品やサービスの付加価値の高さ、その持続性、および付加価値の提供を支えるガバナンス体制の強固さなどに関する非財務情報(ESG情報)を収集し、当社独自の評価ツールであるMBIS®で評価し、これを株式運用でのアクティビティの向上とダウンサイドリスクの低減のために銘柄選

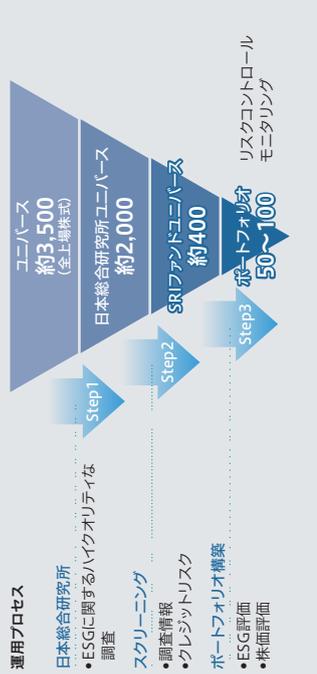
択に取り込んでいます。これが当社の「ESGインテグレーション」です。2015年に取り組みを開始し、現在では全ての国内株式アクティファファンドにおいて投資手法として取り込んでいるほか、社債(クレジット)投資を行う一部の国内債券アクティファファンドにおいても同様の取り組みを行っています(対象は総額約2.4兆円)。

ESG評価をどのように活用するかは、個々のファンドの運用スタイルに応じて異なります。例えば株式投資における投資ユニバース選定時のスクリーニングに用いることもあれば、投資対象銘柄の絞り込みにも用いる場合もあります。29～31ページでは当社のESGインテグレーションの例を紹介します。

日本株RI旗艦ファンド「SRIフアンド」はESGに関する取り組みの企業業績へのつながり評価するものです。日本総合研究所が選定したSRIユニバース候補群から、信用リスクの高い銘柄等を排除し、株式運用部長を議長とする月次の会議でSRIユニバースを決定します。フアンドマネージャーはSRIユニバースを対象に、①ESGへの取り組みによる成長性評価と②国内株式アナリストによる独自業績予想をベースとしたバリュエーション、業績モメンタムといった株価評価を掌握、対TOPIXでの超過リターンを追求します。



日本有数のシンクタンクと当社銘柄選択能力の融合 [SRIフアンド]では、日本総合研究所との協働で作成するSRIユニバースの中から、ESGへの取り組みを通じた成長性評価、バリュエーション、業績モメンタムによる銘柄選択を行います。



出典:三井住友信託銀行(2017年10月末時点)

# 4 ESG投資への取り組み

## クオリティ・グロース日本株ファンド(リサーチ・ROE向上型)

### 概要

当社では、企業の「稼ぐ力」に注目し、非財務情報を活用したMBIS®による企業分析を基に、ROEの持続的な向上が見込める銘柄に集中投資する「クオリティ・グロース日本株ファンド」(Japan Quality Growth Fund)を2015年から運用しています。

当ファンドは、ROEの構成要素である事業マージンに着目し、ROEの拡大を実現する企業を、「顧客価値」と「成長持続性」の評価軸として選択します。資本の圧縮によるROE改善には特

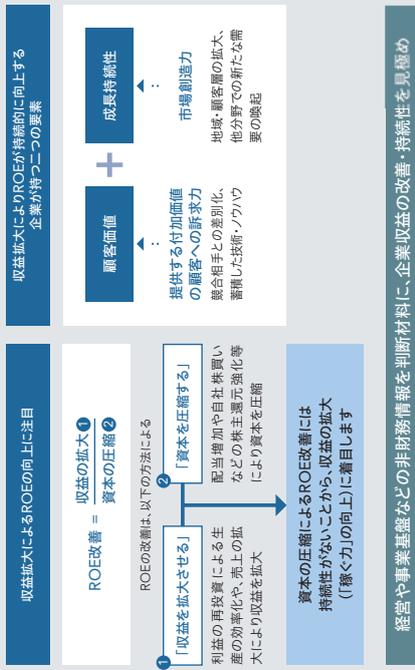
別性がなく、収益の拡大(「稼ぐ力」の向上)に着目します。

ROEが高水準で持続する企業の株価は市場をアウトパフォームしています。当ファンドでは、トップライン成長に伴う収益の拡大によりROEの向上が期待できる企業を選別します。

当社のアナリストカバー銘柄を対象に、定量・定性スクリーニングを施し、最終的にファンドマネージャーが20~50銘柄を選定する投資プロセスです。

## ROEの持続的な向上に注目

クオリティ・グロース日本株ファンドは、非財務情報を活用した企業分析を基に、持続的なROE向上が見込まれる銘柄への集中投資を行います。



## 債券運用とESGインテグレーション

当社では、社債投資を行うにあたって、当社独自の信用力判断のために社内格付の付与を行います。当該企業の信用力を評価しています。

社内格付は、信用力に対する説明力が高い「規模」「財務構成」「収益力」「返済力」に着目した「定量モデル」に、それではカバーできない「定性判断」を加えることにより決定しています。

## 社内格付付与について

- 当社独自の信用力判断(債券発行の確率性判断)のために、社内格付(独自格付)の付与を行います。
- 当該企業の信用力を評価します。
- 社内格付は「定量モデル」の元で、定量モデルではカバーできない「定性判断」を加えることにより行います。
- 状況、個別の競争力などのダウンサイドを評価したストレステシナリオを意図することで、トップダウンの変更や個別企業の業績変動・ニュースフローに対して、大幅な価格下落を回避すべく迅速な投資アクションを行う体制となっています。



# 4 ESG投資への取り組み

## 5 ESG課題に関する対応方針(ESGガイドライン)

### 当社の対応方針

グローバルなESG課題とその改善に関して、機関投資家は重要な役割を担っています。投資先企業に関する非財務情報分析を的確に行い、当該企業のESG課題および将来的に生じ得るリスクを認識した上で、企業側に課題の改善を促す活動は、グローバルな機関投資家を取り組むべき重要な課題です。

当社は日本版スチュワードシップ・コードに賛同する「責任ある機関投資家」として、またPRIへの署名機関として、ESG課題について投資先企

### 当社のESGガイドライン全文

#### (環境)

企業は、商品や活動による環境への影響に責任を持つことが期待される。

- (1)すべての環境法令に準拠すること
- (2)環境への影響を最小にすること
- 当社は、企業が環境インパクトについて責任を負いその義務を遂行するためのポリシーやガイドラインを株主に対し明示することを期待する。環境インパクトに対しては、予防的かつ最小限にとどめ、それを促進させる技術開発と伝播を推進することを期待する。

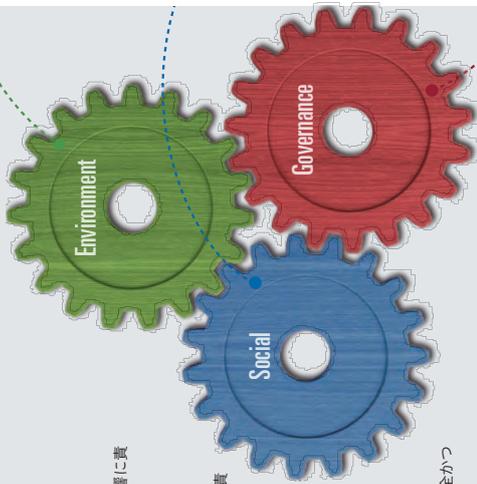
#### (社会・労働)

企業は、国際的な労働権利を順守し安全かつ健全な労働環境を築くことが期待される。

- (1)すべての労働法規を順守すること
- (2)良い労働基準を維持するために適切な手段をとること
- (3)健康・安全管理手法を特定し、それが実効することを担保すること
- (4)従業員の就労機会を平等に与えること
- (5)自己啓発、トレーニングに関するポリシーや計画を整備すること

業に積極的な働きかけ(エンゲージメント・議決権行使)を行い、課題解決を促すことにより、企業および社会全体の持続的成長に資することを目指しています。

こうした観点に基づき、当社は以下のESGガイドラインを定めています。当ガイドラインは国際的に批准されている基本的な枠組みを尊重し、原則として国連グローバル・コンパクト(共通認識)を踏まえた内容となっています。



- (6)優秀な人材を確保し会社方針・方向性に合わせる
  - (7)国際的に認知された人権侵害をしないよう適切な方策を講じ、侵害の可能性が高い国で活動している場合、その受注・発注先についてのガイドラインを設定すること
- 当社は、企業による人権侵害を許容しない。国際的な労働基準を遵守し従業員に対して安全

かつ種別的な労働環境を提供することを期待する。特に、雇用における差別の禁止、児童労働の禁止、強制労働の根絶、労働団体交渉権を確保することが重要と考える。

### (ガバナンス)

企業は、贈収賄、強要などの腐敗を避ける義務だけでなく、腐敗防止に取り組み方針や具体的プログラムを定める責任を持つことが期待される。

(1)強要と贈収賄を含むあらゆる形態の腐敗を防止するために取り組むこと

(2)ビジネス倫理や国際的道德規範を維持し、企業イメージやレピュテーションについて負の影響がないように努力すること

当社は、企業に腐敗を防止しビジネス道徳を遵守することを期待し、企業活動に関して取締役会がその監視と方向性を保つことを期待する。

#### Environment

**ESGの切り口**

- 気候変動
- 水リスク
- 生物多様性
- 汚染(水質・大気・土壌)
- エネルギー
- 資源管理

**ESG投資の視点**

- 温室効果ガスの削減
- 省エネの推進と再生エネルギーへの転換
- 自然資本に与える影響や依存状態に関する管理
- 新たなビジネス機会の追求 など

#### Social

**ESGの切り口**

- 人的資本
- 人権問題
- コミュニティ
- 人口変動

**ESG投資の視点**

- 人的資本の高度化
- 女性活用などのダイバーシティ推進
- 人権侵害の防止
- 地域社会への貢献 など

#### Governance

**ESGの切り口**

- コーポレートガバナンス
- リスク管理
- サステナビリティ戦略

**ESG投資の視点**

- 持続的成長を支えるガバナンス体制
- サステナビリティに対する経営のコミットメント
- サプライチェーン
- マネジメント など



### 気候変動とエンゲージメント

当社では、気候変動の課題に関する情報開示やリスクアセスメントを求めるエンゲージメントを行っています。前述のTCFDが求める「ガバナンス」「戦略」「リスク管理」と「リスクと投資機会」に關して気候変動が株主価値に与えるインパクトが大いと思われ、エネルギーや発電事業を行う会社に対して開示を求めます。

国内においては2016年以降、二酸化炭素排出量が多い電力や素材、機械セクターの企業に対するエンゲージメントを行っています(計18件)。海外においては、例えば2017年の議決権行使シーズンにおいて、Exxon Mobil(米国)に対する「気候変動関連情報の開示」に関する株主提案に賛同し

たほか、Anadarko Petroleum(米国、エネルギー採掘事業会社)に対しても「気候変動関連情報の開示」を求めるといった活動を実施しています。

### CDPへの参加による投資先企業の 水リスク・森林資源関連情報の開示促進

国際NGOであるCDPでは、機関投資家が連携して企業に対して気候変動への戦略などを求める活動を行っています。気候変動、水リスク、森林資源の三つが主な活動領域ですが、気候変動が最も多く、水リスク、森林資源が新たなテーマとして順次追加されました。CDPによる2017年の調査では、水リスクの質問票が送付された1,461社のうち764社が、森林資源では838社のうち211社が回答しており、回答率は低ながらも徐々に上昇しています。

当社はCDPへの参加とともに、CDPの開示情報をESGエンゲージメントや運用プロセスで活用しています。また、当社が参加するPRIのバーム油、水リスクの両ワーキンググループにおいても同調査結果を基に、投資先企業とのエンゲージメントを図っています。

### Climate Action 100+への参画

当社は、2017年12月から5年間にわたって実施される温暖化企業に対する共同エンゲージメントであるClimate Action 100+に参画しました。この活動はTCFDを基に行われ、温室効果ガス排出量の多い100社を世界中からリストアップし、PRIやCERESなどの署名機関と共同でエンゲージメントを行うことで情報開示を求めるものです。当社は、アジア・太平洋地域を担当して日本企業に対するエンゲージメントを実施します。

CO<sub>2</sub>排出量の多い国内企業に対するエンゲージメント事例

| セクター  | 件数 | エンゲージメント内容                                                     |
|-------|----|----------------------------------------------------------------|
| 電力・ガス | 8件 | 石炭火力発電比率の高い電力会社に対するCO <sub>2</sub> 排出量削減に関する取組方針の確立等           |
| 素材    | 6件 | 鉄鋼、セメント、紙などの企業に対するCO <sub>2</sub> 排出量ならびに削減状況など、環境に関する開示情報の改善等 |
| 機械    | 4件 | 自社の石炭火力発電設備や海外買収先の石炭事業に関する中期的なリスク認識の確立等                        |



## 4 ESG投資への取り組み

### 6 グローバルなESGエンゲージメントについて

具体的には、①PRI等に基づく活動、②国際規範に基づく不祥事等に対処する活動、③企業経営の効率化や秀でたコーポレートガバナンス構築を求めていく活動、を軸とするエンゲージメントです。当社はこれらの活動に積極的に参加し、一部の国際的な枠組みにおいてはワーキンググループの推進役(リード・マネージャー)を担うなど、ESG課題を持つ企業のリスク抑制に効果的かつ効果的に取り組んでいます。

以下では、当社のグローバルなESGエンゲージメントのほかに、さまざまな国際的な枠組みを活用した取り組みも行っています。



### 気候変動についての考え方

#### Action 1

#### パリ協定 (Paris Agreement)

世界が抱えるさまざまな課題、社会に関するリスクのうち、気候変動問題は、一刻の猶予を争う国際社会の重要な課題です。国際社会では、従来同問題に対してさまざまな枠組みが検討されてきましたが、2015年12月に「パリ協定」が採択され、地球温暖化対策の目標など、気候変動に関する枠組みが決まりました。

#### Action 2

#### TCFDによる気候関連財務情報開示タスクフォース最終提言

これを受けて、世界の主要金融機関の集まりである金融安定理事会(FSB)では気候変動が金融市場に及ぼす財務的影響の可視化を検討、投融资や保険引受関に必要情報開示のあり方を検討する「気候関連財務情報開示タスクフォース」(Task Force on Climate-related Financial Disclosures: TCFD)を設置し、2017年6月に情報開示のガイドラインとしての「気候関連財務情報開示タスクフォース最終提言」を公表しました。ここでは、金融機関が投融资先の企業やプロジェクトからの排出を多面的にモニタリング、情報開示、リスクを回避・低減することが要求されています。

# 4 ESG投資への取り組み



## 自然資本とエンゲージメント

自然資本とは、法人等、組織が価値創造の際に、  
 依存する六つの資本の一つと位置付けられ、「組織の過去、現在、将来の成功の基礎となる物・サービスを提供する全ての再生可能なおよび再生不可能な環境資源およびプロセス」と定義されます。具体的には、空気、水、土地、鉱物および森林、生物多様性、生態系の健全性が含まれると整理されています。

人間の生活は自然資本とそれが生み出す生態系サービスにより成り立っており、そのため自然資本を構成する自然資源を賢く活用することは、環境保全だけでなく社会の豊盛を固め、経済の発展を持続可能なものにすると考えられます。一方、自然資本を破壊することは、気候変動によるインパクト同様、負の外部経済効果をもたらします。

当社では、エンゲージメントにおいて、サプライチェーンを含めた自然資本の活用状況やリスクについてのガイドラインやポリシーを求め、長期的観点からリスクコントロールを行うことを要請しています。

### 国際規範・ルールに基づくエンゲージメント

当社では、国連グローバル・コンパクトやOECD多国籍企業行動指針などの国際規範に照らして是正が必要と判断した企業行動について、ISS Ethix®の責任投資専門チームと協働し、企業と問題解決に向けて話し合い、対策の実行を検証します。投資先企業の問題を解決して潜在価値を高める責任投資手法であり、世界の株式市場を国際社会の縮図と見なしてレベリングを図っています。(Case A, B, C参照)

※ 環境非営利団体ISSがS&P500のEthix社を設立し設立したコンパライジング会社で、ESGに関するさまざまなアドバイスを提供している。



### Case A Genting (本社: マレーシア)

**対話の概要** Genting社の子会社であるGenting Plantations社が保有するマレーシアのプランテーションにおいて水質汚染の懸念が発生。地元住民からRSPO (Roundtable on Sustainable Palm Oil: 持続可能なパーム油のための中卓会議) 宛て問題提起があったものです。事業関係を確認するとともに、事態改善に向けた取り組み状況についてヒアリングを行いました。

**投資先企業の反応** RSPOの「持続可能なパーム油生産のための原則と基準」を満たしていなかったことから問題改善に向けた環境アセスメントを実施。今後の対応方針について地元住民と合意に達しておりRSPOから関係者として合意済みとの回答を得ました。



### Case B BHP Billiton (本社: 豪州)

**対話の概要** BHP Billiton社とVale SA社の50%出資会社であるSamarco社が運営するブラジルのサルコ鉱山において、ダム決壊事故が発生、少なくとも11人が死亡しました。Samarco社は当該ダムを修復しましたが、ブラジル当局 (IBAMA) から十分な強度が確保されているか確信が持てないとの懸念が示されています。同社は同事故による環境への影響については情報開示を行っているものの、ダム決壊の原因や予防策を明らかにしていないことから、事態改善に向けた取り組み状況についてヒアリングを行いました。



**投資先企業の反応** BHP Billiton社から、ダム決壊事故の回復目的で設置された団体 (Fundacao Renova) が作成した環境改善の回復状況に係るレポートの開示を受けました。

**その他の対応** 当社としては同レポートにより一定の進展があることは認識できるものの、同社が作成したレポートではないことから対応姿勢に問題があるのではないかとの見解を述べています。また、ブラジル当局 (IBAMA) からの懸念事項については一部対応が未了となっていることから継続して対応するよう促しています。

### Case C パーム油事業会社に対するエンゲージメント

工業用・生活必需品に幅広く使用されているパーム油は、「あぶらやし」から精製され、プランテーション栽培が行われています。パーム油は、利便性や健康食品嗜好の高まりなどにより需要が急増する一方、乱開発により熱帯森林や生物多様性減少の原因となっているため、当社はマレーシアのSime Darby社をはじめとするパーム油事業関連会社に対して、保護価値の高い森林 (High Conservation Value) や高炭素貯蔵林 (High Carbon Stock) および泥炭湿地林 (Peat Land) の開発を行わないこと、墾地や開発のために焼畑方式をとらないこと、先住民、原住民、労働者の搾取禁止、既存農圃からの温暖化ガス排出量の段階的削減、現地・海外法令の遵守とベスト・プラクティスを要請しています。



# 4 ESG投資への取り組み



## 社会課題・人権とエンゲージメント

企業活動がグローバルに拡大し市場がグローバル化する国際社会の抱える課題はより複雑化しており、企業経営にさまざまな影響を与

ています。ビジネスのグローバル化に伴い、サプライチェーンにおける人権問題、地域住民の権利の社会・人権課題を取り込む要請が高まってきた。国際社会の取り組みとしては、2011年に国連で「ビジネスと人権に関する指導原則」が承認されビジネスと人権への関わり方を考える契機となっています。

### 当グループの人権に関する取り組み方針

当グループは、「三井住友トラスト・グループの社会的責任に関する基本方針(サステナビリティ方針)」において個人の尊重を掲げあらゆる企業活動において、個人の権利、多様な価値観を尊重し不当な差別行為の排除をうたっています。この方針を徹底するために2013年12月に人権に関する行動・判断の基準となる「人権方針」を制定しました。

当社では、前述の方針を踏まえ企業活動において直接的に人権侵害や社会問題、非人道的性が疑われる活動や事業のみならず、サプライチェーンにおけるリスクについても回避するよう求め関連する諸法令の遵守を求めています。(Case D参照)



### Case D 対地雷とクラスター爆弾に関連する企業とのエンゲージメント

対地雷ならびにクラスター爆弾問題に対しては、人道的観点や平和と安定の維持、復興開発への障害となることから国際的な取り組みがなされています。世界の金融業界は、同関連企業に対する金融的なサポートを回避するため、融資、投資銀行サービス、株式や債券への投資といった金融サービスを行わない動きが広がっているほか、製造を停止するよう働きかけを行っています。

当社ではクラスター爆弾を製造する企業に対して、製造停止を要求するエンゲージメントを積極的に行い、それを公表しています。具体的には、クラスター爆弾を製造するテクスロン社(米国)に対し、当社は製造停止を継続的にエンゲージメントしてきましたが、2015年11月に撤退を表明したシンガポール テクノロジーズ社(シンガポール)に続き、テクスロン社も2016年8月に撤退を表明しました。こうした活動を評価され、オランダのNGOが公表する同製造事業への投資を禁止した金融機関のリスト<sup>※1</sup>において、当社は国内金融機関として唯一「次点リスト(46社)」<sup>※2</sup>に入りました。

※1 オランダNGO、ハックス・クリスティが報告書「クラスター爆弾への世界の脱却:共通した責任」に掲載している企業リストを参照している。

## ダイバーシティへの取り組みに関するエンゲージメント

グローバルな活動を行う企業は、人種・性別を問わず有能な人材を集めて活用し、競争力の強化を図る必要があります。その動きはコーポレートガバナンスにおける取締役会の役員構成にも見られ、取締役会のダイバーシティを求める動きが世界的に顕在化しています。当社では、こうした動きや法令・規範の動向に合わせ、女性取締役の採用を軸としたダイバーシティへの取り組みをグローバルに強化しました。

このうち、フランス、オランダ、ノルウェーなどの法令・規範<sup>※1</sup>が明確な国については、会社のダイスクリューズ資料・株主総会資料等を通じて、女性取締役比率の目標に対する進捗を確認しています。なお、フランスでは2017年までに当該比率を40%(2016年:34.4%)とすることを目標としています<sup>※2</sup>。

一方、英国および米国には規範的な枠組みがないため、自主的なイニシアティブ(問題解決に

向けた新たな取り組みを求める組織)による活動となっており、英国には「30%クラブ」<sup>※3</sup>が、また米国を中心とした9カ国では「30%コアリション」<sup>※4</sup>が存在します。英国の「30%クラブ」はFTSE100<sup>※5</sup>採用企業の女性取締役比率を最低でも30%に引き上げる目的で2010年に設立されました。「30%コアリション」は「30%クラブ」に続き設立されたもので、女性取締役比率を30%にすることを含む女性の躍進に対してコミットメントしています。

当社は、これら二つのイニシアティブに2017年2月、署名しました。これらを通じた活動により、同4月から9月の間に計6件のエンゲージメントを実施しました。当社では、今後、この分野での活動をさらに拡大していく方針です。

※1 女性の取締役への登用比率を決めて、それを義務化(もしくは努力義務)している。  
 ※2 European Women on Boards, Gender Diversity on European Boards, 2016.  
 ※3 英国の代表的な非営利団体



# 4 ESG投資への取り組み

## 7 グローバルな企業行動指針などへの参加と活動

当社は、国際的な企業行動指針や原則に署名し、その活動を実践するとともに、国連や海外企業、NGOなどと協力し合いながら、エンゲージメントを行っています。

### グローバルな協働体制

- 1 PRI(責任投資原則)への署名**  
当社は、2006年5月に国連グローバル・コンパクトと国連環境計画・金融イニシアティブ(UNEP FI)が共同事務局となり策定した「責任投資原則」に署名しています。この原則は、年金基金や運用機関など機関投資家に対し、投資の意思決定に際してESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮するよう求めるものです。  
2016年は、水リスクワーキング・グループに加え、バーン油ワーキング・グループに参加し投資先企業とのエンゲージメントを図っています。
- 2 国連グローバル・コンパクト(国連GC)への署名**  
国連GCは、アナン前国連事務総長により提唱された人権・労働・環境・腐敗防止に関する行動原則で、署名企業はその実現に向けた取り組みが求められます。当グループは、2005年7月に日本の銀行として初めて署名し、その支持・促進を通じて社会の良き一員として行動することを宣言しました。なお、当グループは国連GCの署名企業が参加するグローバル・コンパクト・ネットワーク・ジャパン(GCNJ)のメンバーにもなっています。
- 3 Ceresへの署名**  
セリーズ(Ceres:Coalition for Environmentally Responsible Economies)は、地球温暖化などの環境問題に関する企業の取り組みを推進するNGOです。組織名前は「環境に責任を持つ経済のための連合」です。主に北米を中心に150の機関投資家が参加する投資家ネットワークでエンゲージメントに積極的に取り組んでいます。
- 4 CDPへの参加**  
CDPは、気候変動などの環境問題に取り組む国際NGOで2000年に設立された「カーボン・ディスクロージャー・レポート」が前身です。このプロジェクトは、主要国の時価総額の上位企業に対して、毎年質問票を送付しており、企業側からの回答率も年々高まっています。回答された質問票は基本的には公開され、取り組み内容に応じたスコアリングが世界に公表されており企業価値を測る一つの重要な指標となります。
- 5 30%コアリション(米国)・30%クラブ(英国)への署名**  
企業の取締役会がダイバーシティを高めるよう活動する投資家ネットワークです。当社は米国(30%コアリション)と英国(30%クラブ)それぞれに署名しており、ダイバーシティが投資先企業に取り込まれるよう活動しています。



### PRI(責任投資原則)への積極的な関与

国連機関が主導して制定されたPRI(責任投資原則)は、機関投資家の意思決定プロセスにESGを考慮することを求めているものです。当社は2006年5月の制定時にPRIに署名し、六つの原則に則った方針を策定し、最新の動向を踏まえた取り組みを行ってきました。また、PRIはこれらの原則に関するコミットメントや進捗状況について署名団体の報告に基づいて評価(最高A+、最低E)しています。当社は、下表の通り総じて良好な評価を得ており、総合評価では3年連続で「A+」を獲得しています。今後は、債券投資のESGインテグレーションを推進するなど、課題の改善に取り組んでいきます。

#### 当社に対するPRIアセスメント状況

| 責任投資へのアプローチ(総合評価)     | 2017 |
|-----------------------|------|
| 上場株式における責任投資への統合状況    | A+   |
| 上場株式におけるアクティブ・オーナーシップ | A+   |
| 債券投資における責任投資          | B    |
| エンゲージメント              | A    |
| 議決権行使                 | A+   |
| 国債等                   | B    |
| 社債等                   | C    |



## 4 ESG投資への取り組み

### 8 PRI(責任投資原則)への対応方針

PRI(責任投資原則)はグローバルな運用機関、年金基金、関連団体などに対し、投資の意思決定に際してESGを考慮するよう求めるものです。発足した2006年4月には100機関が署名し、運用資産総額6.5兆米ドルでしたが、2017年10月時点では署名機関数は1,830、運用資産総額は約70兆米ドルまで増加するなど、その位置付けは重要性を増しています。

**原則1** 私たちは、投資分析と意思決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。

当社は、投資先企業の持続的な企業価値の維持・改善を見極める目的から経営の徹底度合い、戦略実行力や改革力など非財務情報を分析・評価、さらにその分析・評価によって得た知見を運用に活用する取り組み(ESGインテグレーション)を推進します。

- 具体的には、国内・海外企業など投資先やアクティブ・パッシブ等の運用手法を問わず、投資機会と投資リスクを分析する投資コンセプト(MBIS®)を構築し、能動的なエンゲージメントを行うことにより投資機会の発見と投資リスクの低減を目指しています。

**原則2** 私たちは活動的な所有者となり、所有方針と所有慣習にESG問題を組み入れます。

当社は、ESG課題に配慮したエンゲージメントおよび議決権行使を実施、その活動を通じ投資先企業に対してESG課題への適切な取り組みを促します。

- ESG課題について、エンゲージメントにより投資先企業に対し将来的な目標を提示し、課題解決を促していきます。望むべき課題解決の方策や糸口が見えない場合には、一定の期間ののち議決権行使によって当社の立場や意見を表明することとします。

**原則3** 私たちは投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。

当社は、投資先企業に対しESG課題について適切な開示を求めます。

- 当社は、温暖化や水リスクなど外部要因となるESG課題やリスクについて投資先企業に対し開示を求めます。

### 原則4

私たちは資産運用業界において本原則が受け入れられ実行に移されるように働きかけを行います。

当社は、資産運用業界において本原則が受け入れられ実行に移されるように、投資先企業とのエンゲージメントや啓発活動を積極的に行進します。

- 当社は、PRIのファウンディング・メンバーの経験を生かしたESG啓発活動を積極的に行っており、PRI日本ネットワークでは中心的な役割を担っています。また、各業界団体主催の講演会や、RI Asiaなどメディア主宰の会議体にプレゼンターやパネリストとして参加し、ESG課題について啓発活動を行っています。

### 原則5

私たちは本原則を実行する際の効果を高めるために協働します。

当社は、本原則を実行する際の効果を高めるため、本原則が主宰するワーキング・グループへの参加やESG課題解決を目的として設立された署名団体に関与し、内外運用機関との連携を行います。

- 当社は、PRIが主宰するワーキング・グループに積極的に関与し中心的な役割を担っていきます。

### 原則6

私たちは本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

当社は、本原則を実行し、その活動状況や進捗状況に関して本原則で求められる報告書を作成し報告しています。





### ウェブサイト

当グループの詳細はウェブサイトでご覧になれます。



三井住友トラストグループについて  
[http://www.smtb.jp/about\\_us/](http://www.smtb.jp/about_us/)



スチュワードシップ活動について  
<http://www.smtb.jp/business/instrument/voting/>

### お問い合わせ先

#### 三井住友信託銀行株式会社

スチュワードシップ推進部(stewardship@smtb.jp)

本件に係るお問い合わせにつきましては、上記メールアドレス宛にお願い申し上げます。

改訂前からの変更点

「責任ある機関投資家」の諸原則  
《日本版スチュワードシップ・コード》  
～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会

平成 29 年 5 月 29 日



三井住友信託銀行は、調剤原紙に用いたもの思いから、本冊子にFSC®森林認証紙(調剤原紙)を使用しています。FSC®森林認証紙とは、植林から伐採までのサイクルを適正に管理し、用紙の生産・消費にも十分配慮した森林の木材を原料にした用紙です。この用紙の使用は、社会・環境・経済に配慮した森林経営を支援し、森林保護にも役立ちます。

本冊子は環境に優しい植物性インクで印刷されています。

## スチュワードシップ・コード改訂に当たって

平成29年5月29日  
スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会

- 平成26年2月26日、「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」によりスチュワードシップ・コードが策定されてから約3年が経過した。この間、スチュワードシップ・コードの受入れを表明した機関投資家は200を超えるに至り、また、平成27年6月には、上場企業に対し、コーポレートガバナンス・コードの適用が開始された。両コードの下で、コーポレートガバナンス改革には一定の進捗が見られるものの、いまだに形式的な対応にとどまっているのではないかと指摘もなされている。
- こうした中、平成28年11月30日、金融庁・東京証券取引所に設置された「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」において、「機関投資家による実効的なスチュワードシップ活動のあり方」と題する意見書（以下、「意見書」という。）が公表された。意見書においては、コーポレートガバナンス改革を「形式」から「実質」へと深化させていくためには、機関投資家が企業との間で深度ある「建設的な対話」を行っていくことが必要であるとされ、スチュワードシップ・コードの改訂が提言された。
- 意見書を受け、金融庁において、平成29年1月から計3回にわたり、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（以下、前出の「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」と併せ、「本検討会」という。）を開催し、コード改訂に向けた議論を重ねてきた。こうした議論を踏まえ、今般、本検討会は改訂版のスチュワードシップ・コード（以下、「本コード」という。）を取りまとめた。
- 意見書においては、
  - ・ アセットオーナーによる実効的なチェック
  - ・ 運用機関のガバナンス・利益相反管理等
  - ・ バンク運用における対話等
  - ・ 議決権行使結果の公表の充実
  - ・ 運用機関の自己評価
 についての提言がなされており、本検討会は、これらの内容について議論を行い、新たに本コードに盛り込むこととした。
- さらに、検討の過程では、意見書にある論点以外についても、以下のような指摘がなされた。

- ・ 現在のコードにおいても、議決権行使助言会社に、利益相反管理等の各原則が当てはまるとは示されているが、議決権行使助言会社自身が、十分な経営資源を投入した上でサービスを提供することが重要であり、また、自らの取組みについて公表を求めることが考えられるのではないか。
  - ・ 複数の機関投資家が協働して企業と対話を行うこと（集团的エンゲージメント）について、企業との間で対話を行う際の選択肢として考えられることを、コードにも盛り込むべきではないか。他方で、集团的エンゲージメントを行う際には、対話が形式的にならないよう、十分留意する必要があるのではないか。
  - ・ ESG（環境・社会・ガバナンス）要素のうち、投資先企業の状況を踏まえ重要と考えられるものは、事業におけるリスク・収益機会 の両面で、中長期的な企業価値に影響を及ぼすのではないか。
- こうした指摘を踏まえ、関連する事項についても、今回の改訂に当たって盛り込んだところである。
- 本コードの取りまとめに当たっては、策定時と同様に、和英両文によるパブリックコメントを実施し、和文については18の個人・団体から、英訳版については11の個人・団体から意見が寄せられた。本検討会においては、これらについても検討を行い、本コードの取りまとめに反映させていただいた。
  - 本検討会は、現在コードを受け入れている機関投資家に対して、改訂版コード公表の遅くとも6ヶ月後（平成29年11月末）までに、改訂内容に対応した公表項目の更新（及び更新を行った旨の公表と金融庁への通知）を行うことを期待する。

本版スチュワードシップ・コード》「(以下、「**本コード**」**という**)」を策定した。なお、「**本コード**」の取りまとめに当たっては、和英両文によるパブリックコメントを実施し、和文については26の個人・団体から、**英訳版**については19の個人・団体から充実した意見が寄せられた。本検討会は、これらについても議論を行い、「**本コード**」の取りまとめに反映させていただいた。

### 本コードの目的

4. 冒頭に掲げたように、本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先の日本企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該「スチュワードシップ責任」を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。

5. 一方で、企業の側においては、**コーポレートガバナンス・コード(平成27年6月1日適用開始)**に示されているように、経営の基本方針や業務執行に関する意思決定を行う取締役会が、経営陣による執行を適切に監督しつつ、適切なガバナンス機能を発揮することにより、企業価値の向上を図る責務を有している。企業側のこうした責務と本コードに定める機関投資家の責務とは、いわば「車の両輪」であり、両者が適切に相まって質の高い**企業統治コーポレートガバナンス**が実現され、企業の持続的な成長と顧客・受益者の中長期的な投資リターンの確保が図られていくことが期待される。本コードは、こうした観点から、機関投資家と投資先企業との間で建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)が行われることを促すものであり、機関投資家が投資先企業の経営の細部にまで介入することを意図するものではない。

6. また、スチュワードシップ責任を果たすための機関投資家の活動(以下、「スチュワードシップ活動」という。)において、議決権の行使は重要な要素ではあるものの、当該活動は単に議決権の行使のみを意味するものと理解すべきではない。スチュワードシップ活動は、機関投資家が、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、当該企業の状況を適切に把握することや、これを踏まえて当該企業と建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)を行うことなどを含む、幅広い活動を指すものである<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> また、本コードは、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に合うと考えられる場合に売却を行うことを否定するものではない。  
<sup>3</sup> **金融庁**において、**平成26年2月**、機関投資家と投資先企業との対話の円滑化を図るため、**大量保有報告制度や公開買付制度等に係る法的論点について**、**可能な限り詳細の明確化が図られ**

### 「責任ある機関投資家」の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード> について

本コードにおいて、「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」(最終受益者を含む。以下同じ。)の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任を意味する。

本コードは、機関投資家が、顧客・受益者と投資先企業の双方を視野に入れ、「責任ある機関投資家」として当該スチュワードシップ責任を果たすに当たり有用と考えられる諸原則を定めるものである。本コードに沿って、機関投資家が適切にスチュワードシップ責任を果たすことは、経済全体の成長にもつながるものである。

### 経緯及び背景

1. 平成24年12月、我が国経済の再生に向けて、円高・デフレから脱却し強い経済を取り戻すため、政府一体となって、必要な経済対策を講じるとともに成長戦略を実現することを目的として、内閣に「日本経済再生本部」が設置された。また、平成25年1月、同本部の下に、我が国産業の競争力強化や国際展開に向けた成長戦略の真実化と推進について調査審議するため、「産業競争力会議」が設置された。同会議における議論を踏まえ、日本経済再生本部において、本部長である内閣総理大臣より、「内閣府特命担当大臣(金融)は、関係大臣と連携し、企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い範囲の機関投資家が適切に受託者責任を果たすための原則のあり方について検討すること。」との指示がなされた<sup>1</sup>。

2. 以上の経緯を経て、平成25年6月、いわゆる「第三の矢」としての成長戦略を定める「日本再興戦略」において、「機関投資家が、対話を通じて企業の中長期的な成長を促すなど、受託者責任を果たすための原則(日本版スチュワードシップ・コード)」、すなわち「企業の持続的な成長を促す観点から、幅広い機関投資家が企業との建設的な対話を行い、適切に受託者責任を果たすための原則」について検討を進め、年内に取りまとめることが閣議決定された。

3. 前記の総理指示及び閣議決定を踏まえた検討の場として、平成25年8月、金融庁において「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」(以下、「**本検討会**」**という**)が設置された。**本回**検討会は、同年8月から計6回にわたって議論を重ね、**今般平成26年2月26日**、「『責任ある機関投資家』の諸原則 <日本版スチュワードシップ・コード>」が設置された。

<sup>1</sup> 日本経済再生本部 第6回会合(平成25年4月2日)

する「ルーペベース・アプローチ」(細則主義)ではなく、機関投資家が各々の置かれた状況に応じて、自らのスケジュール責任をその実質において適切に果たすことができるよう、いわゆる「プリンシプルベース・アプローチ」(原則主義)を採用している。

「プリンシプルベース・アプローチ」は、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられるが、その意義は、一見、抽象的で大掴みな原則(プリンシプル)について、関係者がその趣旨・精神を確認し、互いに共有した上で、各自、自らの活動が、形式的な文言・記載ではなく、その趣旨・精神に照らして真に適切か否かを判断することにある。機関投資家が本コードを踏まえて行動するに当たっては、こうした「プリンシプルベース・アプローチ」の意義を十分に踏まえることが望まれる。

11. 本コードは、法令とは異なり、法的拘束力を有する規範ではない。本検討会は、本コードの趣旨に賛同しこれを受け入れる用意がある機関投資家に対して、その旨を表明(公表)することを期待する。

12. その上で、本コードは、いわゆる「コンプライ・オア・エクスプレイン」(原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか)の手法を採用している。すなわち、本コードの原則の中に、自らの個別事情に照らして実施することが適切でないと考ええる原則があれば、それを「実施しない理由」を十分に説明することにより、一部の原則を実施しないことも想定している。したがって、前記の受入れ表明(公表)を行っていないことには注意を要する。ただし、当然のことながら、機関投資家は、当該説明を行う際には、実施しない原則に係る自らの対応について、顧客・受益者の理解が十分に得られるよう工夫すべきである。

13. 以下、こうして「コンプライ・オア・エクスプレイン」の手法も、我が国では、いまだ馴染みの薄い面があると考えられる。機関投資家のみならず、顧客・受益者の側においても、当該手法の趣旨を理解し、本コードの受入れを表明(公表)した機関投資家の個別の状況を十分に尊重することが望まれる。本コードの各原則の文言・記載を表面的に捉え、その一部を実施していないことのみをもって、機械的にスケジュールシッパ責任が果たされていないと評価することは適切ではない。  
なお、原則を実施しつつ、併せて自らの具体的な取組みについて積極的に説明を行うことも、顧客・受益者から十分な理解を得る観点からは、有益であると考えられる。

14. 本検討会は、本コードの受入れ状況を可視化するため、本コードを受け入れる機関投資家に対して、

- ・ 以下を自らのウェブサイトにて公表すること

7. 本コードにおいて、機関投資家は、資金の運用等を受託し自ら企業への投資を担う「資産運用者としての機関投資家」(投資運用会社など以下、「運用機関」という。)である場合と、当該資金の出し手を含む「資産保有者としての機関投資家」(年金基金や保険会社など以下、「アセットオーナー」という。)である場合とに大別される。

このうち、「資産運用者としての機関投資家」運用機関には、投資先企業との日々の建設的な対話等を通じて、当該企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。

また、「資産保有者としての機関投資家」アセットオーナーには、スケジュールシッパ責任を果たす上での基本的な方針を示した上で、自ら、あるいは委託先である「資産運用者としての機関投資家」運用機関の行動を通じて、投資先企業の企業価値の向上に寄与することが期待される。

「資産運用者としての機関投資家」運用機関は、「資産保有者としての機関投資家」アセットオーナーの期待するサービスを提供できるよう、その意向の適切な把握などに努めるべきであり、また、「資産保有者としての機関投資家」アセットオーナーは、「資産運用者としての機関投資家」運用機関の評価に当たり、短期的な視点のみに偏ることなく、本コードの趣旨を踏まえた評価に努めるべきである。

機関投資家による実効性のある適切なスケジュールシッパ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を目指すものである。したがって、スケジュールシッパ活動の実施に伴う適正なコストは、投資に必要なコストであるという意識を、機関投資家と顧客・受益者の双方において共有すべきである。

8. 本コードの対象とする機関投資家は、基本的に、日本の上場株式に投資する機関投資家を念頭に置いている。また、本コードは、機関投資家から業務の委託を受ける議決権行使助言会社等に対してもあてはまるものである。

### 「プリンシプルベース・アプローチ」及び「コンプライ・オア・エクスプレイン」

9. 本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家が自らの置かれた状況に応じて工夫すべきものである。本コードの履行の態様は、例えば、機関投資家の規模や運用方針(長期運用であるか短期運用であるか、アクティブ運用であるかパッシブ運用であるか等)などによって様々に異なり得る。

10. こうした点に鑑み、本コードは、機関投資家が取るべき行動について詳細に規定

る。以下が望ましい。(金融庁では、別に示すような形  
(<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legal-issue.pdf>)で「日本版スケジュールシッパ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理」を公表し、疑義の明確化を図っている (<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legal-issue.pdf>))

- 二 「コードを受け入れる旨」(受入れ表明)及び
  - 二 「スチュワードシップ責任を果たすための方針など「コードの各原則(指針を含む)」に基づく公表項目」<sup>4</sup>
- ① スチュワードシップ責任を果たすための方針などコードの各原則(指針を含む)において公表が求められている**具体的項目**
  - ② 実施しない原則(指針<sup>4</sup>を含む)がある場合には、その理由の説明を含む<sup>5</sup>を自らのウェブサイトで公表すること
- ・ 当該公表項目について、毎年、見直し・更新を行うこと(更新を行った場合には、その旨も公表すること)
  - ・ 当該公表を行ったウェブサイトのアドレス(URL)を金融庁に通知することを期待する。
- また、本検討会は、当該通知を受けた金融庁に対して、当該公表を行った機関投資家について、一覧性のある形で公表を行うことを期待する。

**4514.** 本検討会は、機関投資家による本コードの実施状況(受入れ・公表を含む)や国際的な議論の動向等も踏まえ、本コードの内容の更なる改善が図られていくことを期待する。このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目標として、本コードの定期的な見直しを検討するなど、適切な対応をとることを期待する。こうした見直しが定期的に行われることにより、機関投資家やその顧客・受益者において、スチュワードシップ責任に対する認識が一層深まり、本コードが我が国において更に広く定着していく効果が期待できるものと考えられる。

<sup>4</sup> 指針の中には、一定の事項が「重要である」とするなど、必ずしも一定の行動を取るべき(取るべきでない)旨が明示されていないものがあり、こうした指針については、必ずしも、実施しない理由を説明することを求めるものではない。

## 本コードの原則

投資先企業の持続的成長を促し、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るために、

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4. 機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5. 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6. 機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7. 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその専業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

1-5. アセットオーナーは、運用機関のスケジュール活動が自らの方針と整合的なものとなっているかについて、運用機関の自己評価なども活用しながら、実効的に運用機関に対するモニタリングを行うべきである。このモニタリングに際しては、運用機関と投資先企業との間の対話の「質」に重点を置くべきであり、運用機関と投資先企業との面談回数、面談時間等の形式的な確認に終始すべきではない。

**原則1 機関投資家は、スケジュールシ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。**

### 指針

1-1. 機関投資家は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」<sup>5</sup>（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図るべきである。

1-2. 機関投資家は、こうした認識の下、スケジュールシドシップ責任を果たすための方針、すなわち、スケジュールシドシップ責任をどのように考え、その考えに則って当該責任をどのように果たしていくのか、また、顧客・受益者から投資先企業へ向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）の中での自らの置かれた位置を踏まえ、どのような役割を果たすのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである<sup>6</sup>。

1-3. アセットオーナーは、最終受益者の利益の確保のため、可能な限り、自らスケジュールシドシップ活動に取り組みべきである。また、自ら直接的に議決権行使を含むスケジュールシドシップ活動を行わない場合には、運用機関に、実効的なスケジュールシドシップ活動を行うよう求めるべきである。

1-4. アセットオーナーは、運用機関による実効的なスケジュールシドシップ活動が行われるよう、運用機関の選定や運用委託契約の締結に際して、議決権行使を含め、スケジュールシドシップ活動に関して求める事項や原則を運用機関に対して明確に示すべきである。特に大規模なアセットオーナーにおいては、インベストメント・チェーンの中での自らの置かれている位置・役割を踏まえ、運用機関の方針を検証なく単に採択するのではなく、スケジュールシドシップ責任を果たす観点から、自ら主体的に検討を行った上で、運用機関に対して議決権行使を含むスケジュールシドシップ活動に関して求める事項や原則を明確に示すべきである。

<sup>5</sup> 「目的を持った対話」とは、「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すこと」として対話」を指す（原則4の指針4-1参照）。

<sup>6</sup> 当該方針の内容は、各機関投資家の業務の違いにより、例えば、主として**養蚕運用者運用機関**としての業務を行っている機関投資家と、主として**養蚕株主者アセットオーナー**としての業務を行っている機関投資家とは、自ずと異なり得る。

**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。

**指針**

- 2-1. 機関投資家は顧客・受益者の利益を第一として行動すべきである。一方で、スチュワードシップ活動を行うに当たっては、自らが所属する企業グループと顧客・受益者の双方に影響を及ぼす事項について議決権を行使する場合など、利益相反の発生が避けられない場合がある。機関投資家は、こうした利益相反を適切に管理することが重要である。
- 2-2. 機関投資家は、こうした認識の下、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、これをどのように**実効的に**管理するのかについての明確な方針を策定し、これを公表すべきである。  
特に、運用機関は、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、それぞれの利益相反を回避し、その影響を実効的に排除するなど、顧客・受益者の利益を確保するための措置について具体的な方針を策定し、これを公表すべきである。
- 2-3. 運用機関は、顧客・受益者の利益の確保や利益相反防止のため、例えば、独立した取締役会や、議決権行使の意思決定や監督のための第三者委員会などのガバナンス体制を整備すべきである。

- 2-4. 運用機関の経営陣は、自らが運用機関のガバナンス強化・利益相反管理に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである。

**原則3** 機関投資家は、投資先企業の特長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。

**指針**

- 3-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その特長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ることが重要である。
- 3-2. 機関投資家は、こうした投資先企業の状況を継続的に行うべきであり、また、実効的な把握ができていないかについて適切に確認すべきである。
- 3-3. 把握する内容としては、例えば、投資先企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、事業におけるリスク・収益機会（社会・環境問題に関連する**リスク**の**もの**を含む）及び**むしろリスク・収益機会**への対応など、非財務面の事項を含む様々な事項が想定されるが、特にどのような事項に着目するかについては、機関投資家ごとに運用方針には違いがあり、また、投資先企業ごとに把握すべき事項の重要性も異なることから、機関投資家は、自らのスチュワードシップ責任に照らし、自ら判断を行うべきである。その際、投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、これを早期に把握することができると努めるべきである。

<sup>7</sup> ガバナンスと共にESG要素と呼ばれる。

4-3-5. 一般に、機関投資家は、未公表の重要事実を受領することなく、公表された情報をもとに、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を行うことが可能である。また、「[Q20/OECD](#) コーポレート・ガバナンス原則」や、これを踏まえて策定された東京証券取引所の「[上場会社コーポレート・ガバナンス原則](#)」[コーポレートガバナンス・コード](#)」は、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等を図ることを基本としている。投資先企業と対話を行う機関投資家は、企業がこうした基本原則の下に置かれていることを踏まえ、当該対話において未公表の重要事実を受領することについては、基本的には慎重に考えるべきである<sup>13</sup>。

**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。**

## 指針

4-1. 機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話<sup>8</sup>を、投資先企業との間で建設的に行うことを通じて、当該企業と認識の共有<sup>9</sup>を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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<sup>10</sup>。

4-2. [パシンプ運用は、投資先企業の株式を売却する選択が限られ、中長期的な企業価値の向上を促す必要性が高いことから、機関投資家は、パシンプ運用を行うに当たって、より積極的の中長期的視点に立った対話や議決権行使に取り組むべきである。](#)

4-2-3. 以上を踏まえ、機関投資家は、実際に起こり得る様々な局面に応じ、投資先企業との間でどのような対話を行うのかなどについて、あらかじめ明確な方針を持つべきである<sup>11</sup>。

4-4. [機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（集団的エンゲージメント）が有益な場合もあり得る<sup>12</sup>。](#)

<sup>8</sup> その際、対話を行うこと自体が目的であるかのような「形式主義」に陥ることのないよう留意すべきである。

<sup>9</sup> 認識の共有には、機関投資家と投資先企業との間で意見が一致しない場合において、不一致の理由やお互いの意見の背景について理解を深めていくことも含まれる。

<sup>10</sup> 当該企業との対話の内容等を踏まえ、更に深い対話を行う先を選別することも考えられる。

<sup>11</sup> 当該方針の内容は、例えば、主として**資産運用者運用指針**としての業務を行っている機関投資家と、主として**資産保有者アセットオーナー**としての業務を行っている機関投資家とは、必ずしも異なり得る。

<sup>12</sup> この点に関連し、平成26年2月に公表された金融庁の「[日本版スチュワードシップ・コードの策定を踏まえた法的論点に係る考え方の整理](#)」([http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legal\\_issuue.pdf](http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legal_issuue.pdf))〔再掲〕は、具体的などのような場合に大量保有報告制度における「共同保有者」(及び公開買付制度における「特別関係者」)に該当するかについて、**解釈の明確化を図っている。**

<sup>13</sup> その上で、投資先企業との特別な関係等に基づき未公表の重要事実を受領する場合には、当該企業の株式の売買を停止するなど、インサイダー取引規制に抵触することを防止するための措置を講じた上で、当該企業との対話に臨むべきである。

顧客・受益者の特性等により様々に異なり得るものであるため、こうした点に照らし、前記の集計公表に代わる他の方法により議決権の行使結果を公表する方が、自らのスチュワードシップ活動全体についてより的確な理解を得られると考えられる場合には、その理由を説明しつつ、当該他の方法により議決権行使結果の公表を行うことも考えられる。

5-4. 機関投資家は、議決権行使助言会社のサービスを利用する場合であっても、議決権行使助言会社の助言に機械的に依拠するのではなく、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、自らの責任と判断の下で議決権を行使すべきである。仮に、議決権行使助言会社のサービスを利用している場合には、議決権行使結果の公表に合わせ、その旨及び当該サービスをどのように活用したのかについても公表すべきである。

5-5. 議決権行使助言会社は、企業の状況の的確な把握等のために十分な経営資源を投入し、また、本コードの各原則（指針を含む）が自らに当てはまることに留意して、適切にサービスを提供すべきである。  
また、議決権行使助言会社は、業務の体制や利益相区管理、助言の策定プロセス等に関し、自らの取組みを公表すべきである。

**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。

**指針**

5-1. 機関投資家は、すべての保有株式について議決権を行使するよう努めるべきであり、議決権の行使に当たっては、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、議案に対する賛否を判断すべきである。

5-2. 機関投資家は、議決権の行使についての明確な方針を策定し、これを公表すべきである<sup>14</sup>。当該方針は、できる限り明確なものとするべきであるが、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。

5-3. 機関投資家は、議決権の行使結果を、少なくとも議案の主な種類ごとに整理・集計して公表すべきである。

こうした公表は、また、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすための方針に沿って適切に議決権を行使しているか否かについての可視性をさらに高める上で重要である観点から、機関投資家は、議決権の行使結果を、個別の投資先企業及び議案ごとに公表すべきである<sup>15</sup>。それぞれの機関投資家の置かれた状況により、個別の投資先企業及び議案ごとに議決権の行使結果を公表することが必ずしも適切でないと考えられる場合には、その理由を積極的に説明すべきである。

議決権の行使結果を公表する際、機関投資家が議決権行使の賛否の理由について対外的に明確に説明することも、可視性を高めることに資すると考えられる。

ただし、スチュワードシップ責任を果たすに当たり、どのような活動に重点を置くかは、自らのスチュワードシップ責任を果たすための方針、運用方針、

<sup>14</sup> なお、投資先企業の議決権に係る権利確定日をまたぐ買株取引を行うことを想定している場合には、当該方針においてこうした買株取引についての方針を記載すべきである。

<sup>15</sup> 個別の議決権行使結果を公表した場合、賛否の結果のみに過度に關心が集まり、運用機関による形式的な議決権行使を助長するのではないかなどの懸念が指摘されている。しかし、運用機関は、自らが運用する資産の最終受益者に向けて、活動の透明性を高めていくことが重要である。さらに、我が国においては、金融グループ系列の運用機関が多く見られるところ、こうした運用機関において、議決権行使をめぐる利益相区への適切な対応がなされていない事例が多いのではないかと懸念を払拭するためにも、個別の議決権行使結果を公表することが重要である。

**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。

#### 指針

- 6-1. 「資産運用者としての機関投資家+運用機関」は、直接の顧客に対して、スチュワードシップ活動を通じて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いて、原則として、定期的に報告を行うべきである<sup>16</sup>。
- 6-2. 「資産保有者としての機関投資家+アセットオーナー」は、受益者に対して、スチュワードシップ責任を果たすための方針と、当該方針の実施状況について、原則として、少なくとも毎年に1度、報告を行うべきである<sup>16</sup>。
- 6-3. 機関投資家は、顧客・受益者への報告の具体的な様式や内容については、顧客・受益者との合意や、顧客・受益者の利便性・コストなども考慮して決めべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである<sup>17</sup>。
- 6-4. なお、機関投資家は、議決権の行使活動を含むスチュワードシップ活動について、スチュワードシップ責任を果たすために必要な範囲において記録に残すべきである。

<sup>16</sup> ただし、当該報告の相手方自身が個別報告は不要との意思を示しているような場合には、この限りではない。また、顧客・受益者に対する個別報告が事実上困難な場合には、当該報告に代えて、一箇に公開可能な情報を公表することも考えられる。

<sup>17</sup> なお、当該報告において、資産運用上の秘密等を明かすことを求めるものではない。

**原則7** 機関投資家は、投資先企業の特長的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

#### 指針

- 7-1. 機関投資家は、投資先企業との対話を建設的なものとし、かつ、当該企業の特長的成長に資する有益なものとしていく観点から、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。
- 7-2. このため、機関投資家は、こうした対話や判断を適切に行うために必要な体制の整備を行うべきである。
- 7-2. 特に、機関投資家の経営陣はスチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えているべきであり、系列の金融グループ内部の論理などに基づいて構成されるべきではない。  
また、機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実にスチュワードシップ活動の実行とそとのための組織構築・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。
- 7-3. こうした対話や判断を適切に行うための一助として、必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益であると考えられる。
- 7-4. また、機関投資家は、過去に行なった投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断の機づかについて、これらが適切であったか否か本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、スチュワードシップ責任を果たすための方針や議決権行使の方針本コードが策定を求めている各方針の改善につなげるなど、将来のスチュワードシップ活動がより適切なものとなるよう努めるべきである。  
特に、運用機関は、特長的な自らのガバナンス体制・利益相反管理や、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を定期的に自己評価し、結果を公表すべきである<sup>18</sup>。

<sup>18</sup> こうした自己評価の結果の公表は、アセットオーナーが運用機関の選定や評価を行うことにも資すると考えられる。

日本取引所グループ金融商品取引法研究会

家計の資産形成等を巡る状況と課題

2018年1月26日(金) 15:00~17:00

大阪取引所5階取締役会議室及び東京証券取引所4階402会議室

出席者(五十音順)

|    |    |                    |
|----|----|--------------------|
| 飯田 | 秀総 | 東京大学大学院法学政治学研究科准教授 |
| 石田 | 眞得 | 関西学院大学法学部教授        |
| 梅本 | 剛正 | 甲南大学大学院法学研究科教授     |
| 片木 | 晴彦 | 広島大学大学院法務研究科教授     |
| 川口 | 恭弘 | 同志社大学法学部教授         |
| 久保 | 大作 | 大阪大学大学院高等司法研究科教授   |
| 小出 | 篤  | 学習院大学法学部教授         |
| 志谷 | 匡史 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |
| 白井 | 正和 | 同志社大学法学部教授         |
| 龍田 | 節  | 京都大学名誉教授(特別会員)     |
| 船津 | 浩司 | 同志社大学法学部教授         |
| 前田 | 雅弘 | 京都大学大学院法学研究科教授     |
| 松尾 | 健一 | 大阪大学大学院高等司法研究科准教授  |
| 森田 | 章  | 同志社大学大学院司法研究科教授    |
| 行澤 | 一人 | 神戸大学大学院法学研究科教授     |

【報 告】

家計の資産形成等を巡る状況と課題

金融庁総務企画局市場課長  
小 森 卓 郎

目 次

- |                       |                            |
|-----------------------|----------------------------|
| I. 家計の安定的な資産形成        | 見直し等                       |
| 1. 顧客本位の業務運営          | 1. 金融行政の目標                 |
| 2. 我が国の家計金融資産の状況      | 2. 「形式・過去・部分」から「実質・未来・全体」へ |
| 3. 長期・積立・分散投資の効果      | 3. 金融庁の組織の見直し              |
| 4. 日米の違い              | 討論                         |
| 5. 顧客本位の業務運営に関する原則    |                            |
| II. 検査・監督の見直し、金融庁の組織の |                            |

○川口 時間になりましたので、研究会を始めさせていただきますと思います。

本日は、金融庁総務企画局の小森市場課長より、「家計の資産形成等を巡る状況と課題」と題しましてご報告をいただきます。

どうぞよろしくお願いいたします。

○小森 大変お世話になっております。ご紹介いただきました小森でございます。よろしくお願いいたします。

金融商品取引法研究会の先生の皆様方にはいつも大変お世話になっております。金融商品取引法の研究会ということではあるのですが、本日は金融商品取引法とは直接あまり関係しないテーマについてお話をさせていただきたいと思っております。

現在、金融審議会などで法改正に係る金融商品取引法関係のテーマを扱っていないということもございまして、普段、行政官として私たちがどのようなことを考えて仕事をしているのかについて、皆様方にご理解いただけるようなお話ができれば

と思っております。

I. 家計の安定的な資産形成

1. 顧客本位の業務運営

本日お話しするメインのお話は、顧客本位の業務運営に関する原則というものです。これは昨年3月に金融庁が原則を取りまとめて公表いたしまして、これまでに金融事業者の方々にその原則の採択を呼びかけてきているものなのですけれども、1年弱の間に900を超える金融事業者が採択の方針を表明されて取り組んでおられるものでございます。

今金融庁が出している金融行政方針などを見ましても、恐らく金融庁が取り組んでいる重要なテーマの3つのうちの1つではないかと思っております。一つは、今年の夏に控えている金融庁の組織の改編、もう一つは、地域金融・地域金融機関の問題、それからもう一つが本日のテーマである家計の安定的な資産形成や、それに伴う顧客本位の業務運営に関する原則というものでございます。

顧客本位の業務運営に関する原則ということで、

外部の方からもたとえで使われたりすることとしては、「三方よし」ということだというふうに思っています。江戸時代の近江商人の商売の心得として「三方よし」——売り手よし、買い手よし、世間よしということですから、特に投資信託商品の販売に当たって、売り手だけがよいだけではだめで、買い手にとってもよく、そしてそれが世間にとってもよいということが商売としての王道ではないかというようなことを言っているというふうに思っております。

顧客本位の業務運営というのは、今かなり多義的に使われております。金融庁が金融業界に対して、顧客本位の業務運営をきちんとやってくださいということを言っておりまして、その中では、投資信託商品の販売だけではなくて、例えば借り手である企業のこととかを含め、一般的な意味で言っていると思うのですが、顧客本位の業務運営に関する原則をつくるきっかけとなったのは、個人投資家に対して販売されている投資信託商品が買い手にとってよいものかどうかという問題意識から始まっております。本日のお話は、主にそういった観点から話をさせていただこうと思います。

## 2. 我が国の家計金融資産の状況

まず、この原則をつくるに至った問題意識について、資料を使って説明させていただきたいと思います。

資料1 ページの左側のグラフは、家計金融資産が1,815兆円ある中で現預金が938兆円ということで、家計金融資産の過半が現預金であるという現状です。このグラフは、昨今のマクロの経済統計から見るとかなり珍しくなってきたと思うのですが、右肩上がりでも順調に今でも伸びているものでして、そうした意味においても、今後日本が国として持っている大きな手つかずの資産・財産の一つではないかと思っております。

右側に、各国の家計金融資産の構成比を比較した棒グラフがあります。着目していただきたいのは2つの点ですけれども、1点目が、今の現預金

の割合、棒グラフの緑のところ。日本は約52%であるのに対しまして、米英はそれぞれ10数%、20数%といったことで、米英両国と比較しますと、日本の現預金保有比率は非常に高いということが言えます。もう一つ注目いただきたいのが、黒く四角で囲んでいるところですが、株式・投信、これは年金などを通じて間接的に保有している部分も含めた数字ですけれども、これが日本は18.6%、これに対しまして英国、米国は40%近くないし50%近くだということで、現預金の保有割合が低いことの裏側としてこうした相対的にリスクの高い資産を家計が保有しているという保有構造になっているところです。

2 ページの左側のグラフは、米国、英国、日本の家計金融資産がどのように推移してきたかという伸びについて、過去20年ぐらいをとっている数字です。日本の場合は、過去約20年で54%しか伸びていないのですが、イギリスですと146%増加、アメリカですと232%増加ということで、非常に大きな伸びを示しております。

もう一つ着目していただきたいのが、このうち資金流入ではなくて、運用のリターンによる部分、塗りつぶしているところですが、日本の場合は20%、これがイギリス、アメリカですと80%ぐらいとか150%ぐらいだということで、運用によるリターンの差というのがかなり大きく違っているという状況にあります。これは、1 ページ目で御覧いただいたような家計の金融資産の保有構成の違いというのがこのリターンの違いにもあらわれてきているというふうに思っております。

右側に、2016年中の家計金融資産がどのように伸びてきたかということを書いてあります。日本の先ほど1,815兆円と言いましたところは、合計では31兆円、2%ぐらい伸びていまして、先ほどの右肩上がりはまだ続いているということですが、私が個人的に少し危機感を抱くところといたしましては、英国ですとこれが8%、アメリカですと6%ぐらいの伸びとなっています。特にアメリカの数字を御覧いただきますと、わずか1年間で474兆円も増加しているというような状況

でありまして、日本は1年で31兆円増えているといっても、あまり安心してはられないなと思っております。

もちろん、この家計金融資産の伸びというのは、その時々の方々の市場の環境によっても大きく左右されるものですので、単年度をとって一喜一憂するということではないとは思いますが、2ページの左側の長期的な趨勢などを見ても、もう少し高いリターンがあったほうが、日本の今後の経済にとっては好ましいのではないかとこのように思うところでございます。

ここまで申し上げますと、そのようなことを言わなくても、それは国民性の違いなのではないか、日本の家計というのは非常に保守的な志向が強くて、アングロサクソンの人と比べると投資の性向は異なるのではないかと、というご疑問を抱かれるのではないかとお思います。

3ページの左側の折れ線グラフを御覧いただきたいとお思います。これは40年ぐらいたかのぼって家計金融資産に占める株式・投信の保有割合について時系列でアメリカと日本とを比較したものです。現在、日米の保有性向というのは14%対31%ということで非常に大きく開いていますけれども、注目していただきたいのは、1990年に至るまでぐらいたの間はさほど大きな違いはない。アメリカのほうが少し高いですけれども、今ほどは違っていない。アメリカの場合は、特に90年代に大きく伸びたということなんです。

有識者の方からよくご指摘もいただきますし、私たちもそのとおりに思っているところですが、アメリカにおいて401(k)——企業型の確定拠出年金、あるいはIRA——個人向けの確定拠出年金という資産形成について政策がとられ、また市場の環境もよかったということとあわせて、ここで大きくアメリカのこの数字が伸びていったということなんです。もともとの違いもあるのかもしれませんが、政策やその時々の方々の環境によって、14%なり31%というのは大きく変わり得る数字ではないかと思っており、日本の場合でも、よい政策、それからよい環境というのがあったら、

この数字というのはひょっとしたら大きく変わっていたかもしれないと、そういうふうにも思うところでございます。

右側は、この日米の比較について数字でまとめたものですが、大体今申し上げたことと重なるところが多くなりますので、御覧いただくとどめさせていただきたいとお思います。

4ページの左側のグラフは、アメリカの401(k)やIRAがどのように伸びてきたかというのを過去20年ぐらいたの数字でとっているものです。上のグラフは棒グラフの高さが、401(k)の資産残高がどれぐらいたになっているかということで、右肩上がりの非常に大きな伸びを示しています。その中で青い部分が投資信託の占める部分ですが、これが90年代後半から大きく伸びていったという姿が御覧いただけるとお思います。緑の折れ線グラフは401(k)の残高に占める投資信託の比率ですが、この比率も大きく向上しまして、現在では60%ぐらいたが投資信託になっているということです。

下のIRAも、ほぼ同じストーリーでして、残高のうち投資信託が90年代後半から大変伸びが大きくなっていて、折れ線グラフのパーセンテージについてもこのあたりで大きく伸びたという姿になっているところなんです。

日本におきまして、最近、個人型確定拠出年金の加入者の範囲が拡大するなど、確定拠出年金というのがかなり注目も浴びていますし、増えてきているところなんです。ただ、アメリカと日本の企業型の確定拠出年金を比較しますと、大きく2つ違いがあります。一つは規模ですが、アメリカの540兆円弱に対して日本は10兆円に満たない規模だということで、わずか2%程度の資産規模しか持っていないという点なんです。もう一つは、円グラフの中で黒く囲っているところですが、元本保証型の商品の割合というのが、アメリカの場合ですと6%ぐらいたですが、日本の場合は50%を超えているということです。確定拠出年金は長期運用ができる資金のはずなので、必ずしも元本確保型の運用にこだわり過ぎることは

ないのではないかと思います。アメリカの401(k)プランというのは、そういう形で資産配分されているように見受けられますけれども、日本の確定拠出年金の運用というのは、長期資産であるにもかかわらず、かなり保守的に運用されているという実態があるところではあります。

### 3. 長期・積立・分散投資の効果

5ページからは、長期・積立・分散投資の効果について、私どもが投資の初心者の方たちに向けて使っている資料から抜粋してきたものについて説明させていただきたいと思っております。

安定的な資産形成を行うに際しまして、長期投資、積立投資、分散投資というのは、非常に基礎的な戦術です。分散投資としてよく言われることとしては、「1つのかごに全ての卵を入れない」ということで、いろいろな資産にリスクを分散させると、まとめて毀損せずに済むということですし、積立投資の利点として言われることは、相場の変動について考慮せずに一定額を投資し続けることによって、比較的投資の初心者でもあまり判断を誤ることなく投資をすることができるということです。この定額投資というのがミソでありまして、定額投資の利点としましては、価格が上がっているときには少ししか買わずに済む、価格が下がっているときには多く買うことができるということで、自動的にある程度賢く投資ができるということです。

左側のグラフは、緑、青、赤と3パターンの資産をさかのぼって見たものです。緑のAが、持っている資産を定期預金に預け続けていたら過去20年で何が起きたかということですが、20年間で1.3%増加させることができたということで、低金利を反映して非常に低い伸びです。これが国内の株・債券に仮に半分ずつ投資していたとしたら、青のBですけれども、4割資産が増えていた。赤のCですけれども、これが国内だけでなく、国内・先進国・新興国の3つの地域に分けて株・債券を6分の1ずつ投資しますと、8割資産が増えていたということです。

冒頭の資産構成のところでも御覧いただきましたけれども、日本の家計は過半を現預金で持っていますので、過半の資産を緑の定期預金に入れていたということになっていまして、後知恵で申しますと、青なり赤なりに仮に何割かでも振り向けていたら、より家計金融資産の伸びは大きかったであろうというのが、過去20年ぐらいを見たときの実績でございます。

実績なのである種力強い証明力を持っていると思いますけれども、今後の市況が過去20年と同じように推移するという保障はないわけですので、将来にわたっては、もしかすると緑の投資をしたほうが結果的に良くなるという可能性ももちろんあるところではあります。

右側は、今度は長期に投資した場合にどうなるかといったことをシミュレートしたものです。保有期間5年でとってみますと、赤くなっているところですが、マイナスのリターンになる可能性もそれなりにあるところではあります。これが保有期間20年になりますと、テールの部分がなくなってきて、真ん中に収束する。「大数の法則」ですけれども、真ん中のほうに寄ってくるということで、仮に20年保有した場合だと、発生確率としては、マイナスに落ちる部分がなくなってきたというのが実際の例として、保有期間の長い長期投資ですと、一定のリスクをとっても、ある程度のリスクをコントロールすることができるということが示されているところでございます。

### 4. 日米の違い

このような考え方を頭に置いていただいた上で、日米の投資信託のリターンの違いについて説明させていただきたいと思っております。

6ページの左のグラフは、日本とアメリカの上位100銘柄の投資信託がリスクとリターンにおいてどのような関係になっているかというのをプロットしたものです。2つ着目していただきたいのですが、1つは、点線などで出ているところですが、同じリスクで見た場合に、アメリカのほうはリターンが高いのに対して、日本の

ほうはリターンが低いという結果になっているという点です。

もう一つは、アメリカのこのトップ 100 の投資信託というのは、リスクをとっている量というのがかなり限定されているというか、15%ぐらいのところにとどまっています、右半分には青いドットが置かれていないという点です。何を示しているかということ、アメリカの売れ筋商品というのは、あまりリスクをとり過ぎない商品であるということです。日本の場合は、100 銘柄のうち半分ぐらいはアメリカの上位商品がとらないようなリスクをとっている。おそらく複雑な商品をつくっている、例えば新興国の資産に複雑な形で投資するなどといったことではないかと思うのですが、そういう商品が日本の場合はかなり多く売れているというのが目立った特徴として言えるところでは。

右側は、日本の投資信託について、アクティブ投資とパッシブ投資を比較してみるとどうかということです。過去 10 年間の年率リターンをとっているのですが、青や赤がアクティブ投資約 300 本についてプロットしたものです。×がついているのが、それと比較対照する意味で書いている国内株式インデックス（日経 225）に連動させた商品のリターンが示されているところです。信託報酬は、もちろんインデックス投資信託というのは低い状況になっています。他方、アクティブ投資の 300 本については、高い信託報酬を払っている、それなりに高いリターンを顧客が期待するところだと思えるのですが、残念ながら国内株式インデックスを上回るリターンを提供できているものというのが半分弱にとどまり、赤のところになりますとマイナスのリターンになっています。過去 10 年の実績で見ますと、国内株式アクティブというのはあまりいい結果を残していないという状況です。

この指摘をすると誤解を受けることがあるため、釈明を入れるようにしているのですが、アクティブ商品売ることが悪いというわけでは必ずしもないというふうに思います。アクティブで

それに見合うリターンを雇客に提供できるようなものを売っていただければいいと思うのですが、後でもちょっと触れますが、必ずしもそうではないアクティブというのも売られているのではないかと、問題にされている点でございます。

7 ページに、今度も日米比較ですけれども、規模の大きい株式投信 10 本を比較したものです。どのようなものが売られているのかの比較ですけれども、アメリカの場合ですと、今申し上げたインデックス型とアクティブ型がちょうど半々ぐらいの数字になっていまして、インデックス型も売れているし、アクティブ型も売れているということです。日本の場合は、トップ 10 全てがアクティブ型ということで、高いリスクをとって高いリターンを狙いに行くというというのが売っていて、アクティブを売るのはいいけれども、このようにトップ 10 全てがアクティブになるといったことが果たして好ましいのかどうか、というような問題意識を持っているところでございます。

また、真ん中のほうにありますけれども、販売手数料というの、日本の商品はかなり高い、信託報酬もかなり高いというようなところでは。

今年から「つみたて NISA」という制度を金融庁として始めたところです。つみたて NISA に当てはまる商品というのをかなり厳しく限定をして私たちのほうで示しております、長期の家計の安定的な資産形成に資するものをつみたて NISA の対象として選んでいますけれども、残念ながら日本のトップ 10 の商品の中では、つみたて NISA の対象になるようなものは売られていないということです。

アメリカの例で申しますと、トップ 10 のうち 8 本は、日本のつみたて NISA 適格があるということです。アメリカで普通に売られている商品というのは、長期の資産形成に資する商品が売れ筋としてメインストリームで売られているわけですが、日本の場合はそうになっていないということです。

8 ページで、平均保有期間を日米で比較してい

ます。日本のほうが比較的短い期間で投資家が売買している、ないしは金融機関のほうで売買させているという実態があるのではないかと考えています。

9ページ、さらに比較ですが、純資産総額、それから1本当たりの残高平均というのが出ています。まず、投資信託商品1本当たりの残額ですけれども、これがかなり大きく違っています。日本の場合だと1本平均159億円ですけれども、アメリカですと2,373億円ということで、十数倍の差がある、大規模な投信になっている。それから、純資産総額で見ますと、日本の場合には97兆円ですけれども、アメリカは1,914兆円と日本の20倍ぐらいの規模があるということで、日本の投資信託は今後かなり伸びる余地のある産業だというふうに思っています。よく見ると、日本の投資信託の残高も10年ほど前に比べますと2倍弱ぐらいには伸びているのですけれども、ただ、彼我の規模の差というのは現在でも圧倒的にあるといったところです。恐らくこれまでの顧客層だけではなく、資産形成層ですとか新しい層にアプローチしていかないと、アメリカのような規模にはなっていないのではないかとこのように思うところでございます。

10ページで、日本の顧客がどのような認識を持って投信を買っているのかというようなことをご紹介します。先ほどの7ページにございますが、日本の場合には毎月分配投資信託というのが非常に多く売られており、日米の規模の大きい株式投信10本のうち、日本は7本が毎月分配型であるのに対して、アメリカは10本とも毎月分配型ではないということになります。

毎月分配しないことの利点としては、複利効果を楽しみやすいということです。長期に持って資産を増やしていくには、毎月分配しないほうがいだろうと思われるところです。日本で主流の毎月分配を買っている人たちがどれだけその商品をよく認識しているかということですが、分配金として元本の一部が払い戻されることがあることを知っている人が6割弱ということで、4割

以上の方はそれを知らずに買っている。それから、分配金が払われた分だけ基準価格が下がっていったん本体が食いつぶされてしまうということですが、これも、これを知っているのは約半分の方だということで、あまり商品知識がないまま毎月分配投資信託を買っているのではないかとこのように見えてくるということでございます。

また、毎月分配金の使用目的を見ましても、特に使わないけれども毎月分配を買っているという方も結構いらっしゃるし、特に使わないのであれば、一回おろしてもう一回やるということではなくて、そのまま複利を享受させるようなものにしてほしいと思うのですけれども、必ずしもそういうふうにはなっていないということです。

まとめてみますと、アメリカの投資信託というのは、若年層からの資産形成のために売られている商品というのがかなりあります。日本の場合ですと、資産形成でなく、むしろお金を持っている方が、高いリターンを目指して高いリスクをとりながらやっているという投資信託商品が主に売られているという姿になっているのではないかと考えております。

「三方よし」のことを申しましたけれども、日本の家計というのは、資産形成について過去20年ぐらい成功体験というのがないので、現在においても、資産形成については消極的な態度に太宗としてなっているのではないかとこのように感じております。

それから、金融機関は、どちらかというと、目先の手数料の高い商品を売るということを追求してきたのではないかと。中長期的な市場が形成できていたか、あるいは中期的な観点で顧客層を形成できていたか、顧客の年齢構成がどんどん高齢化する中で、持続可能な顧客構成であったかどうかについて疑問があるところでございます。

また、市場、世間ですけれども、金融資産は1,800兆円ありますけれども、市場のパフォーマンスというのは非常に低調だということで、必ずしもハッピーな形で資産形成が過去20年間なされてき

たわけではなかったのではないかというふうにも感じております。

## 5. 顧客本位の業務運営に関する原則

### (1) 概要

このようなことが私たちの問題意識の背景でございまして、これを受けて取り組んでおりますのが、金融機関が顧客のためになるような商品売るようにすることが重要ではないか、ということです。このような問題意識で、冒頭から申し上げています「顧客本位の業務運営に関する原則」というのを策定して公表したところでございます。

11 ページは、我々がやろうとしていることについてまとめたものでございます。12 ページ以降の説明の目次みたいなものですが、1 つ目に、顧客本位の業務運営の確立と定着ということに重きを置いています。2 つ目に、長期・積立・分散投資の推進ということで、つみたて NISA というのを今年から開始している。3 つ目に、これは去年の夏あたりから新しく外に発信し始めているものですが、退職世代等に対する金融サービスのあり方についても正面から検討していきましようということを伝えているところでございます。

まず、顧客本位の業務運営の原則が去年 3 月末に公表されましたけれども、それについて 12 ページ以降で、少し長い文章が書いてあります。

これまでルールベースで、商品の販売などについては、ミニマム・スタンダードを設定して、金融商品の売り手の方たちにそれを守ってきてもらったということで、それはそれで非常に大事なことであったと思います。他方、それは、そのバー（基準）さえ越えてしまえば何をしてもいい、仮に顧客のためにならないものであったとしても、顧客が同意して買っているのであれば、別にそういう商品売ってもいいではないか、それは顧客のニーズに合っているのではないかというようなことで、金融機関のほうでミニマム・スタンダードを満たすことしかやらないという対応につながってきたのではないかというような反省をしているところでございます。ミニマム・スタンダード

だけではなく、ベスト・プラクティスを目指して、よりよい商品、よりよいサービスの提供を競い合ってもらいたいと思っているところがございます。その意味で、ルールベースの対応でなく、プリンシプルベースのアプローチを用いようとしているところでございます。

13 ページに、この顧客本位の業務運営の原則が 7 つあります。どれも当たり前のようなことではありますが、当たり前のようなことが本当にできていたかどうかについて世に問うているところでございます。

1 つ目が、顧客本位の業務運営に関する方針を策定・公表していただきたいということで、900 を超える金融事業者が採択して取り組んでいらっしゃいます。ここで言う「顧客」というのは、必ずしも直接の相手だけでなく、例えば投資運用をしている会社の直接の顧客は投資商品を販売する会社であるのかもしれませんが、そういう直接の相手ではなく、プロダクツの最終消費者である顧客、個人投資家など最終受益者のことも考えてやっていただきたいということを注記しております。

2 つ目が、顧客の最善の利益の追求ということで、これはこの 7 原則のコアだと思いますけれども、三方よしのビジネスモデルをつくっていただきたいということ。

3 つ目は、利益相反の適切な管理ということで、日本のようにグループの会社が非常に強いところでありますと、グループ会社の利益、グループ全体としての利益というのが先に立ってしまわないかということで、それを適切に管理してもらう必要があるということです。

4. 手数料等を明確に示す、5. 重要な情報をわかりやすく提供する、6. 顧客にふさわしいサービスを提供するというところで、非常に複雑なパッケージ商品売って高い手数料を取るというビジネスが散見されてきたわけですが、そういうことではなくて、リスク、リターンをきちんとわかりやすく提供して、それぞれの顧客にとってふさわしいものを買ってもらおうということで

ございます。

最後に、それぞれの会社の従業員に対して、人事評価ですとか適切な動機づけの枠組みを整備してもらって、個々の従業員がきちんとこうしたことを守れるようにしていただきたいというようなことを示しているところでございます。

## (2) 「顧客本位の業務運営」の確立と定着に向けた取組み

14 ページですけれども、顧客本位の業務運営の原則の定着に向けまして金融庁としてこのようなことをやっていきますというのを、この原則ができたときに同時に公表したものでございます。

1 つは、この金融事業者の取組みの「見える化」ということです。金融サービスという実態のない、有体物でないものが取り扱われているものですから、取組みをどのようにして「見える化」していくのかというのが一つ重要なポイントだと思っております。一つは、先ほど数字を申し上げましたけれども、どれぐらいの金融事業者にやっていただいているのかといったことについて四半期ごとに公表しております。更にもう一つ、顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるようにするための KPI (成果指標) を各金融事業者が考えて、それを公表してもらいたいと、そういう野心的な働きかけをしているところでございます。

そのほか、当局によるモニタリングですけれども、この方針を立てていただいたのはいいのですけれども、口でそう言っているだけではなく、実際にそれが伴っているのかどうかについてモニタリングをして、世の中にそれをフィードバックしていくといったことも考えております。

また、顧客側でより主体的に行動していただく必要もございますので、投資教育の拡充ですとか、長期・積立・分散投資を促すためのインセンティブづくりも必要だと思っております。あるいは、顧客の主体的な行動を補うための外部的な仕組みとして、第三者的な主体が金融事業者の業務運営について評価するといったことも大事ではないかというふうに思っているところでございます。

15 ページから、現状がどのようになっているのかを簡単にご紹介したいと思います。左下にありますけれども、昨年 12 月末時点で 900 を超える会社にこれにコンプライすることを公表していただいているところでございます。

KPI については、これまでに 100 ぐらいの金融事業者が KPI を設定しているという状況でございます。この中で、私たちのほうから好事例というのを選んで公表をしております。本来的には好事例の公表をする必要もないという考え方もできるかもしれませんが、議論に刺激を与えるという意味で、このような好事例がありますということ世の中に問うています。それを見た金融機関がほかの会社の好事例を参照して更に改善させていくといったような動きも実際に出ているのですけれども、そうしたことも狙って、好事例を発表しております。

16 ページからがその好事例でございます。左上、投資信託の運用損益別顧客比率を発表している銀行もあります。これは顧客が保有を始めてからの数字ですけれども、3 月末時点で 5 割以上もうかっている顧客がどれぐらいいるか、3 割以上損している顧客がどれぐらいいるかといったようなことをホームページで出しているところでございます。顧客がどうなっているのかという状況を出している点で、踏み込んだ対応となっている KPI ではないかと思えます。

右側、投資信託の販売額上位商品を公表している会社もあります。なぜこれを好事例としているかといいますと、どういう商品が売れているかというのがわかることによって、その会社がどういう商品を売りたいかということがわかると思っております。口で言っていることと実際に顧客に売っているものが一致しているかどうかを示す重要な事柄だというふうに思っております。

17 ページの左側がそれを少し発展させたものでございます。先ほどのものは上位の銘柄の名前と若干の属性を出していただけですけれども、17 ページの左側は、金額ですとか構成比まで公表しているところでございます。16 ページでご紹介した

ほうは、3メガバンクの一つが昨年6月末の時点で発表したものですが、この17ページの左側は、信用金庫が昨年12月末までに発表したものでございまして、メガバンクの取組みを参考にしながら、よりよいものを出しているというようなことでございます。

17ページ、18ページにもあるとおり、ほかにもKPIの好事例はあるのですが、時間の関係で、この場での説明は割愛をさせていただこうと思います。

以上が、本日私が最もお伝えしたかった顧客本位の業務運営についてのお話でございます。あとは、その残りの点について少し簡単にご説明させていただきます。

### (3) つみたてNISA

2つ目に、つみたてNISAでございます。今年からこのつみたてNISAというのが始まりまして、対象商品を長期に積み立て可能な投資信託に限定をしているということで、年間投資上限は40万円ですけれども、非課税で保有できる期間が20年間、非常に長期に保有できるというものを昨年の税制改正で認めていただいたものでございます。

20ページですけれども、つみたてNISAの対象商品を絞り込むときの考え方がございます。長期・積立・分散投資による資産形成に不向きな投資信託商品が実際にはあるということで、例えば短期運用をしていたり、手数料が高い、毎月分配だったりするといったようなものがありまして、こうしたものをつみたてNISAの対象から除外しました。つみたてNISAの対象商品として認められるものは、例えば販売手数料が0%であったり、毎年の運用管理費用も例えば0.5%という上限を設けたりして、金融機関の取り分が少なく、投資家にとってはありがたい商品を選んでいきます。

金融機関の方たちからは、このようなことをされてしまうと、なかなか商売にならないという悲鳴などが聞こえてくるところでございます。他方で、このような取組みをすることによって投資初心者、これまで投資に近づいてこなかった人たち

を取り込んでいかないと、なかなか未来はない。

「貯蓄から資産形成へ」といったことについて、業界としてもずっと旗を振ってきたわけですが、それが実現してこなかったのは、こうしたことができていなかったからだということで、当面はなかなか利益が出ないけれども、長い取組みとしてこれにはきちんと向き合っていないといけない、と言っている業界の方もいらっしゃるところでございます。

21ページに、つみたてNISAの商品の分類を示しております。公募投信全体で約5,000本ですが、このうち、私たちがつみたてNISAの選定の基準をつくったときはこれを満たすものが51本しかなかったということで、投資信託商品のうち、わずか1%の商品しか選べないという厳しい基準をつくりました。こうした状況を受けて、金融機関から悲鳴が聞かれたところですが、その後、金融機関のほうでも随分頑張ってくださいました。基準をつくった後、今度は我々のほうに届出をしていただいたのですが、その時点だと、もともと51本だったものがこれまでに117本に増えたということで、つみたてNISAの対象になるように新たな商品を組成する、既存商品の手数料の引下げを行うなど、つみたてNISAの対象のラインナップを充実させていただいたということが起きております。

先ほど申し上げましたように、信託報酬などにつきましても法令上の上限を設けております。これ以上高いものはつみたてNISAの対象にはならないということです。これはうれしい誤算だったのですが、上限をつくったときに、0.5%の上限ぎりぎりの例えば0.49%ぐらいの商品が太宗を占めることになるのではないかとというような予想もしていましたが、実際に起こったことは、21ページ下にありますように、法令上の上限の半分ぐらいの信託報酬の商品が非常に多く出てきたということで、各会社とも信託報酬を抑えて、競争をしていただいているのではないかとというふうに思っております。

私たちのほうでさらに何をやっているかという

ますと、22 ページですけれども、「職場つみたて NISA」というのを普及しようとしております。つみたて NISA は投資未経験の方たちが初めて資産形成を始めるのにも適した制度ですけれども、こうした方たちは放っておいてもそういうことに近づいてくれるわけでは恐らくないと思われるので、身近な場でつみたて NISA を開始するきっかけが得られる環境を与えるということが大事だろうと思われまます。こうしたことから、つみたて NISA だけでなく、iDeCo についてもそうなのですけれども、職場でこうした環境づくりを広げていこうということです。まずは隗より始めよということで、金融庁、私たちのほうで職場つみたて NISA を導入し、また、そこで得られたノウハウというか、このようなことをすると従業員の方たちの疑問や懸念に答えられますというようなことで、運営要領のようなものをほかの自治体ですとかほかの省庁にも取り入れていってもらおうという取組みをしているところでございます。

以上、つみたて NISA についてでございました。

#### (4) 退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討

それから、資産形成の3点目としまして、退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討ということについて説明させていただきます。

1 つは、今のつみたて NISA にありますように、若年世代の資産形成を意識した施策に最近は重点的に取り組んでいたところでございます。他方で、退職金や相続、あるいはそれまでの資産形成もありますので、家計の金融資産の約3分の2が世帯主 60 歳以上の高齢者世帯が保有している実態もございませますので、こうした退職世代がどのように資産形成や取り崩しをしていくのか、どういう金融サービスを提供していくのが今後の社会の中で望まれるのかといったようなことについてより正面から取り組んでいこうというような考えをしているところでございます。

24 ページの下ですけれども、現在 60 歳の方のうち 90 歳まで生きられる方が約 46%ということ

で半分弱、95 歳まで生きられる方も4分の1ぐらいはいらっしゃるとのことなので、かつて想定したよりもさらに長寿化が進展して、より多くの金融資産が必要になってくる時代になってきているということです。したがって、24 ページのグラフの右側にありますように、これまでのように退職金を得たところから後は、それを預金して徐々に取り崩していくということだけでも必ずしもなく、その後も少し運用を継続し、運用をしながら取り崩していくというようなことが個々の世帯の中でも必要になってくるのではないかというような問題意識を持っております。また、認知症の方の数というものこれから増えることが予測されている中で、フィナンシャル・ジェロントロジー（金融老年学）という新しい学問がございませけれども、高齢化に伴って認知機能なども衰えていく中で、それにふさわしい、それに応じた高齢投資家の保護についてもあわせて検討する必要がないかというようなことを考えているところでございませます。

以上、家計の資産形成を巡る状況についてのご報告をさせていただきました。

## II. 検査・監督の見直し、金融庁の組織の見直し等

今年の夏で金融庁ができて以来、間もなく約 20 年がたちませけれども、金融庁の組織を大きく見直すところでございます。これについての考え方について若干説明をさせていただきたいと思ひます。私自身が直接担当しているものではないのですが、この機会にご紹介させていただきたいと思ひます。

### 1. 金融行政の目標

25 ページ、金融行政の目標ということで、最近、金融庁の中でこのように整理しているということでございます。右側のほうを御覧いただきますと、下に「基本的な目標」とございませして、「金融システムの安定」と「金融仲介機能の発揮」ということの両立、「利用者の保護」と「利用者利便」

の両立、「市場の公正・透明」と「市場の活力」の両立とあります。こうした3つの両立の実現を目指していく取組みが、国民の厚生増大や、企業・経済の持続的成長、安定的な資産形成といった金融行政の究極的な目標を達成するために必要だということであります。先ほど申しあげました家計の安定的な資産形成というの、こうした文脈の中で私たちが力を入れている取組みでございます。

## 2. 「形式・過去・部分」から「実質・未来・全体」へ

26 ページですが、組織の見直しに際して、検査・監督手法の見直しを議論してまいりました。金融監督庁や金融庁ができた時期には、金融システム危機、不良債権問題というのが大変大きな問題になっていたところでございます。そのときに形成された監督や検査の考え方が現在の新しい課題に合っているのかどうか、こうした課題に対応するための見直しが必要なのではないかというようなことで考えを整理しております。

左側が従来の検査・監督手法で、右側がこれからさらに検査・監督の視野を広げていくべき姿だということでございます。

一つは、形式から実質ということで、典型的には、担保や保証の有無といった点を必要以上に重視し、金融機関の自己査定もそういうところに集中し過ぎていたのではないかという点です。ミニマム・スタンダードが形式的に守られているかではなくて、実質的に良質なサービスが提供されているかといった実質を考えていく必要があるだろうということです。

次に、過去から未来ということで、前年度末のバランスシートや過去のコンプライアンス違反を重視するといったようなことではなくて、ビジネスモデルの持続可能性について金融機関と対話をしていかなければならないということです。

更に、部分から全体ということで、個別の資産査定に集中するのではなくて、問題発生の根本原因や真に重要な問題について金融機関と対話をし

て意識を高めていってもらわなければいけないということです。

## 3. 金融庁の組織の見直し

27 ページの左側に、今申しあげたようなことを時系列で簡単に書いてあるところでございます。

右側になりますが、金融行政の総合的な戦略立案や金融行政の専門性の向上、金融機関のベスト・プラクティスの追求といった機能を強化するような組織に見直していきたいということでございます。

29 ページを御覧いただきますと、現在、金融庁には総務企画局、検査局、監督局という3つの局がございますけれども、今年の夏以降は、企画市場局、総合政策局、監督局の三局に見直されるということであり、総合政策局で戦略立案や総合調整機能の強化が行われる。従来の検査局の機能は2つに分かれて、業態別に検査を行っていたチームは監督局の中に組み込まれ、マクロを見ているところ、あるいは専門分野を見ているチームは総合政策局の中のチームが担当することとしようとしているところでございます。

ここで一旦終わらせていただきます。どうもありがとうございました。

~~~~~

【討 論】

○川口 ありがとうございました。本日は、家計における金融資産の割合の現状をご紹介いただき、アメリカやイギリスと比較して、日本では株式投資や投資信託購入の割合が少なく、それを是正するための方策として金融庁が考えられていることについてご説明をいただきました。

内容としては、家計の安定的な資産形成と、最後に触れられた金融庁の組織の見直しがありますが、まずは、前者の家計の安定的な資産形成について、ご意見やご質問があればお願いしたいと思います。

【家計金融資産の運用リターンの源泉】

○船津 甚だ素人的な質問で、かつ果たして市場課長にこういうことをお聞きしていいのかなというところはあるわけですが、日米英で比較されました家計金融資産のリターンについてお伺いしたいと思います。

私の素人としての最大の疑問は、投資の方法が変わることによってリターンが変わってくるのだというご説明があったかと思いますが、その場合のリターンの源泉とは一体何なのだろうかということです。すなわち、米英では、リスク性と言いますか、株式投信といったものに多くを投資しているからリターンは高いのだ、日本では現預金で持っているからリターンは低いのだ、という関係にあるのかなと見ました。では、仮に日本の家計資産が株式とか投信といったものに移った場合にも、同じように高いリターンが得られるものなのだろうかというのがよくわからないところです。

預金であっても、銀行に入って行って、それが間接金融としてどこかに投資されているのだと考えますと、あまり資本の量としては変わらないのではないかと。それがリスク性のものになるのか、それとも元本保証がされた預金なのかという違いにすぎないのだと。そうすると、仮にどこかに投資されているのだという前提に立った場合には、その投資されたもののリターンというのは変わらなくて、結局のところ、それが間接金融であるがゆえに、間接金融機関が中抜きをしていたものを家計が取るのだというのが、この家計資産のリターンの向上ということになるというシナリオが一つ考えられるのかなという気がしているのですが、そういう認識でいいのかなというのがちょっと気になっているところです。

もう一つ考えられるシナリオとして、例えば新たに開拓したどこかのリターンが上げられるようなリスク性の高い投資先に投資することによってリターンが上がるのだと、仮にそういうシナリオであったとした場合に、果たして日本にそのようなリターンが得られるようなリスク性の投資先があるのだろうか。もしかすると、家計資産を預金

から投資に振り替えることで高いリターンが得られるという話は、少なくとも国内投資に関しては、我が国の企業に業績を向上させてもらわないとそうはならないのではないかと。

さらに、仮にそうだとした場合、我が国の企業の業績が、私の感覚のように、それほど悪くはないけれどもそれほどよくもないというような現状だったとした場合には、あまりリスクをとるような投資先は国内にはそれほど増えないだろうということになって、結局のところ、家計資産が預金から投資に移るということは、最終的には対外的に投資先を探して、海外からリターンを得るといような形で我が国の家計の財産を形成するのだという、そういう流れになるのか。

簡単に言いますと、冒頭の質問ですが、この家計資産が増えるということのリターンの源泉というのは一体どういうものなのかということについて、もし可能であればお聞かせいただければと思います。よろしくお願ひします。

○小森 どうもありがとうございます。大変本質的なご質問をいただいたというふうに思います。

間接金融の場合に、その後金融機関が投資している先は恐らく直接金融で投資される先と少し異なっているのだらうなという現状認識がまずございます。金融機関が大量の国債を保有していたり、あるいは日銀の口座にそのまま預けてしまったりしているという現状があるところがございます。そういう意味では、間接金融を通じた場合に、リスクがあまり高くないところにしかお金が回っていないのではないかとというような問題意識を持っております。直接金融のほうが、間接金融に比するとリスクが存在する、立ち上げ期にある企業ですとか、あるいはまだ信用力の低い企業に対してお金が回りやすくなるのだらうなということがございまして、それは高いリターンの源泉の一つになり得るものだと思っております。

ただ、これはお金を供給する観点からだけの論理でありまして、需要側の人たちのほうで本当にお金が自分のところに入ってくれば、そういう行動をしてくれるのかどうかというのは、より検証

が必要な分野だと思えます。中央銀行がこれだけ低い金利の環境をつくり出して、金余りと呼ばれている状況の中で、残念ながらあまり投資が盛り上がっていないというのは、ひょっとすると、リスク性資金の供給の問題ではなくて、需要者側の問題なのかもしれないというような意識は持っているところがございます。

それからもう一つ、ご質問の中で海外とおっしゃったのは、まさしくそのとおりでありまして、ファンドや投資信託の商品を通じて海外に投資をすることによって、より高いリターンが得られやすくなるというような事象というのはあるのではないかというふうに思っております。

あと、先生がご指摘されなかったところで申しますと、例えば、これは株の話ですけれども、このほかにも REIT を通じた不動産への投資ですとか、経済をより活性化させるようなところにお金が回り得るのではないかというふうなところは思っているところがございます。そのあたりがリターンの源泉になり得るのかなと思っています。

○船津 ありがとうございます。

【販売会社のインセンティブ】

○小出 大変興味深いデータなどもいろいろといただきまして、勉強になりました。

それで、質問というかちょっと疑問に思ったことですけれども、必ずしも販売手数料が悪いということではないと思うのですけれども、しかしながら、日本の実態と比べると、アメリカでは販売手数料などが非常に低いものを中心に売られているという状況がありまして、素朴な疑問なのですが、それにもかかわらずアメリカでは非常に投信が売れているわけですね。業者のインセンティブは何なのだろうか、つまり、販売手数料でそれほど稼げないのに、日本よりも販売量が伸びているというのは、どこに売るインセンティブがあるのかなとちょっと思いました。

アメリカの場合、投資信託を売るチャンネルはいろいろとあり、もちろん全く手数料を取らないようなダイレクトのチャンネルもあるとは思うの

ですけれども、業者を通じて売る場合について言うと、別途アドバイザリーフィーを取っているところが多いと思えます。そうしますと、日本でそういう伝統というか実態があまりないような状況のもとで、販売手数料の高いのがよくないというか、あまり高過ぎるのはよくないということが続けていったときに、アメリカのように業者に売るインセンティブが本当に出てくるのかなというのをちょっと疑問に思っています。

ただ、他方で販売手数料が高いというご指摘は大変重要だと思っていて、今、例えば7ページの表を見てもわかりますけれども、横並びで3.24%と同じ手数料のものばかりなのです。これはすなわち、販売手数料が与えているサービスとは全く無関係に決められている、定額のものになっているということで、これは非常に問題であって、アメリカのように、本来手数料というのは、まさに提供されるサービスに応じて払われるべきものだと思えますので、手数料について問題提起されるのはよくわかります。日本の現状において、「三方よし」をめざすということなので、販売業者にとってもよしというところをどうやってバランスをとっていくのかなというのをちょっと教えていただければと思います。

○小森 おっしゃるとおりだというふうに思っているところでありまして、資料の14ページの右下の「顧客の主体的な行動を補う仕組み」について、先ほど私が説明を飛ばしてしまったのですが、下側の「顧客にアドバイス等を行う担い手の多様化」というのが日本にとっては課題だと思っております。「販売会社等とは独立した立場でアドバイスする者などに対して顧客のニーズに適切に対応」と書かれており、「独立金融アドバイザー」と呼ばれておりますけれども、こうした人の数が日本ではまだ限られております。現状では、売買の相手方ないしは取次ぎを行っている金融機関の人から教えてもらいながら購入活動を行っているというところは、もう少し変えていかないといけないのではないのかなと思っているところがございます。特に顧客と同じ側の視点でアドバイスを

してくれる人をどうやって増やしていくのかというのは、大きな課題だと思っております。

販売会社のインセンティブという点については、販売会社の方から、金融庁はわかっていないとか、これでは商売にならないというご指摘も多くいただくところがございます。今のところは、新しい顧客層を開拓するための長期的な投資の一部だというような考え方をしてくださっている金融機関に比較的熱心にこうした取組みをやっていただいているのですけれども、おっしゃったとおり、金融機関が商売にならないような形でビジネスをすることも当然できないわけですので、私たちもこれから情報発信をする上で、あるいは新しい施策を考えていく上できちんと考えていきたいと思っております。

○川口 ほかにかがでしょうか。

【顧客本位の業務運営に関する原則の建て付け】

○前田 資料の11ページ以下のところで、「顧客本位の業務運営に関する原則」についてご説明くださいました。この原則は、プリンシプルベースで金融事業者に創意工夫を発揮させることを狙っているという点では、コーポレートガバナンス・コードとかスチュワードシップ・コードと考え方が通ずるところがあると思います。ただ、この原則を採択するかどうかは、事実上は金融庁によって採択に向けた圧力があるのではないかと推測はするのですけれども、制度上は自由であって、かつ、特に採択しない理由を説明する必要はないと理解してよいのでしょうか。また、もしそうだとすると、コーポレートガバナンス・コードとかスチュワードシップ・コードとは異なった規制の仕方をされた理由がもしあるのであれば、ご教示いただけるのでしょうか。

○小森 原則を採択しない理由を説明する必要がないというのは、おっしゃるとおりであります。なお、採択する上で一部の原則を実施しない場合には、その理由等を十分に説明することが求めています。

金融庁がどういうふうに働きかけているのかと

いうことですが、私たちのほうで業者、例えば地方銀行の団体とか証券会社の団体などと定期的に意見交換をする集まりがありますが、そういう場で、こういう原則ができましたのでぜひ積極的にご参加くださいというようなことでお願いをするなど呼びかけをするというようなことをやってきております。

このほか、四半期ごとに採択事業者の数字も出しますし、会社のホームページを見ると取組方針が載っていますということが明らかになっているところがございますので、それを見ると、だんだん自分の周りの会社が埋まっていくと、自分の会社もやらなければいけないというふうに思われる金融機関が多いのではないかとこのように思っております。

実際のところは、昨年3月末にこれを公表して、初めて件数を取りまとめたのが6月末だったのですけれども、その時点では、まだ例えば大手の金融機関でもこれを公表していないところもあったのですけれども、時がたつにつれてだんだんと比較的大きめの会社のほうから採択がされていったというようなところがございます。現在だと、信金の数が随分増えてきているというようなことで、周りを見ながら金融事業者の皆さんが採択をしていっているというようなことだと思います。

それから、この原則の位置づけとして、コーポレートガバナンス・コードですとかスチュワードシップ・コードと並ぶようなものだというふうに私たちも捉えております。

他方で、若干細部に入ってしまうのですが、私たちがこの原則をつくったときに、金融事業者というのにくくりを設けなかったというか、自分たちが金融事業者だと思う人はこれに参加してもらっていいですよということにして、「金融事業者」の定義に外縁を設けておりません。そのことも作用しているのだと思うのですけれども、採択をしていないところがそのことについてエクスペインをするというふうな仕掛けにはなっていないということがございます。

○前田 どうもありがとうございました。

【顧客本位の業務運営に関する原則を踏まえての金融機関の工夫】

○川口 これは数だけでなく、中身も重要だと思いますね。数が多くても、同じようなものばかりを公表しているのではまったく意味がありません。この点、金融庁の現時点での分析では、各金融機関はいろいろと工夫しているということでしょうか。先ほど KPI のお話がありましたけれども、仕組みや勧誘方針などについても、各社独自のものがあるというふうにお考えでしょうか。

○小森 15 ページの右側に、KPI について記載があります。KPI については出来、不出来を比較示しやすいのですけれども、取組方針が良いのか悪いのかというのは、実はかなり示しにくいものでございます。読んで見ると、良し悪しというのはある程度分かって、この会社はほかの会社のもを単にコピー&ペーストをしているのではないかと疑われる会社というのがあると思います。結局、一番工夫しやすいのは KPI になってくるような気もするのですけれども、いろいろなことを考えて新しいことをやろうとしているのだなど、顧客本位に向き合おうとしているのだなどという手応えを感じる会社というのがあるところでございます。

ただ、文章を読んでも、本当にそれを実行しているかどうかというのは、実は私たちにはわかりません。きれいごとほどこまでも書けるわけです。そういう意味では、モニタリングと先ほど申しましたけれども、実際に金融機関の人からお話を伺ったり、場合によっては支店ですとか営業の現場でそれが徹底されているのかというようなことも含めて私たちのほうで見ていたりして、そうしたことについて何らかの評価を付して世の中にメッセージを発信していくということが段々と必要になってきている状況ではないかというふうに思っているところでございます。

○川口 ありがとうございます。

【日本人の投資マインド／家計金融資産に占める

株式等の保有割合とマクロ経済動向との関係】

○久保 本日のお話の前提として、先ほど舩津先生も取り上げた1ページの各国の家計金融資産の構成比で、日本は投信などのリスク資産に対する投資割合がかなり低いとのことでした。それは必ずしも日本人の投資マインドがリスクをとる方向に向いているというわけではなくて、その機会がないのだというようなご理解でお話をされていて、かつ、今の金融庁の政策形成もそういった方向で、例えばつみたて NISA という新しいシステムをつくるというの、今までそういうものに触れる機会がなかったのだから、どんどんと触れる機会をつくれればよい、要するに今まで道がなかったから前に行けなかっただけで、道があれば進むのだというようなご理解なのかなと思ったのですけれども、それはどうもお話の前提が実は違うのではないかと思っています。

例えば3ページで、実は昔は日本とアメリカとの間の金融資産の保有割合の差はあまり大きくなかったのですよというお話であったかと思うのですけれども、私はこのグラフを見たとき、ああ、やはり差があったのだなと思ってしまったのですね。というのは、例えば87年から91年にかけて日本とアメリカの保有割合はかなり近づいているけれども、このときの日本経済は何だったかというと、バブルだったわけですね。株式ブーム、ゴルフ場ブーム、いろいろなブームがあって、いけいけどんどんであぶく銭を手にしようとした人たちが狂乱していた時代であっても、実はアメリカと同じぐらいにしかなくなってないというふうにも読めるわけです。

そうすると、やはり日本人はかなり手堅いというか、リスクをとりたくない方向のマインドを持っていて、それをリスク資産に向けるというのは、相当何か別のところの療治が必要なのではないかと。例えば、万が一破産といったことになってもセーフティネットがきちんとしていますよとか、そういった方向でリスクをとることに対する根本的な恐怖感を解消しないと、そう簡単に、この道を用意しました、あの道を用意しましたと言っても、

実は地雷が埋まっているのでしょ、実はあそこに落とし穴があるのでしょ、というようなことでやはり進まないのではないかという気がしているわけです。居酒屋の与太話みたいな話になっていますけれども、その辺のご感触、例えば投資マインドに関する調査であるとか、そういったようなところのご感触はいかがなものでしょうかというのが、半分感想めいた質問です。

○小森 投資マインドから言いますと、投資経験のない人たちの中には、投資をする必要がないと思っていられる方がかなりいるという状況がございます。したがって、そこはちょっとよくわからない部分があります。ひょっとすると卵と鶏の関係にあるのかもしれない一方で、卵が割れても鶏は生まれてこない可能性もあるということだと思います。

ご指摘いただいた3ページの折れ線グラフを見ていただくと、日本の動向についてのご説明は、概ねおっしゃったとおりかなと思うところです。他方、アメリカについては、80年代のアメリカ人は、今の日本人と同じぐらいの投資性向だったのですというように先ほど説明しておくべきだったと思います。すなわち、アメリカ人が昔から現在のような高い割合で株式投信等を保有していたのではなくて、90年代に起きたことによって彼らが変わっていったのだとご説明すべきだったと思います。ひょっとすると、それと同じことが今後日本でも起きるかもしれないし、起きないかもしれないというのが、一番率直なお伝えの仕方のような気がしております。

○久保 これは75年以前のデータがないので何とも言えない部分ではあるのかもしれないのですけれども、75年以前のデータを見ても、同じように日米は推移してきたものなのですか。それとも、75年以前はやはり違って、60年代や70年代の日本は好景気というか高度経済成長期だったわけで、そのころアメリカの景気が実際どうだったのかというのは、アメリカ経済史はやっていないのでよくわかりませんが、ひょっとしたら低迷していた時期だったのかもしれない。そういっ

たマクロ的な動向との関係というのは見出せるものなのでしょうか。

○小森 75年以前のものについては、私もデータを見たことはありません。時期について恣意的に切っているものではなくて、データがここまでしかさかのぼれなかったということなので、それ以前はよくわかりません。

先生がおっしゃったとおり、市場の循環的な要因がこのグラフに相当大きく反映しているのは事実です。この90年代ごろの日本の高いピークもそうですし、70年代後半のアメリカは景気が非常に悪い時代でもありましたので、それを反映していると思います。足元についても、日米の株式市場の株価の違いがここにあらわれているという面もあると思います。

ただ、一点だけ注意しておかなければいけないのは、ここで言っている家計金融資産の株式投信というのは、国内株式だけ持っていなければいけないものではなくて、新興国のものを持って構わないということでありまして、母国の株式市場だけに左右されるものでも必ずしもないと。特に過去十数年、20年ぐらいで見ると、そうした要素が強まってきているというのも留意しておいたほうが良いと思いました。

○久保 ありがとうございます。

○龍田 今ご指摘になった点、つまり確定利付きの貯蓄が優勢であったことは、これよりずっと以前から変わっていないと思います。といいますのは、昭和40年代か50年代ではなかったかと思いますが、経済学の蠟山昌一先生が本日のお話と同じ趣旨のことを強く主張されておりました。日本人はもっと投資性の資産を持つようにしないと経済が発展しないという論旨ですね。それを言われていたのは、本日のお話の時期よりずっと以前だと思えます。

その当時は、金利が6%、7%であり、年間利回り1割も珍しくありませんでした。確定利付きの貯蓄・貯金を持っていても、一生懸命に働いて積み立てていけば、老後は何とか安心して暮らすことができました。それがいつの間にかゼロ金利

政策で、そういう期待は吹っ飛んでしまいました。ここが大きな違いだと思います。これにどう対処すればよいか、私も迷っているところです。(笑)

【日本における資金需要・供給の状況】

○行澤 昨今の上場会社等の増資に関するデータについてご教示いただきたいのですけれども、かなり活発に資本市場から資金調達をしているというような理解でよろしいのでしょうか。それとも、やはりよく言われるように、日本の企業の場合、もう投資機会がほとんど見出せなくて、資金需要がほとんどないから、間接金融のみならず、直接金融においても資金需要の減退がかなり目立っていて、成長トレンドに転換しきれていないのか。まずその点はいかがでしょうか。

○小森 直接市場での資金調達は、足元は少し好調だと認識をしているのですけれども、他方で、間接金融と直接金融の比較みたいなことでよく出てくる話としては、やはり低金利で、間接金融部門から供給されるお金というのが非常に低利で供給されるために、間接金融から離れて直接金融のほうに打って出る企業の数が限られているのではないかというような印象を持っております。印象に基づく話で申しわけありませんけれども。

○行澤 それに関連してよろしいでしょうか。これは経済学者が新書で説明しているようなお話なのですが、金融機関も貸出先がなくて困っているので、国債のほうに振り向けざるを得ないということだと、最初の船津先生のご質問にも関連するのですが、そもそも企業に資金需要というものが本当にあるのか。つまり、投資機会が日本にあるのかということだと思っておりますね。

結局、日本の企業に対する成長見通しとか期待が生まれてこない、なかなかこういう金融商品を買おうという気運が起こってこないのではないかと感じています。ですから、金融庁のお考えで言いますと、コーポレートガバナンス・コードで企業価値や生産性を高めていく、その上で、スチュワードシップ・コードで金融仲介、それから KPI でディテールの部分を円滑にし、これ

らの全体がうまく循環していけば非常にいいと思うのですけれども、一番肝心の生産性向上というか、企業価値の向上の部分が出遅れていると、いくら資金の供給サイドあるいは仲介サイドを改革しても、なかなか成長への信頼が生まれていかないのではないか。もう本当に素人の印象で申しわけないのですが、このあたりについてどのように意識して取り組んでいらっしゃるのでしょうか。

いわゆるアベノミクスの成長戦略が一番遅れていると言われていたことがここまで喧伝されると、本当に投資してもいいのかなど。NISAであっても、老後資金をそこに蓄えていいのかなと思わざるを得ないのですけれども、その点はいかがでしょうか。

○小森 ある種低位の均衡というか、いろいろなものが相互に作用し合って今の状況ができているというような印象を持っており、そういった点で先生と同じ認識を持っているところでございます。

私が公務員になってから二十数年、日本政府はずっとその成長力を強化するという取り組みできていながら、それが今でも課題になっているということですが、とりわけ近年は、企業の内部留保の額の大きさというのが大変問題になっており、企業のほうで、お金はあっても投資にお金を振り向けないという行動が顕著になってきていると思います。そこは、おっしゃるとおり、スチュワードシップ・コードといったあたりからアプローチを考えていかないといけない部分だというふうに思っております。

それから、間接金融のことについてもお話しいただいています。これもなかなか本当のことはよくわからないというか、恐らく人によって考え方が違うところだと思うのですけれども、資金供給者のほうにも障害要因があるのではないかと、そのような仮説もあるところでございます。

というのは、量としては、銀行はお金を持っておりますし、それを優良な貸出先には争って低金利での貸し出し競争を行っておりますけれども、他方で、ある程度以上リスクがあるところになる

と、担保をとらないと融資をしないという行動をとっているのではないかというふうに思っております。そういう行動が改まると、本当はお金があったらもう少し成長機会のある事業に打って出るような企業や、企業内の部門などが、より成長を求めて動けるのではないかというような仮説を持っているところでございます。

そういう反省がありまして、事業性を判断して融資をしてくださいということを特に地方の金融機関に対して言っておりますし、これまでの金融行政も金融機関のそうした行動を助長してきた面があるかもしれないという反省を持っているところであります。

○行澤 ありがとうございます。

【つみたて NISA 対象の公募投信】

○志谷 資料の 16 ページを先ほどから眺めていたのですが、KPI というのでしょうか、投信の販売額上位商品の中で、2016 年度に金融商品取引業者が販売されたもののランキングを拝見したのですが、これはどちらかというと投資先が海外のものが多いのでしょうか。あるいは、1 位がどちらもファンドラップだということは、結構お金をお持ちの方がまとめて運用をお願いしている商品かなと思います。いわば年配のお金持ちの方にかなり売った成果がこうやってあらわれているのだと思うのです。一方で、資料の 7 ページの左側で、トップ 10 の日本の投信が全部つみたて NISA の対象外となっていて、アクティブ型あるいは海外向けの商品がこのようにつみたて NISA の対象にはなっていないということになりますと、何がお聞きしたいかという、今後つみたて NISA で若年層の方に少しずつでも投資をしていただいで、要するに成功してほしい、成功体験を持ってもらいたいというときに、どういう商品が販売されていくのかなと。

先ほどからの先生方のご質問にあるように、国内の企業の成長性がそう高くないということになると、やはり海外の新興国や先進国といったところに投資をする商品に結局なってしまうのかなと

いうふうにも思ったのですが、まだ始まったばかりの話ですけれども、その辺のご感触だけお聞かせいただければと思うのですが、いかがでしょうか。

○小森 資料の 21 ページを御覧いただきたいと思います。昨年 11 月時点ですけれども、つみたて NISA 対象の投資信託がどういうタイプのものかというのが分類されているところです。私たちがこれを見て思ったのは、比較的いろいろなものに散らばっているのだなというのが、非常にざっくりした印象です。国内の商品もあるし、内外型もあるし、海外だけのものもあるなど。それからさらに、以前は 0 本だったようなところにも、つみたて NISA 適格商品というのが出てきており、個人投資家に選ぶだけの力量と眼鏡があれば、こうしたラインナップの中から選んで投資できる状況にはなってきたのだなというのがこれまでのところの印象でございます。

それで、これはつみたて NISA を選ぶときの哲学がそうだったのですが、過去何年か、もっとよい投資信託商品が提供されていかなければいけないという考えのもと、投資信託についてメッセージを伝えたりしてまいりました。投資初心者の方に投資信託を買っていただくに際してやってはいけないこととして、いきなりアクティブ型で非常にリスクが高くて、高いリターンがひょっとしたらあるかもしれないけれども、元本を大きく割り込んでしまうようなものを勧めるのはふさわしくない。初めにこうしたものを買ってしまうと、そこで成功体験を得ることが難しいのかもしれないということで、安全装置がたくさんついていないおとなしい乗り物を初めに用意して差し上げて、まずはそこから慣れていってもらって、そこでこういう資金運用のやり方もあるなど実感をもっていただく。完全に安全ではないけれども、リスクの低い投資信託に投資をするというのが選択肢の一つとしてあるのだな、と思える状況をつくるのが大事だと思っています。90 年代にアメリカで起きたことというのは、もしかするとそういうことだったのかもしれないというふうに思っており

ます。

【高齢者向けの金融商品／株式投資の開始時期】

○川口 よろしいでしょうか。何かあればどうぞ。

○片木 全然毛色の違うことを2点ほどお聞きしたいのですが、先ほど高齢者の資産形成についてお話がありました。実際、金融資産の大部分が今後高齢者に回ってくるということが想定されております。講義資料をつくりたい関係で、各種の信託と申しますか、後見制度支援信託とか遺言代行信託とかの内容を拝見したのですが、これらはいずれも銀行のいわゆる信託部門で、定期預金とほぼ同じような運用でしか利用できないというふうになっているかと思えます。高齢者ですから、いわゆる長期投資のメリットはとりにくいというところからすると、いわゆるハイリスクのものをとりにくいのは間違いないのですが、高齢者の信託が全部定期預金以外では使えないというのも、今の時代からするとちょっと難しい点があるかと思えます。今、高齢者については、比較的低リスクでの運用というふうにおっしゃっていましたが、何か具体的な形として想定されているものがあるのかというのが一点目です。

それから、行澤先生のご質問とも絡んでくるのですが、いわゆるリスク資産への移転というのは、中長期的なパターンから言うと、それなりに当然のことではあるかと思うのですが、この二、三年ぐらいの状況で言いますと、日本証券業協会などの統計で見ると、株式の発行が非常に少なく、かつ自己株式の取得が非常に増えているから、株式発行残高はマイナスになっている状況で、今、ほとんどが資金調達に社債のほうに回っていますね。かつ、どれぐらいの量かというところも議論のあるところでしょうけれども、日本銀行が大量に株を買い上げているような状況です。つまり、株の供給というのが圧倒的に少なくなっている状況でして、だからこそ株価が上がっているのかなというふうな気がしないでもありません。

そういうところで、現時点で新たに株式投資を

始めてくださいということを行うことが果たして適切なものか非常に気になるのですが、というのが2点目の質問でございます。

○小森 高齢者に向いている金融商品というのが議論され始めてきている状況なのですが、一つは、ターゲット・デート型のファンドというのがございます。例えば10年後にファンドの終わりをイメージして、それはご自身の年齢とかに影響するのですが、例えば初めの5年間ぐらいはミドルリスクぐらいの商品で株も含めて運用していただいて、だんだん自分が年をとっていくにつれてリスク許容度が減っていくのに合わせて、そのファンドのほうも債券中心にするなど、ローリスクのものになっていくというような商品がありまして、自分の年齢経過に合わせたリスク許容度の変化を織り込んだファンドというのは、高齢期あるいは高齢期が始まる前から運用するのにふさわしいような商品の一つなのではないかということが言われているところでもございます。

それからもう一つ、24ページ、高齢者についてご説明をした下の右側のイメージですが、長寿化が進んでいるので、退職をしてから自分が亡くなるまでの期間がかなり長期化してきていて、そうだとすると、先ほど龍田先生がおっしゃったようにかつては預金の利率が高かったということもあるかと思うのですが、今までは退職金を運用に回すというようなことをあまり考えずに済んできたかと思うのですが、このような40年などの長期の期間をにらんで退職後の人生設計を考えなければいけない時代になってくると、退職した後、初期のころは特に、少しリスク許容度がある間に運用するというようなニーズが出てきているのかなというふうには思っているところがございます。

それから、時期については、株価が低いときから始まって、初めの何年間は比較的穏やかなリターンがあって、こういうことをやっても安心だと思える環境で始められたら、そちらのほうの方がより望ましいのかもしれないと思います。実際には開始の時期を狙うことができるわけではないのです

けれども。

○片木 ありがとうございます。

【顧客本位の業務運営に関する原則の意義／投資教育の重要性】

○梅本 顧客本位の業務運営に関する原則というお話を聞いたとき、一体何だろうなど。つまり、証券会社も営利法人でビジネスをやっている以上、顧客のことを考えなければビジネスとしてやっていけない。それについてお上がいろいろと言うのもどうなのだろうと失礼ながら最初は思っておりました。

日本人はリスク回避的だと言いながら、証券会社の従来の顧客の一部には、FX取引やビットコイン取引を行うかなりリスク選好の高い人がいて、証券会社はそういう人たちの落とす手数料でそれなりに潤っていた。それをベースにビジネスモデルができていた。だから、その頃のことを前提にすると、まさに顧客本位でやっていたのだろうと思うのです。

ただ、それは最初におっしゃった「三方よし」の売り手、買い手までいいけれども、社会にとってはそれでは困りますよねということになったのではないか。社会にとって何がいいかという見地から、証券会社は今まで顧客ではなかった潜在顧客のほうまで広げてビジネスを考えるべきではないかということで、潜在顧客も含めた顧客本位の営業を心掛けよという話なのかなというふうに、本日のお話を聞いていて私なりに理解したのですが、これでよろしいでしょうかという点が一点目です。

もう一つは、401(k)プランとのお話で、3ページと4ページのところですけれども、私も401(k)プランの導入によってアメリカの国民のリスク資産の保有高が上がったというお話を存じ上げているのですけれども、この制度導入に際して、同時に何か付加的に、例えば投資教育などについて、別途施策等が採られたのかどうかということについてお尋ねしたいということです。

というのは、4ページの日本の企業型DCとアメ

リカの401(k)プランを比べてみますと、制度はつくっても、相変わらず、従来のリスク回避的な人はリスク回避的な運用しかしないのではないかと。やはりある程度リスク資産を入れた運用をしないとよろしくない。先ほどのお話にあった定期預金との比較のような、ああいった根本的な教育を、もっと早い段階の初等・中等教育からやっていくというのが大事なのでしょう。そういうものとセットにしないと、リスク選好といったものは変わらないのかなという気がしまして、アメリカにおける制度導入に際してのプラスアルファの施策の有無をお聞かせいただければということでございます。よろしくお祈りします。

○小森 顧客本位の業務運営の原則の理解については、先生がおっしゃったとおりだと思っております。非常に深く理解をさせていただいてありがとうございます。

あまり本質的でないことをつけ加えますと、そうしたメインストリームの話のほかに、投資信託商品などによっては、結構ひどい売られ方をしてきた商品というのもそれなりにあり、新興国の通貨を絡めてデリバティブもかけて、3%以上の手数料を取って高齢者に売っていたといったようなことがあったのも事実でして、そういう商売の仕方ではだめですよというメッセージも合わせて込められているところでございます。

それから、アメリカについては正確に覚えていないのですけれども、例えばDCの資産の選択に当たって、デフォルト、初期設定というのを考えてはどうかという提案を受けることがございます。どういうことかということ、何もしなければ元本確保型商品になるという初期設定にしておくと、皆そういう選択をしてしまう一方、確かオーストラリアだったかと思うのですけれども、もともとのデフォルトを元本確保ではない設定にしておくと、皆さん割とそちらを選ばれるというようなことが起きたりするようであります。実は割と細かな仕組みの作り方で人間の行動は大きく変わってくるものであるということのようでございます。

また、これも聞いた話なので、どこまで正確か

わからないのですけれども、アメリカで401(k)などが広がっていったのは、周囲に成功体験があったというか、そういう制度に加入した人たちの数字がどんどん増えているというのを見て、周りの人たちがうらやましがって、さらにそこに入っていったというような循環が起きたというようなことを聞いたようなことがございます。

投資教育の重要性というのはそのとおりですし、日本の初等も含めた投資教育というのは、アメリカに比べると相当差が開いているのは事実だと思われるのですけれども、時々思うのは、ひよっとすると、つみたてNISAなり、iDeCoなりで、実際にそういう商品を手にとってみて、このラインアップの中からどれを選ぼうかということを考える中で、あるいはそういうことを考えるお父さんやおじさんたちの姿を見て、実践的な投資教育というのは身につけていくものなのかもしれないというふうにも時々思います。

○梅本 ありがとうございます。

【金融庁における人事交流】

○川口 それでは、後半部分の金融庁の組織の見直し等も含めて、ご質問、ご意見をお願いします。

○松尾 今後の視野の拡大というところで、ベストプラクティスですとか、ビジネスモデルの持続可能性ですとか、そういったところを評価しますというふうに変っていくのだということですが、そうしますと、金融庁の側でも求められる人材というのか、能力というのはこれまでとはかなり違ってくるということになるかと思えます。そこをどうやって担保するのかということで、たとえば人材交流といいますか、監督される側から人を迎えるというようなこともお考えなのかということをお尋ねしたいと思います。

○小森 金融庁側の人材というのが大きな問題だというのは、そういう指摘をいただくことがございます。

金融庁は、ほかの官庁に比べますと、人材の交流というのはかなり積極的にやってきたほうでは

ないかと思っております。それは、金融危機が深まったりしていく中で、金融庁の定員が当初に比べて大きく増加していく中、自前ではとても賄い切れなかったこともあり、当時から任期付きの職員などの採用や登用が行われておりました。

加えて、ここ何年かは金融機関の中で働いた経験のある方に金融庁の中の大事なポジションで知見を生かしてやっていただくということも行われているところでございます。

【金融行政の方向性】

○川口 ほかにいかがでしょうか。

○森田 昔、大蔵省証券局のときは政策立案行政ということでしたが、金融庁をつくり、マーケットを中心に行政を変えるのだというふうに来たのですね。それが、また総合政策局が出てきて、本日のお話のように、やはり政策立案でマーケットをさわろうという感じがまた濃厚になってきているなと思いました。

それはいいのか悪いのか、私もよくわかりません。わかりませんが、目指す方向は、あまりマーケットをさわるといよりは、マーケットの参加者に利便性を与えるようなサービスを提供するというような観点でやってほしいなと思いました。それは例えば、私も年寄りで、老後が長くてどうしようかと思っているのですが、NISAのように、退職金が株式保有につながるようにして欲しい。皆さんは日本の株はだめだと言っているけれども、銀行株などは3%で回りますよ。それでも買わないのはなぜか。

やはり配当収入に対する課税といったところについて、今も20%で安いけれども、例えばそれを老人は10%でいいとか、そのように利便性を高めてあげるようなサービスをすれば、マーケット中心でいけるのではないかと思います。それから相続税についても、売らなければそのままの取得原価でいいというぐらいにしておいて、売ったときだけ20%の税金というようにするなど、何というか、今さら政策立案行政をあまりしてほしくないですね。それよりかは、マーケットで皆の利便性

を高められるようにしてもらえればと思います。

それで、よくわかりませんが、401(k)でも、おそらく企業がかなりの補助金を出していますよね。それがあから、少々失敗してもリカバリーできると思っているから買うわけですよ。そのように、顧客が「あっ、買おうかな」と思うように進めていってもらわないと、今さら業者をさわってもだめなのではないですか、というふうな気がしました。

証券行政の歴史を見てきましたからね、またさかのぼりするような感じがしまして、ちょっと残念です。

○小森 金融事業者にしっかりものを考えてもらいたい、というのが、ここ最近のテーマとなっているようにも思います。顧客本位の業務運営でもそうなのですが、私たちのほうでお伝えするのは、非常に抽象的でシンプルな次元にとどめていまして、その後それについて具体的に金融機関のほうでしっかり考えてもらって、顧客にとって利便性のいいもの、良質なサービスを提供してもらおうようにしてもらおう、というようアプローチをとっているというふうに思っております。

おっしゃったことをしっかり受けとめて今後も頑張っていきたいと思います。

【検査・監督の一体化】

○川口 1998年に金融監督庁ができたときに、大蔵省から検査・監督を分離することがその目的とされました。その後、いろいろな組織改革の末、ふたたび政策立案から検査・監督まで金融庁に権限が一元化されることになりました。あのときの大騒ぎは何であったのかとも思いますが。(笑)

やはり、金融行政は一つの役所でやったほうが効率的であるということでしょうか。

○小森 検査と監督は地続きの部分がありまして、オフサイトでモニタリングをしている監督と、オンサイトで見に行く検査というようなところで、オーバーラップする部分があると思っています。そういう点では、その目線がそろっていなければいけないという必要があるのは間違いないところ

でございます。

当時の議論では、確か、監督の都合で検査が甘くなっていたのではないかというご指摘が非常に強くなされたことが、検査・監督の分離に結びついていたのではなかったかと思います。

【顧客本位の業務運営に関する原則が目指す効果】

○川口 ほかはいかがでしょうか。

○小出 顧客本位の業務運営に関する原則のところ、後でアメリカでも労働省(以下「DOL」という)ルールのようなものができていて、時期的にも非常に近いですし、問題意識のようなものも多分共有されている部分が多いかとは思いますが、他方で、DOLルールの背景にあるのは、本日のご報告にあったように、アメリカでは個人による投資が非常に盛んなことが前提としてあって、盛んであるからこそ投資アドバイザーみたいなものがとても大事だけれども、そこに利益相反があって、だから問題があるという考え方だったと思うのです。日本では、本日のご報告にもあったとおり、個人の投資がこれまで必ずしもそれほど盛んではなかったというところで、いわばこのブレーキをかけるようなものを入れると。もちろん、ブレーキというふうに言ったのは一種の偏見であって、恐らくこういう原則があることによって、顧客はますます信頼できるだろうから、より投資が伸びるだろうという認識があるのだろうとは思っています。しかし、状況がやはり大分違う中で、ある立場から見ればブレーキのようにも見えるような、あるいは負担をかけるようなことをするというのが、理念としてはいいと思うのですが、現実としてどうなのかというのがちょっと疑問でして、なかなか言いにくいかもしれませんが、ご感想があればお教えいただければと思います。

○小森 小出先生のほうで先取りして言っていたところなのですが、危なくて近づけないということを変えることが大事なのだろうなと思っていて、そのための取組みであるというのが一番ポイントであるところでございます。

私たちが金融機関の方たちと対話を始めていますけれども、まだ現場の方たちとは話ができていないところです。こういう形で外国が必ずしも取り組んでいるわけではないのだと思っており、今まであまりほかの国でもやったことのないことに取り組んでいると思っております。

○小出 ありがとうございます。今のは、私は非常におもしろかったです。DOL とは必ずしも発想は同じではないという、変な意味では全然なくて、なるほどと思いました。

○小森 受託者責任というところはもちろん共通するところですが、日本はそれを拡張して、薄めている。ソフト・ロー、プリンシプルという形で展開しており、KPI も含め、他国とはまた違った展開をしているということではないかと思っています。

【顧客本位の業務運営に関する原則におけるロボアドの投資アドバイスの捉え方】

○川口 もう少し時間がありますけれども、いかがでしょうか。

○船津 あまり本質的ではない話ですが、将来的なことで一点お伺いさせていただければと思います。

顧客本位の業務運営に関する原則でもそうですし、もっと言えば、法律の説明義務や適合性という話とも関係すると思うのですが、顧客のニーズを把握して、ふさわしい金融商品・サービスの販売をするべきだということ自体は動かしがたいものだと思います。例えば、今で言うロボアドですとか、そういったAIを使うとかいうようなことになってくると、人間自身がよく理解していないけれども、とりあえずプログラムから、どうやらこの人にはこういう金融商品が合っているらしいよというような形の推奨が出てきたりするかもしれないということになるわけです。この顧客本位の業務運営に関する原則の文言を見ていると、やはり業者として把握していなければいけないことを、少なくとも現段階では前提としているのだらうと思うのですが、今後そ

ういうAIなどの活用によって、そのあたりの対処をどのようにされるのかな、という漠然とした質問で恐縮ですが、お聞かせいただければと思います。

○小森 今の時点でロボアドがやっていることは、顧客の属性などを含めて考えて出す推奨を効率化しているにすぎない、というレベルのものではないかというふうに思っております。現状を前提にすると、質的にはあまり変わっていないのではないかというふうに個人的には思っております。

そういう点で、ロボアドを使ったとしても、結局そのロボアドというのは販売会社のほうに属しているものだという受け止めなのですが、今後もっとプログラムなりが進化したときに、販売会社とは独立した立場でアドバイスしたりとかしてくると、だんだんその話というのがややこしくなってくるだろうなという予感みたいなものは持っております。それに対してどう対応しようかというところまではまだ考えが及んでいないというのが正直なところでございます。

○船津 ありがとうございます。

○川口 それでは、時間になりましたので、これで研究会を終わらせていただきたいと思います。

小森課長、本日はどうもありがとうございました。

家計の資産形成等を巡る状況と課題

平成30年1月26日(金)

金融庁総務企画局市場課長 小森 卓郎

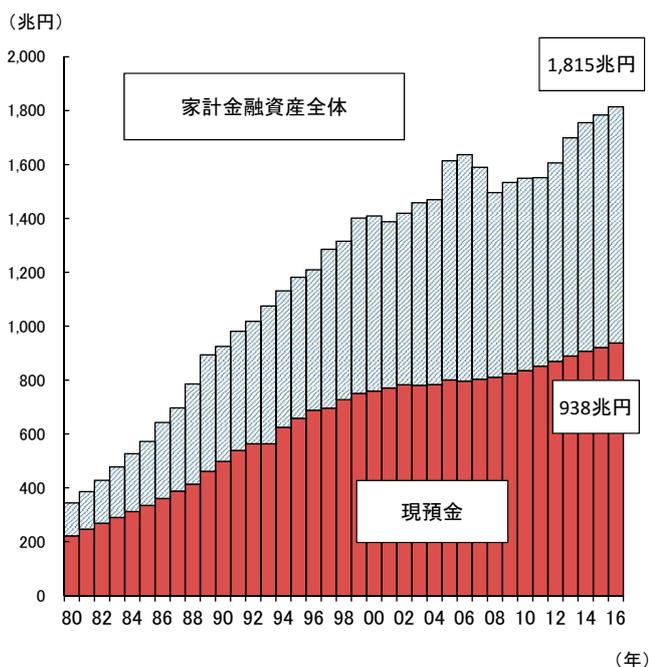
—目次—

I 家計の安定的な資産形成	1
II 検査・監督の見直し、金融庁の組織の見直し等	25

I 家計の安定的な資産形成

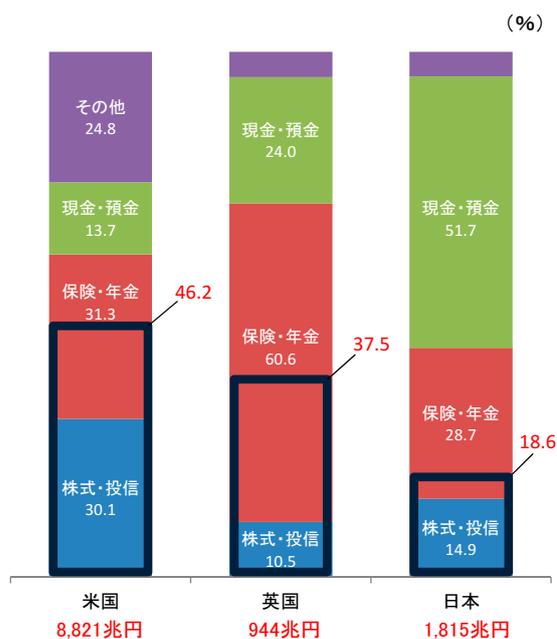
家計金融資産の推移・構成比

我が国の家計金融資産推移



(資料) 日本銀行より、金融庁作成

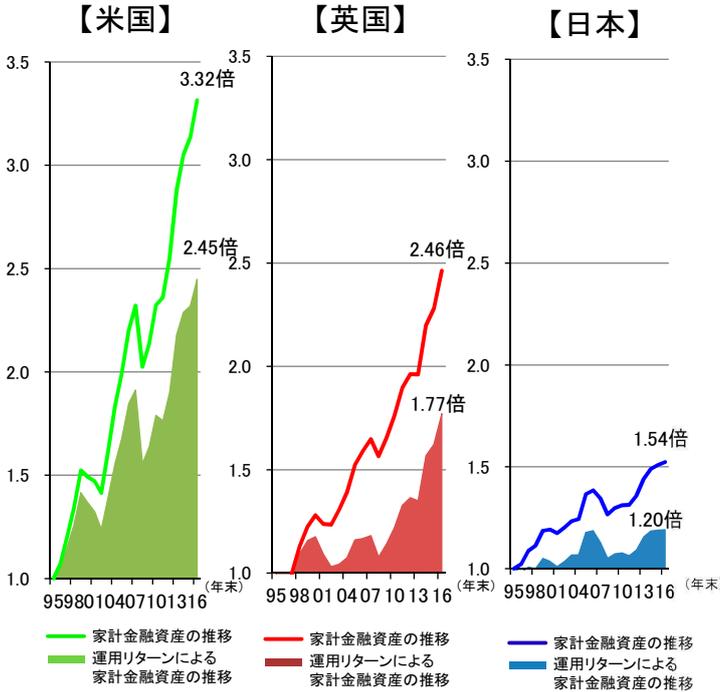
各国の家計金融資産 構成比 (2016年末)



□ の部分は間接保有を含む株式・投信投資割合
 (注) 16年12月末の為替レートにて換算(1ドル=116.9円、1ポンド=144.2円)。
 (資料) FRB、BOE、日本銀行より、金融庁作成

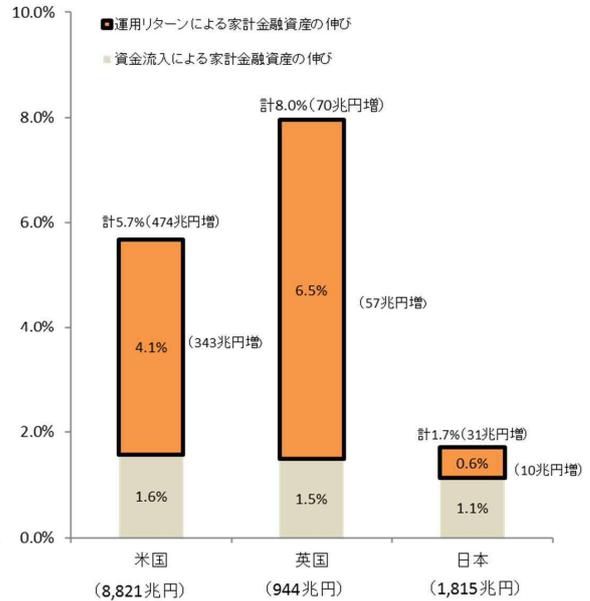
各国の家計金融資産の推移

各国の家計金融資産の推移



(注) 1995年=1 (英国のみ1997年=1)とする。
 (資料) FRB、BOE、日本銀行より、金融庁作成

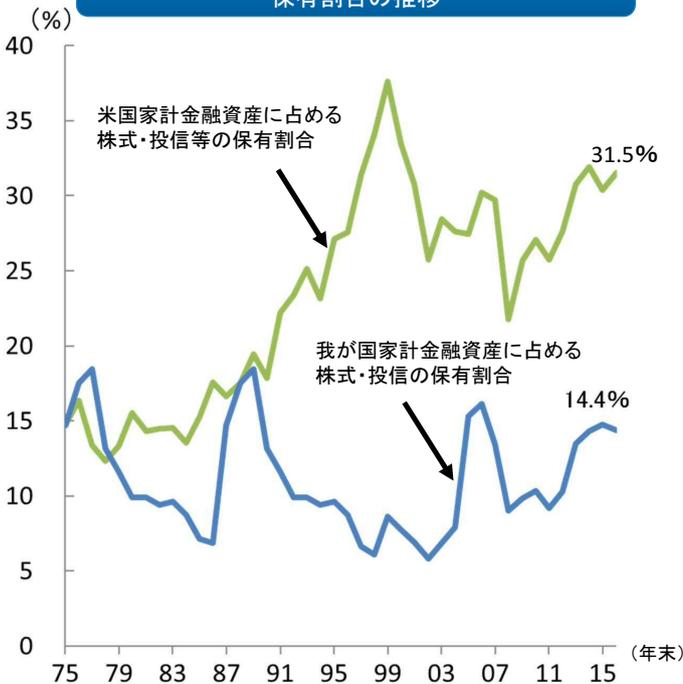
2016年中の家計金融資産の伸びとその要因分解



(注) 2015年末から2016年末にかけての現地通貨建の家計金融資産の伸びを、2016年末の為替レート(1ドル=116.9円、1ポンド=144.2円)で円換算。
 (資料) 日本銀行、FRB、BOEより、金融庁作成。

日米の家計金融資産の状況

日米における家計金融資産に占める株式・投信等の保有割合の推移



(資料) FRB、日本銀行より、金融庁作成

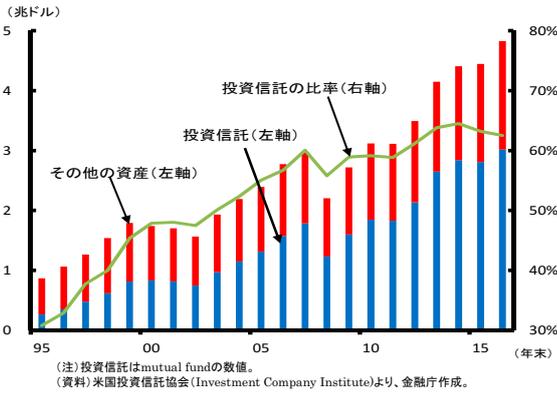
家計金融資産の日米比較

		日本	米国
残高	2016年 (A)	1,815兆円	8,821兆円
	1995年 (B)	1,182兆円	2,343兆円
	増加率 (A/B)	1.54倍	3.32倍
運用リターンによる残高の増加率 (1995年比)		1.20倍	2.45倍
現預金の割合		51.7%	13.7%
株・投資信託の割合 (うち年金・保険等を通じた間接保有分)		18.6% (3.7%)	46.2% (16.1%)
家計所得のうちの勤労所得と財産所得の比 (2015年)		8:1	3:1

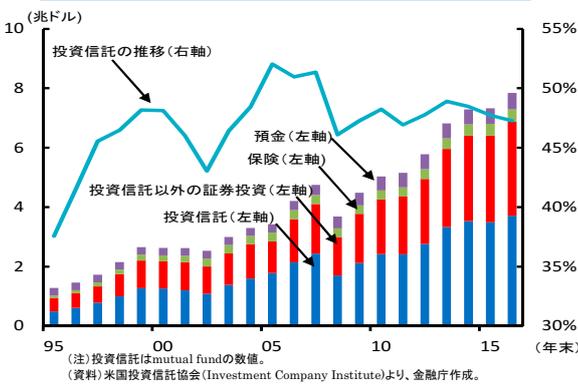
(注1) 特に記載のない部分につき、数値は2016年末時点。
 (注2) 右の為替レートを使用(1995年末 1ドル=102.9円、2016年末 1ドル=116.9円)。
 (注3) 米国の残高増加率は、ドル建の数値で算出。
 (注4) 勤労所得は賃金・俸給(個人事業主が受け取る報酬は含まない)。
 財産所得は金融資産による所得(利子・配当・その他の投資所得) + 不動産賃貸料(金融資産や不動産の譲渡益・含み益は含まない)。
 (資料) 日本銀行、FRB、Bureau of Economic Analysis、内閣府より、金融庁作成。

日米の確定拠出年金(DC)の状況

401(k)における残高及び投資信託の割合の推移

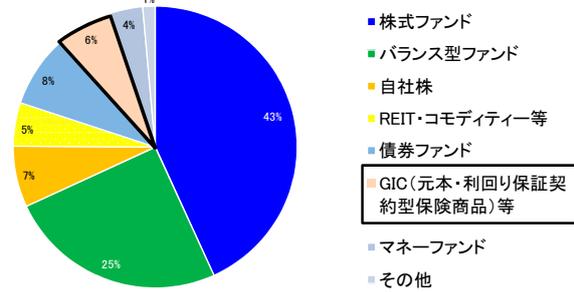


IRAにおける残高及び投資信託の割合の推移

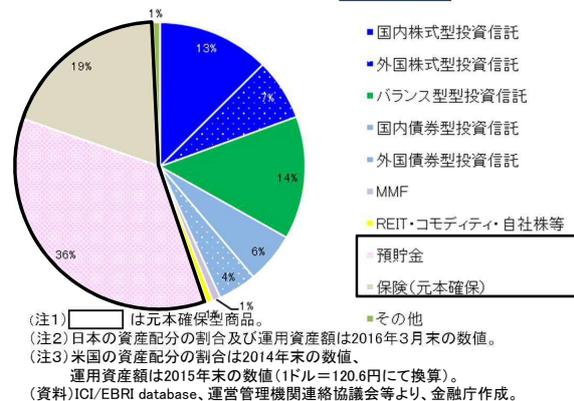


我が国の企業型DCと米国401(k)の資産配分の比較

米国(401(k)プラン)の資産配分 536.1兆円

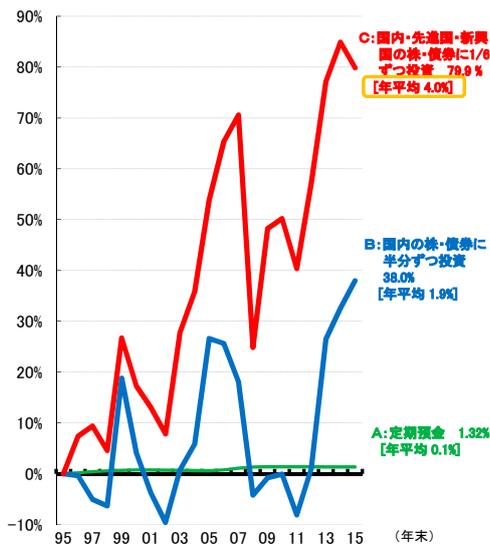


日本(企業型DC)の資産配分 9.6兆円



長期・積立・分散投資の効果

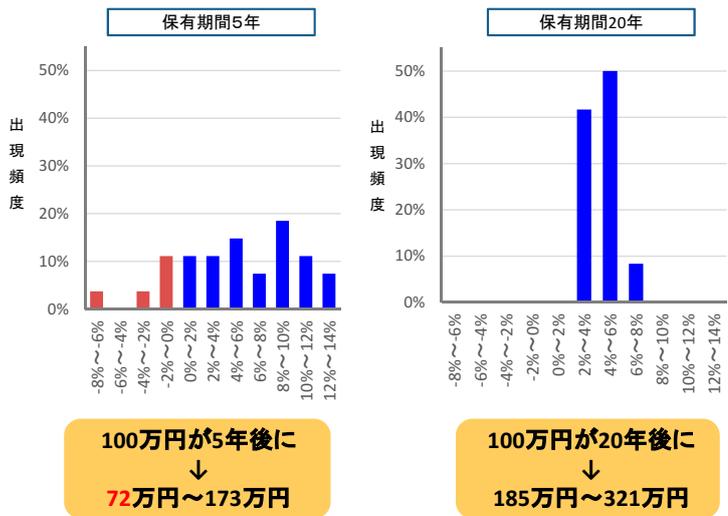
長期・積立・分散投資の効果(実績)



(注) 各計数は、毎年同額を投資した場合の各年末時点での累積リターン。
株式は、各国の代表的な株価指数を基に、市場規模等に応じ各国のウェイトをかけたもの。債券は、各国の国債を基に、市場規模等に応じ各国のウェイトをかけたもの。
(資料) Bloomberg

国内外の株式・債券に積立・分散投資した場合の収益率(実績)

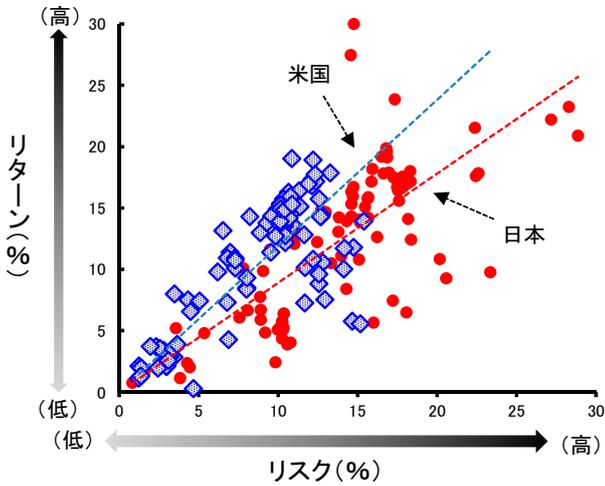
20年の長期保有では、投資収益率2~8%(年率)に収斂。



(注) 1985年以降の各年に、毎月同額ずつ国内外の株式・債券の買付けを行ったもの。各年の買付け後、保有期間が経過した時点での時価をもとに運用結果及び年率を算出している。

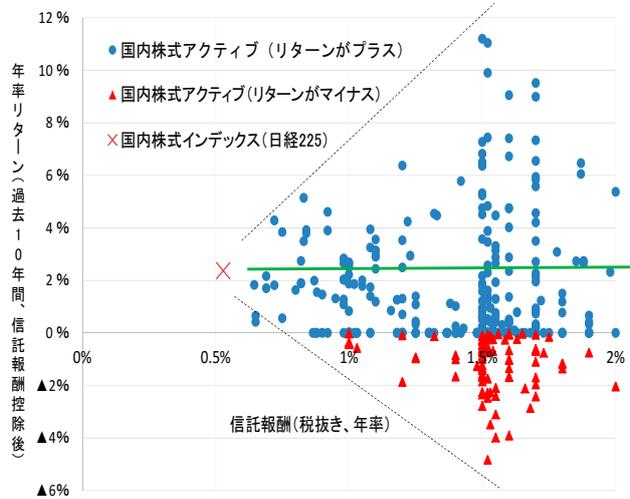
投資信託のリターンの分析

日米の投資信託の純資産総額上位100銘柄
(設定後5年超)のリスク・リターン分布



(注1) 日米とも、2017年5月末の純資産総額上位100銘柄(設定後5年超)。
 (注2) 日本は、ETF、DC専用、ラップ・SMA専用を除く公募株式投資信託。
 米国は、ETF、DC専用、MMFを除く公募投資信託。
 (注3) リスクは、5年間の月次リターンの標準偏差(年率換算)。
 リターンは、5年間のトータルリターン(年率換算)。
 (注4) 図の点線は近似曲線。
 (資料) Bloombergより、金融庁作成。

国内株式アクティブ運用投資信託の信託報酬とリターン



(注1) 10年以上存続している国内株式へ投資するアクティブ運用投資信託(DC専用を除く281本)について調査。
 (注2) 信託報酬には、ファンドオブファンズの場合、投資先ファンドの信託報酬を含む。
 (注3) 緑線は、国内株式インデックス(日経225)の年率リターンを示す。
 (資料) QUICK、Bloomberg(2016年11月末時点)より、金融庁作成。

日米の規模の大きい株式投信比較

■ 日米における株式を投資対象とする公募投資信託(公社債投資信託等を除く)の純資産額上位10本について、つみたてNISAの基準を当てはめた結果、

- ・日本の投信上位10本は、つみたてNISAの**対象となるものはない**
- ・一方で、**米国**の投信上位10本については、うち**8本**がつみたてNISAの対象となる

【日本】

順位	2016年3月末時点	分類	分配頻度 (非毎月分配)	販売 手数料	信託 報酬	資金進出 基準 (アクティブ型のみ)	つみたてNISA 対象
1	国内外株式①	アクティブ型	×	3.78%	1.66%	×	×
2	海外株式① (アジア)	アクティブ型	×	3.24%	1.60%	○	×
3	国内外株式②	アクティブ型	×	3.78%	1.76%	×	×
4	海外株式② (新興国)	アクティブ型	×	3.24%	1.84%	○	×
5	国内外株式③	アクティブ型	×	3.24%	0.95%	×	×
6	国内株式①	アクティブ型	○	3.24%	1.53%	×	×
7	国内外株式④ (テーマ型)	アクティブ型	○	3.24%	2.20%	×	×
8	国内外株式⑤ (テーマ型)	アクティブ型	○	3.78%	1.76%	○	×
9	国内外株式⑥ (高配当)	アクティブ型	×	4.32%	1.90%	○	×
10	国内株式②	アクティブ型	×	3.24%	1.65%	×	×

(資料) QUICK、野村総合研究所より、金融庁作成

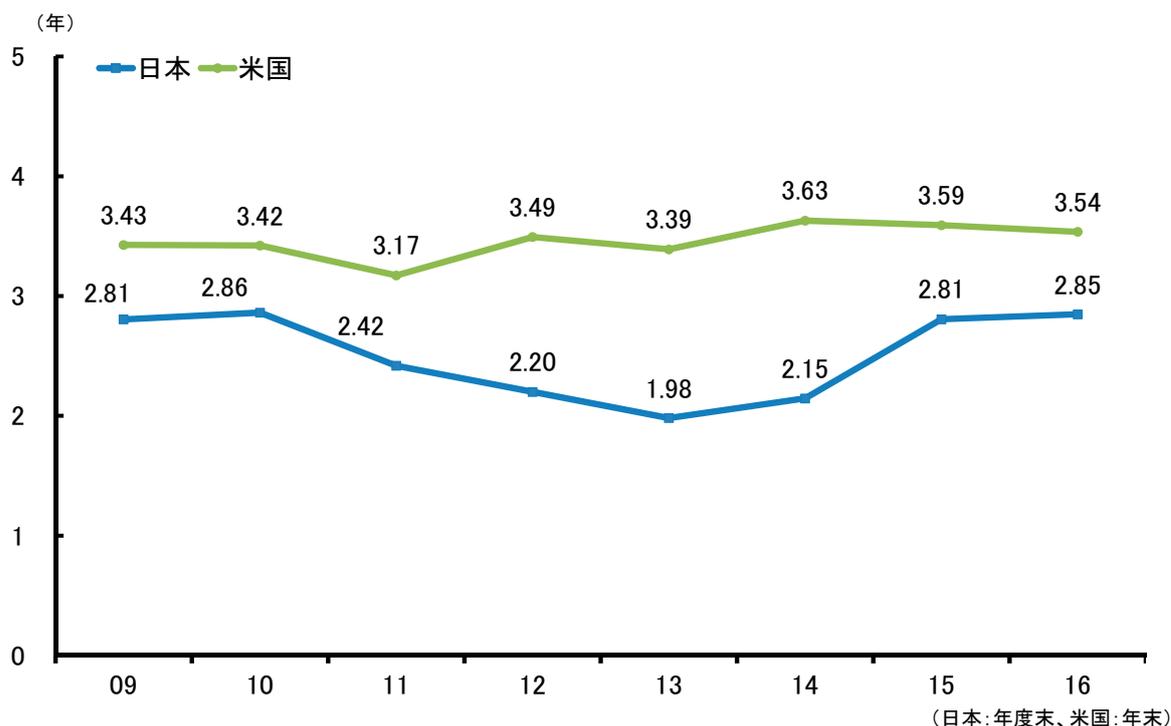
【米国】

順位	2016年3月末時点	分類	分配頻度 (非毎月分配)	販売 手数料	信託 報酬	資金進出 基準 (アクティブ型のみ)	つみたてNISA 対象
1	米国株式①	インデックス型	○	—	0.15%	—	◎
2	米国株式②	インデックス型	○	—	0.04%	—	◎
3	国内外株式①	インデックス型	○	—	0.18%	—	◎
4	米国株式③	インデックス型	○	—	0.14%	—	◎
5	米国株式④	アクティブ型	○	—	1.46%	○	×
6	海外株式	アクティブ型	○	—	1.62%	○	×
7	米国株式⑤	アクティブ型	○	—	0.68%	○	◎
8	国内外株式②	アクティブ型	○	—	1.40%	○	◎
9	国内外株式③	アクティブ型	○	—	1.36%	○	◎
10	米国株⑥	インデックス型	○	—	0.10%	—	◎

(注) 販売手数料は、ノーロード又はクラスC(購入後1年以内に売却しなければゼロ)のものを記載。信託報酬は、その場合に適用されるものを記載。

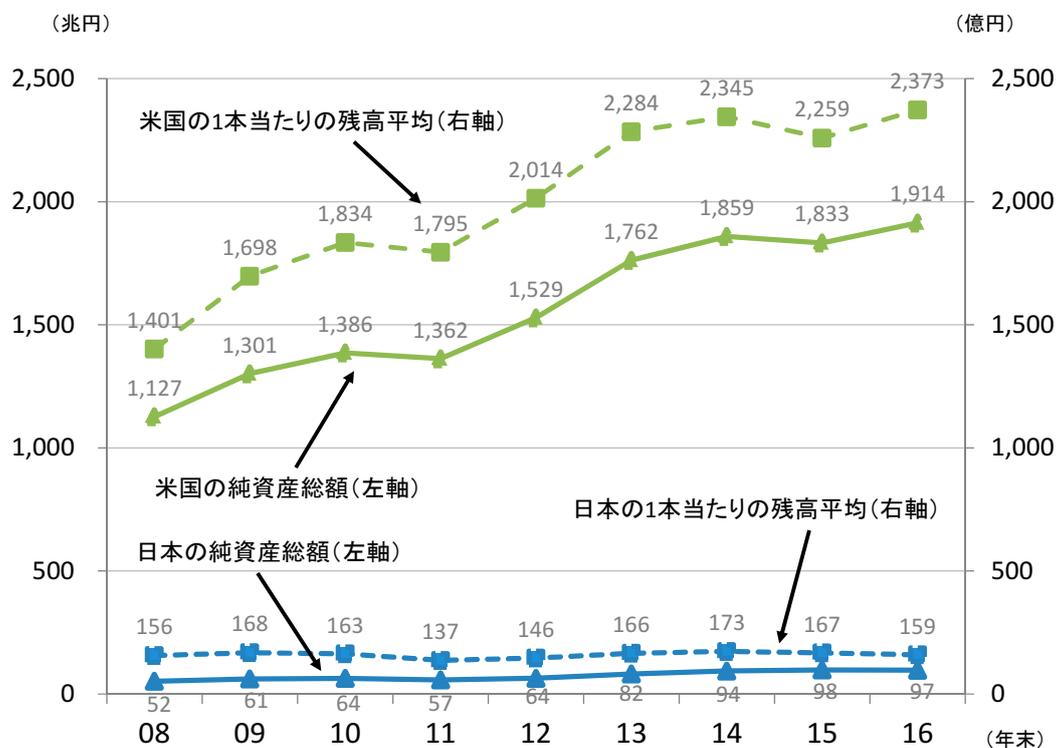
(資料) モーニングスター、Bloombergより、金融庁作成

日米の投資信託の平均保有期間の推移



-8-

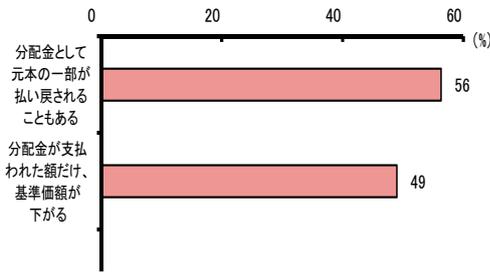
日米の投資信託の純資産総額と1本あたりの残高比平均推移の推移



-9-

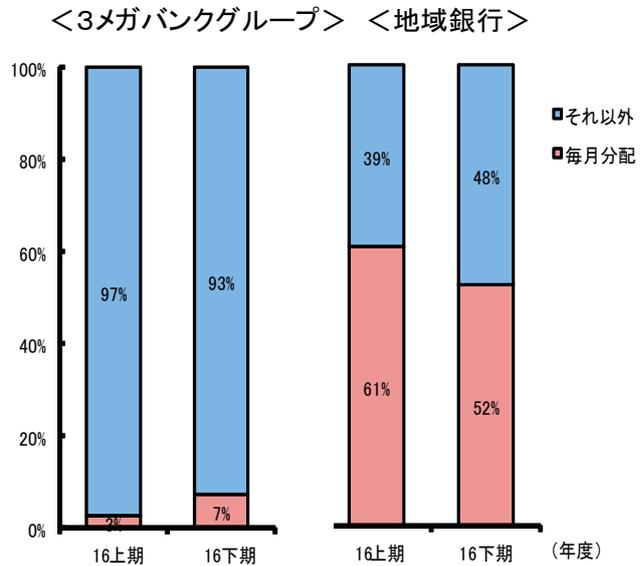
投資信託の販売状況

毎月分配型投資信託保有者の分配金に対する認知度



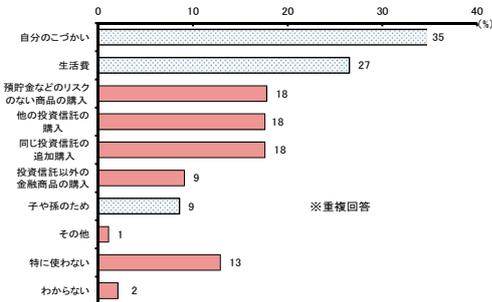
(資料)投資信託協会より、金融庁作成。

販売額の多い積立投資信託における毎月分配型の割合



(注1) 積立投資信託を取り扱っている3メガバンクグループ4行及び地域銀行9行へのヒアリングベース。
(注2) 各行の販売額上位5銘柄をベースに算出。
(資料) 金融庁

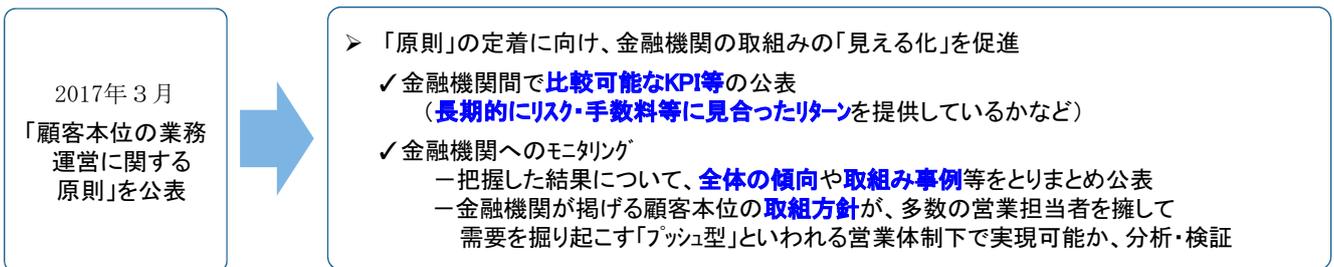
毎月分配型投資信託保有者の毎月分配金の使用目的



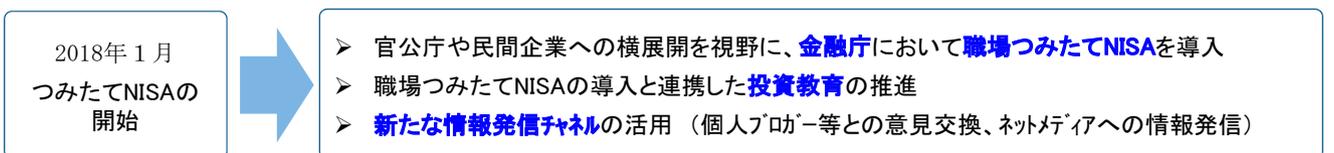
(資料)投資信託協会より、金融庁作成。

【平成29事務年度 金融行政方針】家計の安定的な資産形成の推進と顧客本位の業務運営

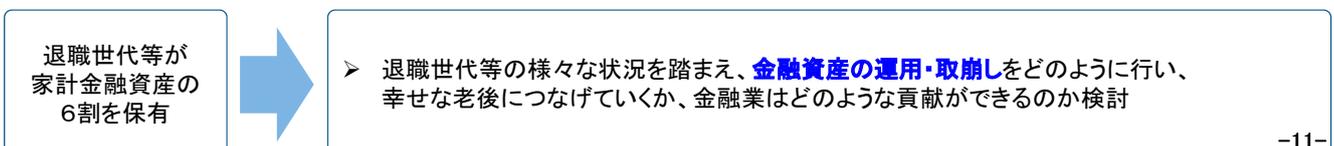
(1) 「顧客本位の業務運営」の確立と定着



(2) 長期・積立・分散投資の推進



(3) 退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討



「顧客本位の業務運営に関する原則」(平成29年3月30日公表)の概要①

経緯及び背景

平成28年12月22日に公表された、金融審議会市場ワーキング・グループ報告において、以下のよう内容が示された。

- これまで、金融商品の分かりやすさの向上や、利益相反管理体制の整備といった目的で法令改正等が行われ、投資者保護のための取組みが進められてきたが、一方で、これらが**最低基準(ミニマム・スタンダード)**となり、**形式的・画一的な対応を助長してきた**面も指摘できる。
- 本来、**金融事業者が自ら主体的に創意工夫を発揮し、ベスト・プラクティスを目指して顧客本位の良質な金融商品・サービスの提供を競い合い**、より良い取組みを行う金融事業者が選択されていくメカニズムの実現が望ましい。
- そのためには、従来型のルールベースでの**対応のみを重ねるのではなく、プリンシプルベースのアプローチを用いることが有効**であると考えられる。具体的には、当局において、顧客本位の業務運営に関する原則を策定し、金融事業者に受け入れを呼びかけ、金融事業者が、原則を踏まえて何が顧客のためになるかを真剣に考え、横並びに陥ることなく、より良い金融商品・サービスの提供を競い合うよう促していくことが適当である。



- 平成29年1月19日、金融審議会市場ワーキング・グループ報告を踏まえ、金融庁において、「顧客本位の業務運営に関する原則(案)」をとりまとめ、公表(パブリックコメント期間:平成29年1月19日~2月20日)。
- 平成29年3月30日、金融庁において、「顧客本位の業務運営に関する原則」及び「『顧客本位の業務運営に関する原則』の定着に向けた取組み」を公表

-12-

「顧客本位の業務運営に関する原則」(平成29年3月30日公表)の概要②

1. 顧客本位の業務運営に関する方針の策定・公表等

2. 顧客の最善の利益の追求

3. 利益相反の適切な管理

4. 手数料等の明確化

5. 重要な情報の分かりやすい提供

6. 顧客にふさわしいサービスの提供

7. 従業員に対する適切な動機づけの枠組み等

-13-

「顧客本位の業務運営に関する原則」の定着に向けた取組み(平成29年3月30日)

1. 金融事業者の取組みの「見える化」

- 各金融事業者においては、顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるようにするための成果指標(KPI)を、取組方針やその実施状況の中に盛り込んで公表するよう働きかけ
- 本年6月末から当面四半期ごとに、取組方針を策定した金融事業者の名称とそれぞれの取組方針のURLを集約し、金融庁ホームページにおいて公表

3. 顧客の主体的な行動の促進

- 実践的な投資教育・情報提供の促進
 - 投資初心者向けの教材を関係者で作成し、広く活用
 - 商品比較情報等の提供のあり方について、ワーキンググループを設置し、議論を整理
- 長期・積立・分散投資を促すためのインセンティブ
 - 積立NISA対象商品の商品性の基準の公表
 - 上記を踏まえ、長期・積立・分散投資に適した投資信託の提供促進

2. 当局によるモニタリング

- 金融事業者における業務運営の実態を把握し、ベスト・プラクティスを収集
- 収集されたベスト・プラクティスや各事業者が内部管理上用いている評価指標などを基に、金融事業者との対話を実施。「原則」を踏まえた取組みを働きかけ
- 各金融事業者の取組方針と、取組みの実態が乖離していることは無いかなどについて、当局がモニタリングを実施
- モニタリングを通じて把握した事例等については、様々な形で公表を検討

4. 顧客の主体的な行動を補う仕組み

- 第三者的な主体による金融事業者の業務運営の評価
 - 客観性、中立性、透明性が確保される形での、民間の自主的な取組みを引き続き促進
- 顧客にアドバイス等を行う担い手の多様化
 - 販売会社等とは独立した立場でアドバイスする者などに対する顧客のニーズに適切に対応できるよう必要な環境整備

-14-

金融事業者による原則の採択等の状況について

公表資料(2017年7月28日、2018年1月23日)を基に作成

1. 原則を採択した金融事業者数

- 金融事業者の取組みの「見える化」に関し、取組方針を策定した金融事業者の名称等を定期的に金融庁ウェブサイトにおいて公表。
 - 「顧客本位の業務運営に関する原則」(2017年3月公表)を採択し、取組方針を公表した金融事業者について、業態別に分類した結果は、以下のとおり。
 - 主要行、大手生保、大手証券、大手運用会社、地域銀行など、合計935の金融事業者が採択。
 - 都市銀行等 : 67
 - 地方銀行等 : 118
 - 協同組織金融機関等 : 107
 - 保険会社等 : 189
 - 金商業者等 : 452
 - 金融会社 : 1
 - その他 : 1
- 合計:935 (2017年12月末時点)**

2. 成果指標(KPI)の策定状況

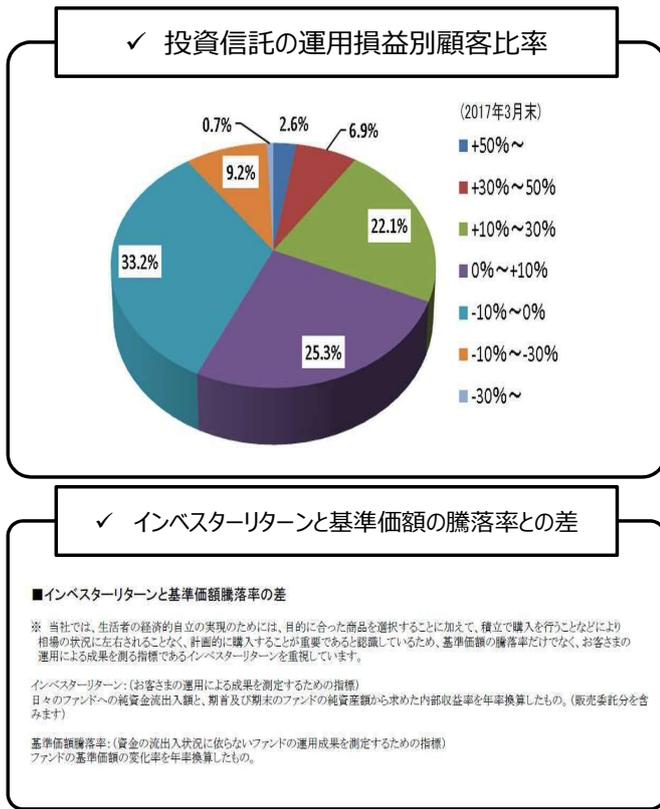
- 取組方針の公表に際し、顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価するための成果指標(KPI)についても、一定数の金融事業者が公表。
- KPIの内容については様々だが、その中には投資信託の販売方針等を踏まえて、その金融事業者が目指す販売等の方向が相当程度端的に示されると考えられる好事例もみられる。また、こうした好事例なども踏まえ、内容を改善させる動きもみられている。

(好事例)

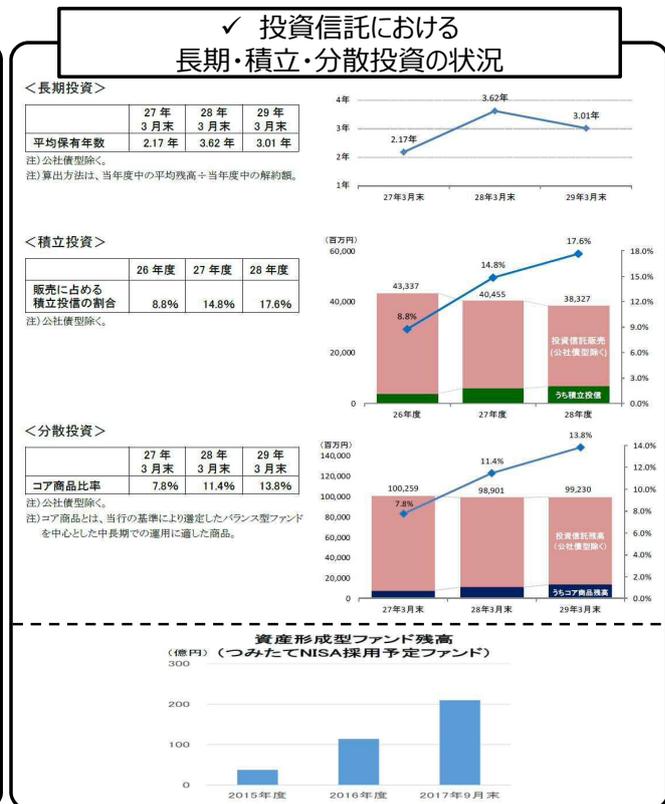
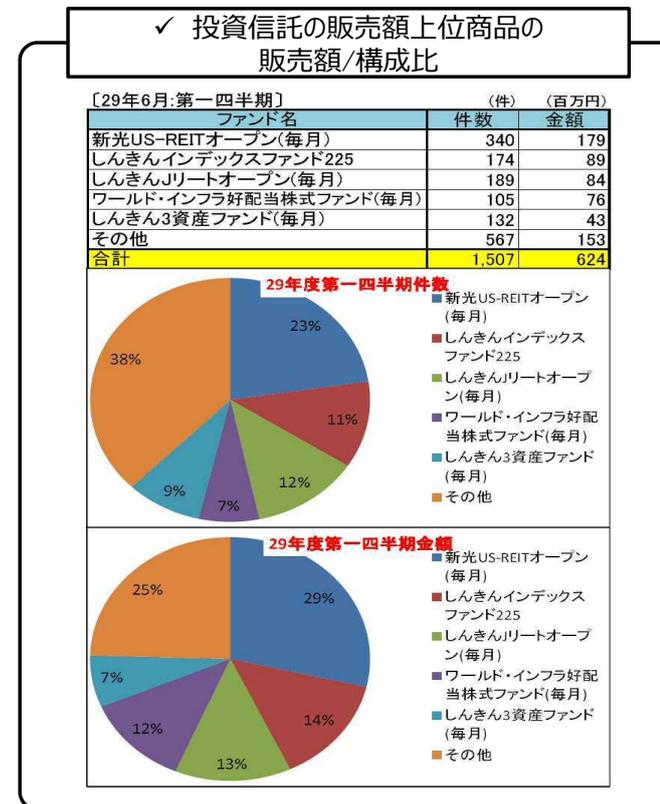
 - ✓ 投資信託の運用損益別顧客比率
 - ✓ インベスターリターンと基準価額の騰落率との差
 - ✓ 投資信託の販売額上位商品、その販売額/構成比
 - ✓ 投資信託における長期・積立・分散投資の状況
 - 平均保有年数
 - 販売に占める積立投資信託の割合
 - コア商品比率
 - 資産形成に資する投資信託(つみたてNISA採用予定)の残高
 - ✓ 投資信託販売に占める毎月分配型販売額/構成比
 - ✓ 投資信託残高に対する分配金の割合
 - ✓ 投資信託の販売額に占める自社グループ商品の比率
- 引き続き、まだ取組方針やKPIを公表していない金融事業者にはその公表が、既に公表している金融事業者には、必要に応じてその更なる改善が、それぞれ求められる。

-15-

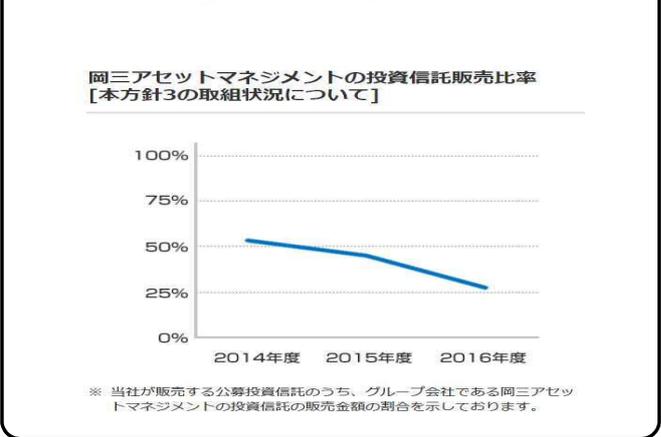
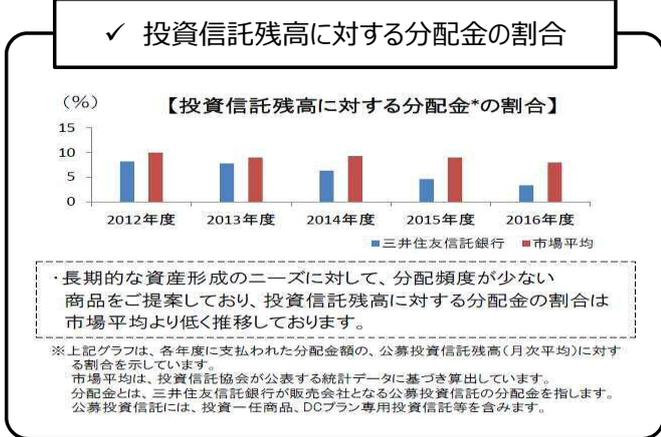
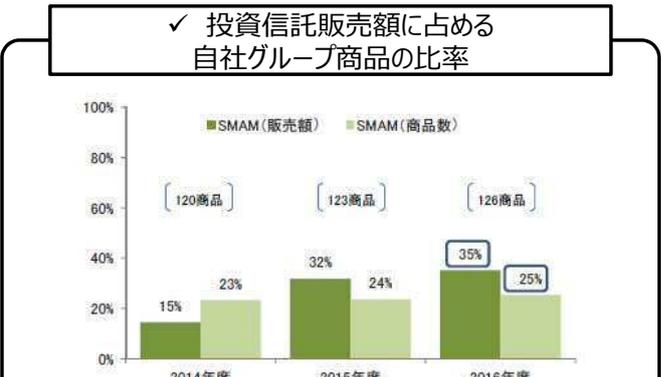
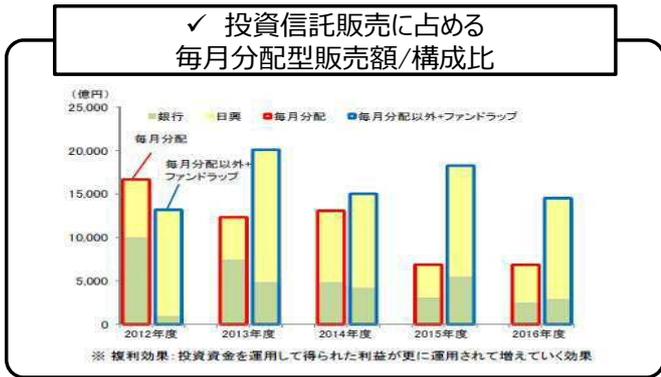
顧客本位の業務運営の定着度合いに関する成果指標 (KPI) の好事例①



顧客本位の業務運営の定着度合いに関する成果指標 (KPI) の好事例②

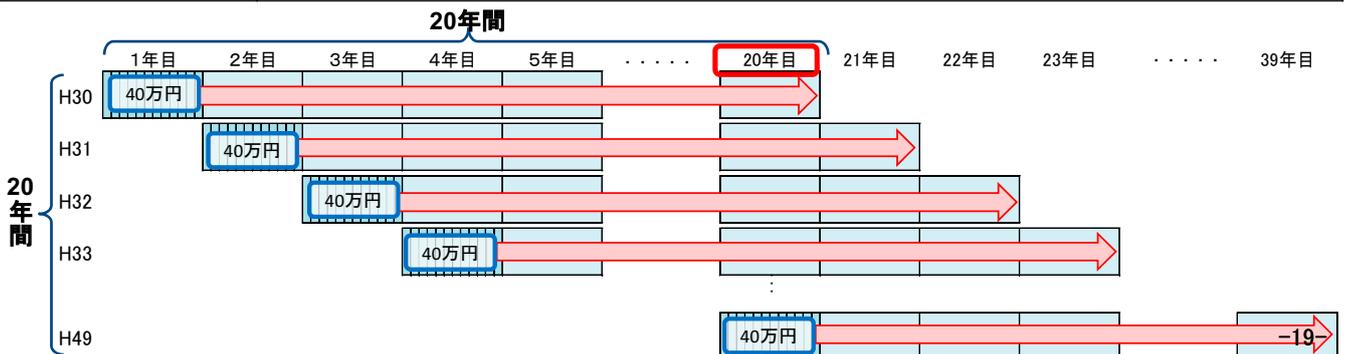


顧客本位の業務運営の定着度合いに関する成果指標(KPI)の好事例③



つみたてNISAの概要

非課税投資枠等	年間投資上限額: 40万円 、非課税保有期間: 20年間 、投資可能期間: 平成30年~49年 (20年間)
投資対象商品	公募株式投資信託の場合、以下の要件をすべて満たすもの ○ 販売手数料はゼロ(ノーロード) ○ 信託報酬は一定水準以下(例: 国内株のインデックス投信の場合 0.5%以下)に限定 ○ 顧客一人ひとりに対して、その顧客が過去1年間に負担した信託報酬の概算金額を通知すること ○ 信託契約期間が無期限又は20年以上であること ○ 分配頻度が毎月でないこと ○ ヘッジ目的の場合等を除き、デリバティブ取引による運用を行っていないこと
投資方法	契約に基づく定期かつ継続的な方法による買付け
現行NISAとの関係	一般NISAと 選択 して適用可能
受付・購入	買付開始: 平成30年1月1日 (受付開始: 平成29年10月1日)



つみたてNISAの対象商品について

既存のすべての投資信託

- 既存の投資信託の大半は、長期の積立・分散投資による資産形成に不向き。
 - 短期的な運用のもの（信託期間20年未満のものが全体の約8割）
 - 手数料の高いもの（販売手数料の平均2.5%）
 - 毎月分配型のもの（売れ筋商品の約9割）
 - レバレッジをかけたもの（日経225の2～3倍の値動き）
- 等は、つみたてNISAの対象から除外。



つみたてNISAの対象商品

- 一般的なインデックス投信（パッシブ運用）を基本。
例）国内外の株式・債券に分散してインデックス投資をするもの、日経225等にインデックス投資をするもの
- アクティブ運用投信は、例外的に、継続して投資家に支持・選択され、規模が着実に拡大しているもののみ対象。
- 金融庁への届出制。
- 販売手数料は0%。
- 毎年の運用管理費用にも上限（国内インデックス投信は0.5%等）を設け、低コストの商品に限定。
- 運用管理費用の金額は、毎年、投資家に通知。
- 販売会社は、提供する商品がどのような顧客に適しているか等を公表し説明。

-20-

つみたてNISAの対象

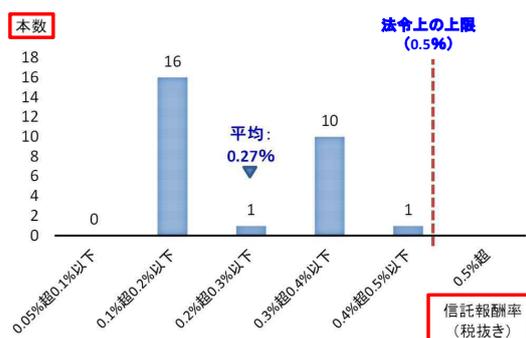
つみたてNISA対象の公募投信の商品分類(11月8日時点)

つみたてNISA対象：117本（51本）
※公募投信全体：約5,000本

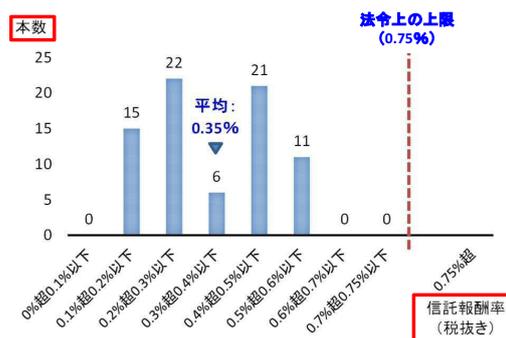
	国内	内外	海外
株式型	(20本) ↓ 32本	(0本) ↓ 2本	(20本) ↓ 32本
資産複合型	(0本) ↓ 3本	(11本) ↓ 47本	(0本) ↓ 1本

つみたてNISA対象の公募投信（インデックス投信103本）の信託報酬率の分布(11月8日時点)

投資先を国内とするインデックス投信(28本)



投資先を内外・海外とするインデックス投信(75本)



-21-

「職場つみたてNISA」の導入について

- 少子高齢化の進展等を踏まえ、バランスの取れたポートフォリオによる安定的な資産形成の重要性が高まっている。
- 他方、現役世代にとっては、「きっかけがない」、「方法がわからない」、「時間が無い」等の理由から、投資を通じて資産形成に取り組むことは容易ではない。

- ✓ つみたてNISAは、少額からの長期・積立・分散投資に特化し、投資未経験者などが資産形成を始めるのに適している制度。
- ✓ 身近な場(職場)で、つみたてNISAを開始するきっかけが得られる環境を整えることにより、現役世代も資産形成に取り組みやすくなる。
- ✓ 併せて、つみたてNISAをきっかけに、職場において金融・投資教育を受けられることは有益。

まずは**金融庁**において、「**職場つみたてNISA**」を導入。(他省庁・地方自治体、更には民間企業における普及も視野)。来年1月のつみたてNISA開始に併せて、職員による買付けを可能とする。

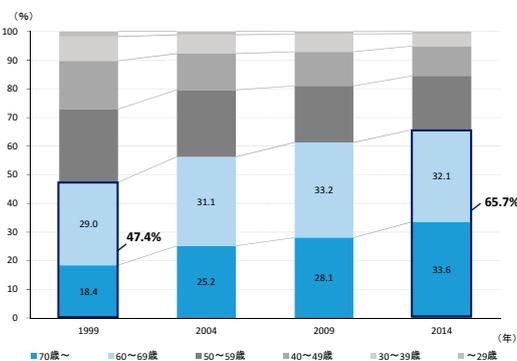
※ 併せて、同様に長期・積立投資に適したiDeCoも提供。

-22-

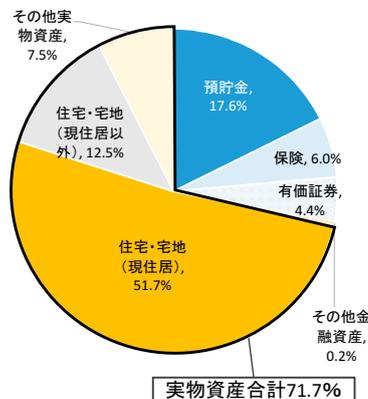
退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討①

- 近年、金融庁では、つみたてNISA等、若年世代の資産形成を意識した施策に取り組んできた。一方で、家計金融資産における退職世代等の保有割合が年々上昇(2014年時点では、金融資産の約3分の2を世帯主年齢が60歳以上の世帯が保有)しており、退職世代等に対する取組みの重要性が増していくと考えられる
- 世帯主が60代の世帯は、金融資産の他にも住宅・宅地などの実物資産を多く保有しているものの、住宅ローン等を控除した金融純資産を見ると、例えば1千万円に届かない世帯が半数近くを占めている

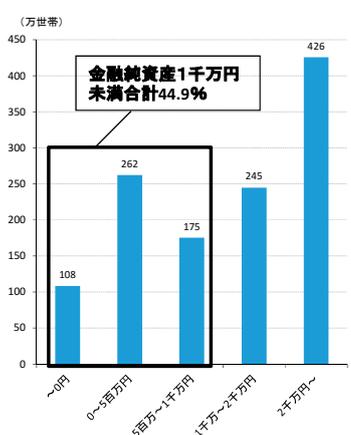
金融資産の年齢階級別割合の推移



世帯主が60代の世帯の資産構成



世帯主が60代の世帯の金融純資産の分布



(出典)総務省「全国消費実態調査」(平成11, 16, 21, 26年)より、金融庁作成

-23-

退職世代等に対する金融サービスのあり方の検討②

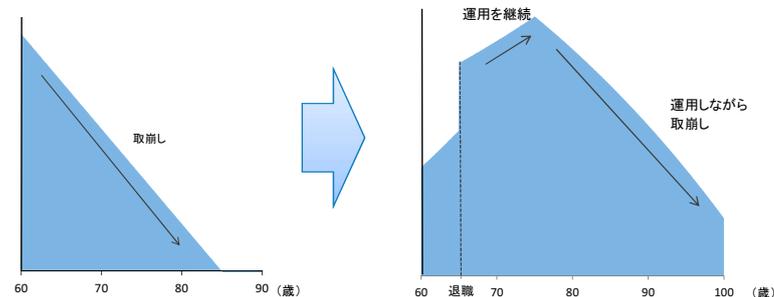
- 長寿化の進展により、現在60歳の人の25%が95歳まで、10%近くが100歳まで生きると推計されており、「人生100年時代」を考えた際に、金融資産が十分でない退職世代等も一定程度存在する可能性
- このような退職世代等が長期にわたって不安なくゆとりある生活を維持していくためには、退職後もそれぞれの状況に適した資産の運用と取崩しを含めた資産の有効活用が計画的に行われる必要
- 併せて、上記の資産の運用等を安心して行うためにも、フィナンシャル・ジェロントロジー（金融老年学）の進展も踏まえ、よりきめ細かな高齢投資家の保護について検討する必要
- また、企業経営者の多くが60代、70代となる中、事業承継に伴う資産の移転を円滑に行えるようサービスの充実が図られることも重要
- 退職世代の金融資産の運用・取崩しをどのように行い、幸せな老後につなげていくか及びそれにふさわしい金融商品・サービスの開発・提供のあり方等について、外部有識者の知見も活用しつつ、検討を進める

現在60歳の人のうち各年齢まで生存する人の割合

80歳	78.1%
85歳	64.9%
90歳	46.4%
95歳	25.3%
100歳	8.8%

(出典) 国立社会保障・人口問題研究所「将来人口推計」(中位推計)より、金融庁作成

退職後の資産の運用・取崩しのイメージ



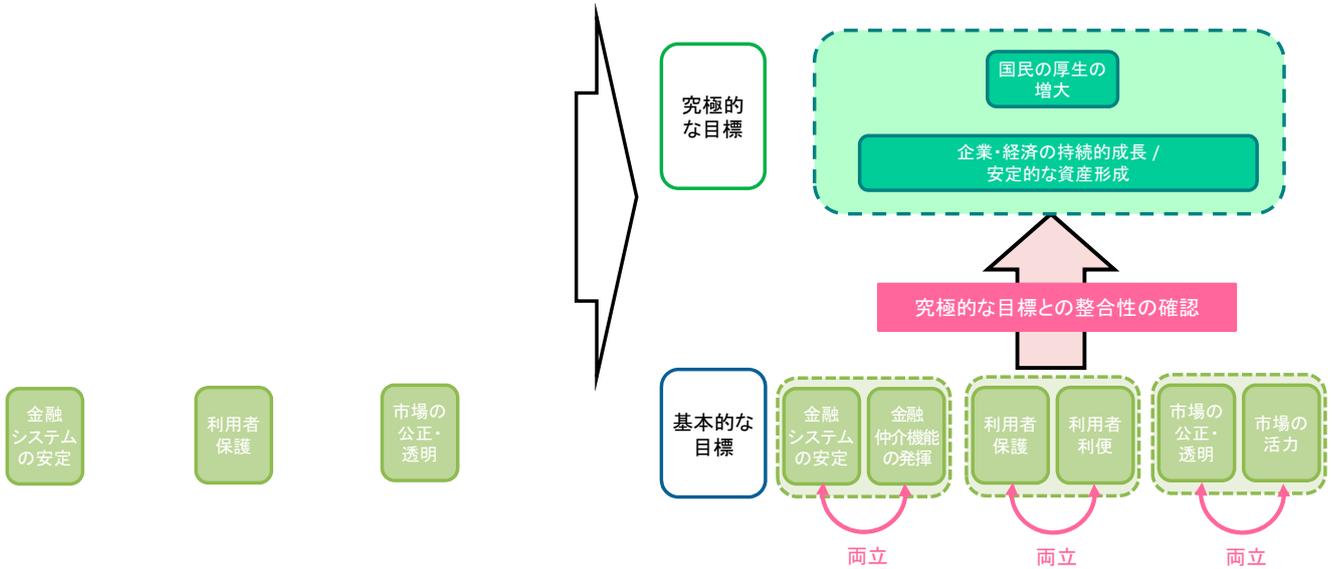
退職後資産運用を行わずに直ちに取崩す場合

退職後、運用しながら取崩す場合 -24-

II 検査・監督の見直し、金融庁の組織の見直し等

金融行政の目標 (安定重視から安定と成長の両立へ)

- 安定、保護、公正・透明に集中
- 安定と仲介、保護と利便、公正・透明と活力のバランスを重視
- 究極的目標との整合性を確保



-25-

「形式・過去・部分」から「実質・未来・全体」へ

形式

- 担保・保証の有無やルール遵守の証拠作りを必要以上に重視

過去

- 足元のバランスシートや過去のコンプライアンス違反を重視

部分

- 個別の資産査定に集中、問題発生の原因の究明や必要な対策の議論を軽視

視野の拡大

実質

- 最低基準(ミニマム・スタンダード)が形式的に守られているかではなく、実質的に良質な金融サービスが提供できているか(ベスト・プラクティス)へ

未来

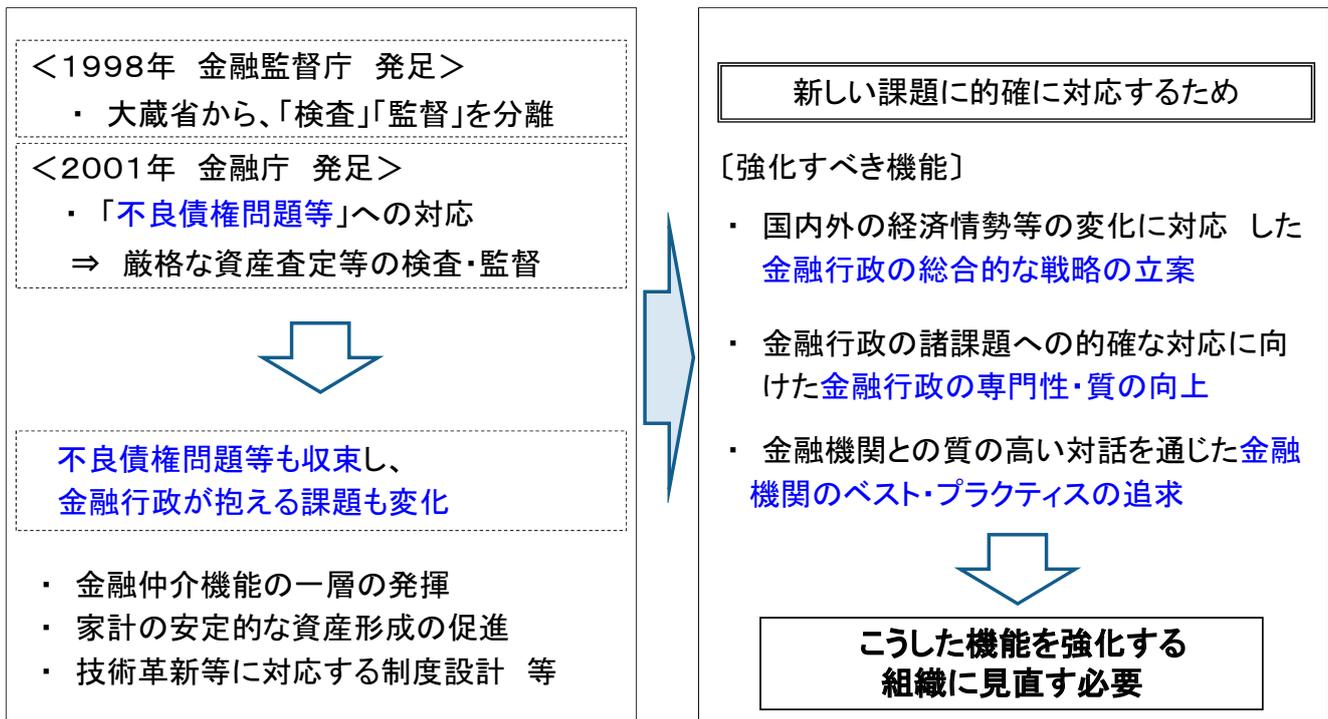
- 過去の一時点の健全性の確認ではなく、将来に向けたビジネスモデルの持続可能性があるか
- 「リスクと自己資本のバランス」だけでなく、収益とのバランスも重視

全体

- 特定の個別問題への対応に集中するのではなく、真に重要な問題への対応が出来るか

-26-

金融庁の組織見直し(背景)



-27-

組織見直しのポイント

(1) 金融行政の戦略立案機能の強化

- 金融行政全体を俯瞰し、全庁的な**金融行政の戦略立案・総合調整機能**を強化

(2) 金融行政の専門性の向上

- **金融システム全体のリスク**や**業態横断的な課題**に対応するため、**専門分野別チーム**(市場分析・IT・リスク管理等)の機能を強化

(3) 市場行政を含めた企画能力とフィンテック対応の強化

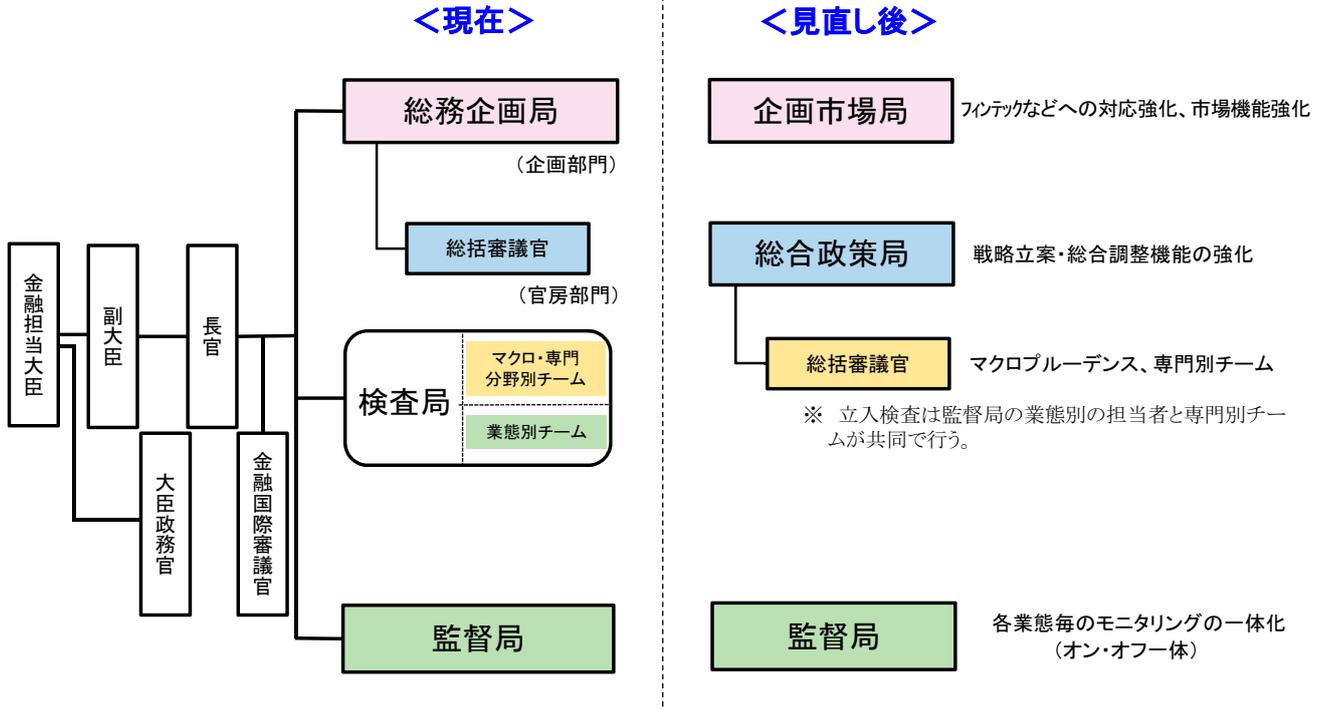
- **フィンテック**や**市場機能の強化**など、技術の進展等に応じた制度などの**施策の企画能力**を一層強化

(4) 各業態毎の検査・監督の一体化

- 各金融機関と効果的・効率的な対話を行うため、**検査の業態別チーム(オン)**と**監督局(オフ)**を一体化

-28-

新旧組織図(案)



日本取引所金融商品取引法研究 第12号 2018年10月

ISSN 2188-2150



株式会社日本取引所グループ

<https://www.jpx.co.jp/>

〒103-8224 東京都中央区日本橋兜町2番1号

本冊子の内容につきましては、ホームページ

(<https://www.jpx.co.jp/corporate/research-study/research-group/01.html>)

でもご覧になれます。

本出版物は著作権法によって保護されており、株式会社日本取引所グループに無断で転用、複製又は販売を行うことは固く禁じます。

※ 本冊子における報告者及び出席者の肩書は、特に断りのない限り、各研究会当時のものです。