スチュワードシップ・コードの改訂

立教大学　松井秀征

1　はじめに
(1)　スチュワードシップ・コード改訂の背景等
(2)　有識者会議における議論の展開
(3)　補論・英国におけるスチュワードシップ・コードの改訂

2　2025 年第 3 次改訂版コードの検討
(1)　実質株主の透明性向上
①　基本的な枠組みと考え方
②　理論的分析
③　実務的な対応
(2)　協働エンゲージメントの促進
①　基本的な枠組みと考え方
②　若干の分析
③　法律との抵触に関する問題
(3)　コードのスリム化

3　おわりに

スチュワードシップ・コードの改訂

立教大学　松井秀征

1　はじめに

(1)　スチュワードシップ・コード改訂の背景等

金融庁は、2025 年 6 月 26 日、スチュワードシップ・コード[1]の第 3 次改訂版（以下、「2025 年第 3 次改訂版コード」という）を公表した。スチュワードシップ・コードは、2014 年 2 月 26 日、その最初に策定された版（以下、「2014 年原コード」という）が公表され、その後は 3 年に 1 度の頻度で改訂が施されてきた[2]。今回の改訂は、その前の改訂から 5 年が経過している。

スチュワードシップ・コードは、当初より、その実施状況や国際的な議論の動向等を踏まえ、その改善を行うべく、おおむね 3 年ごとを目途として、金融庁において見直し等の適切な対応を取ることが期待されている[3]。金融庁は、これを受けて、ダブルコードに関するフォローアップ会議（以下、単に「フォローアップ会議」という）[4]、そして「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を設け[5]、ここでの議論を経て、改訂版のコードを提案してきた。

以上のようなプロセスを経てスチュワードシップ・コードの改訂がなされるという点は、今般の第 3 次改訂でも同様である。まず、今般のフォローアップ会議においては、実質的なスチュワードシップ活動促進のため、機関投資家におけるスチュワードシップ活動の実態調査、課題分析、これに基づく提言[6]に基づき、検討が進められた。以上の調査においては、

---

[1] 正式名称は、「「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益成長を促すために～」である。

[2] 最初の改訂版は、2017 年 5 月 29 日、そして再改訂版は、2020 年 3 月 24 日に公表されている（以下、それぞれ「2017 年改訂版コード」、「2020 年再改訂版コード」という）。

[3] 原コード前文 15 項。

[4] 正式名称は、「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」である。

[5] 改訂時の有識者会議の名称は 3 回とも本文の通りだが、策定時の有識者会議の名称は、「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」である。

[6] これら業務は、みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社に委託され、2023 年 3 月に報告書が提出されている（みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社「「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」最終報告書（2023 年 3 月）」フォローアップ会議第

下記の点に関する課題がまず提示された[7]。

① エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足

② 投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

③ プロセス構築（PDCA サイクル）における改善の余地

④ コスト・予算を割いて取り組みを行うインセンティブの欠如

そして、これを受けた提言として、

❶ 運用機関における幅広い協働の取組みの促進

❷ 運用機関とアセットオーナーの間の取組みの促進

❸ アセットオーナーにおける幅広い協働の取組みの促進

❹ これらの取組みに対する行政当局の適切なフォローアップ

といった事項が示されることとなった[8]。以上のうち、❶〜❸における協働等の取組みは、その文言から、ある程度その内容が想像できるところである。これに対して、❹における行政当局のフォローアップというのは、大量保有報告制度上の「共同保有者」概念や「重要提案行為」概念の不明確性について課題解決に向けた取組みを進めること、また運用機関のエンゲージメント対象外となる企業が自ら運用機関との対話を依頼することができるよう、実質株主の透明性向上をすべきことが挙げられていた。

(2) 有識者会議における議論の展開

有識者会議では、このフォローアップ会議における課題分析や提言等を前提として議論が行われた。併せ、諸外国（とりわけ英国）におけるスチュワードシップ・コード改訂の状況、あるいは ICGN グローバル・スチュワードシップ原則の改訂内容など、国際的な動向も見据えながら、議論が進められている。当該会議において主に議論の対象とされたのは、以下の点である[9]。

ⅰ）コーポレートガバナンス改革との関係

ⅱ）スチュワードシップ活動の実質化

ⅲ）実質株主の透明性

ⅳ）スチュワードシップ・コードのスリム化

以上のうち、ⅰ）のコーポレートガバナンス改革との関係では、「企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上というコーポレートガバナンス改革の趣旨に照らして、スチュワードシップ・コードが果たしている役割と今後の課題をどう考えるか」という問いが示され

---

28 回（2023 年 4 月 19 日）参考資料)。

[7] みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注(6) 6 頁以下。

[8] みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注(6)37 頁以下。

[9] スチュワードシップ・コードに関する有識者会議（令和 6 年度）・第 1 回（令和 6 年 10 月 18 日）事務局説明資料 29 頁以下。

ている。これは、スチュワードシップ・コードの中身を議論する問いというよりは、コードの位置づけや課題といった枠組みの話である。そこで、ここでの確認はいったん措き、その他のⅱ）からⅳ）までの問いが、具体的にどのような内容と結びついているのか、確認したい。

ⅱ）については、パッシブ運用の割合が高まる中で、エンゲージメントの実効性を高めるべく、スチュワードシップ活動に対する適切インセンティブの付与や、当該活動にかかる適切なコストシェアリングの重要性が問われている。そして、協働エンゲージメントの取組みの積極的活用、あるいはアセットオーナーにおけるスチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）の採用について、問いが立てられた。これは、先の提言における❶〜❸と呼応するものであるが、これは上述のとおり、さらに制度的な対応との関係性も問題となるところであり（❹参照）、この点も併せ検討すべきものとして、その一部は、次のⅲ）の実質株主の透明化に関する議論につながることとなる。

ⅲ）については、わが国において、企業が実質株主（株式について議決権指図権限や投資権限を有する者であって名義株主でない者）を把握するための制度が存在しないところ、企業と機関投資家の信頼関係醸成促進、企業から機関投資家への対話申入れを容易にする観点から、実質株主の透明性向上が重要ではないか、との問いであった。

以上の通り、ⅱ）及びⅲ）については、フォローアップ会議における実態調査、課題分析、そしてこれに基づく提言を受けた検討課題であった。これに対し、ⅳ）は、それ自体が内容そのものに関わるものではなく、異なる文脈から出ている。すなわち、英国のスチュワードシップ・コードの改訂、あるいは ICGN のグローバル・スチュワードシップ原則がスリム化の方向に進んでいることを踏まえ、わが国でも策定以来、数次の改訂を重ねるにあたり、コードへの記載の必要性が低下した個所、重複感がある箇所、あるいは冗長な表現を簡潔にすべき個所などを確認したい、ということであった。

(3)　補論・英国におけるスチュワードシップ・コードの改訂

今回の主題はわが国のスチュワードシップ・コードの 2025 年における改訂であり、英国のそれではないが、わが国におけるコード改訂にあたっては、これまで英国における改訂の動向も参照されてきた。今回も、わが国における改訂のタイミングと英国のそれとは重なっており、有識者会議における資料としても、英国の改訂の動向が共有されていることから、英国においてどのような方向性で改訂がなされ、わが国の改訂との関係では何が参照されているのか、少し確認をしたい。

英国における前回のスチュワードシップ・コードの改訂は 2020 年であり（以下、このコードを「2020 年版英国コード」という）[10]、今般の改訂は 2026 年 1 月より有効となるもの

[10] Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2020.

である（以下、このコードを「2026 年版英国コード」という）[11]。今回の 2026 年版英国コードに向けた改訂においては、基本的な考え方にかかる部分の改訂、そして全般的なスリム化がなされている。

基本的な考え方の部分の改訂に関して言えば、スチュワードシップの目的に変更が加えられている。2020 年版英国コードまでは、スチュワードシップというのは、経済、環境、そして社会に向けた持続的な利益に結び付くべきことが明示されていたのに対して（アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向け原則１）[12]、2026 年度版英国コードにおいては、このような文言が脱落し、端的に顧客や受益者のための持続的な利益を提供すべきものとされている。むろん今般の改訂においても、このような持続的な利益が提供されれば、ひいては経済、環境、そして社会に向けたさらなる利益につながり得ることは前提とされてはいる[13]。ただ、英国のスチュワードシップ・コードにおいて、金融機関や上場会社の過度なリスクテイクを抑制する観点から、機関投資家の役割は公益的な観点から位置づけられたことを思うとき[14]、今回の改訂の内容は相応の大きな変容である。一方、わが国のコードとの関係で言えば、わが国では、当初から最終受益者に着目してコードが策定され[15]、また改訂がなされてきた、という事情がある[16]。このことを踏まえ今般の英国におけるコードの改訂とわが国の改訂とを比較すると、英国のコードのスタンスとわが国のそれとが近寄ってきたということであり、この部分がわが国におけるコードの第３次改訂に影響を及ぼしているものではないと言えよう。

その他、形式面から言えば、2026 年度版英国コードは、項目がスリム化されている。2020 年度英国コードと 2026 年版英国コードを比較すると、以下のとおりである。

【2020 年版英国コード】

---

[11] Financial Reporting Council, The UK Stewardship Code 2026.

[12] The UK Stewardship Code 2020, Principles for Asset Owners and Asset Managers, Principle 1.

[13] Financial Reporting Council, UK Stewardship Code Consultation, November 2024, p.6.

[14] 後藤元「スチュワードシップコードの目的とその多様性」公益財団法人日本証券経済研究所・金融商品取引法研究会研究記録 72 号 6 頁（2020）。

[15] この点について後藤・前掲(14)13 頁は、日本版スチュワードシップ・コードについて、主たるターゲットとされていた国内の機関投資家がどちらかといえば経営者よりの行動をとりがちであったものを、個別開示などを通じて、より中立的に、最終受益者の目線に行動させることを考えていた、との分析を行っている。

[16] このことは、わが国のスチュワードシップ・コードがおよそ公益的な事情を勘案していない、ということを意味するわけではない。たとえば、2020 年版再改訂コードにおいては、ESG 要素も勘案したサステナビリティの要素が取り込まれている（2020 年版再改訂コード指針１―１）。

・原則・18 項目

→アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向け原則 12 項目

→サーヴィス・プロバイダー向け原則 6 項目

【2026 年版英国コード】

・原則・10 項目

→アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向け原則 6 項目

→サーヴィス・プロバイダー向け原則 4 項目

これは、原則を基礎として年度ごとに報告を求める事項と、それ以外の開示事項とを選別することによって生じた結果である（この開示事項に位置づけられた事項は、アセット・オーナー及びアセット・マネジャー向け原則 5 項目、サーヴィス・プロバイダー向け原則 4 項目)。開示事項は、原則事項に比して報告の頻度を下げるべき事項であり、要は、はたしている機能や事柄の性質に応じて、項目の位置づけを整理したということである。

今般のわが国における第 3 次改訂において、英国の例にならってスリム化について言及されてはいる。ただ、英国におけるスリム化というのは、上記の通り、原則事項と開示事項の機能的選別という観点が含まれており、今般のわが国の改訂が進んだ方向とはいささか異なっている。その意味では、今般のわが国におけるスリム化と英国のそれとは同様には論じられないように思われる。

2　2025 年第 3 次改訂版コードの検討

2025 年第 3 次改訂版コードについては、1 に示した通りの経緯でまとめられ、実質株主の透明性向上、協働エンゲージメントの促進、そしてコードのスリム化の 3 点が改訂に際しての特徴とされている。以下、順次検討を加えることとしたい。

(1)　実質株主の透明性向上

2025 年第 3 次改訂版コードにおいては、原則 4 に次の指針 4 － 2 が追加された。

> 4 － 2．　機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。

①　基本的な枠組みと考え方

これは、機関投資家において、株主名簿上にその名義が現れない場合――カストディアン等が株主名簿上の株主となる場合――を念頭に置いた指針である。このような指針が導入されるに至った背景としては、上記のような場合、かねてより企業においては実質株主を把握したいという要望があり、とりわけアクティビストへの対応が求められる場合などにその要望は強かった[17]。そのような実務的な要請の存在を前提として追加されたのが、今般の指針 4 － 2 である。

指針 4 － 2 の目的は、機関投資家と投資先企業との建設的対話に置かれている。これを目指すための具体的な対応内容として、第 1 に、投資先企業からの求めがあった場合に、自らの当該企業の株式保有状況を説明すべきこと、そして第 2 に、投資先企業から求めがあった場合の対応方針の事前の公表が想定されている。

指針 4 － 2 の目的が機関投資家と投資先企業との建設的対話に置かれていること自体は、スチュワードシップ・コードにおける従前からの目的に沿ったものであって、ある意味で当然のことである。これに対して、その目的の実現のために求められている事項は、投資先企業からの求めに応じた対応であって、これまでのスチュワードシップ・コードで機関投資家に求められてきた事項と比較すると、いささか違和感がないではない。この点を中心に指針 4 － 2 について、若干の分析を試みたい。

②　理論的分析

2025 年第 3 次改訂版コード指針 4 － 2 の特徴は、上記①に述べたとおり、機関投資家に

---

[17] 安井桂大＝日野祐介「スチュワードシップ・コード第三次改訂のポイントと実務への影響」ビジネス法務 2025 年 10 月号 62 頁。

対して、投資先企業からの求めに応じた対応を求めている点にある。これは、機関投資家と投資先企業との建設的対話という目的（枠組み）を前提として、一定の原則の下に包摂された指針ではある。しかし、コードのその他の原則や指針が、機関投資家において「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」、機関投資家自らが何をするのか、ということで編まれているのに対して、これは投資先企業側の関心を実現するために機関投資家に何をさせるのか、という視点から設けられている。

この指針は、フォローアップ会議における提言から由来しているものではある。だが、実は、フォローアップ会議において実質的なスチュワードシップ活動の促進という観点からなされた実態調査、課題分析、そして提言においては、この点の議論にはほとんど触れられていない。実態調査において、エンゲージメント対象外となる企業に関する記載が若干なされ、これを受けて提言において、そのような企業との対話が可能となるように実質株主の透明性を向上させるべきである、との記載がわずかにあるだけである。それが有識者会議の段階で、企業と機関投資家の信頼関係醸成促進、そして企業から機関投資家に対話を申し入れることを容易にする観点から、実質株主の透明性がスチュワードシップ・コード改訂の議論に上がってきている。

そもそもスチュワードシップ活動の促進における昨今の大きな課題は、パッシブ運用が増加する中での当該活動の実質化であるところ、実質株主の透明化というのはこの課題とは直接は関係しないように見える。企業側の関心は、上記の通り、アクティビスト対応の観点から実質株主をどう把握するのかという点にあり、これは上記の課題とは別問題だからである。

かりに以上のような理解を前提とした場合、スチュワードシップ・コードの本来的性格とはいささか異なるように見える指針について、今般の改訂に至る大きな課題とも異なるにもかかわらず、なぜこれが導入されたのか、という点に移ることになる（これは、わが国のスチュワードシップ・コードのあり方というもっぱら理論的な関心になる）。一つの推測は、以下のようなものである。すなわち実質株主の把握方法の獲得は、かねてからの企業側の強い要望として存在していたが、そのための立法は、必ずしも容易には進まないという状況があった。そのような中、ソフトローとしてのスチュワードシップ・コードの改訂作業にこれを取り入れることにより、上記要望に対する一定の対応を行うとともに、立法に向けた弾みを付けようとした、ということなのかもしれない。

この理解には、いくつかの含意がある。第１に、ソフトローであるスチュワードシップ・コードは、立法の前段階として、政策実現手段として利用されうる性格のものであるということ[18]。第２に、その意味において、スチュワードシップ・コードには、その時々の政策課題が強く反映されやすいということ[19]。そして第３に、指針４―２は、わが国法制度におけ

[18] このようなコードの利用のされ方は、ドイツなど海外では見られたところである。

[19] 前掲注(16)に示した ESG 事項などは、そのような面が見て取れるように思われる。

る実質株主把握手段の欠如に由来するものであるとして、スチュワードシップ・コードという名称は同一であっても、その内容なり期待している機能は、当該国の事情に応じて変容するものであること、である[20]。

③　実務的な対応

さて、以上はわが国のスチュワードシップ・コードのありようの問題であり、優れて理論的な観点からの分析であるが、2025 年第 3 次改訂コード指針 4 － 2 の実務的な運用の方向性について、ここで少し触れておきたい。

指針 4 － 2 に基づき機関投資家としてとるべき対応は、まず、投資先企業からの求めがあった場合に備えた対応方針の策定ということになる。指針上は、投資先企業の株式の保有状況の回答をなせばよいことから、そのことを指針として定めればよいことになりそうだが、実務的には、これに加えどこまでのことを対応方針に定めるか、ということが課題になる。これに対しては基本的に、投資先企業との建設的な対話という趣旨に合致する限りにおいて、機関投資家の判断に委ねられているということになる。ただ実務においては、パブリックコメントにおいて金融庁から示された考え方に沿って[21]、最低限の内容を記載するという運用が開始されているようである[22]。

---

[20] 後藤・前掲注(14)19 頁は、スチュワードシップ・コードを各国が採択し、形式的には収斂が進んでいるのだけれども、コードの策定において実現しようとした機能が各国で大きく異なっていることを指摘している。

[21] パブリックコメントに対する回答においては、対応方針の具体的な内容については、各機関投資家の置かれた状況に応じて検討することが望ましいとしつつも、回答の基準時点、回答可能な頻度、回答までに要する期間、照会者の真正性に関する確認方法、その他照会にあたっての留意事項等を公表することが考えられる、としている（金融庁 HP「「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》第三次改訂案に対するご意見の概要及びそれに対する回答」No.14 及び No.15 に対する「金融庁の考え方」参照)。

[22] 参考まで、いくつかの例を掲げると、以下のとおりである。

【三菱 UFJ 信託銀行】

「投資先企業より、どの程度の株式を保有しているかについて説明を求められた場合には、建設的な対話を行うことを目的に、原則、同目的に資する基準時点・回答頻度の範囲内で、第三者へ伝達しない旨の確認を行ったうえで、遅滞なく、投資先企業に直接回答する方針です。ただし、照会が集中した場合や投資先企業の真正性の確認が困難な場合は、この限りではありません。」

【3D インベストメント・パートナーズ】

「投資先企業の経営陣から株式の保有状況の説明を求められた場合には、 3 DIP が投資先企業の企業価値向上に資すると判断し、かつ、投資先企業による当該要請の目的が企業価値の向上であると客観的かつ合理的に判断した場合、機密保持・顧客の利益に照らして懸念のない範囲内で説明を行います。」

ところで、スチュワードシップ・コードを受け入れている機関投資家については、これで一定の方向性がとられたわけであるが、これはあくまでも各機関投資家が明らかにする方針の下で自主的に行われる取組みに留まる。また、そもそもスチュワードシップ・コードの対象とならない機関投資家――グローバルカストディアン名義で保有している外国の機関投資家にはそのようなものも多い――は、この改訂の外にある話である。その意味において、この 2025 年第 3 次改訂コードの有する効果というのは、ある意味で宣言的であり、また限定的であるのも事実である。

現在、法制審議会会社法制（株式・株主総会等関係）部会において、中間試案のとりまとめまで進んでいるが、ここでは、株式会社から名義株主に対して実質株主の確認を求める制度の導入が進められている[23]。これは、スチュワードシップ・コードの限界を補完するものであるとも言い得るが、そもそも当該制度が導入された後には、指針４－２の役割は終わるのかもしれない。

(2) 協働エンゲージメントの促進

次に、2025 年第 3 次改訂版コードの指針４－６（2020 年再改訂版コードの指針４－５）は、次のような文言に改められた。

４－６．機関投資家が投資先企業との間で対話を行うにあたっては、単独でこうした対話を行うほか、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

【ブラックロック・ジャパン】
「当社は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために必要だと考えられる場合、投資先企業からの要請に応じて当該企業の株式をどの程度保有しているかについて説明を行います。ただし、大量保有報告書の提出対象企業など、当社の株式保有状況が明らかな場合には当該要請に応じない場合があります。また、当該要請に応じるにあたっては、株式会社 ICJ3 が提供する「保有状 況照会伝達サービス」を活用いたします。

当社による回答の基準時点は直近一年間のうちの当社が定める四半期末とし、同一企業からの照会には原則として年に一度まで回答を行います。照会を受けてから、原則として 2 週間程度で回答しますが、対話・議決権行使の繁忙期やその他当社の事情により回答の可否および回答に要する期間が変動する場合があります。また、当社への当該要請およびそれらへの回答はすべて株式会社 ICJ の「保有状況照会伝達サービス」を通じて行われるものとし、当社への直接の要請・問い合わせには原則として回答しないものとします。」

[23] 法制審議会会社法制（株主・株主総会等関係）部会資料 12-1「会社法制（株主・株主総会等関係）の見直しに関する中間試案（案）」第 2 部・第 2 参照。

① 基本的な枠組みと考え方

指針４－６の第１文は、2020 年再改訂版コードにおいて、協働エンゲージメントが必要に応じて有益な場合もあり得る、という文言であったところからの変更であり、それが重要な選択肢であるという文言になっている。また、第２文は完全な追加である。この指針の変更は、フォローアップ会議における実態調査、課題分析、そして提言からの内容が直接的に反映しているところである。

この前提となる認識は、機関投資家におけるパッシブ運用の割合が高まる中で、それぞれの機関投資家においてエンゲージメントのための人材も時間も不足しているという点に置かれていた[24]。そもそもエンゲージメントのために相応のコストをかけて対応をしているアクティブ投資家は限られており[25]、またこれによって得られた情報を他の投資家と共有することは想定もできない[26]。そこで、パッシブ運用を行っている機関投資家において、エンゲージメント活動の共通性があるのであれば、課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性について意見交換を行いつつ、リソースを補い合うことで、上記の問題に一定程度対応していけるであろう、というのがこの指針の目指すところである[27]。

② 若干の分析

2025 年第３次改訂版コードにおける協働エンゲージメントについて、それが「重要な選択肢」であるとされたのは、2020 年再改訂版コードにおけるそれが「有益な場合もあり得る」という表現になっていたのに比して、より強い意義が与えられていることがわかる。

とはいえ、パッシブ運用を行う機関投資家において、人材的にも時間的にも制約がある中でなされるエンゲージメント活動は形式化しがちである。この点の対応がないまま、かりに協働エンゲージメントの促進を試みたとしても、当然に有効な解が得られるとは言えない。各機関投資家において、協働エンゲージメントに向けたインセンティブが十分に働かないままでこれを行うと、相対的に有効な取組みを行っている機関投資家へのフリーライドが発生する可能性があり、これは協働エンゲージメントに存する構造的な問題である[28]。

---

[24] みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注(6) 6 頁以下。

[25] 江口高顕「多様な投資家、多様なガバナンス効果――パッシブ運用の拡大が意味するもの」神作裕之責任編集＝公益財団法人資本市場研究会編・企業法制の将来展望 2018 年版 421 頁以下（2017)。

[26] 安井＝日野・前掲注（17）62 頁。

[27] みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注(6)38～39 頁、新谷亜紀子「スチュワードシップ・コード第三次改訂の概要」商事法務 2396 号 35 頁（2025)、松尾健一「スチュワードシップ・コードの改訂――「建設的な対話」は促進されるか」ジュリスト 1620 号 97 頁（2026）など参照。

[28] フリーライドの問題については、みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注

指針４－６が第２文を追加して、協働エンゲージメントに係る対話に際して、「投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話になるかを念頭に置くべき」だとする趣旨は、まさに協働エンゲージメントそれ自体が目的となるべきではないことを示している。すなわち、パッシブ運用を行う機関投資家におけるエンゲージメント活動が形式化しがちであったことを前提として、協働エンゲージメントにおいてそれが実質化できるのであればすべきであるし、そうでなければあえてする必要はない。具体的な課題認識、そのための取り組みなどを共有し、人材や時間の補完関係が見いだされ、より建設的な対話を投資先企業と行えるという期待が生じた場合にこれを行うべきものである[29]。

金融庁は、スチュワードシップ活動の実態調査を継続的に行っており、協働エンゲージメントについてもベストプラクティスについて、適宜、共有していくことになる。2025 年の調査では、協働エンゲージメントに関してテーマ設定の重要性、海外投資家との連携の重要性が説かれている半面、上記の構造的な問題の指摘も現れているところである[30]。

③　法律との抵触に関する問題

協働エンゲージメント自体は、すでに 2017 年改訂版コード指針４－４において導入されており[31]、英国のコードなども念頭に置きつつ、以前からその必要性や有用性自体は説かれていたところである。

他方で、2017 年改訂版コードの段階から、協働エンゲージメントについては、機関投資家同士が共同して株主としての議決権その他の権利を行使することを合意しており、金融商品取引法における大量保有報告規制における「共同保有者」、あるいは「重要提案行為」と評価される可能性が指摘されていた。そして、これが機関投資家において協働エンゲージメントを忌避させる要因になっているとの指摘もあった[32]。この点については、2014 年原コードの策定当初から金融庁から解釈指針が示され[33]、共同保有者に当たらない場合、ない

---

(6)39 頁、松尾・前掲注(27)96 頁。

[29] 安井＝日野・前掲注(17)63 頁。

[30] 金融庁「スチュワードシップ活動の実態に関する調査（2025 年６月２日)」37～38 頁。

[31] ただし、当時の文言は「集団的エンゲージメント」である。2020 年再改訂版コード指針４－５において現文言に変更された（以下、2017 年改訂版コードについても、便宜上、「協働エンゲージメント」の文言を使用する)。

[32] 有吉尚哉「スチュワードシップ・コード改訂への実務対応」商事法務 2141 号 89 頁（2017)。

[33] 金融庁「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（平成 26 年２月 26 日)」。本文に掲げた内容のほか、公開買付規制上の「特別関係者」概念への該当性も問題となり得たが、これは大量保有報告規制上の「共同保有者」概念と併せて検討がなされているので、ここではいったん省略する。

し重要提案行為に該当しない場合が一応、明らかにされてはいた[34]。

しかし、2017 年改訂版コードで導入された協働エンゲージメントをより実質化しようとすれば、具体的な課題認識の共通性、その解決に向けた方向の共通性などを確認する必要がある。それは、場合によっては議決権行使その他の権利行使につながる可能性もあり、2014 年段階の金融庁解釈指針によると、その取組みによって共同保有者に該当する可能性は残されていた。また実務的には、企業にインパクトを与えるエンゲージメントを行うには、重要提案行為に該当する可能性との関係で難しい面がある（踏み込んだエンゲージメントを行えない）との指摘もあった[35]。

このような認識や指摘もあり、フォローアップ会議における提言においても、改めて行政当局によるフォローアップとして、大量保有報告制度上の「共同保有者」概念や「重要提案行為」概念の不明確性について、その解決に向けた取組みを進めるべきであるとされていた[36]。これを受けた令和 6 年金融商品取引法改正では、複数の投資家が「経営に重大な影響を与えるような合意」を行わない限り、「共同保有者」に該当しないことを明確化するに至った。ここに言う「経営に重大な影響を与えるような合意」とは、配当方針や資本政策の変更といった企業支配権に直接関係しない提案を共同して行う場合が想定されており、共同して株主としての権利行使をすることを合意したとしても、当然には共同保有者には該当しないこととされた。具体的は、第 1 に、合意の当事者である株式保有者がいずれも証券会社、投資運用業者、銀行、信託会社、保険会社等であり、第 2 に、共同して重要提案行為等を行うことを合意の目的としておらず、そして第 3 に、個別の権利行使ごとの合意である場合に

---

[34] 金融庁・前掲注(33)11 頁によれば、「「共同保有者」に該当するためには、「共同して株主としての議決権その他の権利を行使すること」を合意している必要」があり、「法令上の権利の行使以外の株主としての一般的な行動についての合意に過ぎない場合」には、他の投資家は共同保有者に該当しない、とされている。

また、ここでいう「合意」とは、「単なる意見交換とは異なり、相互又は一方の行動を約する（文書によるか口頭によるかを問わず、また、明示的か黙示的かを問わない）性質のものを指すものと考えられ」、他の投資家との話し合い等において、「各々の議決権行使の予定を伝え合い、それがたまたま一致したにすぎないような状態」では、共同保有者に該当しない、ともされていた。

さらに「重要提案行為」については、金融庁・前掲注(33) 6 頁において、（ⅰ）提案事項の客観的内容が、政令（令 14 条の 8 の 2）列挙事項に該当すること、（ⅱ）発行者の事業活動に重大な変更を加え、または重大な影響を及ぼすことを目的とすること、（ⅲ）提案に該当すること、がこれに当たるとし、そうでなければ重要提案行為には該当しない旨が明らかにされていた。

[35] みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注(6)21 頁

[36] みずほリサーチ＆テクノロジー株式会社・前掲注(6)40 頁

は、共同保有者から外れることになる（金商 27 条の 23 第 5 項)。

2014 年からの解釈に委ねられ、協働エンゲージメントを萎縮させていた金商法周りの対応が進められたことは、協働エンゲージメントを促進し、スチュワードシップ活動を実質化するうえでは重要な対応である。これは、まさにスチュワードシップ・コードの運用を円滑化するために法律の規定が補完する形で対応がなされたところであり、今後は、運用レベルでの問題としてこれが進められていくことになる。

(3)　コードのスリム化

コードのスリム化という課題について、英国や ICGN の方向性を挙げ[37]、わが国でもこれに取り組むべきこととされた。ただ、こと 2026 年英国コードに関して言えば、1 (3)において若干触れたとおり、単にスリム化をするというにとどまらず、報告事項と開示事項の機能的峻別、各事項における対応方法の合理化といった内容にもかかわる形でのスリム化が図られている。

これに対して、2025 年第 3 次改訂版コードについていえば、そのような機能的なスリム化、対応方法の合理化といった視点は必ずしも見られず、重複部分の簡素化等、若干のスリム化にとどまっているというのが実際である[38]。これは ICGN からの要望事項がそのようなものであったということもあるのだろうが、英国で見られたようなスリム化の方向性は、次回の改訂に委ねられたということだろう。

---

[37] 英国におけるコードのスリム化については、1 (3)に述べた内容を参照。ICGN におけるスリム化の考え方については、第 1 に、コードの内容と原則（重複を排除し、来たい事項を簡素化する)、第 2 に、署名者の報告負担と期待事項においてその可能性があることが示されていた（「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議への ICGN の意見書」スチュワードシップ・コードに関する有識者会議（令和 6 年度)・第 1 回（令和 6 年 10 月 18 日）資料 7 － 2)。

[38] 今般のスリム化が思うように進んでいない点については、松尾・前掲注(27)99 頁も参照。

3　おわりに

以上、2025 年第 3 次改訂版コードについて、その特徴とされた部分を中心に若干の検討を加えた。

実質株主の透明性向上に関しては、コードにおける課題事項に正面から取り組んだ課題というよりは、異なる文脈から出てきている政策課題が、コードを梃子にして実現されようとしているように見える点で特徴的である。また、その意味において、コードにおける対応は過渡的対応なのではないか、というのがここでの見立てである。

協働エンゲージメントの促進は、今般の改訂において、ある意味で中心的な課題であり、2017 年改訂版コード以来の課題が実質化された面がある。これは、金商法の改正の裏付けも伴いながら行われており、今後、その運用をどう進めていくか、という段階に進んでいるように思われる。

コードのスリム化は、英国の例を見る限り、コードの機能を考えるうえでは非常に重要な課題に思われるが、今般の改訂では十分に対応がなされたとはいえない面がある。この点は次回の改訂に残された課題ということができよう。

以　上

「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～

金融庁

2025 年 6 月 26 日

（2014 年 2 月 26 日　策定
2017 年 5 月 29 日　改訂
2020 年 3 月 24 日　再改訂）

「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のほか運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「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。

本コードの目的

１．　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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な「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。

２．　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。

３．　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[1]。

４．　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」（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」（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、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、アセットオーナーには、スチュワードシップ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[2]。

運用機関は、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、アセットオーナーは、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チュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ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。

５．　また、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供している主体（以下、「機関投資家向けサービス提供者」という。）には、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）全体の機能向上のために重要な役割を果たすことが期待されている。本コードの原則８は、機関投資家向けサービス提供者に適用されるものであるほか、その他の原則（指針を含む）も、原則８と矛盾しない範囲で機関投資家向けサービス提供者に適用される。

---

[1] 金融庁において、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、解釈の明確化を図っている（https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html）。

[2] なお、アセットオーナーについては、本コードとは別に、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めた「アセットオーナー・プリンシプル」が策定されている（2024 年 8 月 28 日公表）。

６．　本コードは、基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。

「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」

７．　本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家（機関投資家向けサービス提供者を含む。以下この前文において同じ。）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。

８．　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する「ルールベース・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、自らのスチュワードシップ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」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。

９．　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。

10.　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）を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなければならない訳では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。

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、機械的にスチュワードシップ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。

11. 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で公表すること
  － 「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）
  － 「コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目」
    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[3]を含む）がある場合には、その理由の説明
・ 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。

当該通知を受けた金融庁は、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する。

12. 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を図っていく。こうした見直しが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。

[3] 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、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

８．　機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

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。

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のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」[4]（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、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワー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と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。

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

[4]　「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を目的とした対話」を指す（原則４の指針４－１参照）。

１－３．　アセットオーナー[5,6]は、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである[7]。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

１－４．　アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワー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、スチュワー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、スチュワー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チュワー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。

１－５．　アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ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[8]。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等のスチュワードシップ活動の「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・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

---

[5] 本コードは、アセットオーナーである企業年金について、基本的には、基金型・規約型の確定給付企業年金及び厚生年金基金を対象とすることを念頭に置いている。なお、規約型の確定給付企業年金は、母体企業と法人格は一体であるものの、母体企業としてではなく、企業年金として本コードを受け入れることが想定されている。

[6] コーポレートガバナンス・コード（2021 年 6 月 11 日改訂）の原則２－６において、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業による人事面・運営面でのサポートが求められている。

[7] アセットオーナーである企業年金が直接、議決権行使を伴う資金の運用を行わない場合は、まずは運用機関に対して本コードの対応状況を確認するなどの、自らの規模や能力等に応じた取組みを行うことが想定されている。特に対話（原則４）及び議決権の行使と行使結果等の公表（原則５）については、必ずしも企業年金がこれらを行うことを想定したものではない。

[8] 運用機関が投資先企業との間で建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認することが有効であり、必ずしも個別の詳細な指示を行うことまでを求めるものではない。

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、運用機関による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含め、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、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実効的な管理についての明確かつ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し、これを公表すべきである。

原則３　機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

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の把握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る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ものを含む）及びそうしたリスク・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戦略には違いがあり、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よう努めるべきである。

原則４　機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

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[9]を、投資先企業との間で建設的に行うこと[10,11]を通じて、当該企業と認識の共有[12,13]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。

４－２．　機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。

４－３．　機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

４－４．　パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、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、パッシブ運用を行うに当たって、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。

9　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。

10　機関投資家内部において、投資先企業との対話を行う専担部署がある場合には、その他の部署との連携を図ることが重要である。

11　株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきである。

12　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。

13　例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

４－５．　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に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。

４－６．　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、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（協働エンゲージメント）も重要な選択肢である[14]。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

４－７．　投資先企業と対話を行う機関投資家は、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こと、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等が図られるべきことを踏まえ、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[15]。

[14] この点に関連し、金融庁は、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」）の範囲について、解釈の明確化を図っている（https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html）（再掲）。

[15] 投資者に対する公平な情報開示を確保する観点から、金融商品取引法において、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールが規定されている。また、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。

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た上で、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[16]。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、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。

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。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。特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。

[16]　なお、投資先企業の議決権に係る権利確定日をまたぐ貸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貸株取引についての方針を記載すべきである。

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人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であり、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、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表すべきである。

原則６　機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

指針

６－１.　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[17]。

６－２.　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、少なくとも年に１度、報告を行うべきである[17]。

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るべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである[18, 19]。

[17] 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などには、当該報告に代えて、一般に公開可能な情報を公表することも考えられる。

[18] 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。

[19] 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、必要な範囲において記録に残すことは、当然の前提である。

原則７　機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

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、当該企業の持続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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。

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。

機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して、また、運用機関の経営陣は、ガバナンス強化・利益相反管理に関して、それぞれ重要な役割・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.　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.　機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、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、持続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、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである[20]。その際、これらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

[20]　こうした自己評価やスチュワードシップ活動の結果の公表は、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。

原則８　機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

指針

８－１．　議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者[21]は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、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て、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである。

８－２．　議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置することにより、企業を含む関係者との意思疎通を実効的に行うのに十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセス[22]を具体的に公表すべきである[23]。

８－３．　議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。

助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる。

---

[21] 機関投資家向けサービス提供者は、特に議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを念頭に置いているが、これらに限らず、ある機関（機関投資家を含む）が、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する機能を有する場合は広くこれに該当すると考えられる。

[22] 個別の議案に係る助言に当たっての対話の内容等を念頭に置いているものではなく、一般的に、助言策定に当たって、依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無、態様等を公表することが考えられる。

[23] 議決権行使助言会社において、議決権行使の助言についての方針を策定する際にも、当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、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。

（参考）

経緯及び背景

１．　2012 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、2013 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具現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[24]。

２．　以上の経緯を経て、2013 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、2013 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」が設置された。同検討会は、同年 8 月から議論を重ね、2014 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≫ 」を策定した。

４．　その後、本コード及びコーポレートガバナンス・コード（2015 年 6 月 1 日適用開始、2018 年 6 月 1 日改訂）を軸とするコーポレートガバナンス改革の実効性を高めるため、金融庁・東京証券取引所により設置された「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」（以下、「フォローアップ会議」という。）において、2016 年 11 月、「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」と題する意見書が公表された。当該意見書を受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が開催され、2017 年 5 月 29 日、本コードの改訂を行った。

　上記改訂の後も、フォローアップ会議においては、コーポレートガバナンス改革の深化に向けた取組みについて議論が続けられ、2019 年 4 月 24 日、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書が公表された。当該意見書を受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（令和元年度）が開催され、2020 年 3 月 24 日、本コードを再改訂した。

---

[24] 日本経済再生本部 第 6 回会合（2013 年 4 月 2 日）

さらに、2024 年 6 月 7 日、フォローアップ会議により「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」と題する意見書が公表されたことを受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」（令和 6 年度）が開催され、2025 年 6 月、本コードを再々改訂した。

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（令和元年度）~~

金融庁

~~2020 年 3 月 24 日~~ 2025 年 6 月 26 日

2014 年 2 月 26 日　策定
2017 年 5 月 29 日　改訂
2020 年 3 月 24 日　再改訂

「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のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「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」は文書の末尾に移動

本コードの目的

~~5~~ 1. ~~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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づく建設的な「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。

~~6~~ 2. 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[2]。

[2] ~~また、本コードは、保有株式を売却することが顧客・受益者の利益に適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。~~

~~7~~3. 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[3]。

~~8~~4. 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」（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」（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、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、アセットオーナーには、スチュワードシップ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[4]。

運用機関は、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、アセットオーナーは、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チュワードシップ活動は、最終的には顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を目指すものである。したがって、スチュワードシップ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。

~~9~~5. また、議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントなど、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供している主体（以下、「機関投資家向けサービス提供者」という。）には、顧客・受益者から投資先企業へと向かう投資資金の流れ（インベストメント・チェーン）全体の機能向上のために重要な役割を果たすことが期待されて

---

[3] 金融庁において、~~2014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、~~「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」を公表し、~~解釈の明確化を図っている（~~http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf~~https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html）。

[4] なお、アセットオーナーについては、本コードとは別に、アセットオーナーが受益者等の最善の利益を勘案して、その資産を運用する責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たしていく上で有用と考えられる共通の原則を定めた「アセットオーナー・プリンシプル」が策定されている（2024年8月28日公表）。

いる。本コードの原則８は、機関投資家向けサービス提供者に適用されるものであるほか、その他の原則（指針を含む）も、原則８と矛盾しない範囲で機関投資家向けサービス提供者に適用される。

~~10~~6. 本コードは、基本的に、機関投資家が日本の上場株式に投資を行う場合を念頭に置いているが、本コードの冒頭に掲げる「スチュワードシップ責任」の遂行に資する限りにおいて、他の資産に投資を行う場合にも適用することが可能である。

「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」

~~11~~7. 本コードに定める各原則の適用の仕方は、各機関投資家（機関投資家向けサービス提供者を含む。以下この前文において同じ。）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。

~~12~~8. 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する「ルールベース・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、自らのスチュワードシップ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」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。

~~13~~9. 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。

~~14~~10. 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）を行った機関投資家であっても、全ての原則を一律に実施しなけれ

ばならない訳では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。

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、機械的にスチュワードシップ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。

~~15~~11. ~~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で公表すること
  － 「コードを受け入れる旨」（受入れ表明）
  － 「コードの各原則（指針を含む）に基づく公表項目」
    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[4]を含む）がある場合には、その理由の説明
・ 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~~に対しては~~は、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。

~~16~~12. ~~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~~を図~~られていくことを期待するっていく~~。~~このため、本検討会は、金融庁に対して、おおむね3年毎を目途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。

[4] 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、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

８．　機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

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。

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のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素[5]を含む中長期的な持続可能性）[6]の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」[7]（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、スチュワードシップ責任を果たすための方針、すなわち、スチュワー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と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[8]。

その際、運用戦略に応じて、サステナビリティに関する課題をどのように考慮するかについて、検討を行った上で当該方針において明確に示すべきである。

[5] ~~ガバナンス及び社会・環境に関する事項を指す。~~

[6] ~~2015 年 9 月の国連サミットにおいて 17 の目標等から構成される「持続可能な開発目標」（SDGs）が採択されている。~~

[7] 「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を目的とした対話」を指す（原則４の指針４－１参照）。

[8] ~~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では、自ずと異なり得る。~~

１－３．　アセットオーナー[9,10]は、最終受益者の視点を意識しつつ、その利益の確保のため、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワードシップ活動が行われるよう、運用機関に促すべきである[11]。アセットオーナーが直接、議決権行使を伴う資金の運用を行う場合には、自らの規模や能力等に応じ、自ら投資先企業との対話等のスチュワードシップ活動に取り組むべきである。

１－４．　アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関による実効的なスチュワー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、スチュワー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、スチュワー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チュワー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。

１－５．　アセットオーナーは、自らの規模や能力等に応じ、運用機関のスチュワードシップ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[12]。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等のスチュワードシップ活動の「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・面談時間や議決権行使の賛否の比率等の形式的な確認に終始すべきではない。

---

[9] 本コードは、アセットオーナーである企業年金について、基本的には、基金型・規約型の確定給付企業年金及び厚生年金基金を対象とすることを念頭に置いている。なお、規約型の確定給付企業年金は、母体企業と法人格は一体であるものの、母体企業としてではなく、企業年金として本コードを受け入れることが想定されている。

[10] コーポレートガバナンス・コード（2021~~18~~年６月11日改訂）の原則２－６において、企業年金がアセットオーナーとして期待される機能を発揮できるよう、母体企業による人事面・運営面でのサポートが求められている。

[11] アセットオーナーである企業年金が直接、議決権行使を伴う資金の運用を行わない場合は、まずは運用機関に対して本コードの対応状況を確認するなどの、自らの規模や能力等に応じた取組みを行うことが想定されている。特に対話（原則４）及び議決権の行使と行使結果等の公表（原則５）については、必ずしも企業年金がこれらを行うことを想定したものではない。

[12] 運用機関が投資先企業との間で建設的な対話を含む実効的なスチュワードシップ活動を行っているかを確認することが有効であり、必ずしも個別の詳細な指示を行うことまでを求めるものではない。

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、運用機関による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含め、あらかじめ想定し得る利益相反の主な類型について、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~~これをどのように~~実効的~~な~~に管理~~するのか~~についての明確かつ具体的な方針を策定し、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し、これを公表すべきである。

~~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。

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の把握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る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ものを含む）及びそうしたリスク・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戦略には違いがあり、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よう努めるべきである。

原則４　機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

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[13]を、投資先企業との間で建設的に行うこと[14,15]を通じて、当該企業と認識の共有[16,17]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~~[18]~~。

４－２．　機関投資家は、投資先企業との間で建設的に対話を行うために、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明すべきであり、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表すべきである。

４－~~２~~３．　機関投資家は、サステナビリティを巡る課題に関する対話に当たっては、運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

４－~~３~~４．　パッシブ運用は、投資先企業の株式を売却する選択肢が限られ、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、パッシブ運用を行うに当たって、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。

---

[13] 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。

[14] 機関投資家内部において、投資先企業との対話を行う専担部署がある場合には、その他の部署との連携を図ることが重要である。

[15] 株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきである~~が、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、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある~~。

[16] 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。

[17] 例えばガバナンス体制構築状況（独立役員の活用を含む）や事業ポートフォリオの見直し等の経営上の優先課題について投資先企業との認識の共有を図るために、業務の執行には携わらない役員（独立社外取締役・監査役等）との間で対話を行うことも有益であると考えられる。

~~[18] 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。~~

４－~~４~~５．　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に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[19]。

４－~~５~~６．　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（協働エンゲージメント）~~が有益な場合~~も重要な選択肢であ~~り得~~る[20]。対話のあり方を検討する際には、投資先企業の持続的成長に資する建設的な対話となるかを念頭に置くべきである。

４－~~６~~７．　~~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、「G20/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「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~~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こと、企業の未公表の重要事実の取扱いについて、株主間の平等が図られるべきこと」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[21]。

---

[19] ~~当該方針の内容は、例えば、主として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では、自ずと異なり得る。~~

[20] この点に関連し、~~2014 年 2 月に公表された~~金融庁~~は、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/legalissue.pdf）〔再掲〕は、具体的にどのような場合に~~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~~の範囲について、解釈の明確化を図っている（http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/legalissue.pdf~~https://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/index.html）（再掲）。

[21] 投資者に対する公平な情報開示を確保する観点から、金融商品取引法において、いわゆるフェア・ディスクロージャー・ルールが規定されている。~~その上で~~また、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。

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た上で、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[22]。当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、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。

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[23]。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。特に、外観的に利益相反が疑われる議案や議決権行使の方針に照らして説明を要する判断を行った議案等、投資先企業との建設的な対話に資する観点から重要と判断される議案については、賛否を問わず、その理由を公表すべきである。

---

[22] なお、投資先企業の議決権に係る権利確定日をまたぐ貸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貸株取引についての方針を記載すべきである。

[23] ~~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関心が集まり、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反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の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。~~

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人的・組織的体制の整備を含む助言策定プロセスを踏まえて利用することが重要であり、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、当該議決権行使助言会社の名称及び当該サービスの具体的な活用方法についても公表すべきである。

原則６　機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

指針

６－１．　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[24]。

６－２．　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、少なくとも年に１度、報告を行うべきである[24]。

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るべきであり、効果的かつ効率的な報告を行うよう工夫すべきである[25,26]。

~~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。~~

[24] 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などには、当該報告に代えて、一般に公開可能な情報を公表することも考えられる。

[25] 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。

[26] 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、必要な範囲において記録に残すことは、当然の前提である。

原則７　機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

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、当該企業の持続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のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えていることが重要である。

　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、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して、また、運用機関の経営陣は、ガバナンス強化・利益相反管理に関して、それぞれ重要な役割・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．　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．　機関投資家は、本コードの各原則（指針を含む）の実施状況を適宜の時期に省みることにより、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、持続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、自己評価の結果を投資先企業との対話を含むスチュワードシップ活動の結果と合わせて公表すべきである[26]。その際、こ

[26]　こうした自己評価やスチュワードシップ活動の結果の公表は、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。

れらは自らの運用戦略と整合的で、中長期的な企業価値の向上や企業の持続的成長に結び付くものとなるよう意識すべきである。

原則８　機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

指針

８－１．　議決権行使助言会社・年金運用コンサルタントを含む機関投資家向けサービス提供者[27]は、利益相反が生じ得る局面を具体的に特定し、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て、利益相反管理体制を整備するとともに、これらの取組みを公表すべきである。

８－２．　議決権行使助言会社は、運用機関に対し、個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行うため、日本に拠点を設置すること~~を含め~~により、企業を含む関係者との意思疎通を実効的に行うのに十分かつ適切な人的・組織的体制を整備すべきであり、透明性を図るため、それを含む助言策定プロセス[28]を具体的に公表すべきである[29]。

８－３．　議決権行使助言会社は、企業の開示情報に基づくほか、必要に応じ、自ら企業と積極的に意見交換しつつ、助言を行うべきである。

助言の対象となる企業から求められた場合に、当該企業に対して、前提となる情報に齟齬がないか等を確認する機会を与え、当該企業から出された意見も合わせて顧客に提供することも、助言の前提となる情報の正確性や透明性の確保に資すると考えられる。

---

[27] 機関投資家向けサービス提供者は、特に議決権行使助言会社や年金運用コンサルタントを念頭に置いているが、これらに限らず、ある機関（機関投資家を含む）が、機関投資家から業務の委託等を受け、機関投資家が実効的なスチュワードシップ活動を行うことに資するサービスを提供する機能を有する場合は広くこれに該当すると考えられる。

[28] 個別の議案に係る助言に当たっての対話の内容等を念頭に置いているものではなく、一般的に、助言策定に当たって、依拠する主な情報源、対象企業との対話の有無、態様等を公表することが考えられる。

[29] 議決権行使助言会社において、議決権行使の助言についての方針を策定する際にも、当該方針は、できる限り明確なものとすべきであるが、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。

（参考）

経緯及び背景

１．　2012 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、2013 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具現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[1]。

２．　以上の経緯を経て、2013 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、2013 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」が設置された。同検討会は、同年 8 月から~~計 6 回にわたり~~議論を重ね、2014 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≫ 」を策定した。~~なお、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。同検討会は、これらについても議論を行い、コードの取りまとめに反映した。~~

４．　その後、本コード及びコーポレートガバナンス・コード（2015 年 6 月 1 日適用開始、2018 年 6 月 1 日改訂）を軸とするコーポレートガバナンス改革の実効性を高めるため、金融庁・東京証券取引所により設置された「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」（以下、「フォローアップ会議」という。）において、2016 年 11 月、「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」と題する意見書が公表された。当該意見書を受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」が開催され、2017 年 5 月 29 日、本コードの改訂を行った。

　上記改訂の後も、フォローアップ会議においては、コーポレートガバナンス改革

[1] 日本経済再生本部 第 6 回会合（2013 年 4 月 2 日）

の深化に向けた取組みについて議論が続けられ、2019 年 4 月 24 日、「コーポレートガバナンス改革の更なる推進に向けた検討の方向性」と題する意見書が公表された。当該意見書を受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」（令和元年度）が開催され、~~2019 年 10 月から計 3 回にわたり議論を重ね、~~2020 年 3 月 24 日、本コードを再改訂した。

さらに、2024 年 6 月 7 日、フォローアップ会議により「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクション・プログラム 2024」と題する意見書が公表されたことを受け、「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」（令和 6 年度）が開催され、2025 年 6 月、本コードを再々改訂した。

MIZUHO みずほリサーチ&テクノロジーズ

One MIZUHO

「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」

最終報告書

2023 年 3 月

みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社

目次

Ⅰ. 本調査の目的と調査概要 … 2
1. 本調査の目的 … 2
2. 本調査の概要 … 2

Ⅱ. 調査結果 … 3
1. アンケート調査結果 … 3
2. ヒアリング調査結果 … 3

Ⅲ. 課題分析と対応事例 … 4
1. エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足 … 6
2. 投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分 … 16
3. プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地 … 27
4. コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如 … 32
5. まとめ … 35

Ⅳ. 提言 … 37
1. 総論 … 37
2. 具体的な方策 … 37

（添付資料）
別紙 1　「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」アンケート調査結果
別紙 2　「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」ヒアリング調査結果

Ⅰ. 本調査の目的と調査概要

1. 本調査の目的

・ 日本においては、成長戦略の一環として、企業の持続的な成長と中長期的な価値向上を図るため、機関投資家の行動原則であるスチュワードシップ・コードや、企業の行動原則であるコーポレートガバナンス・コードの策定・改訂等を通じ、コーポレートガバナンス改革が進められてきた。その結果、企業における独立社外取締役の選任や指名委員会・報酬委員会の設置が進むなどの進展が見られている。

・ 今後は、こうした形式面での対応にとどまらず、投資家と企業との建設的な対話の実効性向上等を通じて、実質的な対応が進むことが重要である。

・ そこで、より実質的なスチュワードシップ活動を促進するために、現状のスチュワードシップ活動に対する、機関投資家における課題認識やプラクティス等の集約を通じて、機関投資家が抱える課題を分析し、その解決に向けた提言を行うことが本調査の目的である。

2. 本調査の概要

・ 上記の目的のため、本調査においては（1）機関投資家向けアンケート調査及び（2）機関投資家向けヒアリング調査を実施した。それぞれの調査概要は下記のとおりである。

（1） 機関投資家向けアンケート調査

アンケート送付先：	2022 年 12 月 31 日時点においてスチュワードシップ・コードを受入れ済みの信託銀行 6 社、投信・投資顧問会社等 202 社、生命保険・損害保険会社 24 社（計 232 社）
アンケート回収先：	136 社（回収率：59%）
アンケート回答期間：	2023 年 1 月 30 日～2 月 20 日

（2） 機関投資家向けヒアリング調査

ヒアリング先：	投信・投資顧問会社　12 社 生命保険会社　1 社 アセットオーナー　3 機関
ヒアリング期間：	2023 年 2 月 14 日～3 月 7 日

Ⅱ. 調査結果

1. アンケート調査結果

・ アンケート調査の結果は、別紙 1『「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」アンケート調査結果』のとおり。

2. ヒアリング調査結果

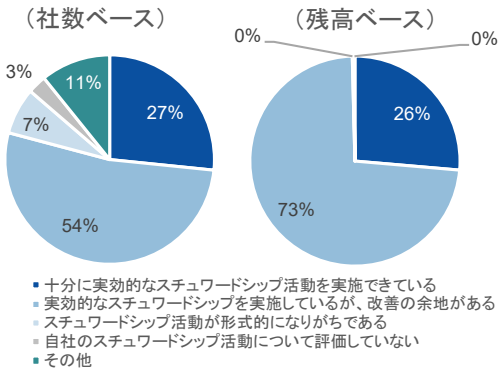
・ 運用機関向けヒアリング調査の結果は、別紙 2『「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」ヒアリング調査結果』のとおり。

Ⅲ. 課題分析と対応事例

・ 本項目では、Ⅱ.調査結果を踏まえて、スチュワードシップ活動を実効的にするための課題を分析するとともに、各運用機関における現在の対応事例をまとめる。

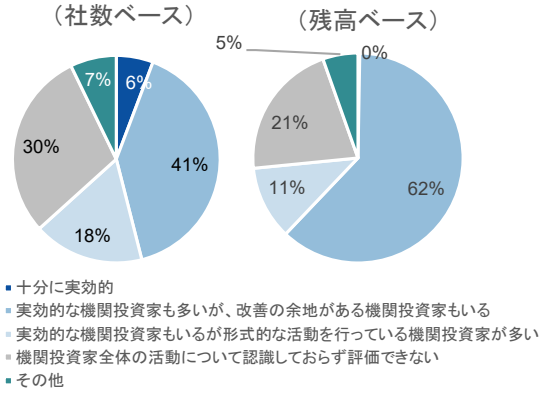
・ 課題分析にあたって、運用機関が自身及び機関投資家全体のスチュワードシップ活動についてどのように評価しているかについてアンケート調査した結果が図表 1 及び 2 である（設問 18-1）。

【図表 1：自社のスチュワードシップ活動評価】



(※)有効回答数：136社（国内株式残高206兆円）
(※)複数回答している運用機関が複数いるため、合計が100%となっていない。

【図表 2：機関投資家全体のスチュワードシップ活動評価】



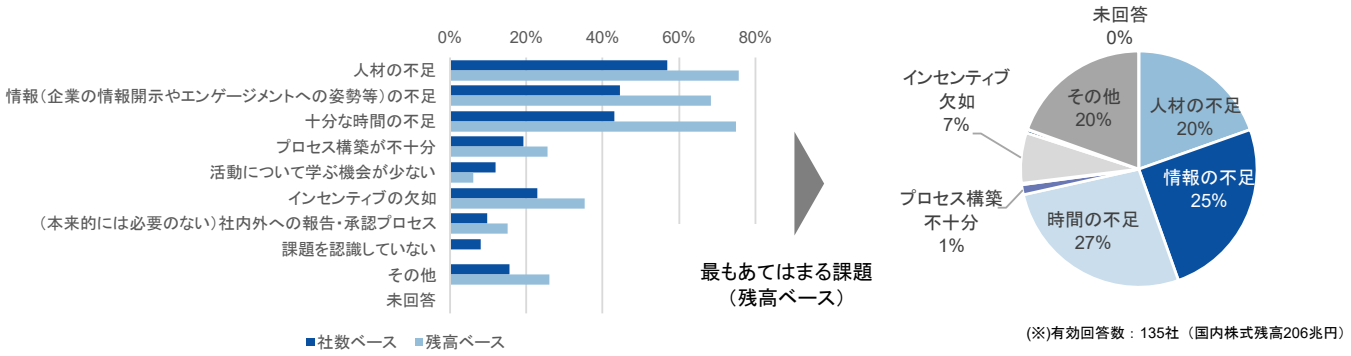
(※)有効回答数：136社（国内株式残高206兆円）
(※)複数回答している運用機関が複数いるため、合計が100%となっていない。

・ 自社のスチュワードシップ活動については、社数ベースで 80%程度の運用機関が、「実効的なスチュワードシップ活動を実施できている」と評価していることが確認されたものの、過半数の運用機関が、「改善の余地がある」と認識している。

・ また、機関投資家全体のスチュワードシップ活動については、「機関投資家全体の活動が十分に実効的」と回答した運用機関は一部（6%）に留まり、「形式的なスチュワードシップ活動をしている機関投資家が多い」との回答も確認され、スチュワードシップ活動に対する自社の評価と外部の評価が一致していない可能性が示唆された。

・ 運用機関が、自社または機関投資家全体における、より実効的なスチュワードシップ活動を行う上での課題と認識している事項（設問 18-2）についてアンケート調査した結果は図表 3 のとおりであり、多くの運用機関において、①人材の不足、②時間の不足、③情報（企業の情報開示やエンゲージメントへの姿勢等）の不足について、特に強い課題意識を有していることが確認された。また、④プロセス構築が不十分、⑤インセンティブの欠如といった点にも課題認識があることが確認された。

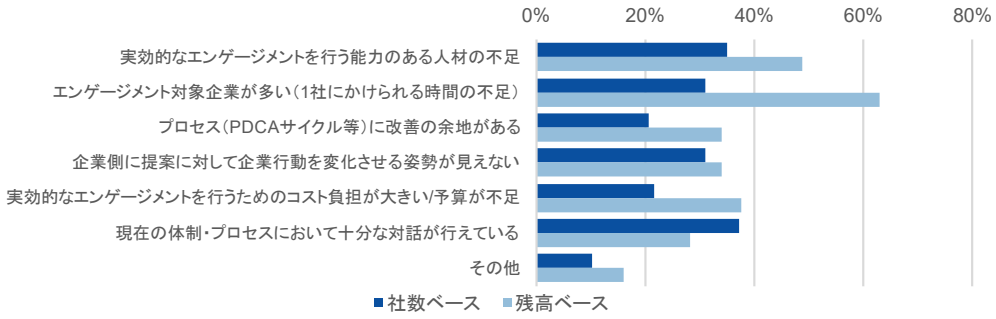
【図表 3：より実効的なスチュワードシップ活動を行う上での課題】



(※)有効回答数：135社（国内株式残高206兆円）

・ また、運用機関が、企業に新たな示唆を与えるための対話に関する課題と認識している事項（設問 9）についてアンケート調査した結果は図表 4 のとおりであり、多くの運用機関において、①人材の不足、②エンゲージメント対象企業が多い（1 社にかけられる時間の不足）、③企業側に提案に対して企業行動を変化させる姿勢が見えない、④プロセス（PDCA サイクル等）に改善の余地がある、⑤実効的なエンゲージメントを行うためのコスト負担が大きい／予算が不足といった課題認識があることが確認された。

【図表 4：企業に新たな示唆を与えるためのスチュワードシップ活動を行う上での課題】



(※)有効回答数：97社（国内株式残高190兆円）

・ これらのアンケート調査結果及びヒアリング調査における意見を総合すると、運用機関においては以下の課題認識があると考えられる。

1. エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足
2. 投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分
3. プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地
4. コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如

・ 以下では、上記の運用機関の課題認識を踏まえ、それぞれの具体的な課題等を検討する。

1. エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足

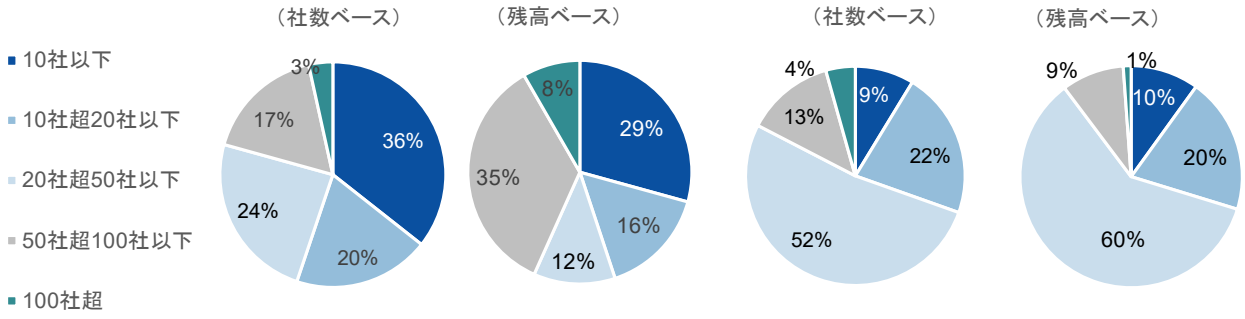
（1）課題の分析

・ 前述のとおり、アンケート調査からは、運用機関において、より実効的なエンゲージメントを行うために、人材の不足や時間の不足といった課題意識があることが確認された。

・ この点に関し、スチュワードシップ・コードの指針 7-2 は、機関投資家が、実効的なスチュワードシップ活動を行っていくためには、組織構築や人材育成が重要であることから、機関投資家の経営陣に対し、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進することを求めている。

・ そこで、運用機関におけるエンゲージメント体制についてのアンケート調査の結果は図表 5 のとおり（設問 4-2⑤、4-5⑤）。エンゲージメントを担当する一人当たりの社数について、社数ベースでは、アクティブ運用で 20 社以下が過半、パッシブ運用で 20 社超 50 社以下が過半を占めることが確認された。一方、アクティブ・パッシブ運用の約 20%では 50 社超となっていることが確認された。

【図表 5：エンゲージメント担当者一人当たりの平均担当社数（左：アクティブ運用／右：パッシブ運用）】



（※）有効回答数：アクティブ運用においてエンゲージメントを行っている87社（国内株式アクティブ運用残高　55兆円）

（※）有効回答数：パッシブ運用においてエンゲージメントを行っている23社（国内株式パッシブ運用残高　129兆円）

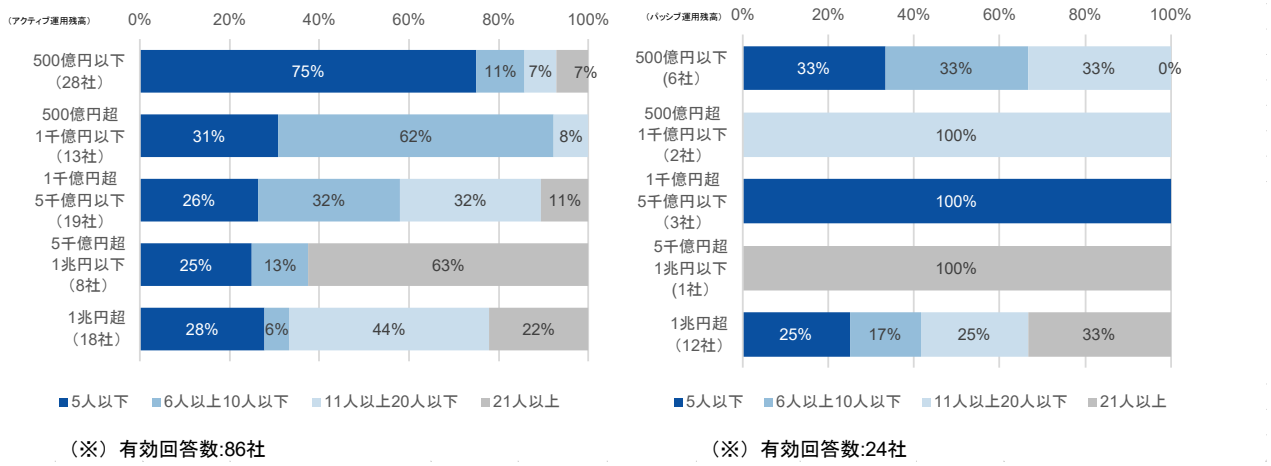
・ 実効的なスチュワードシップ活動を実施するためには、投資先企業の状況の把握・提案内容の検討等を行う必要があるため、相応の準備期間が必要と考えられる。そのため、一人の担当者が対象とするエンゲージメント企業の社数が多過ぎると、エンゲージメントのために十分な準備を行うことが困難であることが想定される。

・ この問題の背景として、①エンゲージメントを担う人材の不足、②外部のリソース（人材・知見等）を十分に活用できていないこと、③（特にパッシブ運用において、）エンゲージメント担当者の人数に比して、エンゲージメント対象企業の数が多いことが考えられる。

① エンゲージメントを担う人材の不足

・ まず、上記①のエンゲージメントを担う人材に関して、エンゲージメントを担う担当者の人数についてのアンケート調査（設問 4-2④、4-5④）結果は図表 6 のとおり。資産規模の小さい運用機関において特に「5 人以下」の体制が多い傾向はあるものの、一定の規模があっても担当者が「5 人以下」の体制である運用機関も確認され、運用機関の規模に拘わらず、エンゲージメントを担う人材の不足は各運用機関共通の課題であると言える。

【図表 6：資産規模別のエンゲージメントを担う担当者の人数（左：アクティブ運用／右：パッシブ運用）】



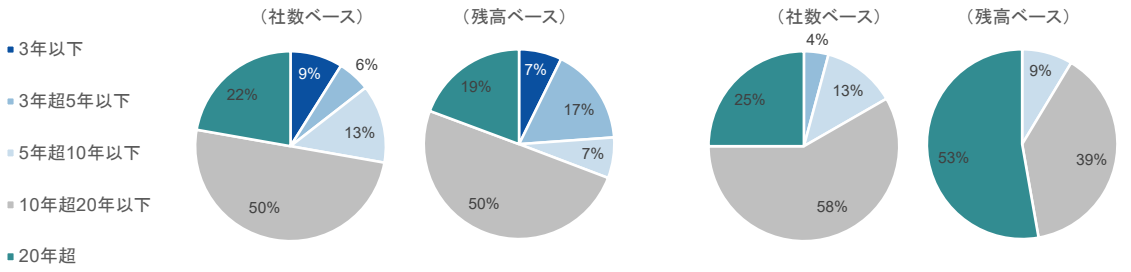
（※）有効回答数:86社

（※）有効回答数:24社

・ ヒアリング調査において、実効的なエンゲージメントのために重要と思われるスキル・能力については主に下記の要素が挙げられており、エンゲージメントを担当する担当者については、相応の経験が必要となることが想定される。実際、アンケート調査でもエンゲージメントを担っている担当者の平均経験年数については、アクティブ・パッシブとも 10 年超となっている運用機関が 4 分の 3 程度を占めており運用機関においても経験豊富な担当者を登用することを重視していることが確認された（なお運用残高で加重した平均の経験年数は、アクティブ運用は 16 年、パッシブ運用は 19 年である）。こうした背景もあり、エンゲージメントを担う多様なスキル・能力をもつ人材を育成するには相応の期間を要することが推察される。

- 財務分析を行う能力（企業のファンダメンタルズを理解する能力）
- 専門的な知見（含む ESG に関する専門的な知識等）
- 対話能力（上記を踏まえて、対話相手と信頼関係を構築する能力）

【図表７：エンゲージメントを担う担当者の平均経験年数（左：アクティブ運用／右：パッシブ運用）】



（※）有効回答数：90社（国内株式アクティブ運用残高　59兆円）　　（※）有効回答数：24社（国内株式パッシブ運用残高　129兆円）

・　また、各運用機関において外部人材の登用も含めて人材の確保に努めているが、実効的なエンゲージメントが担える人材が業界全体においても不足しているとの声も多く聞かれた。

課題：運用機関各社及び業界全体において、実効的なスチュワードシップ活動を担うために必要なスキル・能力を備えた人材の不足

・　なお、業界全体での人材の充実のためには、以下が有益なのではないかとの意見が聞かれた。

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

－　業界全体での人材の拡充という意味合いでは、各運用機関が実効的なエンゲージメントを重視するのであれば、おのずとエンゲージメントを担う人材の育成に力を入れるようになる。

－　欧米と比較すると、資産運用業界を目指す学生がなお少ないとの認識であり、金融教育等含め裾野を広げていくことが必要。

・　また、業界全体での人材が不足していることへの対応として、他業種（コンサルタント等）から人材を確保している例も確認された。

・　人材に関しては、アセットオーナーからも育成の必要性について意見が聞かれた。

《アセットオーナーからの意見の抜粋》

－　スチュワードシップ・コード導入当初は、ファンドマネジャーやアナリスト経験者が対話に関わっていたが、その方々が引退するフェーズに入りつつあり、後継者を育てていく必要があると思う。そのためにもスチュワードシップ活動がビジネスとして成り立つ必要がある。

② 外部のリソース（人材・知見等）を十分に活用できていない

- 現状、運用機関のリソースには限りがあることが確認されたが、ヒアリング調査では、自社のリソースを補うために、外部リソースを活用する（他社と協働する）事例も確認された。具体的には、協働エンゲージメントや他社との勉強会を通じた知見の獲得を実施している例が確認された（後述（2）②をご参照）。

- 他方、アンケート調査では、協働エンゲージメントを行っていない運用機関が社数ベースで 63%あり（設問 15⑤）、ヒアリング調査においても、他社との情報共有・協働エンゲージメントについては以下のとおり課題があるとの意見が多く確認されており、こうした課題が他社との情報共有・協働エンゲージメントの利用の制約になっていることが示唆される。

課題： 大量保有報告制度上の「共同保有者」概念が不明確であることにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

- 大量保有報告、重要提案行為に該当しないかという点は日本企業へのエンゲージメントにおいて課題。例として、Climate Action 100+では通常エンゲージメントに参加したい投資家は制限なく参加できるようになっているが、日本においては、上記の観点を鑑みてリード・マネジャーとなる国内投資家 1 社と海外投資家 1 社で行うという整理を実施している。どのような形式であれば協働エンゲージメントを行えるのかがさらに明確になれば海外投資家のエンゲージメント、ひいては投資も呼び込めるようになるのではないか。

《アセットオーナーからの意見の抜粋》

- 多くの運用機関が協働エンゲージメントを活用しているが、協働エンゲージメントを検討する際のポイントとして重要提案行為や共同保有を挙げる運用機関もある。
- パッシブ運用はそもそも企業調査をしないことから低いコストで運用しており、それがパッシブ運用のメリットである。低コスト運用のメリットを阻害しないためには協働エンゲージメントが有効な手段である。運用機関のスチュワードシップ活動を実効性あるものにするためにも、協働エンゲージメントが促進されるよう大量保有報告制度の必要な見直しが肝要である。
- パッシブ運用の特徴を踏まえれば、スチュワードシップ活動には自ずと限界があり、協働エンゲージメントを活用して課題の軽減を図っていく必要がある。

関連する課題 ➢ **大量保有報告制度上の「重要提案行為」概念が不明確であるために踏み込んだエンゲージメントがなされていない可能性**（後述、2. 投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分をご参照）

課題：一部運用機関に負担が集中することにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

- 負担感が大きいことも協働エンゲージメントを躊躇する要因の一つではないかと考えている。当社では海外イニシアティブにおいてもリード・マネジャーを務める等、実態的な取組みに努めているが、名前を連ねるだけという運用機関もあり、Climate Action 100+では実態的な取組みが見られない投資家の除名もなされた。
- 当社もイニシアティブを積極的に活用しているが、運営も負荷になっており、複数掛け持ちは難しくなっている状況。

- 上記のとおり、協働エンゲージメント等の負担が一部の運用機関に集中する一方で、他の運用機関もその効果を享受できる点も課題の一つである。
- なお、協働エンゲージメントでリード・マネジャーを務めている等の取組みについて評価に含んでいるとのアセットオーナーの声も聞かれた。

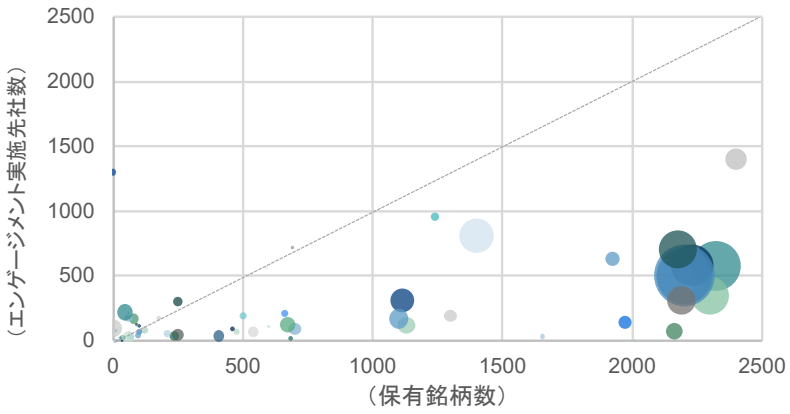
関連する課題

➢ **運用機関によるスチュワードシップ活動が運用機関の選定や報酬設定に適切に反映されておらず、運用機関に十分なインセンティブが付与されていない可能性**（後述、4. コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如をご参照）

③　エンゲージメント担当者の人数に比してエンゲージメント対象となる企業の数が多い

- パッシブ運用を中心として保有銘柄数が非常に多い運用機関も散見され（例えば TOPIX のパッシブ運用であれば 2,000 社超）、一方で、上記のとおりエンゲージメントを担当する人員には限りがあるため、結果として既に多くの運用機関においてエンゲージメント対象企業をある程度選定していることがアンケート調査において確認された（設問 4-2②、4-5②）。具体的には、運用資産残高で加重した 1 社あたりのエンゲージメント対象銘柄数は、アクティブ運用については 390 銘柄程度（保有銘柄数は 690 銘柄程度）、パッシブ運用については 680 銘柄程度（保有銘柄数は 2,060 銘柄程度）である。
- 選定方法については、アクティブ運用においては、エンゲージメントによる企業価値の上昇（パフォーマンス向上）の観点、パッシブ運用においては市場全体への影響の大きさの観点で選定されているケースが多い。

【図表 8：保有銘柄数とエンゲージメント実施先数の分布】



（※）有効回答数：74社／国内株式残高173兆円
（※）保有銘柄数はアクティブ保有銘柄数とパッシブ保有銘柄数のうち多い数値を利用、
エンゲージメント実施先数は過去1年間における1:1の対話の企業数を利用。
丸の面積は国内株式運用残高の大きさを表す。

（具体的な選定方法の事例）

エンゲージメントの目的に応じたエンゲージメント先の選定
投資割合、議決権保有割合から重要性に基づいて選定しており、一定規模以上の企業、議決権行使上論点のある企業（主に中小型）、運用上の重要性等の観点から選定した企業にエンゲージメントを実施。リサーチのカバレッジとしては 700-800 社程度あり、これらの企業に対する対話はアナリストが実施している。広い意味でエンゲージメントである。これに加えて、重要な先 300 社を選定し、これらの先についてはマイルストーン管理を行って重点的にレバレッジをかけてエンゲージメントを行っている。
アナリストが担当する銘柄数については上限値を設けている。（個社のファンダメンタルズ分析やそれを踏まえた分析を行うことのできる適正値を設定しており、将来的な有望銘柄を発掘した場合も対応できるようある程度余裕をもった値を設定している。）上限値の範囲内で、時価総額が大きい先のほか、中長期的に成長が期待される先やエンゲージメントに対して積極的な（＝変革が期待される）先を主にアナリスト判断で分析／エンゲージメント対象先としている。
投資先全社にエンゲージメントするリソースはない中では優先順位付けが必要。当社では運用グループにヒアリングを行い、どのような企業にエンゲージメントをすることでアルファが創出されるか＝改善の余地があるかという観点でターゲットリストを作成している。合わせて具体的な課題を含めたテーマもヒアリングし進捗管理を実施。その他、特定のテーマについて課題のある企業（例として議決権行使に関するテーマ：女性取締役の割合等）、不祥事が起きた企業を対象とすることがある。

- 対象先の選定に際しては、投資先企業の規模もスクリーニング基準になっていることが多いことがヒアリング調査で確認された。（例えば「特定のテーマに関連する企業」を選定する場合は、テーマに関連する企業の中から市場に影響力の大きい企業（＝売上高が大きい企業等）が選定される場合が多い。）そのため、運用機関がエンゲージメント対象企業を選定することによって、特に中小・中堅

企業はエンゲージメント機会が相対的に少なくなる傾向があると考えられる。実際に、企業からは、特に中堅以下の規模の企業では投資家との対話の機会が少ない[1]、との指摘もある。

課題：エンゲージメント対象企業の選定を行う結果、特に中小・中堅企業がエンゲージメントの対象外となりやすい

- 上述のとおり、中小・中堅企業についてはエンゲージメント対象企業として選定されずに十分なエンゲージメント機会が得られない傾向がある。

《アセットオーナーからの意見の抜粋》

- 小型企業は運用機関からの対話の対象に含まれないことへの意見もあるのではないかと思う。効率的な対話という点では、時価総額の大きな企業を対象とすることが実効的であると思う。一方で、対象外の企業を放っておくことが良いとは思っていない。特にこれから大きくなっていく大型株に続く企業をどのようにフォローしていくかが課題であると感じているが、その点で中小型ファンドの役割は大きいと思う。

（2）対応事例

・ 投資先企業 1 社あたりに十分なリソースを確保するため、各運用機関で様々な取組みが行われていることがヒアリング調査で確認された。各運用機関の取組みを大別すると以下のとおりである。

① 人材を育成することで、エンゲージメントを担える人材を充実させる。

② 外部リソースの活用（他社との協働）をすることで、自社のみで対応する場合よりも十分なリソースを活用する。

・ また、投資先企業 1 社あたりのリソース確保のため、エンゲージメント対象先を限定することも運用機関において行われているが、その結果生じる「中小・中堅企業へのエンゲージメント機会の不足」に対しても対応が行われていることが確認された。

③ エンゲージメント対象外となった企業からのエンゲージメント依頼への対応。

① 人材の育成

・ エンゲージメントを担う人材は、多様なスキル・能力が必要であるため、運用機関において人材育成のための様々な取組みが行われていることがヒアリング調査で確認された。具体的な対応事例は下記のとおりである。

[1] 金融庁「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」（第 27 回）事務局資料より

実際の対応事例	概要
専門的な知見（含む ESG に関する知見）や対話能力の向上のための取組み	エンゲージメントにあたっては、一定の知見・経験が必要との考えから、経験豊富な担当者の知見やコミュニケーションスキルを若手担当者が学ぶ機会を作っている例が確認された。また、エンゲージメント担当者間におけるベストプラクティスの共有、エンゲージメント担当者に向けた専門知識向上のための（社内）勉強会の実施、社外での勉強会や意見交換等を通じて知見の向上も図っている。
評価・インセンティブ体系の工夫	実効的なエンゲージメントを促すため、担当者の評価項目（インセンティブ）に、エンゲージメント活動に関する項目を組み入れる。
次世代の育成	人材不足の観点では、次世代を担う人材の育成は重要。また、長期的な観点での人材育成として、大学生向けの啓蒙活動等も重要。

・ 評価・インセンティブ体系に関しては、上記の対応に一定の効果が期待される一方で、評価項目をどのように設定するかについては課題であるとの意見が多く聞かれた。エンゲージメントの内容には達成しやすい課題（例として情報開示）と達成が困難な課題（例として経営改革）があり、企業価値向上の観点としては後者の方が重視されるべきものである一方で、エンゲージメントを評価項目とすることで達成しやすい課題に取り組むというインセンティブが（評価方法によっては）生まれる可能性がある点が課題として挙げられたほか、エンゲージメントの効果を定量的に把握することの困難さも課題があるとの意見が多かった。

（具体的な対応事例）

専門的な知見（含む ESG に関する知見）や対話能力の向上のための取組み
エンゲージメントにおいて対話相手となるシニアマネジメント・経営層からの信頼を得るためには、建設的な意見を述べることが重要となり、財務面以外の知見（例として経営戦略や人事戦略等に関する知見）をもつ人材を育成する方針。人材育成は OJT が中心であり、チーム内で経験豊富な担当者と若手がペアを組んでエンゲージメントを実施しているほか、各種政府関連委員会への参加やアカデミックとの交流機会に複数名で参加することで知見の獲得を図っている。
エンゲージメントの内容・水準には担当によってばらつきもあるのが実態であり、均質化を図るため、エンゲージメント会議を設置し、各担当の好事例を四半期に一度共有するサイクルを構築している。
米国投資家との意見交換を定期的に実施。具体的には、ある企業を対象に、どのような課題に対し、どの程度の期間をかけて、エンゲージメントを実施するのが効果的か、といったケーススタディを実施。
対話スキルの面では、経験豊富な担当者と若手が協働して企業との対話を行うことで知見の共有を

図っている。また、エンゲージメントの担当者については、総じて企業分析のキャリア（知見）は十分に有しているが、ESG の更なる知見習得が課題。インパクトアナリスト研修への参加や TCFD にかかる e-Learning 等を活用している。また業務内での実践的な知見獲得を特に重視しており、週次の全社にまたがるミーティングで活動状況を共有し知見を集積している。
評価・インセンティブ体系の工夫
実効的なエンゲージメントを促すため、担当者の評価項目（インセンティブ）に、エンゲージメント活動に関する項目を組み入れる。評価への反映方法の例示は下記のとおり。 ・ 継続的な知見の獲得を実施しているか、プロセスに則った活動を実施しているか等を定性的に評価 ・ 対話記録や社内での事例共有の内容を定性的に評価 ・ マイルストーン管理の進捗状況を勘案して評価　　等
次世代の育成
若年世代で ESG への関心は高く、学生等若い世代への ESG の普及（具体的には大学生向けの ESG 投資セミナーへの協力等）を行いそれをインターンにつなげる等で世代交代も図っている。

② 外部リソースの活用

・ 外部リソースの活用方法としては、他社との情報共有や協働エンゲージメントを通じた知見の獲得を実施している例が確認された。

実際の対応事例	概要
他社との情報共有	（特に業界全体に共通するテーマについて）他社と情報を共有することで、業界全体の知見の向上・蓄積につなげている。
協働エンゲージメント	協働エンゲージメントに参加することで、豊富な情報・知見が獲得可能である。具体的には、イニシアティブにおける勉強会や意見交換によって先進的な知見の獲得が可能なほか、イニシアティブによっては、NGO やアカデミックの知見が活用できることもある。（例えば ClimateAction100+であれば対象企業の状況についての評価（アセスメント）体系と評価結果も開示されており、自身のエンゲージメントにも活用できる。）また、海外投資家のエンゲージメントに同席することでエンゲージメントの手法を学ぶことも可能。

（具体的な対応事例）

他社との情報共有
業界団体において隔年で座長として活動しており、世の中の動向も踏まえながら協働エンゲージメントのテーマを選定したり、団体としての提言をとりまとめたりしている。こうしたプロセスを通

じて他の会員においても知見が得られる機会になっていると考えられる。（例えば、気候変動であれば現在はこのテーマで対応をすることが有益であるといった情報を、会員と共有している。）
協働エンゲージメント
協働対話フォーラムのメンバーでもあり、積極的に活用。協働対話フォーラムでは、参加運用機関それぞれに役割を分担しており、各社がリード役として質の高いエンゲージメントを行うことが求められている。またグローバルに多数のイニシアティブに参加しており、参加したイニシアティブについては実質の伴うような取組み（＝リード・マネジャーを務める運営に携わる等）をポリシーとして実践している。

③　エンゲージメント対象外となった企業からのエンゲージメント依頼への対応

- ヒアリング調査によれば、エンゲージメント対象外となった企業からのエンゲージメントの依頼に対しては、下記のように対応している事例が確認された。

（具体的な対応事例）

エンゲージメント依頼への対応
改善意欲のある企業からの対話依頼は積極的に応じたいと考え、議決権行使・ESG に関する対話窓口を設置している。都合がつく限り依頼には原則対応している。
最近では ESG の対話リクエストは増えており、中小型でもリクエストがあれば原則対応する方針。一方で、対話に後ろ向きな企業もあり、企業側の意識変革も必要。当社では中小型戦略もあり、ファンドマネジャーが対話を行うこともある。

- なお、ヒアリング調査において、企業からのエンゲージメント依頼は増加傾向にあることが確認された。問い合わせ窓口を設置したとしても、リソースの観点で対応が困難となる可能性はある。企業側においてエンゲージメントの目的が明確である場合（具体的なアジェンダを設定している場合等）は優先的に対応するといった意見もあり、企業側の工夫も必要であると考えられる。
- また、アセットオーナーからも、対話という観点では企業からも運用機関に自ら声をかけるなど、投資ユニバースに入る努力を企業にも期待したいとの声があった。

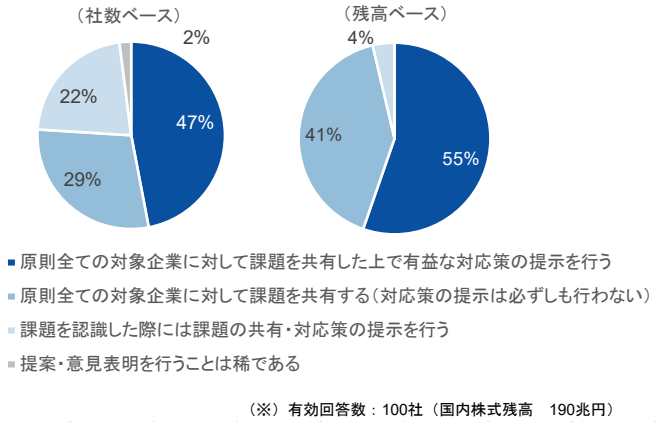
2. 投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分

（1）課題の分析

・ スチュワードシップ・コードは、原則 3 において、「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」とし、原則 4 において、「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」としている。

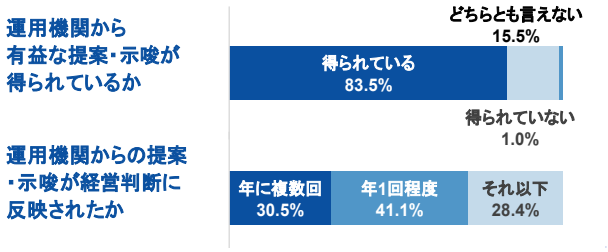
・ コードに対応する形で、アンケート調査では、「原則全ての対象企業に対して課題を共有した上で有益な対応策の提示を行う」運用機関が約半数を占めていることが確認された（設問 9）。一方、弊社の運用機関のスチュワードシップ活動に関する企業向けアンケート[2]によると、投資先企業において「運用機関から有益な提案・示唆が得られている」と考えていることが確認される一方で、「運用機関からの提案・示唆が経営判断に反映された」ことは「年 1 回以下」が約 70%を占めており、機関投資家のエンゲージメントが、投資先企業の行動変化に必ずしもつながっていないケースがあることが示唆される。

【図表 9：投資先企業に対する示唆を与える提言】



（※）有効回答数：100社（国内株式残高　190兆円）

【ご参考：企業向けアンケート結果（回答：101 社）】



・ このような実態の背景として、企業側の課題と機関投資家側の課題があると想定される。

・ 企業側の課題については、投資先企業のエンゲージメントへの対応姿勢によって、エンゲージメントの効果（企業の行動変化とそれを背景とした企業価値の向上）には大きな差異がでるとの意見が多く聞かれ、前述のとおり、アンケート調査でも実効的なエンゲージメントのための課題や企業に新たな示唆を与える対話のための課題として、多くの運用機関が「情報（企業の情報開示やエンゲージメントへの姿勢等）の不足」「企業側に提案に対して企業行動を変化させる姿勢が見えない」を挙げてい

[2] みずほリサーチ&テクノロジーズ「運用機関のスチュワードシップ活動 - 企業向けアンケートの結果より」https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/report/2022/pdf/mhrt03_stewardship.pdf

る。

・ 一方で、機関投資家側の課題として、企業からの「機関投資家の議決権行使が形式的」等の指摘がされている [3]。また、本アンケート調査においては、機関投資家からも、「形式的活動は事業会社にとっても負担である」との指摘や、「単に対話の回数を稼ぐことを目的とした形式的活動にとどまっているケースが散見される」との指摘がされている（設問 19）。本調査の目的は機関投資家が抱える課題を分析し、その解決に向けた提言を行う点にあることから、上記の機関投資家側の課題に関して、以下の 3 つのフェーズに分けて検討する。

① 事前準備（投資先企業の状況の把握）

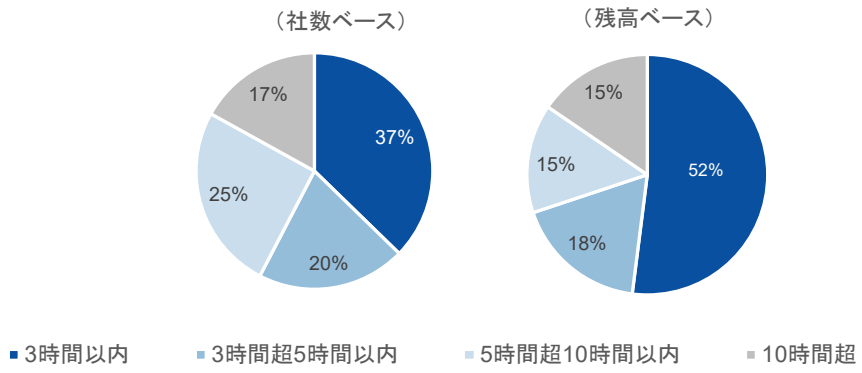
② エンゲージメント

③ 議決権行使

① 事前準備

・ スチュワードシップ・コードの原則 3 では、「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」とされているように、機関投資家には、まず投資先企業の状況をよく把握・調査することが重要であろう。この点、エンゲージメント 1 件（※1 社あたりではない）にかける時間（準備時間を含むが、投資プロセスの一環での企業分析の時間は含まない。）については図表 10 のとおりであり（設問 7④）、10 時間超の時間をかけている運用機関も社数ベースで 20%程度いる（これらの運用機関の平均は 30 時間にのぼる）一方で、3 時間以内の運用機関も 40%程度いる。

【図表 10：エンゲージメント 1 件あたりの時間（準備時間を含む）】

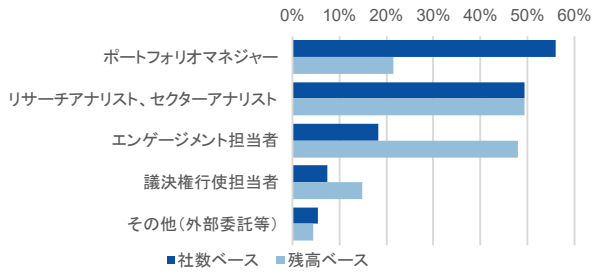


（※）有効回答数：59社（国内株式残高　146兆円）

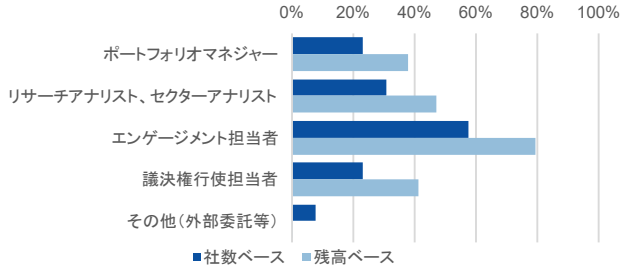
・ また、エンゲージメントを実施する主体は、アクティブ運用においてはポートフォリオマネジャーやリサーチアナリスト、セクターアナリストが主にエンゲージメントを担当しておりパッシブ運用では、エンゲージメント担当者が主にエンゲージメントを担当している（設問 4-2③、4-5③）。

[3] 金融庁「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」（第 27 回）事務局資料より

【図表 11：エンゲージメントを実施する主体（左：アクティブ運用／右：パッシブ運用）】



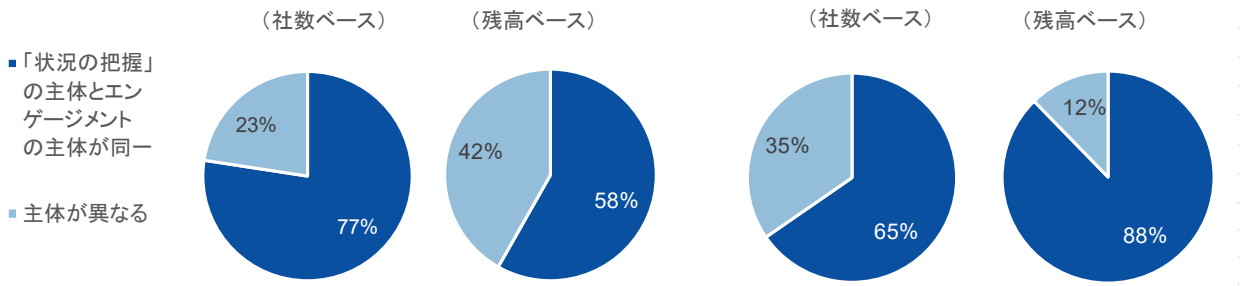
(※)有効回答数：93社（国内株式アクティブ運用残高58兆円）



(※)有効回答数：26社（国内株式パッシブ運用残高129兆円）

・ その結果、投資先企業の「状況の把握（スチュワードシップ・コード原則 3）」を行う主体と異なる場合が多くある（設問 4-2③、4-5③）。特に、パッシブ運用においては、35%（社数ベース）の運用機関が、エンゲージメントと状況の把握の主体が異なっており、エンゲージメントを行う主体において投資先企業の状況の把握が十分でないことも懸念される。こうした問題に対して、スチュワードシップ・コードの指針 4-1 の脚注においても「機関投資家内部において、投資先企業との対話を行う専担部署がある場合には、その他の部署との連携を図ることが重要である」と言及されているとおり、多く場合においては投資先企業の状況を勘案したエンゲージメントを行うため、「状況把握」の主体のエンゲージメントへの同席や、エンゲージメントの実施主体と状況把握の主体の連携等の取組みを行っていることが確認された（具体的な各運用機関の取組み事例は後述、（2）①をご参照）。

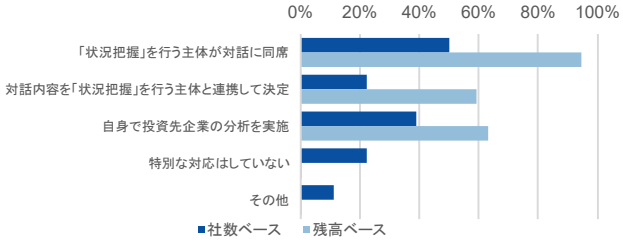
【図表 12：エンゲージメントを行う主体（左：アクティブ運用／右：パッシブ運用）】



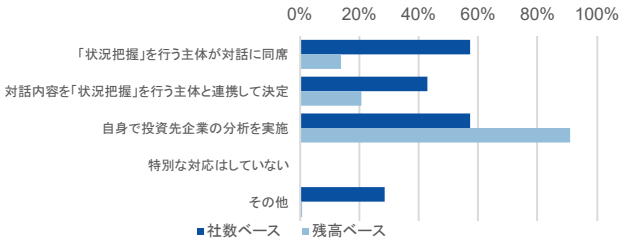
（※）有効回答数：アクティブ運用においてエンゲージメントを行っている93社（国内株式アクティブ運用残高　58兆円）

（※）有効回答数：パッシブ運用においてエンゲージメントを行っている　26社（国内株式パッシブ運用残高　129兆円）

【図表 13：エンゲージメントを行う主体が投資先企業の状況を勘案するための工夫（左：アクティブ運用／右：パッシブ運用）】



（※）有効回答数：アクティブ運用においてエンゲージメントを行っている18社（国内株式アクティブ運用残高　19兆円）

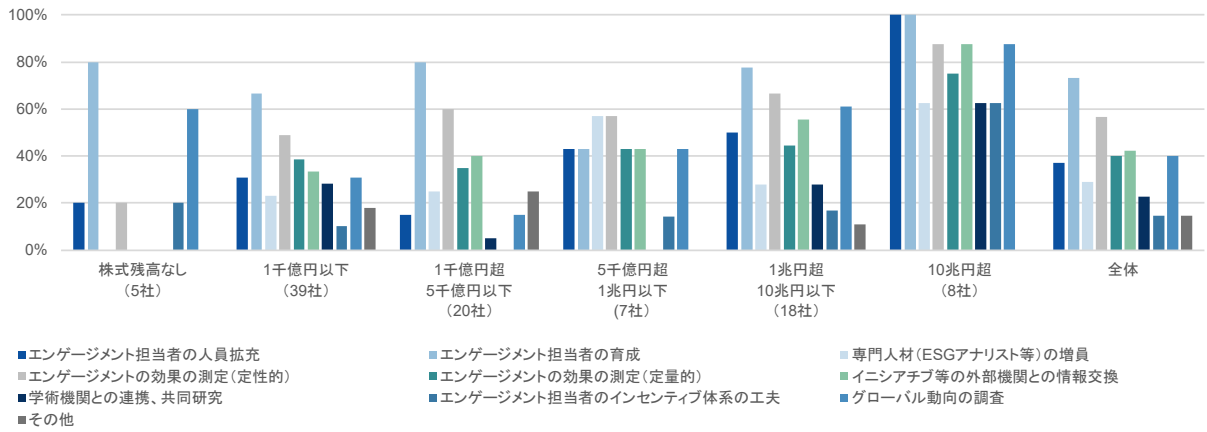


（※）有効回答数：パッシブ運用においてエンゲージメントを行っている7社（国内株式パッシブ運用残高　2兆円）

② エンゲージメント

・ 深度あるエンゲージメントを行うために、運用機関において様々な取組みを実施（もしくは実施予定と）している（設問 10）。一方で、運用残高別の取組み状況を確認すると、資産規模の大きい運用機関においては積極的な取組みが確認できるが、まだ業界全体に広がっているとは言えない状況といえる。

【図表 14：深度あるエンゲージメントのために実施している取組み、今後実施予定の取組み（国内株式運用残高別）】



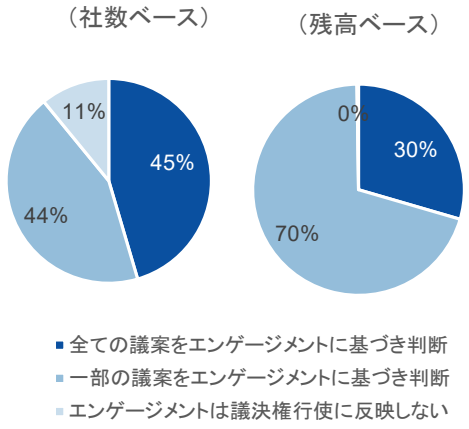
（※）有効回答数：97社（国内株式残高　190兆円）

③ 議決権行使

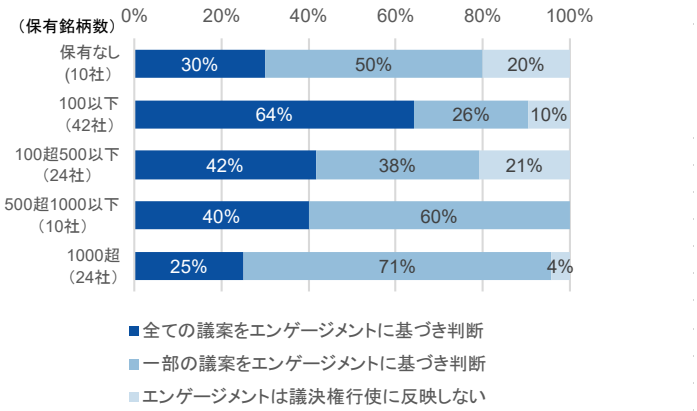
・ 議決権行使に関しては、少なくとも一部の議案についてはエンゲージメントの内容を行使判断に反映させている運用機関が大半であることがアンケート調査で確認された（設問 12-1）。またヒアリング調査においても、エンゲージメントを実施した全ての企業についてその内容を考慮して行使判断を行っているとの運用機関が複数確認された。

・ 一方で、全ての議案にエンゲージメントの内容を反映している運用機関は、半数に満たず（運用残高ベースでは 30%）、保有銘柄数が多いほど、全ての議案にはエンゲージメントの内容が反映できていない傾向にある。保有銘柄数が多いことや株主総会が 6 月に集中していることを背景に、全ての投資先企業に対してエンゲージメントを行うことはリソースの観点から困難であり、この点を課題と認識している運用機関が多いことが確認された（設問 12-1）。

【図表 15：エンゲージメントに基づく行使判断】

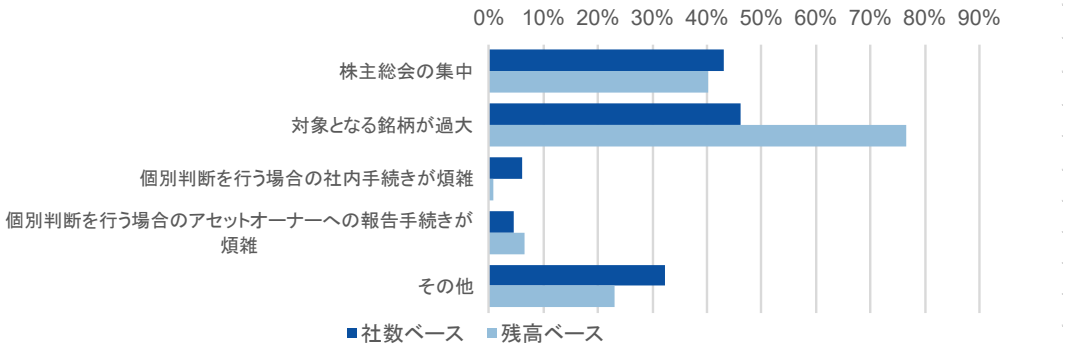


【図表 16：エンゲージメントに基づく行使判断（保有銘柄数別）】



（※）有効回答数：議決権行使を行っている110社（国内株式残高　194兆円）

【図表 17：エンゲージメントに基づく行使判断を行うにあたっての課題】



(※)有効回答数：65社（国内株式残高165兆円）

・　また、ヒアリング調査では、運用機関においてはエンゲージメント内容について十分に検討した上で行使を行ったとしても、それが必ずしも投資先企業の意向に沿った結果となるわけではないため、結果として投資先企業からは「形式的な判断をされた」と捉えられるケースもあるのではないかとの意見が複数示された。

④　まとめ

－　以上のとおり、一部の運用機関において、十分に投資先企業の状況を把握できていない場合やエンゲージメントの結果が議決権行使に反映されない場合がありうることが確認された。また、ヒアリング調査では、運用機関において、エンゲージメントの内容を議決権行使に反映した場合も、対話が不十分であったり、その背景となる考え方（パーパス、エンゲージメント戦略等）が企業側に伝わっていなかったりするとの指摘があった。

－　こうした要因から、企業側から、エンゲージメントや議決権行使が形式的に行われていると認識され、その結果、企業側の納得感が得られず、エンゲージメントが企業の行動変容につながっていない

可能性が示唆される。

課題： 企業側からエンゲージメント（対話）や議決権行使が形式的と捉えられ、企業の納得感が得られていない可能性

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

- 企業からすると、対話をしたうえでその内容が反映されずに議決権行使をされることが最も信頼を損なうと認識。当社としては対話内容を踏まえてどのように判断をしたのかは十分に説明することを意識している。
- 社内でどれだけ充実した議論を行った上で行使した結果であっても、行使結果は「賛成」か「反対」かのいずれかしかないため、議決権行使が「形式的」であるかどうかの判断は難しいとも感じている。その観点でも、どのような考えに基づいて行使を行っているか、行使前後の対話が重要。
- 業界全体として議決権行使が形式的であるとの指摘がある点に関しては、フィードバックを行うことは重要と考える。加えて運用機関側の議決権行使基準に対する考え方、パーパスについての企業側の理解の浸透が十分でないこともあるのではないか。

- また、ヒアリング調査では、企業にインパクトを与えるような対話を大量保有報告規制上の「重要提案行為等」に該当しないように実施することは難しいとの意見もあり、制度面での課題も指摘された。

課題：大量保有報告制度上の「重要提案行為」概念が不明確であるために踏み込んだエンゲージメントがなされていない可能性

関連する課題

➢ **大量保有報告制度上の「共同保有者」概念が不明確であることにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性**（前述、1. エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足をご参照）

- なお、ヒアリング調査では、実効的なエンゲージメントのためには、上記のほか、企業との双方向の対話が重要であり、企業側に運用機関の考え方を伝えることも重要であるとの意見が聞かれた。

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

- 企業と投資家における、双方向での対話を通じて相互理解が実現するとよいのではないか（なぜ保有しているのか、どのような観点で投資判断をしているのか等）。運用機関側も、運用者が対話をするケースもあれば、ESG 専門部署が対話をしているケースもあり、戦略によって考え方も異なるため、運用機関側の考え方を企業側も確認することで、より実効的な対話になるのでは。

（2）対応事例

・ 機関投資家において、①投資先企業の状況の把握、②エンゲージメントの工夫、③実効性の高い（エンゲージメントの内容を踏まえた）議決権行使基準を策定することと基準や行使判断の背景となる考え方を投資先企業に周知するなど、様々な取組みが行われていることがヒアリング調査で確認された。

① 投資先企業の**十分な調査や社内の連携**を行う。

② 企業変化を促すため、様々な取組みを実施し、**エンゲージメントを実施する上での工夫をする**。

③ **実効性の高い（エンゲージメント内容を踏まえた）議決権行使基準を策定**するとともに、**その考え方の周知、行使結果のフィードバック等により投資先企業が議決権行使の背景や考え方を理解できるよう促す**。

① 十分な調査や社内の連携

・ エンゲージメントにあたっては、**十分なリサーチを行い、それを踏まえて企業の状況に応じたアドバイス**や、そのための（特にエンゲージメントを専任とする担当者がエンゲージメントを実施する場合には、）**社内での連携を積極的に実施する**などの取組みが行われていることがヒアリング調査で確認された。

実際の対応事例	概要
企業の状況に応じたアドバイス・意見表明（そのための十分なリサーチ）	投資先企業の個社別の状況に応じたアドバイスを行うため事前にエンゲージメント対象企業について深いリサーチを行う、ESG の専門家を擁する部署と運用部門とが連携してエンゲージメントの内容を決定する等。 リサーチした結果を資料として投資先企業に提示することも有益。
社内での連携	エンゲージメントの専任部署と運用部門の連携を重視。

（具体的な対応事例）

企業の状況に応じたアドバイス・意見表明
重点的にエンゲージメントを行う企業に対しては個別の資料を作成してエンゲージメントに臨んでいる。資料を提出することで当社の問題意識が投資先企業内で共有されやすくなり、エンゲージメントが進展しやすいというメリットもある。
対話先の企業に対し、エンゲージメントの約 2 週間前に「対話アジェンダ」を送付。アジェンダは個社ごとにオーダーメイドで作成しており、当社が投資家としてどのような点に着目しているのか等の課題意識を共有するとともに、企業側でもアジェンダの内容を社内でフィードバックしてもら

うことで企業価値向上につながることを期待している。事前にアジェンダを送付することで、対話に対応するうえで適した参加者の選定にも活用頂けているように認識しており、テーマが多岐にわたる場合は 10 名程度の参加者となるケースもある。
対象企業については、ESG インテグレーション分析（ESG 要素の評価を行った上で 5 年先まで業績予想）を実施。これに加え、重点的なエンゲージメントを行う場合は、企業の経営自体が最適なのか、最適でないとすればどのような経営をすればもっと企業価値が高まるのかを考え、十分な整理がついた段階で資料に落とし込み、提案につなげている。
企業価値を高めるためには個社事情・業界事情をよく理解しておくことが重要であり、企業をよく知るアナリストと、ガバナンス・ESG の知見を持つ議決権行使担当の連携を重視。対話に同席することもあり、日常的な意見交換も行っている。専門的知識の蓄積については社内の連携のみでは不十分と考えており、イニシアティブを通じた海外も含む外部情報の獲得を図っている。細かいテーマにフォーカスしたイニシアティブも活用して網羅的な情報獲得に努めている。
社内での連携
スチュワードシップ活動の専任部署を置いているが、専任部署で個別の企業をどこまで見られるかは課題と考えている。アナリスト・ファンドマネジャーが個別企業のリサーチ評価を行っているので、専任部署とアナリスト・ファンドマネジャーの連携が重要である。このような認識から、個別の取材・エンゲージメント後に両者が議論をすることに加えて、定期的に時間をとった情報共有を実施している。具体的に月次のスチュワードシップ会議や ESG 会議において、ESG に関連する広範なキーマンを集めてテーマの共有等を行うほか、各運用グループと専任部署とで、月次で専任部署の ESG エンゲージメント状況の共有を実施している。また取材・エンゲージメントの内容（取材メモ）は運用部署と共有していつでも見られる状況にしている。

② エンゲージメントを実施する上での工夫

・ 運用機関において以下のような対応事例が確認されている。

有益と思われる取組み	概要
「対話する相手」の工夫	エンゲージメントの実効性を高めるためには、企業のアクションを促す必要があり、その観点では「誰を」対話の相手とするかが重要。
エンゲージメントのチャネルの工夫	「投資家から投資先企業への働きかけ」のみならず、他の手法（「企業から企業への働きかけ」や官公庁等への働きかけ）も利用。
「投資家の視点」を提供	投資先企業が課題解決に向けた取組みを行うために、投資家の視点を提供すること（投資先企業の評価や競合他社との比較）が、投資先企業にアクションを促すために有益。

（具体的な対応事例）

「対話する相手」の工夫
エンゲージメントは課題解決のための「取組み」と理解しており、課題の取組みについてジャッジ・意思決定ができる相手（例として株主還元に課題がある場合は CFO 等）との対話が必要と考えている。意思決定者へアクセスできない場合はエンゲージメントの影響度・効果が大きく低下するため、そのような場合には取締役会へのレター送付等の対応も行っている。なお、当社ではエンゲージメント先の企業とは定期的なコンタクトがあり、また一定の保有があることを企業側でも認識しているため、意思決定者とのアクセスルートは確保されていることが多い。
当社では、担当者とエンゲージメントを行った際には対話内容を取締役会にフィードバックすることをお願いすることで、エンゲージメントがその場限りにならないよう工夫をしている。対話相手については、社外取締役と対話をするのが有効な場合もあれば、経営層よりも IR 担当者に働きかけた方が有効な場合もあり、ケースバイケースである。そのため、そうしたことを見極めることも運用機関側では重要である。
エンゲージメントのチャネルの工夫
特定の 1 社 のみへの働きかけでは解決しない課題について業界全体での対応や省庁への働きかけが必要になることもあり当社として業界団体や省庁に対話することもある。
企業の変容を促すためには、複数からの働きかけがあることも有効であると考えている。例えば人的資本に関して、人材というテーマで先進的な取組みをしている企業とのパネルディスカッションを開催した、他の企業の取組みを生の声として聞ける機会の提供という意味で、企業の行動を促すために有益であると考えている。同様の趣旨で企業と企業を引き合わせるということも行っており、ベストプラクティスを行っている企業のキーマンと（取組みが途上の）エンゲージメント対象企業のキーマンでミーティングを設定している。
「投資家の視点」を提供
投資家の立場から、投資先企業のどのような点を評価し、なぜ保有しているか等を伝えた上で議論を行っている。これを前提に対話を行うことで、当社の考えている前提と投資先企業の方向性が合致しているかを確認でき、その後の対話が有益になる。また、資本市場としての評価の観点を伝えることも有益と考えている。（例：企業側は資本コストを 6%と認識しているが、資本市場では 10%と評価されている場合、その差異はなぜ生じているのか、どうすれば差異は埋まるのか等について対話を行っている。）
多様なテーマについて、ベストプラクティスの紹介や改善案を提示している。情報開示については、AI を用いて統合報告書の記述の充実度をスコア化しており、この結果を投資先企業とも共有。競合他社との相対的な位置づけの見える化は企業側の関心も高い。また、これらの結果は資料として企業に提供しており、当社の課題意識等を経営層にダイレクトに伝えるという点でも有益であると認識している。

③　実効性の高い議決権行使基準の策定、周知、行使結果のフィードバック

- 議決権行使については、エンゲージメントと議決権行使を一体的に運用している運用機関が確認された。また、保有銘柄の多さや株主総会の集中等により、全ての議案についてエンゲージメントに基づく行使判断を行うことが困難である場合には、議決権行使基準を策定する際に、エンゲージメントの内容や国内企業の状況を踏まえた内容とする（＝行使基準どおりの行使を行うことが、企業の状況に適した行使につながるようにする）運用機関も確認された。

- また、運用機関においてはエンゲージメントの内容を考慮した行使判断をしているものの、企業側には行使の背景が伝わっていない（結果として、投資先企業からは「機械的な行使判断である」と捉えられている）可能性があることから、議決権行使の考え方の周知やフィードバックを行っている事例も確認された。

実際の対応事例	概要
エンゲージメントと議決権行使の一体的運用	エンゲージメントと議決権行使はいずれも投資先企業の企業価値を高めることを目的としており、一体的に運用している。
日本企業の状況を踏まえた議決権行使基準の策定	エンゲージメント活動で把握した日本企業の状況を議決権行使基準に反映。
議決権行使に関する考え方の周知	投資先企業に議決権行使基準やその背景（なぜそのような基準を策定しているのか）にある考え方を理解してもらうことが重要（株主総会までに相応の長さの周知するための期間を設定）。
行使結果のフィードバック	企業側に行使判断の背景等を理解してもらうために、特に反対行使をした企業にはフィードバックを行う。

（具体的な対応事例）

エンゲージメントと議決権行使の一体的運用
議決権行使はエンゲージメントの効果を高めるためのツールであり、両者は分離不可分で一体運営すべきと考えている。例えば株主還元や資本政策等のエンゲージメントテーマがあった場合に、剰余金処分案について一度反対したからといって将来にわたって必ずしも同様の行使をするわけではない。企業側で配当性向の引き上げといったポジティブな変化が見られた場合に、まだ当社の求める水準には達していない場合でも、一度賛成に回った方が今後のエンゲージメントにおいてもプラスになると考えて賛成することもある。その後更なる改善が見られない場合には改めて反対に回ることもある。投資家として求める水準に、企業として短期間で到達できるケースは多くはないと考え、中間地点としてポジティブな変化を評価して賛成することが更なる改善を促す効果が期待できるのではないかと考えている。
議決権行使基準は、ある程度裁量を認める形で策定しており、エンゲージメントの内容を反映しやすい仕組みとしている。また、行使判断はエンゲージメントの担当者が行っていること、担当者は

数年間変更しない運営としていることから複数年に亘ったエンゲージメントを行使判断に反映できること等もエンゲージメントと議決権行使を一体的に行い、実効性の高い議決権行使を行うための取組みといえる。

日本企業の状況を踏まえた議決権行使基準の策定

より実態に即した行使を行うための工夫として、会社の属性を踏まえた議決権行使基準を策定している。例えば ESG を考慮した議決権行使基準を策定したが、これは対象を気候変動問題への対応が重要課題と判断する企業、政策保有株式の保有が多い企業としている。

議決権行使に関する考え方の周知

議決権行使を実効的なものにするためには、企業に対して議決権行使基準の考え方を理解してもらうことも重要である。そのため、（行使基準について周知し理解を深めてもらうために）総会時期より十分な期間をとって毎年 11 月に基準を改定し、その後エンゲージメントを通じて企業の状況を把握、行使判断を行い、その結果を踏まえて次年度の基準を検討するというサイクルとしている。また、企業向けセミナーや役員向け研修等の場で当社の考え方を周知する機会を持つようにしている。このほか、「望ましい経営」を文書化する等の取組みも行っている。

行使結果のフィードバック

前提として企業の現在・将来も見据えて企業価値向上につながるようにという考えのもと一定のプロセスを経て議決権行使基準を定めている。対話は全てデータベース化しており、議案精査の際に対話内容も踏まえて賛否を判断している。結果として基準どおりになることもあるが、対話した企業については全件対話内容を確認したうえで行使判断を行っている。反対に至った場合等、企業へ行使結果のフィードバックも実施。また行使前の対話の時点においても基準抵触の可能性が高ければその旨を企業に対して伝えており、企業との信頼関係維持に留意している。

- なお、議決権行使に関しては、アセットオーナーからも議決権行使に関する考え方を周知することが重要であるとの認識が示された。

《アセットオーナーからの意見の抜粋》

- 投資先企業に情報開示を求めているが、運用機関の開示も重要と考え、まず運用機関には議決権行使の基準の開示を求めた。企業に基準を確認してもらった方が無用な問い合わせが減ると思う。議決権行使の考え方も合わせて開示している運用機関もあり、企業の理解を深め、透明性を高めるという点で良い取り組みだと思う。

3. プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地

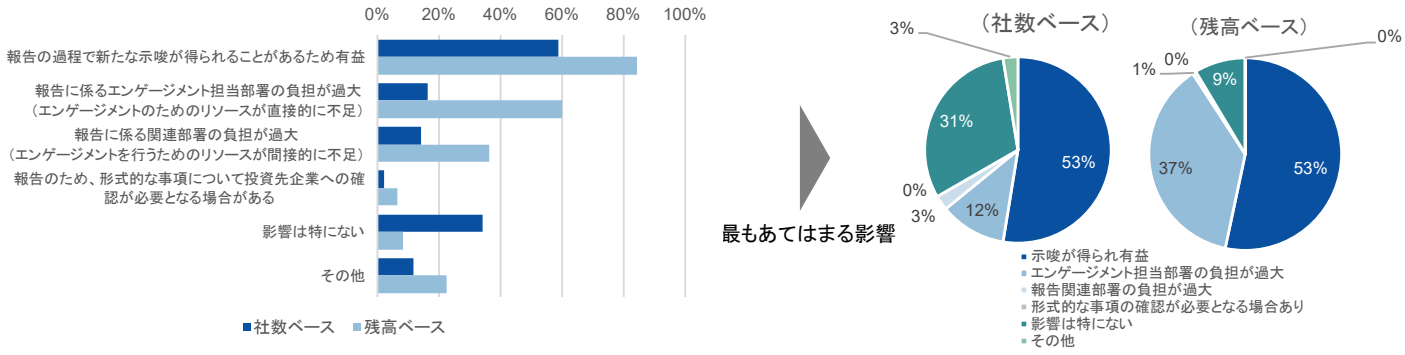
（1）課題の分析

- アンケート調査からは、運用機関において、プロセス構築（PDCA サイクル等）が不十分又は改善の余地があるとの課題意識があることが確認された。

- この点に関し、スチュワードシップ・コードの指針 7-4 において、運用機関に対し、自らのスチュワードシップ活動等の改善に向けて、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することを求めており、スチュワードシップ活動の実効性を継続的に高めていくために、定期的に自社の活動の実効性について評価を行い、これを改善していく取組みが重要である。

- アンケート調査によれば、大半の運用機関においてこうした自己評価を実施していることが確認されたが（設問 2）、ヒアリング調査では、実効性を評価するにあたってアセットオーナーからのフィードバックが有益であるとの声が多く聞かれた（アセットオーナーは多くの運用機関の取組みを横比較することが可能であるため、自社の取組みの足りない点等について指摘があるとのこと）。また、アセットオーナーへの報告過程については、アンケート調査でも過半数の運用機関（残高ベースでは 80%超）が、新たな示唆が得られることがあるため有益と考えていることが確認された（設問 17-1③）。

【図表 18：アセットオーナーへの報告のエンゲージメントへの影響】



(※)有効回答数：85社（国内株式残高176兆円）

(※)有効回答数：78社（国内株式残高167兆円）

- 一方で、アンケート結果において、（特に残高ベースで見ると）アセットオーナーへの活動報告については、負荷が大きいとの意見が確認された。多くの運用機関では、アセットオーナーが定める独自の様式を用いて報告を実施しているが、ヒアリング調査では、アセットオーナー独自の報告様式については、下記のとおり作成に多大なリソースが必要であるとの意見が多く、報告に係るコストが相応に発生していることが確認される。

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

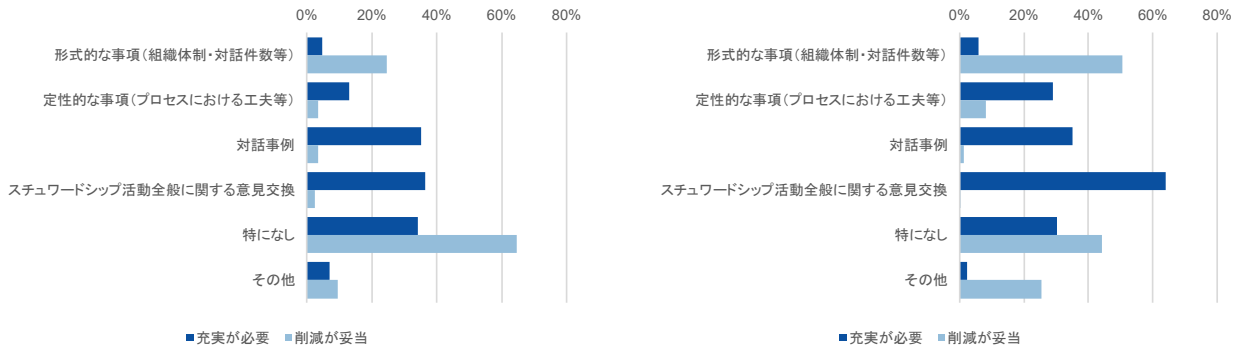
- 最近は（スチュワードシップ活動への）アセットオーナーの関心も高まっていて、質問の頻度や量が増加しており、負荷はかなり高まっている。

- アセットオーナーごとに報告フォーマット、集計時点や基準が異なっている点は負荷になっている。JSI（ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ）が制定する「スマート・フォーマット」への移行も徐々に進んでいるが、スマート・フォーマットがカスタマイズされる事例が散見される。
- アセットオーナーがどのような点を重視しているのか伝わってこず淡々と報告して終わることもある。

・ アセットオーナーが運用機関の活動の質を評価する十分な能力を備えていないことで、運用機関の活動を評価する際に形式的な指標（対話の件数、議決権行使全体の反対率等）が注目されやすい要因にもなっているのではないか（それが形式的な事項に関する報告が過大となることを助長している面があるのではないか）との課題意識も運用機関からは提起された。

・ アンケート調査においても、アセットオーナーがスチュワードシップ活動を理解するために、意見交換については充実が必要な一方、形式的な事項についての報告が過大であると感じている運用機関が半数程度（残高ベース）を占めていることが確認され（設問 17-2）、上記の課題意識とも整合的な結果となっている。

【図表 19：報告内容の充実が必要な事項と内容が過大（削減することが妥当）な事項（左：社数ベース、右：残高ベース）】



(※)有効回答数：85社（国内株式残高176兆円）

課題：アセットオーナーにおける十分な評価・モニタリング体制が確保されていない可能性

- 運用機関のスチュワードシップ活動の「質」を評価し、また（フィードバック等を通じて）運用機関のより実効的な活動を促すために、アセットオーナーの体制の充実（スチュワードシップ活動について知見のある人材の拡充等）が重要。

《アセットオーナーからの意見の抜粋》

- 運用機関にとって統一された画一的な報告形式が効率的であることは理解するが、一方で、画一的な報告しか提供されないと運用機関の十分なモニタリングは困難である。最初は分からないこ

とが多いので無駄もたくさんあると思うが、実効的なスチュワードシップ活動を促進させるためには必要なプロセスだと思う。

- 企業年金が行うスチュワードシップ活動は、個々の企業年金がそれぞれの責任と判断で採用した委託先の運用機関に対してモニタリングすべきものと認識している。しかし、スチュワードシップ活動をより効率的に実効性を高めていくためには、例えば運用機関に対するモニタリングを、複数の企業年金で協働して行うことも考えられる。

関連する課題

➢ **運用機関によるスチュワードシップ活動が運用機関の選定や報酬設定に適切に反映されておらず、運用機関に十分なインセンティブが付与されていない可能性**（後述 4. コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如をご参照。）

（2）対応事例

・ 自社での実効性評価の方法を工夫することや、アセットオーナーからのフィードバックを自社の PDCA サイクルに織り込むといった取組みが行われていることがヒアリング調査で確認された。

① 実効性評価を工夫して適切に実施する。

② 実効性評価に際しては、アセットオーナーからのフィードバックも活用する。

① 実効性評価の工夫

・ 運用機関において以下のような対応事例が確認された。

実際の対応事例	概要
PDCA サイクルによるプロセスの改善	定期的に自身の活動を振り返り、課題に対する対応を行うという PDCA サイクルによってエンゲージメントプロセスの改善を継続的に実施している。
実効性評価に外部からの評価／意見を反映	実効性評価を実施するにあたって、自己評価だけでなく外部評価（または外部の評価基準等）も活用して PDCA を行っている。
エンゲージメントの効果の検証	エンゲージメントの実効性を評価するために、その効果を評価することは有益であり、様々な工夫が見られる。

（具体的な対応事例）

PDCA サイクルによるプロセスの改善
自己評価は、スチュワードシップ活動に係る意思決定機関である責任投資に係る委員会のメンバー等を対象にアンケートを実施し、その結果に基づいて議論を行うという方法を採っている。例えば、

責任投資の諮問会議（委員会が決定した内容や運営全般を監視する役割）において現場のエンゲージメントの実態が把握しにくいとの意見を踏まえて、エンゲージメントについて報告する機会を設けた。
実効性評価に外部からの評価／意見を反映
スチュワードシップ活動の実効性は、「これができていれば良い」というスタンダードな項目があるわけではないので、外部評価も含めて色々な観点で評価を行っている。例えばPRIアセスメントにおいて議決権行使の個別開示に関する質問が設けられたことを踏まえ、今後グローバルにもこうした取組みが求められるようになると考えて外国株式についても開示を開始した。また、気候変動対応についてInvestor AgendaのICAPを活用して振り返りを行っているが、この中で政府機関等にも働きかけるポリシーエンゲージメントも評価項目となっており、当社の重視している活動の重要性を再認識した例もある。
エンゲージメントの効果の検証
エンゲージメント活動と企業の変化（業績、体制等）について定量的な評価を実施。昨年の分析では、体制面（女性役員の増加や買収防衛策の廃止等）についてはエンゲージメントの効果が確認されたが、財務面への効果は確認されなかった。こうした体制面の変化を財務面（具体的には業績等）に反映させるかが今後の課題として認識しており、継続して取り組む予定。
スチュワードシップ活動のコストとリターンが明確になっていないことに課題を感じている。このような課題意識のもと学術機関との共同研究に協力したが、引き続き課題意識を持っている。
個々のエンゲージメントと株価との時間的なギャップもあり検証は難しいが、一定量のデータに基づいて分析を実施。このような取組みは特に、アセットオーナーに対してスチュワードシップ活動の意義を説明する際に有益と考えており、子会社と連携して分析している。

②　アセットオーナーからのフィードバックの活用

・　運用機関において以下のような対応事例が確認された。

実際の対応事例	概要
アセットオーナーからのフィードバックの活用	アセットオーナーからフィードバックされた事項について、自身のスチュワードシップ活動のプロセス改善に活用している。

（具体的な対応事例）

アセットオーナーからのフィードバックの活用
アセットオーナーからのフィードバックを受けて議決権行使ガイドラインの改訂の際に参考としたり、アセットオーナーの意見も踏まえて海外イニシアティブへの参加を検討した事例がある。
アセットオーナーへの報告は定例で実施しており、エンゲージメントや議決権行使の内容を報告している。第三者の視点でみたときに、例えばエンゲージメントの進捗があまり見られない事例について、エンゲージメントの効果が期待できる先なのかという指摘を受け、ポジティブな変化を期待

できる企業なのかということを当社としても改めて検討しエンゲージメント対象から外す検討を行ったこともある。対象を絞り込んでいることもあり、個々の事例を報告することが多く、個別の事例に関する具体的なディスカッションも多いため有益な機会であると認識している。
特に公的年金は複数の運用機関を比較しているので手厳しい指摘もある。その中で他社はこのような活動もしている、といった指摘を受けることもあり体制強化に繋げられる。特に顧客からの指摘は全社的にリソース確保も含めて取組みやすい。

・　なお、アセットオーナーにおいては以下のような対応事例が確認された。

アセットオーナーからのフィードバック・意見交換
エンゲージメントを重視した運用の委託先とは四半期毎のエンゲージメントの進捗状況など意見交換をしている。それ以外の運用者とも、議決権行使基準改訂のタイミングや株主総会後等において、投資先との対話の状況について意見交換を行っている。そのほか、日系外資系問わずグローバル展開している投資家とは ESG の新しいテーマなど幅広く意見交換している。
アセットオーナーの考えを運用会社に理解してもらう必要があり、双方向のコミュニケーションの機会を多く持っている。評価に係るミーティングに加えて定期的にミーティングを開催しているケースもある。評価ミーティングのフィードバック等で要望がある時は個別にお伝えすることがある。

4. コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如

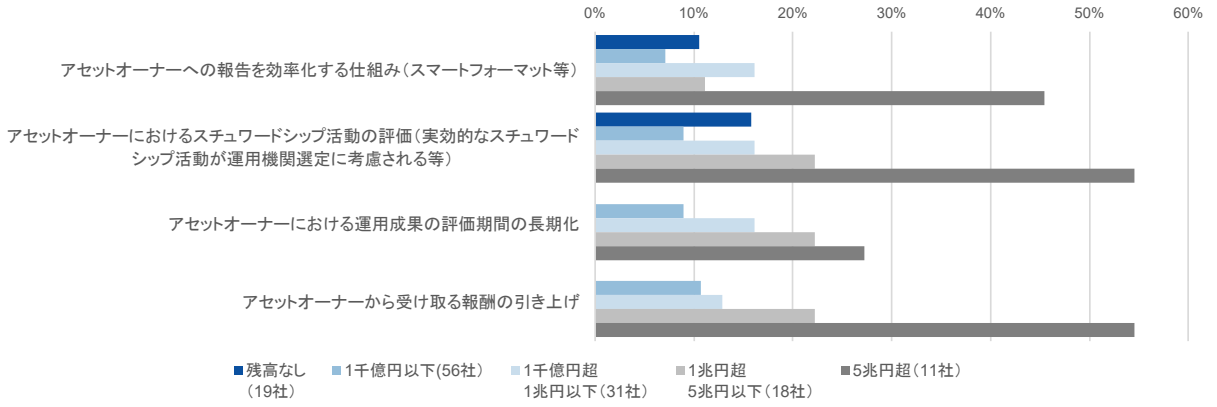
（1）課題の分析

・ スチュワードシップ活動を実効的なものとするための課題を改善・解決するために必要な事項として、規模の大きい運用機関を中心に、「アセットオーナーからの報酬引上げ」や「活動の評価（スチュワードシップ活動が運用機関選定に考慮される等）」を挙げていることがアンケート調査で確認された（設問 18-3）。また、企業に新たな示唆を与えるための対話に関する課題として、実効的なエンゲージメントを行うためのコスト負担が大きい／予算が不足といった課題認識があることが確認された（設問 9）。

・ この点について、スチュワードシップ活動を実効的にするために、前述の対応事例として取り上げた取組みをはじめとして、運用機関においては組織体制の充実、データ類の整備等を実施しており、これらの取組みによって、運用機関に生じるコスト（スチュワードシップ活動を担う人材、アセットオーナー向けの活動報告に係るリソース、ESG 関連データ等の確保に係るコスト）が逓増している一方で、運用機関が得るフィーについては（活動の充実にも拘わらず）一定であり、運用機関全体のビジネスモデル上の課題と感じている運用機関が多いことがヒアリング調査で確認された。

・ また、ヒアリング調査では、活動内容の評価が委託額に反映される（実効的な活動を行えば委託額が増える）ようにならなければ、運用機関側もリソース確保の観点も含めて対応が困難であるという意見も聞かれた。

【図表 20：課題を改善・解決するために必要と考えられる事項（一部項目を抜粋）】



(※)有効回答数：135社／国内株式残高205兆円

・ スチュワードシップ活動の結果、投資先企業の価値が向上した場合、アクティブ運用の場合は超過リターンという形でそのうちの一部は享受できるものの、特にパッシブ運用においては、活動の成果（＝パフォーマンス向上）はスチュワードシップ活動を積極的に実施していない投資家も含めて享受できるため、コストをかけずに成果のみをただ乗り（フリーライド）したほうが良いのではないか、という議論が発生し、運用機関の取組みを促すインセンティブに乏しい状態が生じ得る。

・ そのため、特に市場参加者の多くが成果を享受できる市場全体の経済価値を引きあげるような取組み（例として、協働エンゲージメントにおいてリード・マネジャーを務める等）について、そのコストをどのように市場全体で負担するかについては大きな課題である。

・ その観点からは、スチュワードシップ活動の内容（エンゲージメントの手法や体制等）によって、そのコストを市場で負担（＝成果を最終的に享受するアセットオーナーが負担）することで、業界全体が持続的にスチュワードシップ活動を高度化していく仕組みとすることが重要であると考えられる。

・ また、直接的なフィーの引き上げでなくても、スチュワードシップ活動の実効性の評価が、運用受託額の決定に一定の影響を与えるのであれば、一定程度はコスト負担の軽減につながると考えられる。

課題：運用機関によるスチュワードシップ活動が運用機関の選定や報酬設定に適切に反映されておらず、運用機関に十分なインセンティブが付与されていない可能性

《ヒアリング調査における意見の抜粋》

- 活動の本格化とともにコストが増えている一方でフィーは伴っていない点は、運用機関のビジネスモデル上の課題といえるかもしれないが、大きな課題であると認識。アセットオーナーによって考えは異なるがフィーに反映させるという考えはまだ広まっていない。

関連する課題 ➢ **一部運用機関に負担が集中することにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性**（前述、1. エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足をご参照）

・ ただし、これには運用機関が「実効的なスチュワードシップ活動」を実施できているかを、アセットオーナーが適切に評価できるかが問題であり、その観点でも、前述の「アセットオーナーにおける十分な評価・モニタリング体制の確保」が一つの課題になると考えられる。

関連する課題 ➢ **アセットオーナーにおける十分な評価・モニタリング体制が確保されていない可能性**（前述、3. プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地をご参照）

・ なお、適切な報酬設定のためには、その効果（投資先企業の投資価値向上の効果、長期的にはパフォーマンスへの効果）の測定が重要であるとの意見が複数の運用機関から聞かれた（効果が測定できない限りは、報酬の議論も難しいのではないかとの意見）。この点については、一部の運用機関でも定量的な測定を試みており有益な取組みであると考えられるが、学術機関等での更なる研究も期待される。

（2）対応事例

・　一部のアセットオーナーではこうした課題意識に対して、スチュワードシップ活動の内容をフィー及び評価に反映するための取組みを開始している。

スチュワードシップ活動のフィー／評価への反映
エンゲージメントを重視したパッシブ運用を委託しているが、運用機関からはエンゲージメントのフィーも含めて提案をしてもらっている。
協働エンゲージメントでリード・マネジャーを務めることで、ノウハウや知見・経験もつき、結果としてエンゲージメントに係る能力も向上すると考えているため、協働エンゲージメントへの参加や関与の仕方についてスチュワードシップ活動の運用機関評価に加えている。

5. まとめ

・ 運用機関のもつ課題認識に対して、運用機関にて実際に実施している取組みは下記のとおり。

（課題認識）	（運用機関における取組み）
エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足	・ **人材を育成**することで、エンゲージメントを担える人材を充実 ・ **外部リソースの活用**（他社との協働）をすることで、自社のみで対応する場合よりも十分なリソースを活用 ・ エンゲージメント対象外となった**企業からのエンゲージメント依頼への対応**
投資先企業における行動変化やその姿勢が不十分	・ 投資先企業の**十分な調査や社内の連携** ・ 企業変化を促すため、**エンゲージメントを実施する上での工夫** ・ **実効性の高い（エンゲージメント内容を踏まえた）議決権行使基準を策定**するとともに、**その考え方の周知、行使結果のフィードバック等により投資先企業が議決権行使の背景や考え方を理解できるよう促す**
プロセス構築（PDCA サイクル）に改善の余地	・ **実効性評価を工夫**して適切に実施 ・ 実効性評価に際しては、**アセットオーナーからのフィードバックも活用**
コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如	アセットオーナーの課題であるため 運用機関側の取組みはなし

・ また、アンケート調査・ヒアリング調査を通じて認識された今後取組むべき課題は下記のとおり。

- **運用機関各社及び業界全体において、実効的なスチュワードシップ活動を担うために必要なスキル・能力を備えた人材の不足** — 運用機関の課題
- **大量保有報告制度上の「共同保有者」概念が不明確であることにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性** — 制度上の課題
- **一部運用機関に負担が集中することにより、協働エンゲージメント等を通じたリソースの補完を十分に実施できていない可能性** — 運用機関の課題

- **エンゲージメント対象企業の選定を行う結果、特に中小・中堅企業がエンゲージメントの対象外となりやすい** — 運用機関の課題
- **企業側からエンゲージメント（対話）や議決権行使が形式的と捉えられ、企業の納得感が得られていない可能性** — 運用機関の課題
- **大量保有報告制度上の「重要提案行為」概念が不明確であるために踏み込んだエンゲージメントがなされていない可能性** — 制度上の課題
- **アセットオーナーにおける十分な評価・モニタリング体制が確保されていない可能性** — アセットオーナーの課題
- **運用機関によるスチュワードシップ活動が運用機関の選定や報酬設定に適切に反映されておらず、運用機関に十分なインセンティブが付与されていない可能性** — アセットオーナーの課題

Ⅳ. 提言

1. 総論

・ 前記Ⅲ. に記載のとおり、運用機関をはじめとする機関投資家には、スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた種々の課題が存在することが分析された。

・ これらの課題は、いずれもスチュワードシップ・コードの各原則・指針にすでに盛り込まれている内容を実践するためのものであり、その意味において、運用機関をはじめとする機関投資家はスチュワードシップ活動の「実質化」に向けた課題に直面しているものと言える。

・ スチュワードシップ・コードの当初策定（2014 年 2 月）から 9 年が経過していることを踏まえると、各機関投資家における個別の取組みを従前どおり進捗することのみによって、これらの課題の十分な解決を目指すことにも限界がある。

・ そこで、これらの課題解決に向けた取組みを加速させるため、（1）運用機関における幅広い協働の取組み、（2）運用機関とアセットオーナーの間の取組み、（3）アセットオーナーにおける幅広い協働の取組みを促進するとともに、（4）これらの取組みを行政当局が適切にフォローアップすることで、関係者が一丸となってスチュワードシップ活動の実効性向上に取り組むことが適切である。

2. 具体的な方策

（1） 運用機関における幅広い協働の取組み

① 運用機関個別の課題解決に向けた協働の取組み

・ 前記Ⅲ. に記載のとおり、多くの運用機関が課題認識を有しており、また、一部の運用機関においてはこれらの課題の解決に向けた取組みも行われている。

・ 一方で、アンケート調査（設問 18-1）において、自社のスチュワードシップ活動について「スチュワードシップ活動が形式的になりがちである」と回答した社数が 7%にすぎなかったことに対して、機関投資家全体のスチュワードシップ活動について「形式的な活動を行っている機関投資家が多い」と回答した社数が 18%に上っていることを踏まえれば、各運用機関の自己評価は必ずしも外部からの評価と合致していない可能性を孕んでいるといえる。すなわち、各運用機関の課題認識やその解決に向けた取組みが、他の運用機関から見たときに必ずしも十分でないと評価されていることが示唆される。

・ このような評価の齟齬を修正し、各運用機関の課題認識やその解決に向けた取組みを更に向上させるための方策として、下記の内容について自己評価を行うとともに、後述（2）のとおり自己評価を行った結果をアセットオーナーに報告することも有益であると考えられる。

- 質の高い人材を確保するための人材育成が十分に実施されているか。

- 自社のリソース（人材・知見等）を補うため、必要に応じて、協働エンゲージメントの実施等の方法により、外部のリソース（人材・知見等）を活用しているか。
- （エンゲージメント対象企業を選別している場合）中堅・中小企業をはじめとするエンゲージメント対象外となる企業からの対話依頼に応えるための体制を整備するなど、そのような企業が自社の考え方を理解するための措置が講じられているか。
- 運用戦略に応じたエンゲージメント戦略が確立されているか。また、その内容が企業に対して明確となっているか。
- 企業とのエンゲージメントや議決権行使に際して、十分に企業の状況を把握し、これを企業との対話や議決権行使に適切に反映しているか。企業の状況を把握する部署とエンゲージメントや議決権行使を担当する部署が異なる場合には、両者の連携が十分に実施されているか。
- 企業とのエンゲージメントに際して、企業との認識の共有を図るための工夫や、（企業行動に変化をもたらす対話を企図する場合には）企業行動の変化をもたらすような対話上の工夫を実施しているか。
- 議決権行使基準の策定・改訂に際して、企業の状況や資本市場の動向を適切に反映しているか。また、議決権行使基準の策定・改訂や、個別の議決権行使結果の背景にある考え方について、企業に対して説明しているか。
- アセットオーナーをはじめとする顧客に対して、自らが抱える課題やその解決に向けた取組みを報告しているか。また、適切なフィードバックがあった場合に、これを今後の取組みに反映しているか。

・ さらに、上記の自己評価を踏まえ、**運用機関が幅広く協働して、各運用機関における課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性について意見交換を行い、具体的な対応策を検討する場を設けること**が考えられる。その際、特に議論すべき事項としては、各社に共通する以下の課題が考えられるが、このほかに上記の自己評価の結果、認識された課題について他の運用機関に意見を求めるといった対応も有益であろう。

- エンゲージメントを担う人材を育成するためにどのような方法が有益か。
- （運用戦略毎の考え方による方針の違い等がある中で）どのように外部のリソースを活用する（協働エンゲージメント等）ことが各社のリソース（人材・知見等）を補うために有益か。
- エンゲージメント対象企業を選別している場合に、中堅・中小企業をはじめとするエンゲージメント対象外となる企業各社のエンゲージメントや議決権行使の考え方・方針を理解するために有益な措置をどのように講じるべきか。
- 議決権行使基準の策定・改訂や、個別の議決権行使結果の背景にある考え方について、企業の理解を深めるためにどのような対応策が有益か。

・ 上記の**意見交換の場においては、エンゲージメントを行う上での工夫（企業との認識の共有を図るための工夫や企業行動の変化をもたらすような対話上の工夫等）について、好事例の収集を行い、それを共有することも積極的に実施するべき**と考えられる。

② 運用機関全体の課題解決に向けた協働の取組み

・ 前記Ⅲ. に記載のとおり、運用機関全体の課題として、協働エンゲージメントやイニシアティブ等の協働の取組みにおいて、一部の運用機関のみに過大な負担が生じているとの指摘があることを踏まえ、**一部の運用機関のみが過度な負担を強いられることがないよう、適切な体制を構築していくべき**である。

・ 加えて、新規人材の獲得に向けた取組みなどといった運用業界全体の課題についても、同様に運用業界全体で協働して取り組むことが期待される。

（2） 運用機関とアセットオーナーの間の取組み

・ 各運用機関による前記Ⅲ.に記載の各課題への取組みを促進する観点からは、アセットオーナーによって、各運用機関における課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性が評価・モニタリングされることを通じた適切な PDCA サイクルが構築されることが有用である。

・ その観点より、各運用機関において、アセットオーナーに対して、自らが抱える課題やその解決に向けた取組みを報告すべきであるとともに、アセットオーナーから受けた評価を適切に今後の取組みに反映すべきである。また、アセットオーナーにおいては、上記報告を受けて各運用機関の課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性を適切に評価し、今後の取組みを適切にモニタリングすべきである。

・ もっとも、上記のような評価・モニタリングが実施されたとしても、当該評価・モニタリングが、アセットオーナーによる運用機関の選定や報酬設定に反映されない限り、運用機関にとって当該取組みを行うインセンティブに乏しい。特にパッシブ投資に関しては各運用機関における投資先企業が重複しやすいところ、投資先企業全体のパフォーマンス向上のために、一部の運用機関のみがコストを負担してスチュワードシップ活動を実施することとなれば、他の運用機関によるフリーライドの問題が生じ得る。

・ そこで、そのようなフリーライドの問題を回避し、各運用機関における取組みを更に加速させる観点からは、アセットオーナーにおいて、**上記のような評価・モニタリングを行うにとどまらず、そのような評価・モニタリングを運用機関の選定や報酬設定に反映することが期待される**。

（3） アセットオーナーにおける幅広い協働の取組み

・ 上記（2）に記載のアセットオーナーによる評価・モニタリングが実効的に実施されるためには、アセットオーナーにおいてそのための十分な知見や運営体制が確保されることが必要となる。

・ 今般、アセットオーナー等を含む金融事業者全体について、顧客等の最善の利益を勘案しつつ誠実かつ公正に業務を遂行すべき義務を法定する法律案が検討されているが、**アセットオーナーにおいて**

評価・モニタリングのための十分な知見や運営体制が確保されることは、当該義務を適切に履行する観点からも重要と考えられる。

- 一方で、運用機関において人材の確保が課題として指摘されていることからすれば、アセットオーナーにおいても同様の課題が生じる可能性は否定できず、各アセットオーナーが単独で十分な知見や運営体制を確保することが困難な場合も想定される。
- そこで、そのような場合においては、必要に応じ、**十分な知見や運営体制を有するアセットオーナーと協働して運用機関を評価・モニタリングするといった方策を講じる**ことも考えられる。

（4） 行政当局によるフォローアップ

- 上記（1）～（3）の各取組みについて、行政当局はその実効性を適切にフォローアップし、必要に応じ、これらを促進するための更なる施策を講じるべきである。
- また、制度上の課題として指摘されている大量保有報告制度上の「共同保有者」概念や「重要提案行為」概念の不明確性について、その解決に向けた取組みを進めるべきであるとともに、運用機関のエンゲージメント対象外となる企業が、自ら運用機関との対話を依頼することができるよう、実質株主の透明性を向上させるべきである。

以上

「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」

アンケート調査結果

（調査期間：2023 年 1～2 月）

設問1. 貴社における2022年12月末時点の①投資残高、②うち国内上場株式の投資残高、③うちパッシブ運用の投資残高をご回答ください。（算用数字のみご入力ください（単位不要）なお、いずれも概数で結構です。）また、④日本拠点の有無をご回答ください。

① 会社全体の投資残高

		回答数（社数）				投資残高（兆円）	
			（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
回答者		136	100%	117	100%	1,356	100%
投資残高	1千億円以内	37	27%	29	25%	1	0%
	1千億円超 5千億円以内	21	15%	15	13%	6	0%
	5千億円超 1兆円以内	5	4%	4	3%	3	0%
	1兆円超 10兆円以内	44	32%	41	35%	161	12%
	10兆円超	29	21%	28	24%	1,184	87%

（※）投資残高（兆円）は、スチュワードシップ・コードを受入れ先のグループ会社（海外の親会社等）の投資残高を含む場合があります。

② 国内上場株式の投資残高

		回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
			（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
回答者		136	100%	117	100%	206	100%
投資残高	残高なし	19	14%	0	0%	0	-
	1千億円以内	57	42%	57	49%	2	1%
	1千億円超 5千億円以内	23	17%	23	20%	6	3%
	5千億円超 1兆円以内	8	6%	8	7%	6	3%
	1兆円超 10兆円以内	21	15%	21	18%	62	30%
	10兆円超	8	6%	8	7%	131	63%

③ うちパッシブ運用の投資残高

		回答数（社数）				パッシブ運用残高（兆円）	
			（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
回答者		136	100%	117	100%	142	100%
投資残高	残高なし	101	74%	83	71%	0	-
	1千億円以内	15	11%	15	13%	0	0%
	1千億円超 5千億円以内	4	3%	3	3%	1	1%
	5千億円超 1兆円以内	1	1%	1	1%	1	0%
	1兆円超 10兆円以内	7	5%	7	6%	23	16%
	10兆円超	8	6%	8	7%	117	82%

設問2. スチュワードシップ・コードの原則・指針のうち、①実施していない原則・指針がある場合は、その原則をお選びください。また、②実施しない理由をご回答ください。（アセットオーナー向け指針、機関投資家向けサービス提供者向け指針については、回答の対象外）

① 実施していない原則・指針

		回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
			（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
回答者		136	-	117	-	206	-
全て実施		128	94%	113	97%	204	99%
実施していない原則	原則1	1	1%	0	0%	0	0%
	原則2	1	1%	0	0%	0	0%
	原則3	2	1%	0	0%	0	0%
	原則4	3	2%	0	0%	0	0%
	原則5	8	6%	4	3%	3	1%
	原則6	2	1%	0	0%	0	0%
	原則7	3	2%	1	1%	0	0%

② 実施していない理由（回答社数）

	実施すべく対応予定	日本の上場株式に投資をしていないため	議決権を有していないため	（短期保有や非上場株式など）戦略に適さないため	コスト負担が増えるため	その他	合計
原則1	0	1	0	0	0	0	1
原則2	0	0	1	0	0	0	1
原則3	0	2	0	0	0	0	2
原則4	0	3	0	0	0	0	3
原則5	0	2	1	2	0	3	8
原則6	0	1	1	0	0	0	2
原則7	0	1	0	1	0	1	3

設問3. スチュワードシップ活動全体を統括・監督・評価する会議体を設置していますか。①設置している場合、②会議体の名称、③会議体の人数と構成、④過去1年（2022年1月～12月）に開催された回数、⑤具体的な審議事項についてご回答ください（複数回答可）。

① 設置の有無

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	134	100%	115	100%	205	100%
設置している	83	62%	75	65%	196	96%
設置していない	51	38%	40	35%	9	4%
未回答	2		2		1	

② 会議体の名称

集計略

③-1 人数

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	82	100%	74	100%	196	100%
5人以内	20	24%	20	27%	99	50%
6人以上10人以内	41	50%	34	46%	64	33%
10人超	21	26%	20	27%	34	17%
設置していない	51		40		9	
未回答	3		3		1	

（※）複数の会議体がある場合は、より上位の会議体の人数を集計。

③-2 構成

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	83	100%	75	100%	196	100%
社外者が過半を占める	9	11%	9	12%	70	36%
社外者を含む（過半未満）	20	24%	19	25%	19	10%
社内者のみ	54	65%	47	63%	107	54%
設置していない	51		40		9	
未回答	2		2		1	

（国内株式残高別）

		国内株式残高（兆円）						
		0（なし/未回答）	1千億円以内	1千億円超5千億円以内	5千億円超1兆円以内	1兆円超10兆円以内	10兆円超	合計
設置	社外者が過半を占める	0	1	0	0	5	3	9
	社外者を含む（過半未満）	1	6	7	3	2	1	20
	社内者のみ	7	20	9	3	11	4	54
設置していない		11	29	7	1	3	0	51

③-3 所管部署

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	83	-	75	-	196	-
経営直轄	23	28%	19	25%	22	11%
運用部門	35	42%	33	44%	144	73%
管理部門（企画部門等）	5	6%	3	4%	10	5%
法務・コンプライアンス部門	12	14%	11	15%	6	3%
その他	13	16%	11	15%	16	8%
設置していない	51		40		9	
未回答	2		2		1	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。
（※）その他の内容は「マーケティング」「クライアントサービス」「部門横断的な委員会」など。

④ 過去1年間に開催された回数

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	82	100%	75	100%	196	100%
1回	13	16%	11	15%	6	3%
2回以上5回以内	30	37%	31	41%	68	35%
6回以上10回以内	11	13%	9	12%	77	39%
10回超	28	34%	24	32%	45	23%
設置していない	51		40		9	
0回/未回答	3		2		1	

⑤ 審議事項（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	80	-	73	-	194	-
スチュワードシップ活動方針の決定・改廃	66	83%	62	85%	152	78%
利益相反管理	40	50%	38	52%	122	63%
議決権行使関連会議体、エンゲージメント関連会議体のメンバーの選解任	15	19%	15	21%	46	24%
議決権行使基準・行使基準の適切性検証	58	73%	55	75%	187	96%
個別議案の行使内容の適切性検証（基準をオーバーライドする際の検証等）	40	50%	39	53%	163	84%
対話方針の策定、対話内容の助言、対話の進捗管理、対話の効果検証	47	59%	42	58%	132	68%
過去1年間に審議は行っていない	2	3%	1	1%	0	0%
その他	19	24%	17	23%	27	14%
設置していない	51		40		9	
未回答	5		4		4	

設問4-1. アクティブ運用において、①2022年12月末時点における保有銘柄数をご回答ください（概数で結構です）。そのうち、スチュワードシップ活動のうち、「投資先企業の状況の的確な把握（コード原則3）」を行っている②銘柄数をご回答ください（概数で結構です）。また「状況の的確な把握」を担っている③主体、④その人数、⑤各担当者がカバーする平均社数、⑥同業務の平均経験年数をご回答ください。
※外部委託分は含みません。

① 2022年12月末時点における保有銘柄数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	100%	117	100%	64	100%
0 （保有なし/未回答）	29	21%	15	13%	4	7%
50以下	25	18%	23	20%	3	4%
50超　100以下	25	18%	24	21%	5	7%
100超　500以下	37	27%	35	30%	21	32%
500超　1000以下	13	10%	13	11%	9	14%
1000超	7	5%	7	6%	23	36%

（※）（外部委託を行っている等により）アクティブ運用を行っていないにも拘わらず「アクティブ運用残高」がある場合がある。

①/② 2022年12月末時点における保有銘柄数と「投資先企業の状況の的確な把握（コード原則3）」を行っている銘柄数（回答社数）

		「状況の的確な把握」を行っている銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超 100以下	100超 500以下	500超 1000以下	1000超	合計
保有銘柄数	50以下	1	24	0	0	0	0	25
	50超　100以下	0	0	24	1	0	0	25
	100超　500以下	1	2	1	32	1	0	37
	500超　1000以下	0	0	1	5	6	1	13
	1000超	0	0	0	0	2	5	7
	合計	2	26	26	38	9	6	107
対象外（アクティブ運用を実施していない）		29	0	0	0	0	0	29

（※）設問4-1①にてアクティブ運用の保有銘柄数を0と回答した運用機関は「対象外（アクティブ運用を実施していない）」とした。以下同様。

③「投資先企業の状況の的確な把握」を行っている主体

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	106	-	101	-	59	-
ポートフォリオマネジャー	60	57%	57	56%	14	23%
リサーチアナリスト、セクターアナリスト	54	51%	52	51%	43	73%
エンゲージメント担当者	14	13%	14	14%	15	25%
議決権行使担当者	10	9%	10	10%	9	15%
その他（外部委託しており自社で実施していない等）	6	6%	5	5%	1	2%
対象外（アクティブ運用を実施していない）	29		15		4	7%
未回答	1		1		1	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。
（※）アクティブ運用残高は、国内株式残高からパッシブ運用残高を差し引いた金額。以下同様。

④ 人数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	103	100%	98	100%	58	100%
5人以下	46	45%	45	46%	8	15%
6人以上10人以下	23	22%	21	21%	9	16%
11人以上20人以下	19	18%	19	19%	18	30%
21人以上	15	15%	13	13%	23	40%
対象外（アクティブ運用を実施していない）	29		15		4	
未回答／0人	4		4		2	

（銘柄数別）

		「状況の的確な把握」を行っている銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超 100以下	100超 500以下	500超 1000以下	1000超	合計
人数	5人以下	1	18	14	11	2	0	46
	6人以上10人以下	0	4	7	10	0	2	23
	11人以上20人以下	0	3	2	6	6	2	19
	21人以上	0	1	1	11	0	2	15
	合計	1	26	24	38	8	6	103
対象外（アクティブ運用を実施していない）		29	0	0	0	0	0	29
未回答／0人		1	0	2	0	1	0	4

（アクティブ運用残高別）

		アクティブ運用残高別						
		0（なし/未回答）	500億円以下	500億円超 1千億円以下	1千億円超 5千億円以下	5千億円超 1兆円以下	1兆円超	合計
人数	5人以下	1	30	5	5	2	3	46
	6人以上10人以下	3	4	7	6	1	2	23
	11人以上20人以下	0	2	2	6	0	9	19
	21人以上	2	2	0	3	4	4	15
	合計	6	38	14	20	7	18	103
対象外（アクティブ運用を実施していない）		15	7	1	4	0	2	29
未回答／0人		0	2	0	0	2	0	4

⑤ 各担当者がカバーする平均社数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	98	100%	94	100%	55	100%
10社以下	19	19%	17	18%	6	12%
10社超 20社以下	24	24%	24	26%	10	18%
20社超 50社以下	34	35%	32	34%	14	25%
50社超 100社以下	14	14%	14	15%	19	35%
100社超	7	7%	7	7%	6	11%
対象外（アクティブ運用を実施していない）	29		15		4	
未回答／なし（0社）	9		8		5	

（銘柄数別）

		「状況の的確な把握」を行っている銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
平均社数	10社以下	0	11	4	4	0	0	19
	10社超 20社以下	0	8	5	11	0	0	24
	20社超 50社以下	0	5	10	13	4	2	34
	50社超 100社以下	0	1	2	8	1	2	14
	100社超	0	1	1	1	2	2	7
	合計	0	26	22	37	7	6	98
対象外（アクティブ運用を実施していない）		29	0	0	0	0	0	29
未回答／なし（0社）		2	0	4	1	2	0	9

⑥ 担当者の平均経験年数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	103	100%	98	100%	58	100%
3年以下	8	8%	8	8%	6	9%
3年超5年以下	7	7%	7	7%	9	15%
5年超10年以下	16	16%	15	15%	12	21%
10年超20年以下	50	49%	47	48%	22	37%
20年超	22	21%	21	21%	11	18%
対象外（アクティブ運用を実施していない）	29		15		4	
未回答／経験なし（0年）	4		4		2	

設問4-2. アクティブ運用において、①エンゲージメントを行っていますか。行っている場合、②2022年12月末時点においてエンゲージメントの対象としている銘柄数をご回答ください（概数で結構です）。また、エンゲージメントを行っているのが、4-1③で回答した主体と異なる場合は、③その主体、④その人数、⑤各担当者がカバーする平均社数、⑥同業務の平均経験年数をご回答ください。
※外部委託分は含みません。

①実施の有無

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	107	100%	102	100%	60	100%
実施している	94	88%	90	88%	60	99%
実施していない（含む未回答）	13	12%	12	12%	1	1%
対象外（アクティブ運用を実施していない）	29		15		4	

② エンゲージメントの対象としている銘柄数

（回答数（社数））

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
保有銘柄	50以下	5	19	0	1	0	0	25
	50超 100以下	4	5	13	3	0	0	25
	100超 500以下	6	5	5	20	1	0	37
	500超 1000以下	0	1	2	7	2	1	13
	1000超	0	0	0	3	1	3	7
	合計	15	30	20	34	4	4	107
対象外（アクティブ運用を実施していない）		29	0	0	0	0	0	29

（アクティブ運用残高（兆円））

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
保有銘柄	50以下	0	3	0	0	0	0	3
	50超 100以下	0	0	4	1	0	0	5
	100超 500以下	3	3	2	13	0	0	21
	500超 1000以下	0	1	2	4	2	0	9
	1000超	0	0	0	6	9	8	23
	合計	3	6	8	24	11	8	60
対象外（アクティブ運用を実施していない）		4	0	0	0	0	0	4

③ エンゲージメントを行っている主体

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	93	100%	89	100%	58	100%
「状況の把握」の主体とエンゲージメントの主体が同一	72	77%	68	76%	34	58%
「状況の把握」の主体とエンゲージメントの主体が異なる	21	23%	21	24%	24	42%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	42		27		5	
未回答	1		1		1	

（※）設問4-2①にて「エンゲージメントを行っていない」と回答した運用機関及びアクティブ運用を実施していない運用機関は「対象外（エンゲージメントを実施していない）」とした。
以下同様。

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	93	-	89	-	58	-
ポートフォリオマネジャー	52	56%	49	55%	13	22%
リサーチアナリスト、セクターアナリスト	46	49%	44	49%	29	49%
エンゲージメント担当者	17	18%	17	19%	28	48%
議決権行使担当者	7	8%	7	8%	9	15%
その他（外部委託しており自社で実施していない等）	5	5%	5	6%	3	4%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	42		27		5	
未回答	1		1		1	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。

④ 人数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	91	100%	88	100%	59	100%
5人以下	37	41%	37	42%	12	21%
6人以上10人以下	22	24%	20	23%	7	13%
11人以上20人以下	17	19%	17	19%	23	39%
21人以上	15	16%	14	16%	16	28%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	42		27		5	
未回答／0人	3		2		1	

（銘柄数別）

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
人数	5人以下	0	18	11	8	0	0	37
	6人以上10人以下	0	7	3	9	1	2	22
	11人以上20人以下	0	3	3	7	2	2	17
	21人以上	1	1	2	10	1	0	15
	合計	1	29	19	34	4	4	91
対象外（エンゲージメントを実施していない）		42	0	0	0	0	0	42
未回答／0人		1	1	1	0	0	0	3

（アクティブ運用残高別）

		アクティブ運用残高別						
		0（なし/未回答）	500億円以下	500億円超1千億円以下	1千億円超5千億円以下	5千億円超1兆円以下	1兆円超	合計
人数	5人以下	0	21	4	5	2	5	37
	6人以上10人以下	3	3	8	6	1	1	22
	11人以上20人以下	0	2	1	6	0	8	17
	21人以上	2	2	0	2	5	4	15
	合計	5	28	13	19	8	18	91
対象外（エンゲージメントを実施していない）		16	17	2	5	0	2	42
未回答／0人		0	2	0	0	1	0	3

⑤ 各担当がカバーする平均社数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	87	100%	84	100%	55	100%
10社以下	31	36%	29	35%	16	29%
10社超 20社以下	17	20%	17	20%	9	16%
20社超 50社以下	21	24%	20	24%	7	12%
50社超 100社以下	15	17%	15	18%	19	35%
100社超	3	3%	3	4%	5	8%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	42		27		5	
未回答／なし（0社）	7		6		4	

（銘柄数別）

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
平均社数	10社以下	0	19	6	6	0	0	31
	10社超 20社以下	0	5	3	9	0	0	17
	20社超 50社以下	0	3	6	9	2	1	21
	50社超 100社以下	1	1	4	6	2	1	15
	100社超	0	0	0	1	0	2	3
	合計	1	28	19	31	4	4	87
対象外（エンゲージメントを実施していない）		42	0	0	0	0	0	42
未回答／なし（0社）		1	2	1	3	0	0	7

⑥ 担当者の平均経験年数

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	90	100%	87	100%	59	100%
3年以下	8	9%	8	9%	4	7%
3年超5年以下	5	6%	5	6%	10	17%
5年超10年以下	12	13%	11	13%	4	7%
10年超20年以下	45	50%	43	49%	29	50%
20年超	20	22%	20	23%	11	19%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	42		27		5	
未回答／担当者なし	4		3		1	

設問4-3. 4-2③において、エンゲージメントを4-1③で回答の主体ではない主体が担っている場合、投資先企業の状況を勘案したエンゲージメントを行うための工夫があればご回答ください。(複数回答可)

	回答数（社数）				国内株式アクティブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	18	-	18	-	19	-
エンゲージメントに4-1③の主体が同席する	9	50%	8	44%	18	95%
エンゲージメント内容について4-1③の主体と連携して決定する	4	22%	5	28%	11	59%
4-2③の主体自身が投資先企業の分析を行っている	7	39%	7	39%	12	63%
特別な対応はしていない	4	22%	4	22%	0	0%
その他	2	11%	2	11%	0	0%
回答対象外（4-1③と4-2③の主体は同一/エンゲージメントを実施していない）	114		95		39	
未回答	4		4		7	

（※）「未回答」には設問4-1③を「未回答」とした1社も含む。
（※）その他の内容は、「サステナビリティに関するテーマについては、「4-1-③のアナリスト（株式投資のフロント部署に在籍）」と責任投資推進部署のメンバーが共同で対応」等

設問4-4. パッシブ運用において、①2022年12月末時点における保有銘柄数をご回答ください（概数で結構です）。そのうち、スチュワードシップ活動のうち、「投資先企業の状況の的確な把握（コード原則3）」を行っている②銘柄数をご回答ください（概数で結構です）。また「状況の的確な把握」を担っている③主体、④その人数、⑤各担当者がカバーする平均社数、⑥同業務の平均経験年数をご回答ください。

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	100%	117	100%	142	100%
パッシブ運用を行っている	38	28%	35	30%	132	93%
パッシブ運用を行っていない（※）	98	72%	82	70%	10	7%

（※）（外部委託を行っている等により）パッシブ運用を行っていないにも拘わらず「パッシブ運用残高」がある場合がある

① 2022年12月末時点における保有銘柄数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	100%	117	100%	142	100%
0 （保有なし/未回答）	105	77%	87	74%	10	7%
50以下	2	1%	1	1%	0	0%
50超　100以下	1	1%	1	1%	0	0%
100超　500以下	5	4%	5	4%	0	0%
500超　1000以下	2	1%	2	2%	0	0%
1000超	21	15%	21	18%	131	92%

①/② 2022年12月末時点における保有銘柄数と「投資先企業の状況の的確な把握（コード原則3）」を行っている銘柄数（回答社数）

		「状況の的確な把握」を行っている銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
保有銘柄	50以下	2	0	0	0	0	0	2
	50超　100以下	0	0	1	0	0	0	1
	100超　500以下	1	0	1	3	0	0	5
	500超　1000以下	0	0	1	1	0	0	2
	1000超	1	2	1	8	3	6	21
	合計	4	2	4	12	3	6	31
対象外（パッシブ運用を行っていない）		98	0	0	0	0	0	98
未回答／なし（0社）		7	0	0	0	0	0	7

（※）設問4-4①にて「パッシブ運用を行っていない」と回答した運用機関は「対象外（パッシブ運用を行っていない）」とした。以下同様。

③ 投資先企業の状況の的確な把握」を行っている主体

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	35	-	33	-	132	-
ポートフォリオマネジャー	11	31%	11	33%	51	39%
リサーチアナリスト、セクターアナリスト	12	34%	12	36%	61	46%
エンゲージメント担当者	11	31%	11	33%	102	77%
議決権行使担当者	6	17%	6	18%	65	49%
その他（運用等を外部委託しており自社で実施していない等）	8	23%	6	18%	3	2%
対象外（パッシブ運用を行っていない）	98		82		10	
未回答	3		2		0	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。

④ 人数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	29	100%	28	100%	132	100%
5人以下	8	28%	7	25%	8	6%
6人以上10人以下	5	17%	5	18%	25	19%
11人以上20人以下	10	34%	10	36%	30	23%
21人以上	6	21%	6	21%	69	53%
対象外（パッシブ運用を行っていない）	98		82		10	
未回答／0人	9		7		0	

（銘柄数別）

		「状況の的確な把握」を行っている銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
人数	5人以下	1	1	3	2	0	1	8
	6人以上10人以下	0	0	1	3	0	1	5
	11人以上20人以下	1	1	0	5	1	2	10
	21人以上	0	0	0	2	2	2	6
	合計	2	2	4	12	3	6	29
対象外（パッシブ運用を行っていない）		98	0	0	0	0	0	98
未回答／0人		9	0	0	0	0	0	9

⑤ 各担当者がカバーする平均社数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	27	100%	27	100%	131	100%
10社以下	3	11%	3	11%	0	0%
10社超 20社以下	4	15%	4	15%	25	19%
20社超 50社以下	12	44%	12	44%	80	61%
50社超 100社以下	5	19%	5	19%	25	19%
100社超	3	11%	3	11%	2	1%
対象外（パッシブ運用を行っていない）	98		82		10	
未回答／なし（0社）	11		8		0	

（銘柄数別）

		「状況の的確な把握」を行っている銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
平均社数	10社以下	0	1	0	2	0	0	3
	10社超 20社以下	0	0	2	1	1	0	4
	20社超 50社以下	0	1	1	7	2	1	12
	50社超 100社以下	0	0	1	1	0	3	5
	100社超	0	0	0	1	0	2	3
	合計	0	2	4	12	3	6	27
対象外（パッシブ運用を行っていない）		98	0	0	0	0	0	98
未回答／なし（0社）		11	0	0	0	0	0	11

⑥ 担当者の平均経験年数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	29	100%	28	100%	132	100%
3年以下	1	3%	1	4%	0	0%
3年超 5年以下	0	0%	0	0%	0	0%
5年超 10年以下	4	14%	4	14%	11	8%
10年超 20年以下	15	52%	14	50%	50	38%
20年超	9	31%	9	32%	70	53%
対象外（パッシブ運用を行っていない）	98		82		10	
未回答／担当者なし	9		7		0	

設問4-5. パッシブ運用において、①エンゲージメントを行っていますか。行っている場合、②2022年12月末時点においてエンゲージメントの対象としている銘柄数をご回答ください（概数で結構です）。また、エンゲージメントを行っているのが、4-4③で回答した主体と異なる場合は、③その主体、④その人数、⑤各担当者がカバーする平均社数、⑥同業務の平均経験年数をご回答ください。

①実施の有無

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	38	100%	35	100%	132	100%
実施している	26	68%	26	74%	129	98%
実施していない（含む未回答）	12	32%	9	26%	3	2%
パッシブ運用を行っていない	98		82		10	

② エンゲージメントの対象としている銘柄数

（回答数（社数））

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
保有銘柄	100以下	2	0	1	0	0	0	3
	100超 500以下	1	0	1	3	0	0	5
	500超 1000以下	0	0	1	0	1	0	2
	1000超 2000以下	2	1	1	3	0	0	7
	2000超	1	2	1	6	0	4	14
	合計	6	3	5	12	1	4	31
パッシブ運用を行っていない		98	0	0	0	0	0	98
未回答／なし		7	0	0	0	0	0	7

（アクティブ運用残高（兆円））

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
保有銘柄	100以下	0	0	0	0	0	0	0
	100超 500以下	0	0	0	0	0	0	0
	500超 1000以下	0	0	0	0	0	0	0
	1000超 2000以下	0	0	1	1	0	0	2
	2000超	2	6	13	73	0	35	129
	合計	3	6	14	74	0	35	132
パッシブ運用を行っていない		10	0	0	0	0	0	10
未回答／なし		0	0	0	0	0	0	0

③ エンゲージメントを行っている主体

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	26	100%	26	100%	129	100%
「状況の把握」の主体とエンゲージメントの主体が同一	17	65%	17	65%	113	88%
「状況の把握」の主体とエンゲージメントの主体が異なる	9	35%	9	35%	16	12%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	110		91		13	
未回答	0		0		0	

（※）設問4-5①にて「エンゲージメントを行っていない」と回答した運用機関及びパッシブ運用を実施していない運用機関は「対象外（エンゲージメントを実施していない）」とした。
以下同様。

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	26	-	26	-	129	-
ポートフォリオマネジャー	6	23%	6	23%	49	38%
リサーチアナリスト、セクターアナリスト	8	31%	8	31%	61	47%
エンゲージメント担当者	15	58%	15	58%	102	79%
議決権行使担当者	6	23%	6	23%	53	41%
その他（外部委託しており自社で実施していない等）	2	8%	2	8%	0	0%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	110		91		13	
未回答	0		0		0	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。

④ 人数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	24	100%	24	100%	129	100%
5人以下	8	33%	8	33%	9	7%
6人以上10人以下	4	17%	4	17%	21	16%
11人以上20人以下	7	29%	7	29%	29	23%
21人以上	5	21%	5	21%	69	54%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	110		91		13	
未回答	2		2		0	

（※）なお、未回答の2社は4-5②にて「エンゲージメント対象銘柄数」は0と回答しており自社でエンゲージメントは実施していないと想定される。

（銘柄数別）

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
人数	5人以下	0	3	2	2	0	1	8
	6人以上10人以下	0	0	1	3	0	0	4
	11人以上20人以下	1	0	0	3	1	2	7
	21人以上	0	0	1	3	0	1	5
	合計	1	3	4	11	1	4	24
対象外（エンゲージメントを実施していない）		108	0	1	1	0	0	110
未回答／0人		2	0	0	0	0	0	2

（※）なお、未回答の2社は4-5②にて「エンゲージメント対象銘柄数」は0と回答しており自社でエンゲージメントは実施していないと想定される。

（パッシブ運用残高別）

		パッシブ運用残高						
		0（なし/未回答）	500億円以下	500億円超1千億円以下	1千億円超5千億円以下	5千億円超1兆円以下	1兆円超	合計
人数	5人以下	0	2	0	3	0	3	8
	6人以上10人以下	0	2	0	0	0	2	4
	11人以上20人以下	0	2	2	0	0	3	7
	21人以上	0	0	0	0	1	4	5
	合計	0	6	2	3	1	12	24
対象外（エンゲージメントを実施していない）		101	4	1	1	0	3	110
未回答／0人		0	2	0	0	0	0	2

（※）なお、未回答の2社は4-5②にて「エンゲージメント対象銘柄数」は0と回答しており自社でエンゲージメントは実施していないと想定される。

⑤ 各担当がカバーする平均社数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	23	100%	23	100%	129	100%
10社以下	2	9%	2	9%	13	10%
10社超 20社以下	5	22%	5	22%	26	20%
20社超 50社以下	12	52%	12	52%	77	60%
50社超 100社以下	3	13%	3	13%	12	9%
100社超	1	4%	1	4%	1	1%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	110		91		13	
未回答／なし（0社）	3		3		0	

（※）なお、未回答のうち、2社は4-5②にて「エンゲージメント対象銘柄数」は0と回答しており自社でエンゲージメントは実施していないと想定される。

（銘柄数別）

		エンゲージメント対象の銘柄数						
		0（なし/未回答）	50以下	50超100以下	100超500以下	500超1000以下	1000超	合計
平均社数	10社以下	0	0	1	1	0	0	2
	10社超 20社以下	0	2	1	2	0	0	5
	20社超 50社以下	0	1	1	7	1	2	12
	50社超 100社以下	0	0	1	1	0	1	3
	100社超	0	0	0	0	0	1	1
	合計	0	3	4	11	1	4	23
対象外（エンゲージメントを実施していない）		108	0	1	1	0	0	110
未回答／なし（0社）		3	0	0	0	0	0	3

（※）なお、未回答のうち、2社は4-5②にて「エンゲージメント対象銘柄数」は0と回答しており自社でエンゲージメントは実施していないと想定される。

⑥ 担当者の平均経験年数

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	24	100%	24	100%	129	100%
3年以下	0	0%	0	0%	0	0%
3年超 5年以下	1	4%	1	4%	0	0%
5年超 10年以下	3	13%	3	13%	11	9%
10年超 20年以下	14	58%	14	58%	50	39%
20年超	6	25%	6	25%	68	53%
対象外（エンゲージメントを実施していない）	110		91		13	
未回答／担当者なし	2		2		0	

（※）なお、未回答の2社は4-5②にて「エンゲージメント対象銘柄数」は0と回答しており自社でエンゲージメントは実施していないと想定される。

設問4-6　4-5③において、エンゲージメントを4-4③で回答の主体ではない主体が担っている場合、投資先企業の状況を勘案したエンゲージメントを行うための工夫があればご回答ください。（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式パッシブ運用残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	7	-	7	-	2	-
エンゲージメントに4-4③の主体が同席する	4	57%	4	57%	0	14%
エンゲージメント内容について、4-4③の主体と連携して決定する	3	43%	3	43%	0	21%
4-5③の主体自身が投資先企業の分析を行っている	4	57%	4	57%	2	91%
特別な対応はしていない	0	0%	0	0%	0	0%
その他	2	29%	2	29%	0	1%
回答対象外（4-4③と4-5③の主体は同一/エンゲージメントを実施していない）	127		108		126	
未回答	2		2		4	

（※）その他の内容は、「スチュワードシップチームとポートフォリオマネージャーが協力して行っている」や「対応は行っていない」等

設問5　スチュワードシップ責任を果たすために求められる取組みが広範化・高度化する中でどのような人材育成体制を整備されていますか。（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	-	117	-	206	-
社内他部署との協働（ファンドマネジャーとの協働等）	69	51%	61	52%	187	91%
経験豊富なアナリストから中堅・若手アナリストへの指導	70	51%	66	56%	182	88%
社内でのベストプラクティスの共有	89	65%	78	67%	190	92%
専門的な知見を向上させるための社内勉強会の実施	75	55%	67	57%	196	95%
専門的な知見を向上させるための社外勉強会への参加	78	57%	71	61%	196	95%
社外からの経験者採用	39	29%	37	32%	153	74%
新卒採用における考慮	14	10%	14	12%	91	44%
その他	19	14%	13	11%	22	10%

（※）その他の内容は、「グループ会社（海外の本社等）との知見の共有」や「対応は行っていない」等

設問6　①他社の優れたエンゲージメント手法を学ぶ機会はありますか（複数回答可）。また②その機会はどの程度の頻度でありますか。

①手法を学ぶ機会

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	135	-	116	-	205	-
学ぶ機会は特になし	33	24%	26	22%	5	2%
イニシアチブ／協働エンゲージメントにおける情報共有	61	45%	59	51%	185	90%
アセットオーナーを通じたベストプラクティスの共有	25	19%	24	21%	63	31%
他社と定期的に情報交換の場を設定	33	24%	31	27%	71	35%
その他	39	29%	31	27%	32	16%
未回答	1		1		1	

（※）その他の内容は、「外部の運用委託先とのモニタリング／意見交換」「他社との不定期な情報交換」、「他社の（公開レポート等による）事例研究」等

②手法を学ぶ頻度

	月1回以上	四半期～半期に1回程度	年1回程度	それ以下	合計
イニシアチブ／協働エンゲージメントにおける情報共有	19	30	11	0	60
アセットオーナーを通じたベストプラクティスの共有	3	12	8	2	25
他社と定期的に情報交換の場を設定	10	13	7	2	32
その他	7	19	9	3	38

（※）頻度を未回答の回答者がいるため①と合致しない。

設問7　貴社における①エンゲージメントの対象企業群と②その選定基準をご回答ください（複数回答可）。また、③貴社において直近1年間（2022年1月～12月）に実施したエンゲージメント活動について、対象企業数及び主な対話の件数、④1企業あたりの対話に係る平均的な時間（準備期間を含む）をご回答ください。

①　エンゲージメントの対象企業群

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	-	117	-	206	-
エンゲージメントは行っていない	35	26%	21	18%	15	7%
ファンダメンタル調査対象の全企業	20	15%	18	15%	23	11%
投資先全企業	30	22%	27	23%	32	16%
投資先企業のうち選定基準に基づき抽出された企業	51	38%	49	42%	138	67%
その他	3	2%	3	3%	0	0%
未回答	0		0		0	0%

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。

②　選定基準（複数回答可）
（※上記①で「投資先企業のうち選定基準に基づき抽出された企業」を選択していない場合も回答があった場合は集計対象）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	89	-	85	-	190	-
貴社の株式保有比率が高い企業	41	46%	40	47%	147	78%
対話による企業価値向上が見込める企業	51	57%	50	59%	145	76%
対話による企業行動（含む会社提案議案等）変化が見込める企業	47	53%	46	54%	131	69%
貴社が重要な課題（変化すべき点や潜在的なリスク）を認識する企業	61	69%	60	71%	172	91%
貴社が重視する特定のテーマに関連する対象企業	55	62%	54	64%	169	89%
貴社が設定する上記以外のスクリーニング基準に基づき抽出した企業	26	29%	25	29%	102	54%
アナリストや対話担当者が個別に必要と判断した企業	50	56%	48	56%	161	85%
その他	17	19%	15	18%	79	42%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	12		11		2	

（※）その他の内容は、「時価総額が大きい企業」「アクティブ運用の全保有銘柄」「全ての保有銘柄」「依頼のあった企業」等

③ 直近1年間の対話件数

○セミナー等の大人数が集まるカンファレンス

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	28	100%	27	100%	28	100%	27	100%
10社以下／10件以下	11	39%	11	41%	8	29%	8	30%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	4	14%	4	15%	5	18%	5	19%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	2	7%	2	7%	3	11%	3	11%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	8	29%	7	26%	6	21%	6	22%
500社超1000社以下／500件超1000件以下	2	7%	2	7%	3	11%	2	7%
1000社超2000社以下／1000件超2000件以下	0	0%	0	0%	2	7%	2	7%
2000社超／2000件超	1	4%	1	4%	1	4%	1	4%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	37		33		37		33	
未回答／0件	36		36		36		36	

○小規模なスモールカンファレンス

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	35	100%	34	100%	35	100%	34	100%
10社以下／10件以下	11	31%	11	32%	10	29%	10	29%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	11	31%	10	29%	8	23%	8	24%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	3	9%	3	9%	6	17%	5	15%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	9	26%	9	26%	9	26%	9	26%
500社超1000社以下／500件超1000件以下	1	3%	1	3%	1	3%	1	3%
1000社超2000社以下／1000件超2000件以下	0	0%	0	0%	1	3%	1	3%
2000社超／2000件超	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	34		30		34		30	
未回答／0件	32		32		32		32	

○1：1の対話

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	74	100%	71	100%	74	100%	72	100%
10社以下／10件以下	4	5%	4	6%	2	3%	2	3%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	20	27%	19	27%	13	18%	12	17%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	13	18%	13	18%	15	20%	15	21%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	25	34%	23	32%	25	34%	24	33%
500社超1000社以下／500件超1000件以下	9	12%	9	13%	7	9%	7	10%
1000社超2000社以下／1000件超2000件以下	2	3%	2	3%	10	14%	10	14%
2000社超／2000件超	1	1%	1	1%	2	3%	2	3%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	14		12		14		12	
未回答／0件	13		13		13		12	

○1：1の対話（うち経営陣との対話）

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	60	100%	57	100%	60	100%	58	100%
10社以下／10件以下	22	37%	21	37%	17	28%	16	28%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	18	30%	17	30%	21	35%	20	34%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	8	13%	8	14%	5	8%	5	9%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	12	20%	11	19%	12	20%	12	21%
500社超1000社以下／500件超1000件以下	0	0%	0	0%	4	7%	4	7%
1000社超2000社以下／1000件超2000件以下	0	0%	0	0%	1	2%	1	2%
2000社超／2000件超	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	14		12		14		12	
未回答／0件	27		27		27		26	

○1：1の対話（うち社外取締役との対話）

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	21		21		21		21	
5社以下／5件以下	18	86%	18	86%	17	81%	17	81%
5社超 10社以下／5件超 10件以下	3	14%	3	14%	4	19%	4	19%
10社超／10件超	6	29%	6	29%	8	38%	8	38%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	14		12		14		12	
未回答／0件	66		63		66		63	

○提案・意見表明を行う対話

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	55	100%	53	100%	54	100%	53	100%
10社以下／10件以下	7	13%	7	13%	5	9%	5	9%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	17	31%	16	30%	13	24%	12	23%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	5	9%	5	9%	8	15%	8	15%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	21	38%	20	38%	19	35%	19	36%
500社超／500件超	5	9%	5	9%	9	17%	9	17%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	22		19		22		19	
未回答／0件	24		24		25		24	

○提案・意見表明を行う対話（うち経営陣との対話）

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	47	100%	45	100%	46	100%	45	100%
10社以下／10件以下	19	40%	19	42%	15	33%	15	33%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	13	28%	12	27%	16	35%	15	33%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	7	15%	7	16%	3	7%	3	7%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	8	17%	7	16%	10	22%	10	22%
500社超／500件超	0	0%	0	0%	2	4%	2	4%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	22		19		22		19	
未回答／0件	32		32		33		32	

○提案・意見表明を行う対話（うち社外取締役との対話）

	企業数				対話件数			
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）
全体	20	100%	20	100%	21	100%	21	100%
10社以下／10件以下	15	75%	15	75%	16	76%	16	76%
10社超 50社以下／10件超 50件以下	5	25%	5	25%	5	24%	5	24%
50社超 100社以下／50件超 100件以下	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
100社超 500社以下／100件超 500件以下	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
500社超／500件超	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		35		21	
集計していない	22		19		22		19	
未回答／0件	59		57		58		56	

④ 1件当たり時間

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	59	100%	59	100%	146	100%
3時間以内	22	37%	22	37%	76	52%
3時間超5時間以内	12	20%	12	20%	26	18%
5時間超10時間以内	15	25%	15	25%	21	15%
10時間超	10	17%	10	17%	23	15%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答／集計していない	42		37		45	

設問8. 前設問における選定において、対象外となった企業への働きかけについて、①議決権行使理由について開示されているかご回答ください。また、企業側からの問い合わせがあった場合に、②問い合わせ窓口を設置しているか、③エンゲージメント依頼に対して対応するかについてもご回答ください。また、④過去1年間において、企業側からの依頼に基づき、（選定基準では対象外であったにもかかわらず）エンゲージメントを行った事例があれば、その件数をご回答ください。

① 行使理由の開示

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	98	100%	93	100%	187	100%
全件公開している	45	46%	44	47%	157	84%
公開していない議案についても、問い合わせがあれば開示する	14	14%	14	15%	16	9%
個別判断	19	19%	19	20%	7	4%
公開している議案以外は、原則開示しない	20	20%	16	17%	7	3%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	3		3		4	

② 問い合わせ窓口の設置

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	95	100%	90	100%	187	100%
設置している	53	56%	52	58%	165	88%
設置していない	42	44%	38	42%	22	12%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	6		6		4	

③ 企業からのエンゲージメント依頼に対する対応

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	96	-	91	-	187	-
原則全件対応する	42	44%	40	44%	136	73%
問い合わせ企業の状況に応じて個別判断を行う	49	51%	47	52%	49	26%
原則対応しない	5	5%	4	4%	2	1%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	5		5		4	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。

④ 過去1年間において、企業側からの依頼に基づき、（選定基準では対象外であったにもかかわらず）エンゲージメントを行った件数

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	49	100%	49	100%	147	100%
3件以下	12	24%	12	24%	3	2%
3件超　10件以下	12	24%	12	24%	8	5%
10件超　50件以下	11	22%	11	22%	17	11%
50件超	14	29%	14	29%	120	81%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答／なし	52		47		44	

設問9. 設問7-③の対話件数のうち、①企業への提案・意見表明を行う対話はどの程度ありますか。また、②企業に新たな示唆を与えるための課題があればご回答ください（複数回答可、かつ最も当てはまるものを選択）。

① 企業への提案・意見表明を行う対話

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	100	100%	95	100%	190	100%
原則全てのエンゲージメント対象企業に対して、認識している課題を共有し、その上で有益な対応策の提示を行う	47	47%	44	46%	105	55%
原則全てのエンゲージメント対象企業に対して認識している課題を共有する（有益な対応策の提示は必ずしも行わない）	29	29%	28	29%	78	41%
エンゲージメントは情報収集を主な目的としており、課題を認識した際には課題の共有・対応策の提示を行う	22	22%	21	22%	7	4%
エンゲージメントは情報収集を目的としており、提案・意見表明を行うことは稀である	2	2%	2	2%	0	0%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	1		1		1	

② 企業に新たな示唆を与えるための課題（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	97	-	92	-	190	-
実効的なエンゲージメントを行う能力のある人材の不足	34	35%	33	35%	93	49%
エンゲージメント対象企業が多い（1社にかけられる時間の不足）	30	31%	29	31%	120	63%
プロセス（PDCAサイクル等）に改善の余地がある	20	21%	19	20%	65	34%
企業側に提案に対して企業行動を変化させる姿勢が見えない	30	31%	29	31%	65	34%
実効的なエンゲージメントを行うためのコスト負担が大きい/予算が不足	21	22%	21	22%	71	38%
現在の体制・プロセスにおいて、企業に対して新たな示唆を与えるような対話が行えている	36	37%	33	35%	53	28%
その他	10	10%	9	9%	31	16%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	4		4		1	

（※）その他の内容は、「企業の情報開示が不足」「経営者の問題意識やエンゲージメントへの取組み姿勢」「長い時間を要するエンゲージメントにおける適切な進捗管理」「1つの企業に対し複数の投資家が異なる働きかけを行った場合の企業における優先順位付けが困難」等

うち、最も当てはまる課題

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	92	100%	87	100%	177	100%
実効的なエンゲージメントを行う能力のある人材の不足	18	20%	18	21%	56	32%
エンゲージメント対象企業が多い（1社にかけられる時間の不足）	12	13%	11	13%	20	11%
プロセス（PDCAサイクル等）に改善の余地がある	7	8%	6	7%	5	3%
企業側に提案に対して企業行動を変化させる姿勢が見えない	13	14%	12	14%	4	2%
実効的なエンゲージメントを行うためのコスト負担が大きい/予算が不足	8	9%	8	9%	14	8%
現在の体制・プロセスにおいて、企業に対して新たな示唆を与えるような対話が行えている	27	29%	25	29%	49	28%
その他	7	8%	7	8%	29	16%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	9		9		14	

設問10. 深度あるエンゲージメントを行うため実施されている取組み、今後実施を検討されている取組みをご回答ください（複数回答可）。

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	97	-	92	-	190	-
エンゲージメント担当者の人員拡充	36	37%	35	38%	165	87%
エンゲージメント担当者の育成	71	73%	67	73%	180	94%
専門人材（ESGアナリスト等）の増員	28	29%	28	30%	101	53%
エンゲージメントの効果の測定（定性的）	55	57%	54	59%	153	80%
エンゲージメントの効果の測定（定量的）	39	40%	39	42%	124	65%
イニシアチブ等の外部機関との情報交換	41	42%	41	45%	155	81%
学術機関との連携、共同研究	22	23%	22	24%	98	52%
エンゲージメント担当者のインセンティブ体系の工夫	14	14%	13	14%	97	51%
グローバル動向の調査	39	40%	36	39%	160	84%
その他	14	14%	14	15%	5	3%
対象外（エンゲージメントは行っていない）	35		21		15	
未回答	4		4		1	

（※）その他の内容は、「定期的なエンゲージメント」「グループ会社との情報共有／連携」「先進的な事例等の共有」「経営陣との集中的なエンゲージメント（年10回以上）」「メディアキャンペーン」等

（国内株式残高別）

	国内株式運用残高						
	0（なし/未回答）	1千億円以下	1千億円超5千億円以下	5千億円超1兆円以下	1兆円超10兆円以下	10兆円超	合計
全体	5	39	20	7	18	8	97
エンゲージメント担当者の人員拡充	1	12	3	3	9	8	36
エンゲージメント担当者の育成	4	26	16	3	14	8	71
専門人材（ESGアナリスト等）の増員	0	9	5	4	5	5	28
エンゲージメントの効果の測定（定性的）	1	19	12	4	12	7	55
エンゲージメントの効果の測定（定量的）	0	15	7	3	8	6	39
イニシアチブ等の外部機関との情報交換	0	13	8	3	10	7	41
学術機関との連携、共同研究	0	11	1	0	5	5	22
エンゲージメント担当者のインセンティブ体系の工夫	1	4	0	1	3	5	14
グローバル動向の調査	3	12	3	3	11	7	39
その他	0	7	5	0	2	0	14

設問11. 議決権行使基準について、①どの程度の頻度で内容の見直しを行っていますか。②その際、エンゲージメント結果は行使基準に反映されているかをご回答ください。また、③具体的な議決権行使基準を公表されていますか。

① 見直しの頻度

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	110	100%	104	100%	194	100%
年1回以上（1年に1回を含む）	79	72%	74	71%	173	89%
概ね2年に1回程度	12	11%	12	12%	18	9%
コーポレートガバナンスコードの改訂にあわせたタイミング	9	8%	9	9%	3	2%
過去3年間見直しはしてない	10	9%	9	9%	0	0%
議決権行使を行っていない	26		13		12	
未回答	0		0		0	

② エンゲージメント結果（投資先企業の状況等）の反映

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	110	100%	104	100%	194	100%
反映する	74	67%	73	70%	186	96%
反映しない	36	33%	31	30%	8	4%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	

（※）設問11①にて「議決権行使を行っていない」と回答した運用機関は「対象外（議決権行使を行っていない）」とした。以下同様。

③ 行使基準の公表

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	110	100%	104	100%	194	100%
議決権行使基準を公表している	73	66%	71	68%	188	97%
基準は公表していないが基本的な考え方を公表	31	28%	29	28%	5	2%
公表していない	6	5%	4	4%	2	1%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	

設問12-1. 議決権行使は、①実質的にエンゲージメントに基づいて判断されていますか。また、②もし全ては判断できていない場合（反映しない場合を含む）、その課題をご教示ください（複数回答可）。

① エンゲージメントに基づいた行使判断

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	110	100%	104	100%	194	100%
全ての議案は、エンゲージメントに基づき判断できている	50	45%	48	46%	57	30%
一部判断できているが、全ては判断できていない	48	44%	47	45%	137	70%
エンゲージメントの結果は議決権行使に反映しない	12	11%	9	9%	0	0%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	

（保有銘柄数別）

	保有銘柄数					
	0（なし）	100以下	100超 500以下	500超 1000以下	1000超	合計
全体	10	42	24	10	24	110
全ての議案は、エンゲージメントに基づき判断できている	3	27	10	4	6	50
一部判断できているが、全ては判断できていない	5	11	9	6	17	48
エンゲージメントの結果は議決権行使に反映しない	2	4	5	0	1	12

（※）保有銘柄数は、便宜的にアクティブ運用の保有銘柄とパッシブ運用の保有銘柄のうち多い方の数値を利用した。

② 課題（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	65	-	61	-	165	-
株主総会の集中	28	43%	28	46%	67	40%
対象となる銘柄が過大	30	46%	30	49%	126	77%
個別判断を行う場合の社内手続きが煩雑	4	6%	4	7%	1	1%
個別判断を行う場合のアセットオーナーへの報告手続きが煩雑	3	5%	3	5%	11	7%
その他	21	32%	17	28%	38	23%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	
未回答	45		43		29	

（※）その他の内容は、「課題はない」「エンゲージメント対象外企業の議決権行使にはエンゲージメント結果を反映できない」「議決権の電子行使に対応していない企業の存在」等

設問12-2. ①過去1年間（2022年1月～2022年12月）において、エンゲージメントの結果を反映し、議決権行使基準と異なる行使をした例は何件ありましたか。それは②どのような内容であったかご回答ください。また、行使基準と異なる行使を行うことの③貴社内での困難さはございますか。

①エンゲージメントの結果を反映し、議決権行使基準と異なる行使をした件数

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	41	100%	41	100%	160	100%
10件以下	13	32%	13	32%	61	38%
10件超　50件以下	19	46%	19	46%	58	36%
50件超　100件以下	6	15%	6	15%	24	15%
100件超	3	7%	3	7%	17	10%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	
未回答／なし	69		63		34	

②異なる行使をした内容（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	42	-	42	-	160	-
議決権行使基準の充足に向けて具体的な取組みが確認された	31	74%	31	74%	99	62%
形式的には議決権行使基準に抵触したが、実態的には抵触していないことが確認された	26	62%	26	62%	100	63%
議決権行使基準に抵触した理由が合理的であると判断した	23	55%	23	55%	115	72%
その他	5	12%	5	12%	16	10%
対象外（設問12-2①にて対象外／なし）	94		75		46	

（※）その他の内容は、「エンゲージメントにより課題認識を伝達し将来的な改善に前向きな意向を確認した」「形式基準に従わない方が企業価値向上に資すると判断した」等

③基準との異なる行使を行うことの困難さ（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	105	-	99	-	193	-
原則、議決権行使基準に沿った行使を行う方針であり、エンゲージメント内容によって行使結果は変更しない方針	14	13%	13	13%	3	2%
議決権行使基準と異なる行使も可能だが、例外的な対応との位置づけであり、社内における相応の手続き（委員会での承認等）を経る必要がある	26	25%	26	26%	24	13%
議決権行使基準と異なる行使には所定の手続きは必要だが、特に困難さはない	37	35%	36	36%	103	53%
議決権行使基準と異なる行使について所定の手続きはなく（チーム内での相談で決定できる等）、特に困難さはない	16	15%	14	14%	17	9%
その他	14	13%	12	12%	57	29%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	
未回答	5		5		1	

（※）その他の内容は、「該当なし（特に困難さはない）」「そもそもの行使基準がルールベース（形式的な判断基準等）ではなくプリンシプルベースである」「行使基準に柔軟性を持たせている」等

設問13. 過去1年間において、議決権行使にあたってスチュワードシップ活動全体を統括・監督・評価する会議体に諮問を行った事例はございますか。ある場合は、当該事例の議題別に①議案数、②銘柄数をご回答ください。

①会議体に諮問を行った議案数（利益相反管理対象）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	27	100%	27	100%	142	100%
10件以下	8	30%	8	30%	48	34%
10件超 50件以下	10	37%	10	37%	67	47%
50件超 100件以下	6	22%	6	22%	23	16%
100件超	3	11%	3	11%	3	2%
会議体を設置していない、または議決権行使を行っていない	58		42		18	
未回答／なし	51		48		46	

①会議体に諮問を行った議案数（個別議案の適切性検証）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	24	100%	24	100%	130	100%
10件以下	9	38%	9	38%	47	36%
10件超 50件以下	8	33%	8	33%	40	31%
50件超 100件以下	3	13%	3	13%	14	11%
100件超	4	17%	4	17%	29	22%
会議体を設置していない、または議決権行使を行っていない	58		42		18	
未回答／なし	54		51		58	

②会議体に諮問を行った銘柄数（利益相反管理対象）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	27	100%	27	100%	142	100%
10社以下	17	63%	17	63%	122	86%
10社超 50社以下	9	33%	9	33%	20	14%
50社超 100社以下	1	4%	1	4%	0	0%
100社超	0	0%	0	0%	0	0%
会議体を設置していない、または議決権行使を行っていない	58		42		18	
未回答／なし	51		48		46	

②会議体に諮問を行った銘柄数（個別議案の適切性検証）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	24	100%	24	100%	130	100%
10社以下	10	42%	10	42%	61	47%
10社超 50社以下	11	46%	11	46%	41	31%
50社超 100社以下	2	8%	2	8%	29	22%
100社超	1	4%	1	4%	0	0%
会議体を設置していない、または議決権行使を行っていない	58		42		18	
未回答／なし	54		51		58	

設問14. 国内株式の議決権行使にあたって、議決権行使助言会社をどのように利用していますか。

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	109	100%	103	100%	194	100%
原則、議決権行使助言会社の助言どおりに行使を行う	5	5%	3	3%	0	0%
利益相反管理の対象となる議案のみ議決権助言会社の助言どおりの行使を行う	9	8%	9	9%	67	35%
議決権助言会社の助言は参照するのみで原則全て自社の判断で行使を行う	48	44%	47	46%	93	48%
議決権助言会社を利用していない	47	43%	44	43%	34	17%
対象外（議決権行使を行っていない）	26		13		12	
未回答	1		1		0	

設問15. 貴社における協働エンゲージメントの実施状況について、①協働エンゲージメントの実施方法、②具体的なイニシアチブ／プラットフォーム、③過去1年間における対話回数、④協働エンゲージメントの参加者、⑤協働エンゲージメントの議題をご教示ください。また、協働エンゲージメントを行う場合、⑥個別のエンゲージメントとどのように使い分けをしているか（①、②、⑤、⑥は複数回答可）。

① 協働エンゲージメントの実施方法（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	134	-	116	-	206	-
国際的なイニシアチブ/プラットフォームへの参加（リードマネジャー）	17	13%	17	15%	99	48%
国際的なイニシアチブ/プラットフォームへの参加（参加のみ）	36	27%	35	30%	139	68%
国内のイニシアチブへの参加	19	14%	19	16%	84	41%
機関投資家協働対話フォーラムへの参加	8	6%	8	7%	72	35%
原則協働エンゲージメントは行わない方針	49	37%	39	34%	21	10%
その他	44	33%	37	32%	35	17%
未回答	2		1		0	

② 具体的なイニシアチブ／プラットフォーム（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	131	-	114	-	206	-
PRI（Climate Action 100+）	38	29%	37	32%	166	81%
PRI（Advance）	25	19%	24	21%	137	66%
CDP（Non-Disclosure Campaign/SBT Campaign等）	27	21%	27	24%	129	62%
30% Club（UK/Japan）	25	19%	25	22%	149	72%
FAIRR（ Farm Animal Investment Risk & Return）	15	11%	15	13%	101	49%
Access to Nutrition Initiative	8	6%	8	7%	55	27%
機関投資家協働対話フォーラム	7	5%	7	6%	56	27%
参加していない	63	48%	51	45%	31	15%
その他	41	31%	36	32%	83	40%
未回答	5		3		0	

（※）その他の内容は「生命保険協会スチュワードシップ活動ワーキンググループ」「ACGA」「Carbon Pricing Leadership Coalition」「Carbon Disclosure Project」「Investor Forum」「ICGN」「Access To Medicine」「Net Zero Asset Managers initiative」「AIGCC」「 IAST APAC,」「Finance for Biodiversity Foundation」等

③ 対話回数

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	35	100%	35	100%	122	100%
5件以下	17	49%	17	49%	52	43%
5件超50件以下	15	43%	15	43%	60	50%
50件超100件以下	1	3%	1	3%	9	7%
100件超	2	6%	2	6%	0	0%
協働エンゲージメントには参加していない	63		51		31	
未回答／0件	38		31		53	

④ 参加者

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	100%	117	100%	206	100%
協働エンゲージメントは行っていない	87	64%	69	59%	48	23%
海外投資家を含む	37	27%	37	32%	145	70%
海外投資家は含まない	12	9%	11	9%	13	6%
未回答	0		0		0	

⑤ 議題（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	135	-	116	-	206	-
協働エンゲージメントは行っていない	85	63%	68	59%	48	23%
資本政策	23	17%	21	18%	89	43%
経営戦略	20	15%	18	16%	72	35%
サステナビリティ	43	32%	41	35%	156	76%
コーポレートガバナンス	27	20%	25	22%	95	46%
情報開示	34	25%	32	28%	123	60%
その他	4	3%	4	3%	1	0%
未回答	1		1		0	

⑥ 個別のエンゲージメントとの使い分け（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	135	-	116	-	206	-
協働エンゲージメントは行っていない	81	60%	64	55%	46	22%
エンゲージメントの実効性を高める観点で協働エンゲージメントを重視しており、可能な限り参加する	21	16%	20	17%	36	17%
自社1社のみでは面談が難しい場合（CEOへの面談機会が限定的等）に参加する	9	7%	9	8%	49	24%
自社1社のみでは対象企業への影響力が小さいと判断した場合に参加する	14	10%	14	12%	37	18%
サステナビリティに関するエンゲージメント等、多くの機関投資家に共通のテーマについては参加する	27	20%	27	23%	145	70%
協働エンゲージメントは、海外投資家等のエンゲージメント手法を学ぶ機会との位置づけであり、選別的に参加する	8	6%	8	7%	42	21%
主に海外企業へのエンゲージメントの際に参加する（国内企業に対しては利用は限定的）	2	1%	2	2%	12	6%
その他	20	15%	19	16%	55	27%
未回答	1		1		0	

（※）その他の内容は「協働エンゲージメントはイニシアチブを通じて参加するのみであり、基本的には個別でエンゲージメントを行う」「ケースバイケースで判断する」「最終投資家の求めに応じて実施」等

設問16. 投資先企業のコーポレートガバナンス・コードへのコンプライ・オア・エクスプレインの状況について、①エクスプレインについてどのように評価されていますか、②コンプライとされていても開示が不足していると考える事項はありますか（複数回答可）。

①エクスプレインをどのように評価しているか

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	130	-	114	-	201	-
コンプライはエクスプレインよりポジティブに評価	22	17%	21	18%	4	2%
コンプライとしていない場合もエクスプレインの内容が適切であれば、コンプライと同様に評価	33	25%	31	27%	57	29%
エクスプレインの内容によってはコンプライの場合よりもポジティブに評価することもある	14	11%	14	12%	30	15%
コンプライ、エクスプレインによる評価は行っていない（その他開示内容により総合的に判断）	63	48%	50	44%	109	55%
未回答	6		3		6	

②開示が不足している事項

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	125	-	109	-	194	-
独立社外取締役の選任	45	36%	44	40%	78	40%
指名委員会・報酬委員会の独立性、権限・役割、活動状況等	60	48%	58	53%	159	82%
取締役会の備えるべきスキル等	38	30%	36	33%	118	61%
中核人材の多様性の確保	55	44%	51	47%	138	71%
サステナビリティ関連の対応	44	35%	41	38%	127	65%
議決権の電子行使	7	6%	7	6%	22	11%
英文開示の状況	29	23%	28	26%	14	7%
支配株主を有する上場会社の状況	26	21%	26	24%	85	44%
その他	29	23%	20	18%	25	13%
未回答	11		8		12	

（※）その他の内容は、「取締役会における議論の内容（実効性の判断ができる材料）」「中長期的な経営戦略に伴う資本政策」「政策保有株式に係る考え方や、保有の保有意義に係る検証結果」等。また、「実態が伴なわずにコンプライをしている企業がいる」という意見もあった。

設問17. 貴社のスチュワードシップ活動についてアセットオーナーへの報告を行っていますか

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	134	100%	115	100%	205	100%
行っている	84	63%	74	64%	176	86%
行っていない	50	37%	41	36%	29	14%
未回答	2		2		1	

設問17-1 貴社のスチュワードシップ活動について①アセットオーナーへの報告（書面での報告、面談での報告）はどのような形で実施されていますか。また、②アセットオーナーが独自に求める報告事項がある場合、どのように対応をされていますか。併せて、①、②の報告によって、③エンゲージメントへの影響がある場合はその内容をご回答ください（複数回答可、かつ最も当てはまるものを選択）。

①-1 報告様式（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	85	-	75	-	176	-
公表されたレポートや貴社のフォーマット（スチュワードシップレポート等）を用いて報告	47	55%	42	56%	82	47%
JSIが策定するスマート・フォーマットを用いて報告	17	20%	17	23%	87	49%
アセットオーナーが独自に定める報告様式を用いて報告	37	44%	34	45%	126	72%
書面による報告はなし	6	7%	4	5%	1	0%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	1		1		1	

（※）設問17にて「アセットオーナーへの報告を行っていない」と回答した運用機関は「対象外（報告を行っていない）」とした。以下同様。

①-2 面談：報告会の対応（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	85	-	75	-	176	-
エンゲージメント責任者が報告	26	31%	25	33%	115	65%
エンゲージメント担当者が報告	21	25%	19	25%	63	36%
それ以外（顧客の営業担当等）が対応	37	44%	32	43%	68	39%
スチュワードシップ活動に係る報告会はなし	14	16%	11	15%	3	2%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	1		1		1	

② 対応方針

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	86	100%	76	100%	177	100%
エンゲージメントを担当する部署にて対応	35	41%	33	43%	121	68%
それ以外（レポート作成部署等）が対応	13	15%	8	11%	1	0%
上記の併用	37	43%	34	45%	55	31%
原則対応しない	1	1%	1	1%	0	0%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	0		0		0	

③ 影響（複数回答可）

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	85	-	75	-	176	-
アセットオーナーへの報告の過程で新たな示唆が得られることがあるため有益である	50	59%	46	61%	149	85%
報告に係るエンゲージメント担当部署の負担が過大である（エンゲージメントを行うための時間・リソースが直接的に不足する）	14	16%	14	19%	106	60%
エンゲージメント内容に関する詳細な報告を求められるため、（実効的なエンゲージメントを行う上で必ずしも必要ではない）形式的な事項について投資先企業への確認が必要となる	2	2%	2	3%	11	6%
報告に係る関連部署の負担が過大である（エンゲージメントを行うためのリソースが間接的に不足する）	12	14%	12	16%	64	37%
影響は特にない	29	34%	25	33%	14	8%
その他	10	12%	8	11%	40	23%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	1		1		1	

（※）その他の内容は「表面的な確認が多く長期的に意義があるかは正直疑問」「スマート・フォーマット（JSI）による報告様式の統一がまだ十分ではないため、資料作成の負担が過大である」「相対的に影響の小さい議案の判断についても詳細報告を求められるため、リソースの選択と集中がしにくい」等

うち、最も当てはまるもの

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	78	100%	68	100%	167	100%
アセットオーナーへの報告の過程で新たな示唆が得られることがあるため有益である	41	53%	37	54%	89	53%
報告に係るエンゲージメント担当部署の負担が過大である（エンゲージメントを行うための時間・リソースが直接的に不足する）	9	12%	9	13%	62	37%
エンゲージメント内容に関する詳細な報告を求められるため、（実効的なエンゲージメントを行う上で必ずしも必要ではない）形式的な事項について投資先企業への確認が必要となる	0	0%	0	0%	0	0%
報告に係る関連部署の負担が過大である（エンゲージメントを行うためのリソースが間接的に不足する）	2	3%	2	3%	1	1%
影響は特にない	24	31%	19	28%	14	9%
その他	2	3%	1	1%	0	0%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	8		8		11	

設問17-2 アセットオーナーが貴社のスチュワードシップ活動をよりよく理解するのにあたって、①報告内容の充実が必要と思われる事項及び②現在求められている内容が過大（削減することが妥当）と思われる事項をそれぞれご教示ください（複数回答可）。

① 充実が必要

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	85	-	75	-	176	-
形式的な事項（組織体制・対話件数等）	4	5%	4	5%	10	6%
定性的な事項（プロセスにおける工夫等）	11	13%	10	13%	51	29%
対話事例	30	35%	28	37%	62	35%
スチュワードシップ活動全般に関する意見交換	31	36%	27	36%	113	64%
特になし	29	34%	25	33%	53	30%
その他	6	7%	6	8%	4	2%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	1		1		1	

（※）その他の内容は、「独自性の高い部分（スチュワードシップのアプローチ、考え方、力を入れている分野）によりフォーカスする」「スチュワードシップ活動の文書化とその開示」「エンゲージメント開始から成果（リターン等）に至るまでの時間軸」等

② 内容が過大と思われる事項

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	85	-	75	-	176	-
形式的な事項（組織体制・対話件数等）	21	25%	20	27%	89	51%
定性的な事項（プロセスにおける工夫等）	3	4%	3	4%	14	8%
対話事例	3	4%	3	4%	2	1%
スチュワードシップ活動全般に関する意見交換	2	2%	2	3%	0	0%
特になし	55	65%	46	61%	78	44%
その他	8	9%	8	11%	45	25%
対象外（報告を行っていない）	50		41		29	
未回答	1		1		1	

（※）その他の内容は、「それぞれのアセットオーナーがバラバラのフォームで依頼する点」「質問数が膨大なスマートフォーマットの毎年の提出」「対話の報告に直接関係ない報告事項」「環境・社会・気候変動以外の環境の様に細分化されて対話事例を求められるが、一社を包括的に評価して多面的な対話を行うので縦割りで報告することが不向きであるうえに業務量が増える」等

設問18-1 ①貴社自身及び②機関投資家全体におけるスチュワードシップ活動についてどのように評価されていますか。

① 自身の活動の評価

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	-	117	-	206	-
十分に実効的なスチュワードシップ活動を実施できている	37	27%	36	31%	54	26%
実効的なスチュワードシップを実施しているが、改善の余地がある	73	54%	64	55%	151	73%
スチュワードシップ活動が形式的になりがちである	10	7%	10	9%	0	0%
自社のスチュワードシップ活動について評価していない	4	3%	1	1%	0	0%
その他	15	11%	9	8%	0	0%
未回答	0		0		0	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値と合致しない。
（※）その他の内容は、「スチュワードシップ活動を行っていない／外部委託先が対応している」「コロナ禍の状況が継続していたために、個別の直接対話によるエンゲージメント活動が十分にできていなかった」「スチュワードシップ活動に係る人員について、他社と比較してリソースが十分でない」等

② 機関投資家全体の活動の評価

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	136	-	117	-	206	-
十分に実効的なスチュワードシップ活動を実施できている	8	6%	6	5%	1	0%
実効的なスチュワードシップ活動を実施している機関投資家も多いが、改善の余地がある機関投資家もいる	56	41%	50	43%	128	62%
実効的なスチュワードシップ活動を実施している機関投資家もいるものの、形式的な活動を行っている機関投資家が多い	24	18%	21	18%	23	11%
機関投資家全体のスチュワードシップ活動について認識しておらず評価できない	41	30%	36	31%	44	21%
その他	10	7%	7	6%	11	5%
未回答	0		0		0	

（※）複数選択している回答者がいるため、各回答の合計数は全体の数値は合致しない。
（※）その他の内容は、「形骸化に懸念がある」「機関投資家によってスチュワードシップ活動の方針は異なり、評価できない」「内資、外資共に、大手については実効的なスチュワードシップ活動ができているところがあるが、中小については不明。」等

設問18-2　貴社または機関投資家全体において、より実効的なスチュワードシップ活動を行う上で課題となっていると考えられる事項をご回答ください（複数回答可、かつ最も当てはまるものを選択）。

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	135	-	116	-	206	-
実効的なスチュワードシップ活動を担う人材の不足	77	57%	65	56%	156	76%
実効的なスチュワードシップ活動を行うための情報（企業側の情報開示やエンゲージメントへの姿勢等）の不足	60	44%	57	49%	141	68%
実効的なスチュワードシップ活動を行うための十分な時間の不足	58	43%	55	47%	155	75%
実効的なスチュワードシップ活動を行うためのプロセス構築が不十分	26	19%	22	19%	53	26%
実効的なスチュワードシップ活動について学ぶ機会が少ない	16	12%	15	13%	12	6%
実効的なスチュワードシップ活動を行うためのインセンティブの欠如	31	23%	28	24%	73	35%
（実効的なスチュワードシップ活動のために本来的には必要のない）社内外への報告・承認プロセス	13	10%	12	10%	31	15%
課題を認識していない	11	8%	7	6%	0	0%
その他	21	16%	20	17%	54	26%
未回答	1		1		0	

（※）その他の内容は、「エンゲージメントの効果検証が困難」「アセットオーナーや発言力のある識者のコストへの意識の低さ・欠如／理念の先行」「アクティブ運用とパッシブ運用のエンゲージメントの整理」等

うち最も当てはまるもの

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	128	100%	110	100%	205	100%
実効的なスチュワードシップ活動を担う人材の不足	40	31%	32	29%	40	20%
実効的なスチュワードシップ活動を行うための情報（企業側の情報開示やエンゲージメントへの姿勢等）の不足	33	26%	31	28%	51	25%
実効的なスチュワードシップ活動を行うための十分な時間の不足	18	14%	18	16%	55	27%
実効的なスチュワードシップ活動を行うためのプロセス構築が不十分	4	3%	4	4%	3	1%
実効的なスチュワードシップ活動について学ぶ機会が少ない	2	2%	2	2%	0	0%
実効的なスチュワードシップ活動を行うためのインセンティブの欠如	5	4%	3	3%	14	7%
（実効的なスチュワードシップ活動のために本来的には必要のない）社内外への報告・承認プロセス	3	2%	2	2%	1	0%
課題を認識していない	10	8%	6	5%	0	0%
その他	13	10%	12	11%	40	20%
未回答	8		7		1	

設問18-3　上記の課題を解決・改善するために現実的に必要だと思われる事項をご回答ください（複数回答可、かつ最も当てはまるものを選択）。

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	135	-	116	-	205	-
実効的なスチュワードシップ活動を担える人材の教育	81	60%	72	62%	159	77%
他社のスチュワードシップ活動を学べる機会	29	21%	24	21%	34	17%
スチュワードシップ活動を担う組織/人材と運用を担う組織/人材の連携	41	30%	36	31%	103	50%
エンゲージメント担当者・議決権行使担当者の社内における裁量の拡大	5	4%	5	4%	14	7%
投資先企業における情報開示の充実	67	50%	63	54%	158	77%
投資先企業へのスチュワードシップ活動に関する啓蒙	28	21%	26	22%	38	18%
アセットオーナーへの報告を効率化する仕組み（スマートフォーマット等）	18	13%	16	14%	91	44%
アセットオーナーにおけるスチュワードシップ活動の評価（実効的なスチュワードシップ活動が運用機関選定に考慮される等）	23	17%	20	17%	102	50%
アセットオーナーにおける運用成果の評価期間の長期化	17	13%	17	15%	53	26%
アセットオーナーから受け取る報酬の引き上げ	20	15%	20	17%	118	58%
スチュワードシップ活動が運用成果の向上につながることについての実証的な調査研究	41	30%	34	29%	89	43%
課題を認識していない／改善・解決策がない	11	8%	7	6%	0	0%
その他	17	13%	17	15%	52	25%
未回答	1		1		1	

（※）その他の内容は、「スチュワードシップ活動を担う人員の拡大」「5%ルールの改正」「中長期的な視点を意識」「対話の目的等の説明」「情報の標準化（情報の標準化。（質・量・開示方法・開示場所等）」「監督省庁による優先課題の提示」等

（国内株式残高別）

	国内株式残高					
	0 （なし/未回答）	1千億円以下	1千億円超1兆円以下	1兆円超5兆円以下	5兆円超	合計
全体	19	56	31	18	11	135
実効的なスチュワードシップ活動を担える人材の教育	9	33	20	11	8	81
他社のスチュワードシップ活動を学べる機会	5	9	9	5	1	29
スチュワードシップ活動を担う組織/人材と運用を担う組織/人材の連携	5	13	9	9	5	41
エンゲージメント担当者・議決権行使担当者の社内における裁量の拡大	0	2	1	1	1	5
投資先企業における情報開示の充実	4	23	17	15	8	67
投資先企業へのスチュワードシップ活動に関する啓蒙	2	11	8	5	2	28
アセットオーナーへの報告を効率化する仕組み（スマートフォーマット等）	2	4	5	2	5	18
アセットオーナーにおけるスチュワードシップ活動の評価（実効的なスチュワードシップ活動が運用機関選定に考慮される等）	3	5	5	4	6	23
アセットオーナーにおける運用成果の評価期間の長期化	0	5	5	4	3	17
アセットオーナーから受け取る報酬の引き上げ	0	6	4	4	6	20
スチュワードシップ活動が運用成果の向上につながることについての実証的な調査研究	7	11	11	6	6	41
課題を認識していない／改善・解決策がない	4	7	0	0	0	11
その他	0	8	5	1	3	17
未回答	0	1	0	0	0	1

うち最も当てはまるもの

	回答数（社数）				国内株式残高（兆円）	
		（比率）	うち国内株式残高あり	（比率）		（比率）
全体	129		110		205	
実効的なスチュワードシップ活動を担える人材の教育	35	27%	29	26%	56	27%
他社のスチュワードシップ活動を学べる機会	2	2%	2	2%	0	0%
スチュワードシップ活動を担う組織/人材と運用を担う組織/人材の連携	11	9%	9	8%	18	9%
エンゲージメント担当者・議決権行使担当者の社内における裁量の拡大	1	1%	1	1%	0	0%
投資先企業における情報開示の充実	29	22%	28	25%	33	16%
投資先企業へのスチュワードシップ活動に関する啓蒙	4	3%	3	3%	0	0%
アセットオーナーへの報告を効率化する仕組み（スマートフォーマット等）	2	2%	1	1%	11	5%
アセットオーナーにおけるスチュワードシップ活動の評価（実効的なスチュワードシップ活動が運用機関選定に考慮される等）	6	5%	6	5%	16	8%
アセットオーナーにおける運用成果の評価期間の長期化	0	0%	0	0%	0	0%
アセットオーナーから受け取る報酬の引き上げ	2	2%	2	2%	22	11%
スチュワードシップ活動が運用成果の向上につながることについての実証的な調査研究	14	11%	10	9%	18	9%
課題を認識していない／改善・解決策がない	11	9%	7	6%	0	0%
その他	12	9%	12	11%	31	15%
未回答	7		7		1	

設問19. スチュワードシップ・コードについて、課題と感じている点、改善してほしい点があればご記載ください。（自由回答）

主な意見は下記の通り。

【コードの改訂に関して】
・グローバルなトレンドを反映するため、定期的な改訂は必要。当面考えられるテーマとしては、ESG評価機関の責任が挙げられる。
・コーポレートガバナンスコードとの連携（20%以上の反対比率の議案について対応策記載の義務化など）
・内閣府令の改正や人権領域に対する世界的な関心の高まりを受けて、人権領域や人的資本に関する詳細開示拡充が改定項目に加わることが望ましい。
・「目的を持った対話」に関し、コードで細かい領域に踏み込むべきではないが、脱炭素（気候変動問題）にかかわる課題については、機関投資家・投資先に共通する喫緊の重要課題であり、当該課題についてスチュワードシップ・コードに明記することで、機関投資家ひいては投資先に対し、より一層の責任を求めていく必要があると考える。
・現在、CGC、SSCの両コードは、その経緯から、企業価値向上に軸足を置いている（シングルマテリアリティ）と認識。一方、足元は経団連がインパクト指標の活用によるパーパス起点の対話促進に関する報告書を公表したように、社会課題の解決等のインパクトも重視する考え方も広がる等、従来の軸では捉えきれない領域（ダブルマテリアリティ等）も出ている。こうした足元の状況も踏まえ、ダブルマテリアリティとコードとの関係を整理する等、企業、投資家の意見も踏まえ、検討頂きたい。なお、SSCに盛り込む場合は、CGCや他の開示基準との整合性等にも留意頂きたい。
・上場子会社の親会社や、持合い株式を有する上場会社にもスチュワードシップコードの導入を促すべきである。重要議案やTOBイベント等で不合理な選択がなされ続けている最大の要因は、これらの株主がキャスティング・ボートを握っているからである。
・SSコードの対象に商業銀行が含まれていない
・これまで、スチュワードシップ・コードは、投資家と企業の対話において、大きな役割を果たしてきたと考える。更なる進化においては、英国のコードのように、組織全体（運用会社など）として、どのようにスチュワードシップ活動を促進する状況にあるかも定めるべきと考える（現状は、利益相反管理についてのみ求められている）。
・日本国内のスチュワードシップコードはコンプライ・オア・エクスプレインを原則としているが、準拠の上でさらに詳細な説明を求められるケースが存在しており、実態的にコンプライ・アンド・エクスプレインになっている。英国のスチュワードシップコードのようなアプライ・アンド・エクスプレインを目指すのであれば同方向性に沿った形に行き着くことが想定されるが、現状は原則と実態に乖離が生じている。
・機関投資家が開示するエンゲージメント結果の事例について、好事例に加え、望まれた結果が得られなかった事例や目標未達の事例も含んだ報告も積極的に促す記載の追加。

【アセットオーナーに関して】
・アセットオーナーによる受け入れ表明がまだまだ少ないように感じる。
・企業年金によるスチュワードシップコード受入がもっと増加するような施策が必要。
・顧客である企業年金が日本版スチュワードシップ・コードを受入れていないと積極的にスチュワードシップ活動を行うインセンティブが働かないため、日本企業のコーポレートガバナンスの改善向上のためには、アセットオーナーである企業年金の積極的なスチュワードシップ活動が欠かせない。
・アセットオーナーとしての企業年金が行うべき取組への後押し等が必要。委託先であるアセットマネジャーが行うエンゲージメントの検証等への関与がマンパワー的に難しいのは承知しているが、その点よりも受益者（従業員）に対する情報提供や資産形成を支援するような取組が不足しているように思う。また、年金基金からの「みなし保有株式」に関する情報開示や改善に向けた取組等を期待。
・CG改革の実質化を進めるためには、真のアセットオーナーである企業年金の加入者等、最終受益者とのエンゲージメントも重要。すでにSSCにその概念は織り込まれているが、より明示的にする等、改革の実質化への施策を検討頂きたい。

【協働エンゲージメントに関して】
・日本でも協働エンゲージメントを増やした方が良い（効果的、効率的）
・スチュワードシップ・コードにおける協働エンゲージメントの位置づけの明確化、効果的な方法の一つとしての積極的な推奨を行って欲しい
・協働エンゲージメント活動を後押しするコード及び制度の整備。
・協働エンゲージメントの活用はリソース不足の解決策であるが、共同保有や重要提案行為となるリスクもあり、活用できていない。

【実効的なエンゲージメントに関して】
・形式的活動は事業会社にとっても負担であり、真に実効的な活動を促すべき。
・スチュワードシップ・コードの最終目的は、機関投資家と上場企業の対話が企業価値の向上を促すことを目的としていると理解しているが、(特に一部の大手機関投資家において)単に対話の回数を稼ぐことを目的としたような形式的活動にとどまっているケースが散見される。企業価値向上につなげなければ意味がないことを（そのつもりがないのであればエンゲージメントを標榜することが無価値であることを）SSCにおいても明らかにしてほしい。
・実効的なスチュワードシップ活動を実施するためには、十分な知見と経験を有する人材を確保する必要があるが、人材の教育に時間がかかる点が課題。
・投資先企業のコーポレートガバナンス改革も進展してきており、形式から実効性に焦点が移るなかで、企業への深い理解に基づくスチュワードシップ活動がより重要になっているため、スチュワードシップ・コードへの対応もより実効性を重視すべき局面になっていると感じる。
・企業側投資家との対話への本気度合いで実効性は大きく変わる。実際に投資家からの意見を聞いて経営に反映しようとする意思のある会社が増えてくれればと思う一方、投資家側も自分たちの意見に興味を持たせる投資主体になれるよう自身を高めていく必要がある。

【その他】
・アクティブ運用者の対話の視点とパッシブ運用者の対話の視点は異なることも多いが、企業はその違いを理解することなく対話していることがほとんどであり、企業における取り組みの優先順位付けで混乱をきたしていることがある。こうした状況が解消されるような取り組みに期待したい。
・運用会社の最大の使命は運用パフォーマンスという形で顧客に投資成果をもたらすことにあり、スチュワードシップ活動はそのための重要な一要素ではあるものの、それが唯一無二のものでもなく、投資戦略や手法、顧客の意向によっては関連性が乏しいことも多い。スチュワードシップの重要性が強調されすぎるあまり社内のリソース配分がゆがんだり、やっていること自体が重要になり形式的対応に陥ってしまっては本末転倒であるので、この辺りを踏まえたうえでの推進をお願いしたい。
・業界全体として、スチュワードシップに関連する受益者向け情報開示が形式的になっていると感じられる。
・社会的課題を企業と共有し、目的の達成に取り組むべきであるとは考えるが、課題の設定について画一的にならないようにお願いしたい。
・スチュワードシップコードを受け入れているにも関わらず、原則に沿った行動ができていない機関投資家が存在する。

「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」

ヒアリング調査結果

（調査期間：2023 年 2～3 月）

Ⅰ. 調査概要

・ 本調査は、より実質的なスチュワードシップ活動を促進するために、現状のスチュワードシップ活動に対する機関投資家における課題認識やプラクティス等の集約を通じて、機関投資家が抱える課題を分析することを目的に実施した。

・ 調査の概要は下記のとおり。

ヒアリング先：	投信・投資顧問会社　12 社 生命保険会社　1 社 アセットオーナー　3 機関
ヒアリング期間：	2023 年 2 月 14 日～3 月 7 日

・ 本調査結果は、ヒアリング調査にて聴取した内容のうち、各機関投資家において、本調査の目的にご賛同いただき、内容を公表可として頂いた事項をまとめたものである。

・ なお、本調査結果を前提とした課題分析については、本紙「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査報告書」をご参照。

Ⅱ. ヒアリング調査結果

1. 実効的なスチュワードシップ活動を行う上での体制

（1）各運用機関における重点的な取組み・工夫

① 組織体制

- コード制定前からファンドマネジャー・アナリスト約 20 名、議決権行使の担当者を約 8 名配置。アナリストの知見、議決権行使担当の知見を融合することでエンゲージメント、議決権行使を実施している。特にガバナンスに関する対話はコード制定当時から注力して対応。当社としては企業をよく知るアナリストの能力水準を高く維持することが重要と認識。アナリストについては 2014 年頃から中途採用を進めて体制を強化している。

- 企業調査を担当するアナリスト 20 名、責任投資の専任部署 10 名の計 30 名の体制。企業調査を担当する部署がファンダメンタルズ分析、責任投資の専任部署が ESG 等の非財務情報中心に調査、連携してエンゲージメントを実施している。さらに運用へのインテグレーション、クレジット等株式以外の資産への拡大も見据えて、責任投資を推進する部署を設置。責任投資の専任部署・企業調査の担当部署・株式/債券の運用部門のメンバー（兼務者）が、隔週でエンゲージメント対象企業ごとのエンゲージメント内容について議論する等、組織横断的に管理している。

- 専任部署を置き、ESG アナリストを採用。投資先企業に中長期的な視点で働きかけるという観点から専任者を置いた方がよいという考え。アクティブファンドのアナリストについては短中期で株価に反映されるテーマにフォーカスしやすいと思われるが、当社の責任投資の専任部署はより長期での視点を重視。また、パッシブ中心であることからエンゲージメント対象企業のみではなく、他の企業、マーケット全体に影響を与えられるようなエンゲージメントを行うための体制と認識している。

- スチュワードシップ活動の担当者は、企業の事業戦略の分析やファンダメンタルズ分析ができるといったアナリストと類似したスキルセットを持つ者になるが、より長期の視点、企業の取組を俯瞰でみる能力が重要。具体的には株式アナリストや戦略コンサルタント、サステナビリティに関する専門性を有するコンサルタントの経験者等、多様なバックグラウンドを持つメンバーで構成。

- ESG・スチュワードシップ活動が従来の投資よりも広範なテーマを取り扱うこともあり、専任部署を置くことが重要。

- 日本でのスチュワードシップ活動は、エンゲージメント専任部署とポートフォリオマネジャー、アナリストの三者で連携することで企業価値向上に努めている。ポートフォリオマネジャーやアナリストとは別にエンゲージメントの専任担当者を置いているのは、エンゲージメントを日々の投資判断にとどめず、より長期的な視点で実施するためである。

- エンゲージメントの最終目標は投資先企業の価値向上による資産拡大としており、企業の価値向上に資するような体制として、ESG、スチュワードシップ活動専門家としてのスチュワードシップ活動の専任部署と運用部門のリサーチアナリストが連携するようにしている。

- スチュワードシップ活動を担う組織として委員会を設置。エンゲージメント・議決権行使の二つの柱を担う組織として発足させた。ファンドマネジャー、アナリストから構成される会議体となっており、運用者のみで構成している。当社のマネジメントとは独立した組織として、受益者の利益のみを目的として議決権行使とエンゲージメントを行うためのコントロールタワーとしている。

- 対話・エンゲージメントの目的として、「投資先企業のサステナビリティ・企業価値を高める」「社会・環境のサステナビリティを高める」の 2 つを掲げている。これらを実現するためにエンゲージメントも「マテリアリティ（トップダウン）」エンゲージメント（＝当社のマテリアリティや ESG 課題等に基づき実施）、「情報開示」エンゲージメント（＝情報開示の改善を目的としたエンゲージメント）、「ボトムアップ」の 3 区分で取り組んでいる。「マテリアリティ」は主に責任投資を担当する部署が担当。「情報開示」については主に責任投資の担当部署と株式の運用部署で担当。「ボトムアップ」は主にアクティブ運用のチームで投資先企業の企業価値向上を図っている。

- 当社は三主体が連携してエンゲージメントを担当している。①ファンドマネジャーとアナリストからなるエンゲージメントを実施するチームが深度あるミーティングを実施。このチームは企業の行動変容を促し、企業価値を向上させることを目的としたエンゲージメントを行っており、企業向けの提言等も行う。②企業アナリストが担当企業と通常のアナリスト活動の一環として対話・調査を実施。③責任投資関連部署が議決権行使に関連した対話を実施。

- アクティブ投資家として活動しており、グローバルな ESG チームと協働して対応している。運用者主導の体制を特徴としている。各投資先企業を最も理解しているのはアナリスト、ポートフォリオマネジャーと認識しており、スチュワードシップ活動もアナリスト、ポートフォリオマネジャーが中心となる。

- スチュワードシップ活動に取り組む上でコード制定後体制強化を継続している。スチュワードシップ活動を推進するための部署を新設、活動を企画・管理するチームと実際に対話を行う専任者を配置する等している。

- エンゲージメントは、株式セクターアナリストや債券のクレジットアナリストが実施、平均経験年数は約 20 年。

- 従来のアナリストに加え、他社でのエンゲージメント経験者（中途採用）や新卒の若手等を担当させることで、実効性が高くかつ持続可能な体制を構築。

- 責任投資に係る委員会を設置、委員は現在 5 名で執行役員・部室長クラス・CIO で構成、事務局は責任投資を担当する部署である。方針等の策定を行うほか、スチュワードシップ活動全体の PDCA サイクルを回すことが機能。別途、金融グループとしての利益相反管理のため責任投資に係る諮問会議（社外取締役、社外有識者等で構成）を設置している。また、当社の特徴として、諮問会議が委員

会をリアルタイムに監督を行っている。責任投資会議には常時諮問会議メンバーが同席し、問題があれば即座に諮問会議を開催、勧告ができるようにしている。基本的には諮問会議との議論により改善を図っていくが、取締役会への報告も可能。

・ E･S といった社会課題解決とガバナンス等の企業課題を両立する建設的な対話ができるよう、過半が社外委員で構成されるスチュワードシップ活動に関する諮問委員会でも議論している。この委員会は、当初は議決権行使プロセスの利益相反管理強化に主眼をおいていたが、E･S を含めた活動全体の助言を頂き、高度化につなげている。

② 人材

・ エンゲージメント専任部署の人材は、バックグラウンドはアナリスト出身者が多い。次点でファンドマネジャー。その他、議決権行使等スチュワードシップ担当やエコノミスト、クレジットアナリスト等。所謂環境の専門家等の採用は現状いない。企業と直接対話する能力を重視しており、アナリスト・ファンドマネジャーの長い経験を有する担当者を中心的に登用している。ESG の専門知識も重要ながら、実効的な対話という観点では対話能力･経験値、企業評価能力を重視している。ただし、最新の ESG テーマについていくことも重要であるため、それらの知見は勉強会、企業への取材、イニシアティブへの参加によりフォローしている。

・ 責任投資の専任部署のメンバーは元アナリストやファンドマネジャー等の運用経験が豊富な人材を配置。企業価値について分析ができ、ESG についても知見を持つ人材を配置することで実効的な対話が可能になると考えている。

・ 責任投資の専任部署の半分程度はアナリストやファンドマネジャー出身で企業リサーチの知見は豊富、半分程度は ESG の専門知識を有するもの。この体制に加え、ESG の専門知識を有するような外部人材の採用も図っている。また社内で ESG に関心のある社員は積極的に登用。専門知識習得のカリキュラムも設定。

・ スチュワードシップ活動の専任担当者として、企業分析に関する豊富な実務経験を有する人材を配置。従前は（これらの経験を有する人材は）財務分析が中心であったため、統合報告書の分析、勉強会の実施により E、S 関連の更なる知見獲得に努めている。

・ エンゲージメントにおいて対話相手となるシニアマネジメント・経営層からの信頼を得るためには、建設的な意見を述べることが重要となり、財務面以外の知見（例として経営戦略や人事戦略等に関する知見）をもつ人材を育成する方針。人材育成は OJT が中心であり、チーム内で経験豊富な担当者と若手がペアを組んでエンゲージメントを実施しているほか、各種政府関連委員会への参加やアカデミックとの交流機会に複数名で参加することで知見の獲得を図っている。

・ 企業に対して改善を求める機会も多いこと、対話の相手方も役員等要職の方になることが多いことを踏まえ、企業との信頼関係構築のためにもシニアなメンバー中心で対応している。若手については対外的なヒューマンスキル獲得のためにも実践的な経験を積んでもらうことが必要であり、対話の場に同席させるようにしている。

- 運用や調査の基本的な能力を身につけてから責任投資の専任部署に異動するケースが多い。企業と対話する能力を身につけておくことが重要であり、アナリスト業務等の経験を経てから、というケースがこれまでは多い。

- 人材育成は、経験者に同席して実際のエンゲージメントを学ぶ OJT が中心。対象企業について、業界全体、同業種の海外企業も含めた深い分析を行うレポートの作成を最初の業務として設定。また、自分が社長・経営者であったらどのような方向に進むべきか、という観点でエンゲージメントをするよう指導。このような取組を繰り返し、3～5 年程度で対話ができるよう育成。

- 米国株式市場において、2000 年にフェア・ディスクロージャー・ルールが導入されたことで、なかなかアルファが取れない状況になり、企業へのエンゲージメントにより価値を高めるという取組が 2015 年頃に隆盛。これをふまえ、今後は日本においても情報優位性のみでアルファ獲得を目指すことは無理になると考え、米国の例に習い、企業、運用機関、受益者の三者が利益を得られるような運用を行う方針とした。このような考えをアナリスト教本の冒頭にも記載し、メンバーと共有、文化として浸透。

- 企業の存続にかかわるような ESG 課題について対話する必要があること、対話の相手方も企業経営陣になることが多いことから経験豊富な人材を中心に配置している。

- メンバーはプロフェッショナル採用なのでそれぞれ一定の経験を持っている。一方で、対話の相手方として企業に選ばれる運用機関になることが重要と思料。エンゲージメントの内容、エンゲージメントの結果企業がどのようなアクションをとったか等、エンゲージメント内容を評価・レビューするミーティングを定期的に実施し、対話の改善にむけた話し合いをチーム内で実施。ミーティング内容についてはスチュワードシップ活動を統括する委員会にも共有。

- エンゲージメントを実施するチームはアナリストとファンドマネジャーで構成。エンゲージメント活動に知見のある担当者や今後エンゲージメントに注力していきたいと考えている若手等から構成。企業の行動変容を通じて企業価値の成長につながるよう経営層と対話を行っている。経験が豊富なアナリストとエンゲージメントファンドを運用しているファンドマネジャーにハブ機能を担わせており、彼らの知見をアナリストやファンドマネジャー全体に浸透させることを企図している。

- 人材の育成については、OJT で実施。企業へのエンゲージメントにおいて重要になるのが、企業の課題への理解や当該企業への影響（ファンダメンタルズを含む詳細な理解）への理解。専任部署とアナリストが活発に議論をすることで、エンゲージメントのテーマと個別企業の課題を踏まえたカスタマイズ・議論をすることで効果的なエンゲージメントにつなげることを目指している。

- 人材育成については、ベテランがどのような対話を行っているか、どのような資料を使用しているかを共有するようにしている。また「アナリストハンドブック」を作成しており、これに業種ごとの特徴やエンゲージメント活動の基本的な考え方等をまとめているため、着任間もないアナリストはハンドブックを活用しながらアナリスト活動に取り組めるようにしている。

- 対話スキルの育成についてはコミュニケーション能力に近い部分があり、座学のみでは限界があると考えるため、着任当初半年程度は担当を持たず他のアナリストのミーティングに同席させるようにしている。担

当企業を持ったあとも、企業への提案も含む対話を行う場合には経験の豊富なアナリストが同席する。

- 対話スキルの面では、経験豊富な担当者と若手が協働して企業との対話を行うことで知見の共有を図っている。

- エンゲージメントの内容・水準には担当によってばらつきもあるのが実態であり、均質化を図るため、エンゲージメント会議を設置し、各担当の好事例を四半期に一度共有するサイクルを 2014 年より構築している。

- 昨今では特に海外投資家から ESG への要求が高まっており、また海外のエンゲージメント（特に ESG）は高い専門性を要求されるため、国際的なイニシアティブでの知見獲得、多様なバックグラウンドを持つ人材の採用等により対応している。

- 企業との対話だけではなく、コンサル会社とのディスカッションや、アカデミック、政府も参加する研究会にエンゲージメントを担当するメンバーに参加してもらい、また、そこで得られた知見、チャネルをチーム全体に還元している。知財、無形資産への重要性がより高まってくると考えており、人的資本であれば人材コンサルと定期的にディスカッションを実施したり、企業の知財戦略にどのような開示が必要かについての共同研究に参加した。企業価値向上に資すると考える ESG のテーマに取り組んでいる。

- スチュワードシップ活動を実施するのにあたってはグローバルな知見も重要であり、グローバルな ESG チームからのインプットを活用。その他イニシアティブで得た知見もチーム内に還元している。加えて定期的にスチュワードシップ活動をレビューするミーティングも実施している。

- ESG の知見獲得が必要。ESG アナリストで毎週ミーティングを行っており、各アナリストが前週にどのようなエンゲージメントを行ったか、その際の企業がどのような反応であったか、対話がどこまで進展したか等について、ベストプラクティスを共有。

- メンバーの経験・ノウハウをチームに伝播している。当社のグローバルの他拠点の事例から学ぶこともある。ESG 等の伝統的な財務分析とは異なる非財務の分析については、グループ全体のコントロールタワーが本社にあり、ESG スペシャリストを配置。東京拠点にも ESG 分析の専門家を配置している。

- 海外・グローバルなイニシアティブに幅広く参加し、獲得した知見の活用も意識している。イニシアティブを通じてどのような企業が対象になるのか、企業のどのような点に着目するかが認識できるほか、イニシアティブにおけるアセスメント・評価（どの企業の取組みが優れているか／遅れているか等）を確認することができる。得られた知見については対話の際の対象企業や論点抽出等に活用している。

- スチュワードシップ活動の担当者については、ESG 等の専門知識については職位の評価、エンゲージメントの進捗等は業績評価（インセンティブに影響）で反映。対話やエンゲージメントの定量的な評価はまだ難しいため、対話やエンゲージメントの内容を見ながら定性的に評価している。期初に実施項目を設定し、その活動量（件数）と質を評価している。件数に評価がダイレクトに連動するわけではないが、件数が多い方が企業との信頼感が醸成できているという観点では評価要素として有効であると考えている。質に関しては、対話記録や社内ミーティングにおける事例共有の内容から評価。また、期中に発生

してくるような ESG の新しい取組に如何に積極的に取り組んでいるかについても別建てで評価することで新しい取り組みに積極的に取り組むことを促している。

・ スチュワードシップ活動に関連する人材の評価・インセンティブについて、明確な評価項目は設けていないが、アナリストの専門性の 1 つとして定めており、対話の件数や好事例に対する評価（シニアによる投票）を反映している。

・ スチュワードシップ活動の担当者のインセンティブについては、エンゲージメントの成果に基づき評価している。アナリストも定性項目の 1 つとしてエンゲージメント内容も評価に組み込んでいる。特に ESG の重要な課題を抱える企業についてはマイルストーン管理を実施しており、対話の進捗度合い等を評価。またそのような成果をあげるためにどのような工夫を行ったか等の定性面を合わせて評価している。

・ 企業へのエンゲージメントについてはアナリストとポートフォリオマネジャーが共同して実施している。エンゲージメントの効果を定量的に測定することは難しいが、対話内容を踏まえてポートフォリオマネジャーがアナリストの評価にも反映している。アナリストの評価はパフォーマンスを特に重視しているが、ESG 関連も将来的な企業価値向上につながるものとして評価の項目として反映。

・ ESG やエンゲージメントへの注目が高まっているので、企業調査のアナリストにも ESG 評価を求めており、評価にも反映するようにしている。責任投資の専任部署についてはプロセスに則った活動を行っているか、継続的な知見獲得を行っているか、企業との関係構築含めて評価している（定量的な評価は難しい、エンゲージメントの成否のみでは判断しない。）

（2）業界全体／各運用機関における課題や解決のための方策

① 人材

・ 純粋に業績分析能力を有するアナリストという点では、証券会社のセルサイドアナリスト中心に人材の流動化は進んでいるが、長期的な目線をもちかつ実務経験ももっている人材は少ない。一方で、体制整備を目指す運用機関は増えており、人材獲得競争は激しくなっている。

・ スチュワードシップ関連の分野への注目度が増していく中で、エンゲージメントや議決権行使に関するミーティング件数も増え、業界全体として人材のニーズが高まっていると認識。一方で、そのような人材確保、活動のためのコストに見合うフィーを（アセットオーナーから）頂くという点は課題。報告負担や活動のコスト増に見合うだけのフィー上昇には現状つながっておらず、そのような環境が構築されることに期待。（フィーの向上が見られないことが、実効的な活動のための人材確保という観点での課題となっている。）コード等で、フィーの負担について言及がなされるとありがたい。

・ 外部人材の採用を進めており、コンサルや国際機関出身など多様なバックグラウンドを持つメンバーを採用しているが、業界全体の人材プールに課題があると感じている。資産運用業界にはバックグラウンドの多様さも備えてかつ金融の知見も有している人材は少なく、人材の層が厚いとは言えない。（アクティブマネジャーが減少傾向にあることやセルサイドの層も厚くないことが遠因と言えるかもしれない。）学生が資産運用業界を目指すことも欧米に比べるとなお少ないと思うので、金融教育等含め裾野を広げていくことが必要と思われる。

- コンサル等、他業界も含めた人材獲得を図っており、一つのソリューションにはなろうかと考えているが、どの業界から採用することで対話の実効性向上に資するかという成功体験のようなものは明確でなく、業界全体としてのロールモデルが出てくるとよいと思う。

- 業績分析能力保持は前提として、企業と対話能力を有している、企業との対話の中でのリサーチ、企業とともに成長することを志向している人材の採用を進めている。継続的に募集をかけているが、人材ニーズが高まっており採用は難しくなってきている。

- 外部からの人材獲得が困難になっていることの対応として、外部に頼らず、社内での人材育成が必要と考える。既にコード改訂も 2 回されており、社内人材の経験も蓄積されてきているのではないか。当社では、財務、ガバナンス、ESG に関する知見をもつ即戦力となる人材の獲得は難しいため、アナリスト経験者がエンゲージメント・議決権行使担当に異動する例が多い。また、若手社員にアナリスト経験を積ませることを意識している。

- 業界として、エンゲージメントを行える人材については取り合いになっている可能性はある。当社ではエンゲージメントを担う人材の位置付けとしては資本市場の経験を有することが望ましいと考えており、人材を増やすには相応に時間がかかると思う。業界全体での人材の拡充という意味合いでは、各運用機関が実効的なエンゲージメントを重視するのであれば、おのずとエンゲージメントを担う人材の育成に力を入れるようになる。

- 若手の育成については課題と考えているところであり、経験豊富なスチュワードシップ活動の専任担当者がリサーチアナリストに勉強会を開催、対話の場にはスチュワードシップ活動の専任担当者とリサーチアナリストが同席することが結果として OJT になっている点も大きい。当社の体制としてはリサーチアナリストとして経験を積んだメンバーをスチュワードシップ活動の専任担当者として配置することが多い。

- スチュワードシップ活動を担う人材の年齢構成が高くなっていることから、若い世代に引き継いでいくことが課題。一方、若年世代で ESG への関心は高く、学生等若い世代への ESG の普及（具体的には大学生向けの ESG 投資セミナーへの協力等）を行い、それをインターンにつなげる等で世代交代も図っている。

- 対話の能力はある程度経験年数に依存する部分も大きいのではないか。

- ファンダメンタルズ分析に強みを持つアナリストと、ESG 専門性の高い ESG スペシャリストとの連携により多面的にエンゲージメントを実施することを重視している。有益なアドバイスを行うためには、そうしたエンゲージメントを行える人材を確保・育成していくことが重要であるのではないか。若手・次世代の人材育成は業界全体の課題であると捉えており、資産運用業界自体の魅力度を高めていくことが必要であると思う。

- ファイナンス、広義の G について知見を持つ人材は多いものの、E・S については日々進展もあり、そのような知見を有する人材の獲得・確保は課題。対話担当者は、ファイナンスやガバナンスの知識は長けているので、実務に取り組みながらスキル向上。その際、業界の事例集等のほか、過去の対話実績等

の記録も活用。そのほか、週次でスチュワードシップ活動のミーティングを実施。対話担当者、議決権行使担当者、企画・管理チームが参加し情報を共有、実際の事例も交えて具体的な意見交換を行うことでチーム力向上を図っている。

・ エンゲージメントの担当者については、総じて企業分析のキャリア（知見）は十分に有しているが、ESG の更なる知見習得が課題。インパクトアナリスト研修への参加や TCFD にかかる e-Learning 等を活用している。また業務内での実践的な知見獲得を特に重視しており、週次の全社にまたがるミーティングで活動状況を共有し知見を集積している。

・ ESG 投資およびその発展型であるインパクト投資が拡大しているが、インパクト評価等、社会的価値の測定については、これまで経験がなかった。スタンダードもできあがっていないなかで、どのように取り組むかが課題。

・ 従来のアクティブ運用のアナリストにおいても、財務・非財務面を適切に評価し、マネジメント層と対話をするという点は重要であったため、ESG、スチュワードシップ活動に取り組む担当者に求められる基本的なスキルセットは従来のアナリストと大きく変わらないと認識。ただし、ESG に関する国内・グローバルな動向の把握、新たな非財務指標の分析等新しい領域がより求められるようになっていると思う。

・ 企業価値向上に向けて企業と対話する主体は投資判断をするために企業価値評価をしている担当者が担うと、企業や業界構造について深く理解していることから効果的であると思うが、そうした担当者の ESG の知見を高めてゆくことが（当社自身も課題認識をもっているが）業界全体の課題でもある。

・ 経験者についてはエンゲージメントに取り組むための意識改革、若手については業界・企業への深い知識がない中でどのようにエンゲージメントを行うかが課題で、実効的な取組に至るまでは時間がかかると認識。これまで株価が上がる銘柄を探しに行くという調査活動が中心であったところから、自ら株価を引き上げるエンゲージメントを行うという意識の変革が重要であった。

【アセットオーナーからの意見】

・ スチュワードシップ・コード導入当初は、ファンドマネジャーやアナリスト経験者が対話に関わっていたが、その方々が引退するフェーズに入りつつあり、後継者を育てていく必要があると思う。そのためにもスチュワードシップ活動がビジネスとして成り立つ必要がある。

② 専任部署とリサーチ部署の連携

・ スチュワードシップ活動の専任部署を置いているが、専任部署で個別の企業をどこまで見られるかは課題と考えている。アナリスト・ファンドマネジャーが個別企業のリサーチ評価を行っているので、専任部署とアナリスト・ファンドマネジャーの連携が重要である。このような認識から、個別の取材・エンゲージメント後に両者が議論をすることに加えて、定期的に時間をとった情報共有を実施している。具体的に月次のスチュワードシップ会議や ESG 会議において、ESG に関連する広範なキーマンを集めてテーマの共有等を行うほか、各運用グループと専任部署とで、月次で専任部署の

ESG エンゲージメント状況の共有を実施している。また取材・エンゲージメントの内容（取材メモ）は運用部署と共有しいつでも見られる状況にしている。なお、これには株式だけでなく債券アナリストが実施したものも含まれている。また各エンゲージメントについて 8 段階で進捗管理しており、テーマごとに進捗状況も確認できるようになっている。

- エンゲージメントは通常の IR ミーティングと目的が異なるため、スチュワードシップ担当者と各企業を担当するリサーチアナリストが同席して実施することが通常の対応。場合によってはファンドマネジャーが同席。当社全体で組織的な取組みとすることで、個人の取組では企業のポジティブな変化を促すには足りない部分をドライブしていこうと考えた。例えば、アナリスト個人ではアクセスが難しい企業について、取締役会へのレター送付等を責任投資に係る委員会で対応している。

- 全てのエンゲージメントには、エンゲージメント専任部署が必ず同席することとしており、エンゲージメント専任部署に知見を集約している。また、エンゲージメント専任部署を少人数の体制とすることで、担当者一人ひとりが経験を積めるようになっている。

③ その他

- 長期目線で考えるためにスチュワードシップ活動の成果をインセンティブと結び付けることは重要と思うが、議決権行使や対話の効果を測りにくく、また数年かけて検証する必要があると考え、何をもって成果があったかを判断することが難しい。定量化は重要であるが、過度に重視すると 1 年で成果が出るような対話（情報開示の促進等）に集中してしまうことも懸念される。長期的な企業価値向上につながるような対話（例として経営者のサクセッションプランや経営改革等）は時間も労力もかかり、何が成果となるのか測定も難しいが、そのような対話こそ重要と考える。

- 自分たちの取組や対話の内容が、企業にとって有効かということは投資家として真摯に受け止める必要がある。アセットオーナーにおいて企業にどのようなエンゲージメント活動が有益かについてアンケートをとっている例があると思うが、運用機関において足りていないものがないかについて投資先企業がどのように受け止めているかを知ることで、運用機関としてとるべき対応を認識することは重要であると思う。

- 企業価値向上を目的とし（＝ともすると、アウトカムが出やすい開示の改善等に重きを置きがちであるが、あくまでも企業価値向上の観点での対話を重視）、対話の相手方に選ばれるようになることが重要ではないか。

（3）他社との情報共有（メリットや課題）

- 主にイニシアティブを通じて実施。パッシブエンゲージメント、市場の底上げには一定の効果があると認識。一方個別企業に対しては個社の考えがあり、ノウハウ共有には限界があると思うが、パッシブにおける各社共有の課題については効果がある。具体的にはイニシアティブを通じた取組みにより企業アクセスが改善する等。

- 所謂パッシブエンゲージメントについては目的が共通しているため意見交換を行うこともあるが、アクティブについては独自のノウハウもあり、難しい。パッシブエンゲージメントでの他社との連携

は協働エンゲージメントや連名で企業へのレター送付等を実施。

- 業界団体において隔年で座長として活動しており、世の中の動向も踏まえながら協働エンゲージメントのテーマを選定したり、団体としての提言をとりまとめたりしている。こうしたプロセスを通じて他の会員においても知見が得られる機会になっていると考えられる。（例えば、気候変動であれば現在はこのテーマで対応をすることが有益であるといった情報を、会員と共有している。）
- スチュワードシップ研究会や JSI（ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ）のミーティングで意見交換、情報交換は実施。深い議論まではしないが、業界全体として新たに取り組むべき事象が生じた場合には意見交換を行うことが多い。例えば、新たな開示手法（有価証券報告書における KAM（Key Audit Matters））についての取組みが始まり、これをどのように使用すべきか、まだどの運用機関も試行錯誤の状況であった際に、意見交換を行う等をしている。また Climate Action 100+ 等の海外イニシアティブ等でも、取組みを共有している。
- JSI 等で頻繁に意見交換は実施。国際的イニシアティブへの参加実績等もあり、他社からミーティングを持ちかけられることが多い。
- エンゲージメントの実効性をより高めることや、担当者のスキルアップを目的に、機関投資家協働対話フォーラムに参加。
- 米国投資家との意見交換を定期的に実施。具体的には、ある企業を対象に、どのような課題に対し、どの程度の期間をかけて、エンゲージメントを実施するのが効果的か、といったケーススタディを実施。
- 気候変動等の共通のアジェンダがある場合には運用機関間の意見交換が有益になることもあると思うが、当社としてホリスティックなエンゲージメントを行っているため、現状積極的に取り組んでいない。

2. エンゲージメントの対象とする企業

（1）選定方法の工夫

- 質と量のバランスを考慮することが重要。当社では重大な ESG 課題を定め、課題に基づいてスクリーニングを実施しアナリストの判断も考慮して対象企業を選定。重大な ESG 課題は運用への影響と社会への影響を考慮して特定。
- パッシブ戦略とアクティブ戦略のそれぞれの目指す成果に応じて、選定方法を組み合わせ、エンゲージメントを重点的に実施する企業を選定している。広く薄くエンゲージメントを行うより一定フォーカスすることで、より実効的な活動となり結果として社会によりよい効果をもたらすことを目指している。
- リソースが限られる運用機関においては時価総額の大きな企業に注力することが合理的だと思う。当社については投資割合、議決権保有割合から重要性に基づいて選定しており、一定規模以上の企

業、議決権行使上論点のある企業（主に中小型）、運用上の重要性等の観点から選定した企業にエンゲージメントを実施。リサーチのカバレッジとしては 700-800 社程度あり、これらの企業に対する対話はアナリストが実施している。広い意味でエンゲージメントである。これに加えて、重要な先 300 社を選定し、これらの先についてはマイルストーン管理を行って重点的にレバレッジかけてエンゲージメントを行っている。

- 対象のユニバースは全保有銘柄としているが、パッシブの受託もあり保有銘柄数が多数にのぼることから、網羅性、効率性双方を考慮して実際にアプローチする先は選定することが必要と思料。実際の対話企業数は年間約 500 社程度であり、市場の時価総額のうち 8 割程度は占めているとの認識。効率性という観点から時価総額の大きい企業、議決権行使に反対した等の問題のある企業を選定。特に重要な ESG 課題を抱えている企業には重点的に対話を実施。

- トップダウンのエンゲージメントについてはテーマに沿って影響度の大きい、あるいは時価総額の大きい企業を選定。情報開示の改善を目的としたエンゲージメントについては株式市場の底上げを目的としており、企業の規模、業界内の主力企業並びに環境社会などのサステナビリティ要素が企業価値の変動要素として大きい企業（情報開示エンゲージメントのテーマとしてサステナビリティ要素が多く含まれるため）を重視。

- エンゲージメント対象は約 400 銘柄。時価総額、利益、売買代金等の定量面と、定性面から選定した投資ユニバースを設定しており、該当企業については ESG インテグレーションとエンゲージメントを実施しレポートを作成。対象企業には、REIT や、クレジットアナリストが債券投資の観点から選定するものを含む。

- 複数年にわたって対話をすることが多いので、継続して定点的に対話を実施している企業が多い。メリハリのつけ方としては経済的インパクトを重視し、保有比率や時価総額、課題の重要度等を考慮。加えて株主提案がなされている企業については企業側、株主側、場合によっては社外取締役とも対話し多面的な検討をしている。

- 投資先全社にエンゲージメントするリソースはない中では優先順位付けが必要。当社では運用担当部署にヒアリングを行い、どのような企業にエンゲージメントをすることでアルファが創出されるか＝改善の余地があるかという観点でターゲットリストを作成している。合わせて具体的な課題を含めたテーマもヒアリングし進捗管理を実施。その他、特定のテーマについて課題のある企業（例として議決権行使に関するテーマ：女性取締役の割合等）、不祥事が起きた企業を対象とすることがある。

- エンゲージメントの濃淡をつけることは重要と考えている。保有銘柄のうち、高い事業価値をもっているものの、株価として評価をされていない企業については、どのように株価に反映させるかという戦略を提示し実行を求める、「濃い」エンゲージメントを実施、マイルストーンも設定して進捗を管理。それ以外の企業については、戦略や課題の共有等、ユニバース全体の底上げになるような対話を実施。

- アナリストが担当する銘柄数については上限値を設けている。（個社のファンダメンタルズ分析やそれを踏まえた分析を行うことのできる適正値を設定しており、将来的な有望銘柄を発掘した場合も対応できるようある程度余裕をもった値を設定している。）上限値の範囲内で、時価総額が大きい先のほか、中長期的に成長が期待される先やエンゲージメントに対して積極的な（＝変革が期待される）先を主にアナリスト判断で分析／エンゲージメント対象先としている。

- どの会社とエンゲージメントするかは委員会で決定しているが、選定はアナリスト、ファンドマネジャーが企業分析のなかで課題解決によりどのような企業価値向上が見込まれるかを提案する形をとっている。

- ポートフォリオマネジャー、アナリストからの提案等に基づき、対話によって企業価値が向上する可能性がある企業を選定して対話を行う。

- 企業が取組に積極的かどうかも考慮。情報開示の取組が先進的な企業とそうでない企業をバランスよく対話することも重視している。先進的な企業には、模範的な企業としてより充実した取組を促すことで業界全体を引っ張ってもらうことを期待しており、一方で、改善による効果が大きい企業には、対話により底上げを図る効果を期待している。このような取組により業界全体への効果を高めることを意図している。

- アクティブ運用会社として保有銘柄も一定程度に絞り込んでいる。投資先企業の課題を解決することで企業価値が向上し投資リターンに反映されるという効果を最大限享受するために、当社の複数のファンドで保有しておりエンゲージメントの効果が広く享受できる銘柄、エンゲージメントにより課題解決が見込まれる企業を選定している。課題解決の可能性が低い企業へのエンゲージメントに資源投下をすることは効率的でない。

- アクティブ、集中型の運用をしていることもあり、投資先企業全社とエンゲージメントを実施。エンゲージメント内容のレビューの中で、機会とリスクの観点からより集中的に取り組むべき企業についてはより深いエンゲージメントを実施することもある。四半期に一度はミーティングを行い、ESGに関する対話も実施。その時点で企業価値に最も影響を与えると考えられるテーマで対話を行う。その中で特に集中的にエンゲージメントを行う企業に対してはサステナビリティ担当の役員や社外取締役との対話を依頼した事例がある。

- 議決権行使に関するスクリーニングを行い、対話先企業を選定。（スクリーニングに抵触した先全てを対話先としている。）エンゲージメントを行う上で、その課題により、ある程度濃淡をつけており、特に業績不振、株主還元が不十分といった企業には重点的に準備をしたうえで対話を実施。また同じ担当者が複数年にわたって対話を行うことで、過去の対話のフォローアップもしやすい運営を実施。単に通告やヒアリングをするだけでなく、どうすれば行動を改善してもらえるかの観点からエンゲージメントを行っている。

- エンゲージメントは時間・労力がかかる取組であり、市場全体や 1,000 社 2,000 社といった膨大な数の企業にエンゲージメントを行うことは物理的に困難。薄く広くエンゲージメントを行うのではなく、対象を絞り込んで深いエンゲージメントを行うことがむしろ効果を高めることになるのでは

ないか。例えば同業他社の取組は企業側でも注視しており、同業種の企業に広くエンゲージメントするのではなく、一社にエンゲージメントを行うことで（リソースを抑えつつ）、他社への波及効果が得られることもあるのではないか。

（2）エンゲージメント機会が不足する企業（中小・中堅企業等）へのエンゲージメント

- 中小型企業についてはアナリストのカバレッジがない、専任部署のカバレッジを広げるのにも限界がある等から当社では中小型ファンドのアナリスト・ファンドマネジャーが対話をすることが中心。ファンドマネジャーにも注目すべき ESG テーマを共有することが重要と思料。社内会議等を通じてこうしたテーマの意識を高めようとしている。

- 最近では ESG の対話リクエストは増えており、中小型でもリクエストがあれば原則対応する方針。一方で、対話に後ろ向きな企業もあり、企業側の意識変革も必要。当社では中小型戦略もあり、ファンドマネジャーが対話を行っている部分もある。

- 中堅・中小企業については、その企業自身が企業価値を高める意欲があるかを重視しており、こうした企業とのエンゲージメント依頼は積極的に対応する方針である。企業側からのアクセスにより依頼を受けるケースが多く、原則すべて対応している。

- 改善意欲のある企業からの対話依頼は積極的に応じたいと考え、議決権行使・ESG に関する対話窓口を設置している。都合がつく限り依頼には原則対応している。

- 企業からの対話依頼に対しては極力対応するようにしている。企業としては投資家の意見が聞きたいということだと思うのでその内容も踏まえながら対応。対話を依頼してくる企業は、当社の保有額が大きい企業や大企業が多く、元々対話先になっていることも多い。

- 中小型株に分類される中小企業へのエンゲージメント自体は重要と考えている。中小企業は大企業に比べてディスクロージャーディスカウントが大きい場合が多いうえ、10 年超のタームで考えると将来の大企業に成長してゆく企業もあると考えられるため。

- エンゲージメント機会が不足する要因の 1 つとして、他社と比較してエンゲージメントをすべき事由の重要度が低いというポジティブな理由もあり得ると思う。当社ではエンゲージメントをすべき課題が深刻な企業については企業規模の大小を問わず対話を実施しているが、課題が深刻でなく、課題の解決によって得られるポジティブな変化が小さい場合には対話の優先順位は下がる。エンゲージメント機会が少ないことは必ずしもネガティブなことではないという捉え方もできるのではないか。

- 企業側からの面談依頼もあり、これらの企業からの依頼については中堅・中小規模含め対話を実施している。中堅・中小企業へのエンゲージメント機会という意味合いでは、当社単体では難しいかもしれないが市場区分の検証を含めたパブリックでのエンゲージメントや議決権行使を通じて中小企業も含めて影響を与えることはできるのではないか。

- 中堅・中小企業についてエンゲージメント機会が少なかったという事実はあると思う。まずはセミナ

ーや協働エンゲージメントを通じて業界全体での取組を図っている。当社では業務効率化で対話余力を捻出し、中堅・中小企業から議決権行使関連での対話依頼への対応により、対話件数は増えてきている。ホームページに ESG や議決権行使に関する問い合わせ窓口を設置しており、ここを通じてのアクセスやブローカーを通じてアクセス等がある。

・ リソースの観点から、エンゲージメントの対象企業を無制限に増やすことは困難との前提の上でだが、議決権行使で反対した等、課題のある企業を対象とすることで、時価総額が小さい企業も問題があれば選定されるようにしているというのは一つの工夫である。また、業界全体の対応策としては、「市場全体のレベルアップを促す」という観点ではプライム市場の要件を厳しくする等も（プライム市場上場を維持したい企業についてはインセンティブになりうるため）一つの解決策になりえるのではないか。また、同様の観点では、プライム市場上場企業に対する議決権行使をより厳しく判断する等、マクロ的な対応も考えられる。

・ 個別のエンゲージメントを全社に実施していくことは困難であり、セミナーやスモールミーティング等を通じて働きかけることが現実的と思料。運用機関だけでなく、各種業界団体のセミナーを活用することが考えられる。

・ 企業からの面談依頼については、対話窓口を設けているわけではないが、IR 会社や、アナリストを通じて紹介を受けることがある。広く窓口を開くことは、負荷面も含め対応は難しいかもしれない。

・ 企業からの対話依頼に対しては原則全て対応することとしているが、リソースの観点から電話、メールで対応することもある。年々対話依頼は増えており、今後も全てに対応することには課題がある。

・ 議決権行使や ESG に関する考え方についての講演依頼が増えている。例えば大阪の株式懇談会で運用機関 5 社程度の議決権行使に関する説明を行ったり、当社の証券代行部門の顧客に対して、他の運用機関も呼んでセミナーを実施したりしている。ICJ のプラットフォーム利用企業への動画配信等も対応。当社の議決権行使基準の考え方を企業側に周知することを意識的に実施している。

・ 保有がない企業については幅広く対応するというより、選別的に企業価値向上の可能性、投資先候補としての可能性を検討して対応している。

・ ファンドのパフォーマンスに貢献できるエンゲージメントを行うこと目的としており、企業からのエンゲージメントに全て対応するということにはならない。

【アセットオーナーからの意見】

・ 小型企業は運用機関からの対話の対象に含まれないことへの意見もあるのではないかと思う。効率的な対話という点では、時価総額の大きな企業を対象とすることが実効的であると思う。一方で、対象外の企業を放っておくことが良いとは思っていない。特にこれから大きくなっていく大型株に続く企業をどのようにフォローしていくかが課題であると感じているが、その点で中小型ファンドの役割は大きいと思う。

（3）企業側に求めること

- 企業において、運用機関と対話をしたあとに対話内容が現場留まりとなり社内で（経営陣に）共有されないため、結果的に対話が形式的になってしまうことがあるのではないか。
- できていることしか言わない、雛形的な文言に終始するよりも課題意識・将来のビジョンを発信してほしい。最近では統合報告書を作っている企業も多いが、現状の是認よりも課題意識を示したほうが投資家の期待感も高まると思う。
- 「この項目を開示するとよい」といった特定の開示があるわけではなく、企業として何を目指しているかを開示することが重要。特定の開示をすることでインデックスに組み込まれる、等の観点もあるかとは思うが、それよりも企業価値向上という 2 つのコードの原点に立ち戻って対話することが重要と思われる。
- 統合報告書の充実とともに開示も充実してきていると思うが、取締役会での議論のあり方や考え方がわかるような開示は有益。取締役会の体制・仕組みのみの開示だとその体制を採用している背景がわからない。開示を通じてその考え方がわかると今後の方針等の実効的なエンゲージメントにつなげやすい。
- 株式市場の評価が不当なのであれば IR、情報開示にリソースを投入するべきであり、経営者がそのように認識しているかが重要。中小企業の開示については金融庁や日本 IR 協議会にてベストプラクティスの共有や実践方法の紹介も進んでいると認識。
- まずは情報開示を充実して頂くことで、現在の株価が不当に低い評価になっていると判断されればエンゲージメント対象となることもある。また、エンゲージメントに対して積極的に対応してもらえない企業はエンゲージメントの対象とはしないため、対話に意思決定のキーマンが同席する等、エンゲージメントに対して積極的な姿勢を示して頂くことも重要。
- 企業の外部からの認知度を上げるという点ではやや背伸びをした開示や説明会等の取組は必要になるのでは。特に決算説明会もやらないような企業は是非実施したほうがファンダメンタルズ分析の観点でも市場の認知度が上がると考えられる。
- 横比較や支援会社のサポートに頼りすぎると形式的になることもある。現場の声等の企業らしさが出る内容や、現時点ではできていないものの取り組んでいる状況の説明等があると良いと思う。
- 企業価値向上に向けた財務面、非財務面の統合的な開示は大企業中心に徐々に充実しており、企業規模等に関わらず、こうした開示が更に充実することが望ましい。
- パッシブでのエンゲージメントは課題のある企業が中心となるが、アクティブについては投資魅力のある企業に対話することになるため開示の充実・改善はその第一歩になると思う。
- 当社は企業との対話の際には開示資料を読み込んで準備しており、特に統合報告書で価値創造ビジョン・ストーリーを記載してもらえると対話がしやすくなる。具体的にはパーパス、企業理念、マテリアリティ、ガバナンスが統合的に整理されていることが重要であり、企業における部門間の連携が

重要。そのためには経営のコミットメントが必要になると考える。最近では IR 部門とサステナビリティ部門共同のミーティングも増えている。

・ 日本企業の内向き思考が課題になっていることはあり、リスク管理の観点が抜けていると思われる企業は見られる。（例として、ESG に関する開示において、社会貢献の視点のみで説明されており ESG リスクについては言及されていない企業等）。

・ 企業から質問を受けるという機会は少ない（なぜ保有しているのか、どのような観点で投資判断をしているのか）。双方向での対話を通じて相互理解が実現するとよいのではないか。運用機関側も、運用者が対話をするケースもあれば、ESG 専門部署が対話をしているケースもあり、戦略によって考え方も異なるため、運用機関側の考え方を企業側も確認することで、より実効的な対話になるのでは。

・ 企業が運用機関の活動を十分に認識していないことも課題として挙げられる。例えば、議決権行使についての対話を総会直前のタイミングで要請されたとしても、対話の内容を総会議案に反映するのは実質困難であろう。

・ 本業、資本配分等の点から企業価値向上の期待が持て、変化・改善の意思が確認できる企業との対話が望ましい。

【アセットオーナーからの意見】

・ 対話という観点では、企業からもぜひ運用機関に自ら声をかけてほしいと思う。アクティブのマネジャーがユニバースに入っていないから面談を受けないケースもあると思うが、投資のユニバースに入る努力を発行体企業にも期待したい。

3. エンゲージメントのプロセス

（1） 「投資先企業の状況の把握」、「個社の状況把握にとどまらない個社の企業価値向上に資する有益なアドバイス」を行うための工夫

① 投資先企業の深いリサーチ

・ 重点的にエンゲージメントを行う企業に対しては個別の資料を作成してエンゲージメントに臨んでいる。資料を提出することで当社の問題意識が投資先企業内で共有されやすくなり、エンゲージメントが進展しやすいというメリットもある。

・ 対話先の企業に対し、エンゲージメントの約 2 週間前に「対話アジェンダ」を送付。アジェンダは個社ごとにオーダーメイドで作成しており、当社が投資家としてどのような点に着目しているのか等の課題意識を共有するとともに、企業側でもアジェンダの内容を社内でフィードバックしてもらうことで企業価値向上につながることを期待している。事前にアジェンダを送付することで、対話に対応するうえで適した参加者の選定にも活用頂けているように認識しており、テーマが多岐にわたる場合は 10 名程度の参加者となるケースもある。

- 特に重要な対話については資料を作成したうえで説明することもある。企業内でも共有されやすく、経営陣まで当社の意見が伝わりやすくなる効果があると考えている。

- 対象企業については、ESG インテグレーション分析（ESG 要素の評価を行った上で 5 年先まで業績予想）を実施。これに加え、重点的なエンゲージメントを行う場合は、企業の経営自体が最適なのか、最適でないとすればどのような経営をすればもっと企業価値が高まるのかを考え、十分な整理がついた段階で資料に落とし込み、提案につなげている。

- 重点的なエンゲージメントを行うためには、深い知識・経験が必要。海外の大手企業がどのような経営を行っているか、業界内でどのような経営を行っているか、他業界でもよい取組がないか、調査を徹底するとともに、ディスカッションを経て企業の悩みも聞きながら、よりよい提案を検討。選択と集中が十分でない企業に、整理の提案等を行う例が多い。

- 個社の良い点・悪い点を、時間をかけてリサーチをしたうえで優先順位の高いテーマを検討。対話時間も限られるので、テーマを 3 つ程度に絞って深い対話ができるよう準備をしている。個社リサーチもエンゲージメント専任部署が担当。対話は複数名で実施するので、バックグラウンド含め多面的なリサーチ・対話を実施。特に重要なエンゲージメントについてはチーム全体でのディスカッションも実施している。

- 基本はアナリストとの連携で個別企業・業界・ESG 全体のテーマを紐づけることを実施している。コンサルではないので具体的なプロセスの提示等は出来ないが、他社のベストプラクティスの紹介等はできる。企業側は同じ業界の知見は深いが、他業種についてはリサーチされていないことも多いので、そうした情報の提供は参考になると思う。セクターを超えて集積した情報を提示可能。

- 企業価値を高めるためには個社事情・業界事情をよく理解しておくことが重要であり、企業をよく知るアナリストと、ガバナンス・ESG の知見を持つ議決権行使担当の連携を重視。対話に同席することもあり、日常的な意見交換も行っている。専門的知識の蓄積については社内の連携のみでは不十分と考えており、イニシアティブを通じた海外も含む外部情報の獲得を図っている。細かいテーマにフォーカスしたイニシアティブも活用して網羅的な情報獲得に努めている。

- 投資家の立場から、投資先企業のどのような点を評価し、なぜ保有しているか等を伝えた上で議論を行っている。これを前提に対話を行うことで、当社の考えている前提と投資先企業の方向性が合致しているかを確認でき、その後の対話が有益になる。また、資本市場としての評価の観点を伝えることも有益と考えている。（例：企業側は資本コストを 6%と認識しているが、資本市場では 10%と評価されている場合、その差異はなぜ生じているのか、どうすれば差異は埋まるのか等について対話を行っている。）

- AI を使って統合報告書や有価証券報告書のテキストマイニングを実施して記述内容の充実度を項目別に定量的に把握したうえで、業種内や全母集団内で横比較している。統合報告書の記述項目は企業価値に繋がるものだが、記述内容が充実している企業は内容も実態を伴っていることが多い。多様なテーマについて、ベストプラクティスの紹介や改善案を提示している。情報開示については、AI を用いて統合報告書の記述の充実度をスコア化しており、この結果を投資先企業とも共有。競合他社と

の相対的な位置づけの見える化は企業側の関心も高い。また、これらの結果は資料として企業に提供しており、当社の課題意識等を経営層にダイレクトに伝えるという点でも有益であると認識している。

・ イニシアティブを通じて獲得した情報については勉強会を開くだけでなく、エンゲージメントに使用する。グローバルな ESG 動向をフォローし、各種イニシアティブに参画している責任投資全般の推進部署が資料作成のサポートをすることでもグローバルな知見を反映させるようにしている。同部署のメンバーは海外投資家も交えた各種イニシアティブの議論に参加しておりグローバルベースの生きた情報を獲得しているため、アナリストのボトムアップ（企業）の視点と同部署のトップダウン（グローバルな）情報の融合により効果的なエンゲージメントを行うことを目指している。

・ 個社の把握は対話前に開示資料や対話状況を確認してどのような課題に取り組むべきかを確認したうえで対話に臨む。対話内容は記録に残し社内で共有できるようにしている。対話能力の向上についてはベテランと若手での知見の共有のため、対話の場には両者が同席するようにしている。対話の場には加えてアナリストも適宜同席。

・ 企業の状況把握についても知見の深度によってレベルが異なってくることから、スチュワードシップ担当者とリサーチアナリストが連携して実施していることや、ベテランをアサインしていることが工夫として挙げられる。また、中長期視点での状況把握となることから非財務情報を体系的に（かつ定性情報の評価が属人的にならないように）把握する独自の仕組みを整備し、他企業との横比較等も可能にしながら実施している。

・ 投資先企業のどこに課題があるかを分析し、それをいかに相手に伝えるか検討している。企業側で課題認識が曖昧である場合、その課題がどの程度深刻であるかを伝えられるよう意識している。

・ 企業にとって耳の痛い話も言わなければならないということもあるため、ベテラン担当者を配置し、企業への伝え方の点にも配慮していることが工夫と言える。実効的なエンゲージメントを行うためには、経験豊富な担当者が実施するということが非常に重要であるとの認識である。

・ エンゲージメントは信頼関係がないと進展しないと考えており、まずは当社が投資先企業に提示する内容の質を高め、回数を重ねて対話することが重要と思料。

・ アナリストが中心となって企業評価を行うが、効率的に評価ができるような社内プラットフォームを構築。また従来の企業評価に加えて ESG や SDGs に関する社内共通の評価体系を設けることで一定の基準で企業同士を比較できるほか、アナリストの調査業務を効率化できるという側面もある。グローバルで共通のプラットフォームであるため、グローバルでデータを収集し、それを利用可能とする仕組みとなっている。

② 対話相手

・ 誰に対してエンゲージメントするのかが重要。元々は経営トップを重視していたが、最近は社外取締役へのアクセスを重視。また直近では人的資本の開示が始まるため、人事部長でなく CHRO にもアクセス。IR 以外との対話の窓を企業側も開いてほしい。

・ エンゲージメントは課題解決のための「取組」と理解しており、課題の取組についてジャッジ・意思決定ができる相手（例として株主還元に課題がある場合は CFO 等）との対話が必要と考えている。意思決定者へアクセスできない場合はエンゲージメントの影響度・効果が大きく低下するため、そのような場合には取締役会へのレター送付等の対応も行っている。なお、当社ではエンゲージメント先の企業とは定期的なコンタクトがあり、また一定の保有があることを企業側でも認識しているため、意思決定者とのアクセスルートは確保されていることが多い。

・ 当社では、担当者とエンゲージメントを行った際には対話内容を取締役会にフィードバックすることをお願いすることで、エンゲージメントがその場限りにならないよう工夫をしている。対話相手については、社外取締役と対話をするのが有効な場合もあれば、経営層よりも IR 担当者に働きかけた方が有効な場合もあり、ケースバイケースである。そのため、そうしたことを見極めることも運用機関側では重要である。

・ 課題を解決するためのキーマンとのコミュニケーションができるかは非常に重要。実効性を高めるために、キーマンと課題の共有を行った上で課題解決のための解決策を提示するが、その場だけの議論にならないように、エンゲージメント資料を作成し、ミーティングを行うことでエンゲージメントを行ったエビデンスとするとともに、企業内でもエンゲージメントテーマに関係する取締役会や関係部署など会社内に共有してもらえるようになっている。

③ 進捗の管理

・ エンゲージメント全件についてステージ管理という形でモニタリングを実施。アジェンダごとに企業との課題認識が共有されたか、アクションにつながったか、成果が出たか、企業価値向上にまでつながったかを管理。

④ 効果の検証

・ 個々のエンゲージメントと株価との時間的なギャップもあり検証は難しいが、一定量のデータに基づいて分析を実施。このような取組は特に、アセットオーナーに対してスチュワードシップ活動の意義を説明する際に有益と考えており、子会社と連携して分析している。

⑤ その他

・ 企業の変容を促すためには、複数からの働きかけがあることも有効であると考えている。例えば人的資本に関して、人材というテーマで先進的な取組みをしている企業とのパネルディスカッションを開催した。他の企業の取組みを生の声として聞ける機会の提供という意味で、企業の行動を促すために有益であると考えている。同様の趣旨で企業と企業を引き合わせるということも行っており、ベストプラクティスを行っている企業のキーマンと（取組みが途上の）エンゲージメント対象企業のキーマンでミーティングを設定している。

・ 特定の 1 社のみへの働きかけでは解決しない課題について業界全体での対応や省庁への働きかけが必要になることもあり当社として業界団体や省庁に対話することもある。

・ エンゲージメントの際に、スチュワードシップ活動報告書を手交している。対話の目的を伝えることが重要であると考えており、報告書を用いて当社の対話方針やどのような要望を行っているかを理解してもらうためである。また、対話事例集を見ていただくことで、自社に当てはめた場合に今後どのような対話がなされるのかという予見可能性を高めてもらうことも企図している。

・ 企業に対して、企業価値向上のために実効性の伴った取組みを促すためには、対話先企業で収益性向上を実現している企業がどういうことに取り組んでいるのかなど、データも示しながら対話を行うことが重要と考えている。例えば ROE について、弊社の ROE 基準を達成した企業と、未達成の企業の要因分析を実施。基準を達成した企業は、構造改革などを推進することで利益率が改善しており、また資産効率・資本政策を意識している例が相対的に多く見られた。投資家としては、ROE 向上に向けて利益率だけではなく、資産効率・資本政策も含めて取組みを進めて頂きたいと伝えている。

（2）プロセス上の課題

・ 真に業務を変えるような提案はインサイダー等の規制にも関連してくることがあると思う。ブティック型の運用機関では取締役の派遣等このような取組みを行うこともあろうかと思うが、当社のような様々なスタイルの運用を行っていると難しいと思う。

・ アドバイスについては重要提案行為に当たらないことに留意。

・ エンゲージメントの成果を見える化することは課題。当社でもマイルストーン管理の進捗状況を開示することで示しているが、何らか定量的に成果をアセットオーナーにも示していくことも重要と考えている。現在、学術機関と共同研究を行い、効果を測定しようとしている。

・ エンゲージメントの効果として、企業がアクションを起こすことだけではなく、その結果として企業価値が本当に上がるのかを如何に説得力をもって説明できるかが重要であり、効果をバリュエ―ションなど定量的な要素を含めて測定することができるとエンゲージメントを行う意義が投資家にも企業にも腹落ちする。したがって、エンゲージメント効果の評価計測手法の向上が課題である。

・ ESG 関連の情報については比較可能性や収集が担保されていないことが課題。グローバルな観点では英語開示、開示時期の点から十分な収集が難しい側面もあり、外部ベンダーから購入して ESG スコアを組成する等効率的な活動を意識している。

・ 企業・運用機関ともに ESG・サステナビリティと財務関連とで分断している印象。企業からの ESG 関連の開示もあまり経営戦略と結びついていないこともあるように思う。例えば人的資本について、本来的には経営に直結したテーマであり、リソース配分としての観点や賃金体系等が重要となってくるが、実態としては従業員のエンゲージメントスコアの改善等の開示に留まっているケースが散見される。

・ パッシブ運用においては、市場全体の向上が目的となるため、対象企業選定に工夫が求められるのではないか。

・ 企業側からするとアクティブとパッシブの違いは判らない一方で、アクティブとパッシブで求められる内容が違うと色々な要請がくる、という印象を持たれるのではないか。

4. 議決権行使

（1）対話内容を踏まえた議決権行使を行うための工夫・具体的な取組み

① エンゲージメントと議決権行使の一体的な運営

・ 議決権行使はエンゲージメントの効果を高めるためのツールであり、両者は分離不可分で一体運営すべきと考えている。例えば株主還元や資本政策等のエンゲージメントテーマがあった場合に、剰余金処分案について一度反対したからといって将来にわたって必ずしも同様の行使をするわけではない。企業側で配当性向の引き上げといったポジティブな変化が見られた場合に、まだ当社の求める水準には達していない場合でも、一度賛成に回った方が今後のエンゲージメントにおいてもプラスになると考えて賛成することもある。その後更なる改善が見られない場合には改めて反対に回ることもある。投資家として求める水準に、企業として短期間で到達できるケースは多くはないと考え、中間地点としてポジティブな変化を評価して賛成することが更なる改善を促す効果が期待できるのではないかと考えている。

・ 議決権行使基準は、ある程度裁量を認める形で策定しており、エンゲージメントの内容を反映しやすい仕組みとしている。また、行使判断はエンゲージメントの担当者が行っていること、担当者は数年間変更しない運営としていることから複数年に亘ったエンゲージメントを行使判断に反映できること等もエンゲージメントと議決権行使を一体的に行い、実効性の高い議決権行使を行うための取組みといえる。

・ エンゲージメントした内容については議決権行使に反映することとしている。また、エンゲージメントの内容を議決権行使に反映することを議決権行使ガイドラインに記載する、議決権行使結果をフィードバックする等により、企業側にも当社は何かあれば対話するスタンスであるという認識を持ってもらうことも重要。なお、議決権行使ガイドラインについては HP 上で公表するほか、セミナー等での説明の機会も設けており周知を図っているとともに、議決権行使に関しての企業からの対話依頼があれば原則対応することとしている。

・ TOPIX500 採用企業に対して女性取締役 1 名以上という基準を設けているが、基準に抵触した場合でも、企業との対話を通じてどのような取組がなされているかを踏まえて行使判断をしており、当該企業が社内での女性管理職等の育成を進めており、現状どこまでできているかという内容が確認できれば必ずしも反対しない。政策保有株式についても、縮減が進んでいなくとも政策保有株式のビジネス上の意義や縮減に向けた取組が説明され、合理性があれば必ずしも反対しない。アナリストやエンゲージメント実施のチーム、議決権行使のチームがエンゲージメントした結果、議決権行使基準と異なる行使をする場合には委員会の審議を経て最終判断を行っている。

・ 対話を通じて論点が解消されるケース、改善策が開示されたケース、改善の意思が確認されたケース

については反対していない。改善の意思が確認できない、明確な回答が得られないようなケースにおいては企業に通告したうえで反対している。当社ではエンゲージメントと議決権行使の連動を重視しており、このような運営としている。反対することが目的ではなく、対話を通じて論点を解消したり、企業価値向上のための取組を後押ししたりすることが重要と考えている。

・ アナリストがカバーしている銘柄、エンゲージメントを行った銘柄については個別に議決権行使に反映するように取り組んでおり、エンゲージメントと議決権行使はセットで戦略的に対応していくべきものと考えている。

・ 企業価値向上に資すると考えられる場合にはエンゲージメント内容を踏まえて議決権行使ガイドラインと異なる判断をする場合もあり、エンゲージメントを実施した企業については対話内容を議決権行使に反映する必要がないかを確認している。但し、議決権行使基準は「最低限の要件」という目線も意識して設定しているため、結果的に判断を覆す件数は限定的。

② 議決権行使基準の工夫

・ より実態に即した行使を行うための工夫として、会社の属性を踏まえた議決権行使基準を策定している。例えば ESG を考慮した議決権行使基準を策定したが、これは対象を気候変動問題への対応が重要課題と判断する企業、政策保有株式の保有が多い企業としている。

・ 理念的には企業の長期的な価値向上に資するような判断をすることが目指すべき姿。一方で、総会が 6 月に集中していることもあり全ての行使判断に十分に時間・リソースを割けないことが実態であり、議決権行使ガイドラインを如何に作りこむかが実務的に重視することである。当社としてどのような点を重視しているかを企業にわかりやすく開示するかが重要でありホームページで開示している。またガイドライン遵守を徹底しすぎると形式的にもなりかねずそのバランスをとることが重要。例えば、ダイバーシティの基準を設けたが、最低限今後の方針が作られている企業については対話もしたうえで行使判断を行っている。

・ 当社ではエスカレーションを基準として定めており、エンゲージメントで対応してもらえない企業については取締役選任に反対する可能性がある旨を基準で開示している。また議決権行使の定量基準に抵触していても合理的な説明があれば賛成することがある旨も開示している。

・ エンゲージメントの議決権行使へのエスカレーションを行使基準に反映。行使基準どおりの行使が形式的との批判もあるが、透明性・公平性の観点からは基準を適切に定めておくことが重要である（機械的に行使することが実効的な行使につながるような行使基準を策定することを目指している）。

・ 当社では 6 月総会の結果を受けて基準にも反映しており、各企業に達成を望むものとして策定している。一方で基準だけでは拾いきれない内容もあるため、そのような点についてはエンゲージメントで対応する方針。

・ 議決権行使基準は十分な議論を行った上で見直しを行い、公表している。また業績基準については業種ごとのスクリーニング基準を設けており、基準どおりの行使を行う場合でも画一的な基準で判断

する形式的な行使とならないようにしている。パッシブの全銘柄に対話することは難しいため、議決権行使基準を公表、企業に送付し、意見交換の機会も設けると伝えるなど幅広く当社の基準を伝える取組を行っている。また、議決権行使基準に抵触する可能性がある企業や基準どおりの行使をすることに懸念がある企業については個別に対話を依頼することもある。企業から要請があった場合は現状ほぼ全て対応している。

・ 実態とあまりにもかけ離れた行使基準では意味が無いため、企業との対話により現状を確認したうえで、基準に盛り込むかを検討している。

・ 議決権行使基準についてはあまりにも現実と乖離していても効果が限定的と考えられるため、投資家として要望する水準と現時点での企業の対応状況を反映させるようにしている。

③ 議決権行使方針の周知

・ 議決権行使を実効的なものにするためには、企業に対して議決権行使基準の考え方を理解してもらうことも重要である。そのため、（行使基準について周知し理解を深めてもらうために）総会時期より十分な期間をとって毎年 11 月に基準を改定し、その後エンゲージメントを通じて企業の状況を把握、行使判断を行い、その結果を踏まえて次年度の基準を検討するというサイクルとしている。また、企業向けセミナーや役員向け研修等の場で当社の考え方を周知する機会を持つようにしている。このほか、「望ましい経営」を文書化する等の取組みも行っている。

④ 議決権行使前後のフィードバック等

・ 前提として企業の現在・将来も見据えて企業価値向上につながるようにという考えのもと一定のプロセスを経て議決権行使基準を定めている。対話は全てデータベース化しており、議案精査の際に対話内容も踏まえて賛否を判断している。結果として基準どおりになることもあるが、対話した企業については全件対話内容を確認したうえで行使判断を行っている。反対に至った場合等、企業へ行使結果のフィードバックも実施。また行使前の対話の時点においても基準抵触の可能性が高ければその旨を企業に対して伝えており、企業との信頼関係維持に留意している。

・ アナリストとポートフォリオマネジャーが招集通知とガイドラインの内容を照らし合わせて行使判断を実施し、総会後のミーティングで企業に対しては行使結果・理由を説明。長期保有している企業が多いこともあり、企業側も当社の行使基準・考え方をよく理解してくれているとの認識である。このほか、スチュワードシップ・レポートにおいてエンゲージメントの結果、ガイドラインと異なる判断を行った事例を開示している。

・ 基準に抵触しそうな企業については総会前にエンゲージメント機会を設けるようにしており、企業側の主張も聞きながら当社としての考えも共有している。業績に関する基準について抵触するような事例もあるが、業績基準の適用が形式的であるとか基準が厳しすぎるというような企業側からの指摘はあまりない。

・ 事前の対話が中心になるが、反対比率が高かった企業や特徴的な議案のあった企業は次の総会までの間の対話の機会の際にフィードバックすることもある。

・ 反対行使をした銘柄について、企業から状況説明をしたいとの要請を受けることはよくあり、その際には、エンゲージメント対象でなくても対応するようにしている。当社は運用機関の中でも反対比率が高めであると認識しており、企業からの確認も多く、真摯な取組が必要と認識。なお、現状は対応できているが、今後、こうした要請が更に増えた場合の対応には不安がある。

【アセットオーナーからの意見】

・ 投資先企業に情報開示を求めているが、運用機関の開示も重要と考え、まず運用機関には議決権行使の基準の開示を求めた。企業に基準を確認してもらった方が無用な問い合わせが減ると思う。議決権行使の考え方も合わせて開示している運用機関もあり、企業の理解を深め、透明性を高めるという点で良い取り組みだと思う。

（2）対話内容を踏まえた議決権行使を行うための課題

・ 最大の障壁は総会が集中する時期の時間的リソース。改善策として電子行使プラットフォームの浸透はあり得る。企業側が重視しているのは役員選任だと思うが、候補者が決まらないうちに説明することは難しく、総会間近に集中しがちである。

・ 投資先銘柄が少なければ各社それぞれの企業価値向上に資する議決権行使を考えて判断することが可能であり理想的であるが、投資先銘柄が多いこと、行使判断をすべき時期が 6 月総会の時期に集中していること等により現実的に困難。

・ 対話依頼には原則対応することとしているものの、人員的にはこれ以上依頼が増えると全て対応できるか、という状況であり人材獲得は課題。

・ 約 2,200 社の上場企業があり、全件対話に基づく行使を実施することはリソースとして困難。企業の実情にあった行使を行うためには企業からの説明が必要になる。事前に企業から開示・説明があれば反映することは可能。

・ 企業との建設的な議論ができる関係構築を重視しているため、企業との対話の最中にはその内容を開示はしにくい。したがって行使理由の対外的な説明・開示や、対話をしていない企業との差異の説明等は課題。

・ エンゲージメントの内容は議決権行使に反映していく方針。独立性の有無で判断することについて企業から意見を受けることがあるが、直接対話をしていない以上は表面的な情報に基づいて判断せざるを得ないため、候補者の方との対話機会を設けてもらう等の対応が必要と考える。

・ 運用機関においてはエンゲージメントの内容を議決権行使に反映させる取組がなされているとの認識である。一方で、市場全体の行使結果に対して与える影響の大きい議決権行使助言会社においては、補足的な情報を反映させる（実質的な行使判断を行う）ことが物理的に困難であるということには課題を感じている（株主総会の集中）。

（3）業界全体で「（対話内容を考慮しない）形式的な議決権行使」を抑制するための対応策

・ 業界全体として議決権行使が形式的であるとの指摘がある点に関しては、フィードバックを行うこ

とは重要と考える。加えて運用機関側の議決権行使基準に対する考え方、パーパスについての企業側の理解の浸透が十分でないこともあるのではないか。

- 企業からすると、対話をしたうえでその内容が反映されずに議決権行使をされることが最も信頼を損なうと認識。当社としては対話内容を踏まえてどのように判断をしたのかは十分に説明することを意識している。

- 社内でどれだけ充実した議論を行った上で行使した結果であっても、行使結果は「賛成」か「反対」かのいずれかしかないため、議決権行使が「形式的」であるかどうかの判断は難しいとも感じている。その観点でも、どのような考えに基づいて行使を行っているか、行使前後の対話が重要と思料。

- エンゲージメントを実施したからといって必ず議決権行使基準と異なる行使をするわけではなく、判断を覆すだけの企業側のアクションも必要であり、企業に対しても判断の背景となる当社の考え方については説明している。なお、企業側にはできる限り行使結果に納得いただきたいと考えており、事前の面談の場合には賛否についてはっきりとは言えないものの、当社の判断に納得してもらえ、企業側の次のアクションに繋がるような形で具体的に当社の考え方を伝えるように心掛けている。

- 対話先企業から、企業は対話で運用機関に背景等を説明したにもかかわらず、当該運用機関から最終的に理由は言えないがとにかく買収防衛策には反対する、と言われたとの話を聞いたことがある。運用機関、アセットオーナーも、どのような考えのもとで企業に要望しているのかを伝えるべきであり、形式的との声があるということは、建設的な対話が十分に尽くされていない可能性があるのではないだろうか。

- 招集通知のみの開示では不十分なことが多く、対話の時間も十分に取れないというような状況であればガイドラインに則って行使するしかないのではないか。企業側でも、開示を充実させること、対話の機会・時間を十分に確保することが重要。

- 招集通知の発送時期について、既に（従来の 2 週間前から）総会 3 週間前がスタンダードとして早められているが、招集通知を早期に送付してもらうことで時間をかけて行使判断を行うことができると思う。

- 議決権行使のガイドラインは各運用機関の投資方針にも近いものであり、各機関各様の内容。企業にとっては、異なるガイドラインを精査することは大きな負担であり、大きな課題ではあると思う。一方、各機関の課題認識や目指す方向は共通する部分が多く、取引所、行政等のステークホルダーも同様と認識。可能な限り、ステークホルダー内でも連携していくことが重要と考える。

5. 実効性評価

（1）実効性評価に関する取組み、スチュワードシップ活動への影響

- コード対応の一環で年次で自己評価を実施している。社内で報告書を確定するために、社外者を含む

会議体で報告・意見をもらっている。当社では自己評価を取締役会決議事項としており、経営陣も含めて重要事項と捉えている。社外取締役からは、当社の独自性を如何に出すか、当社のエッジは何かを頻繁に意見を受ける。具体的には個社別のカスタマイズ、アクティブならではの取組みの強化等。その他、経営陣に対しては運用会社としてのガバナンスや ESG に関する取り組みについて意見をもらっている。

- 自己評価は、スチュワードシップ活動に係る意思決定機関である責任投資に係る委員会のメンバー等を対象にアンケートを実施し、その結果に基づいて議論を行うという方法を採っている。例えば、責任投資の諮問会議（委員会が決定した内容や運営全般を監視する役割）において現場のエンゲージメントの実態が把握しにくいとの意見を踏まえて、エンゲージメントについて報告する機会を設けた。

- アセットオーナーからの評価は自己評価の中でも重視。例えば議決権行使基準の重大な変更については適用の 1 年前から公表しているが、そのような取組についてはアセットオーナーからも高く評価されており取組を継続している。一方で、当社としてのトップダウンでの考え方、表現、メッセージが足りないという指摘を受けたこともあり、経営からのトップダウン、重大な ESG 課題の設定といった取組を始めている。

- 顧客との対話は日々記録に残しており、顧客から何らかの要望を受けた場合にはなるべく速やかに反映するようにしている。ESG に関する考え方や議決権行使の運営等、提案を受けることがあり、朝会やメンバーへのメール配信等で速やかに共有。

- スチュワードシップ活動の実効性は、「これができていれば良い」というスタンダードな項目があるわけではないので、外部評価も含めて色々な観点で評価を行っている。例えば PRI アセスメントにおいて議決権行使の個別開示に関する質問が設けられたことを踏まえ、今後グローバルにもこうした取組みが求められるようになると考えて外国株式についても開示を開始した。また、気候変動対応について Investor Agenda の ICAP を活用して振り返りを行っているが、この中で政府機関等にも働きかけるポリシーエンゲージメントも評価項目となっており、当社の重視している活動の重要性を再認識した例もある。

- 年に 2 回評価委員会に報告して評価を受けるというプロセスになっている。その中で現在の課題も整理・報告することとなっており、毎年の改善につながっていると認識。例えば、議決権行使までの期間が短いため負荷がかかるとの問題提起がされ、電子行使プラットフォームの活用を進め改善がすすんだ。限られた資源でエンゲージメントを進める中で、より効果を高めるためにどのような取組ができるかを検討し続けることが必要と考えている。定期的な振返りの中で抽出された良い事例を社内で共有している。

- 年に 1 回は議決権行使ガイドラインや対話方針については議論し、今後の方針・戦略を検討、スチュワードシップ活動に係る委員会にも共有したうえで対話・議決権行使を実施。対話・議決権行使の実績を踏まえて方針・戦略がどの程度実現をできているか検証することで PDCA を回している。

- 毎年自己評価を実施し、指針レベルで今後の改善点も含めて開示している。掲げた改善点については

翌年の自己評価の中で実際に改善されたかも確認している。

- 自己評価は責任投資に関して協議する会議体メンバーにアンケートを実施し、課題を抽出、取組内容を協議する。それら取組内容は経営会議等を経て決定。
- エンゲージメントの実効性評価については KPI に基づき個別企業の対応がどこまで進んでいるかを把握できるようにしている。
- スチュワードシップ活動全般の評価基準構築は難しいが、個々のエンゲージメントはマイルストーン管理をしており、会議体に報告。
- エンゲージメントのベストプラクティスをどのように反映・共有するかが重要と考えており、四半期に一度ブラッシュアップミーティングを開催、その四半期の取組で良かったこと悪かったことを振り返り、結果を共有。
- 次年度の活動を検討する際にはデータに基づいて分析や振り返りを行った上で、次年度の活動を策定している。たとえば ROE の改善が進んでいる企業とそうでない企業にはどのような傾向が見られるか、なるべく定量的な形で企業にも示すことで改善を促している。

（2）今後の課題

- エンゲージメント活動と企業の変化（業績、体制等）について定量的な評価を実施。昨年の分析では、体制面（女性役員の増加や買収防衛策の廃止等）についてはエンゲージメントの効果が確認されたが、財務面への効果は確認されなかった。こうした体制面の変化を財務面（具体的には業績等）に反映させるかが今後の課題として認識しており、継続して取り組む予定。
- エンゲージメントの最終的な目標はアルファの獲得、企業価値の向上であり、エンゲージメントの効果を明確に把握出来ないことが課題。定性的な成果、企業の変容は確認できるが、それらが株価にまで反映されているかまでは実際の測定が難しい。

6. 協働エンゲージメント

（1）協働エンゲージメントのメリットと課題

① メリット

- 機関投資家協働対話フォーラムには当初から参加、同じ目的に向かって取り組むという点で効率的な活動ができているという認識。企業からするとプレッシャーに受け取られることもあろうかと思うが、短時間に大手運用機関複数社と対話できることは有益と考える。協働エンゲージメントの有益性についてはコードで一層の記載があってもよいのではないか。
- 機関投資家協働対話フォーラムに参加、当社単独では会えない企業やステークホルダーとの対話機会が生まれることは大きなメリット。

- 協働対話フォーラムのメンバーでもあり、積極的に活用。協働対話フォーラムでは、参加運用機関それぞれに役割を分担しており、各社がリード役として質の高いエンゲージメントを行うことが求められている。

- 買収防衛策や政策保有株式等の企業側の抵抗が根強いイシューの進捗を図るうえで複数の運用機関から働きかけること、様々なルートから働きかけることは企業に問題意識を浸透させるうえでも有効と考えている。投資家の共通認識として問題であると伝えられることは強みと考えている。

- 当社のマテリアリティに合致するイニシアティブを選定。参加していると他の運用機関から各種エンゲージメントの情報提供が得られるため、当社にメリットのあるものに参加。海外の協働エンゲージメントでは NGO やアカデミックの知見が活用されていることが多いのもメリット。例えば Climate Action 100+は対象企業の状況がベンチマーキングされており、評価体系も開示されているため、企業の状況把握に役立っている。

- グローバルな共通イシューについて、イニシアティブへの参加を通じて実施している。最近では Access to Medicine や Access to nutrition、森林保護、PRI を通じた人権関連の対話等に参加している。グローバルイシューについては海外も含めた多様な知見の獲得が可能であり、これを自社のエンゲージメントにも活用できる。イニシアティブによってはエンゲージメントに必要なデータ提供が受けられる。また、重要な ESG テーマが増加傾向にあるため全てを自社で調査し対話を行うことが難しいという観点でもメリットはある。それ以外のテーマについては他の投資家とのコンフリクトが生じやすいこと、重要提案行為やみなし共同保有の問題から実施は難しいと考えている。

- イニシアティブを通じた協働エンゲージメントについては、海外運用機関も参加しているので、海外での具体的な事例や、エンゲージメントの過程含めて知ることができる点は有益。また日本と海外で考えていることが実は変わらないという気付きもある。同じ内容を海外運用機関が伝えることで、あるいはその伝え方によって企業側の受け取り方が違うということもある。

- Climate Action100+、PRI の人権イニシアティブ等にも参加しており、知見の獲得もさることながら協働エンゲージメントも実施、世界の投資家の課題意識を企業に伝えることも有益と考える。
- 協働エンゲージメントのミーティング（インフォメーション・シェアリング）が概ね月次で開催され、海外の運用機関がどのような視点でエンゲージメントを行っているのか（グローバルな視点はどのようなものか）等の情報も獲得できる点はメリットであり有効に活用している。海外のエンゲージメントと国内のエンゲージメントはメンバーを分けているが、海外の知見を取り込むために国内のエンゲージメントにも海外担当メンバーを参加させている。

- 海外イニシアティブには積極的に参加。海外投資家の目線を知ることは重要と考えており、また、海外企業に対してエンゲージメントを実施する場合には海外投資家と協働した方がアクセス可能性も高まる。例えば、気候変動関連のエンゲージメントに際して、海外の投資家は企業に対する要求水準が高い。スコープ 3 の目標設定についてや、業界団体に対してどのように接しているか等も対話内容としており、こうした内容をどこまで強く求めるのか等の対話方法について海外投資家ならではの対応を見ることができる。要求水準が高いことが必ずしも良いとは思わないが、将来的に国内企業

にも同様の対話がなされ得るものとして注視している。

・ 連名の文書でアプローチすることで、企業側の受け止めも個社で行うよりも重くなり、改善を促す効果があると考えている。

② 課題

・ 協働エンゲージメントは利害関係者が増えるため、基本的には単独でのエンゲージメントを選好。運用機関間での連携、調整が必要になり、各社の利害も一致しない場合もあると考えられる。当社として意思決定者にアクセスできないような企業に対して、何らかの影響力を行使するためには協働エンゲージメントが有効になることもあると考え、そのような場合に活用することになる。

・ 重要提案行為・大量保有報告との観点で線引きが現状はクリアでなく、リスクがある状況では取り組みにくい。イニシアティブでの情報収集、企業とのやり取りを実施しているが、企業にインパクトを与えるような対話を重要提案行為に当たらないように実施することは難しいと考えている。明確な定義ができるとありがたい。

・ 国内での協働エンゲージメントには、共同保有・重要提案行為との関係で取り組んでいない。この問題がクリアになるのであれば、パッシブの議決権行使の課題についても各社で分担するという対応もできるようになるのではないかと思うが、現状は難しい。（共同保有・重要提案行為と協働エンゲージメントとの関係が明確になれば）積極的に活用したいが、協働エンゲージメントにもリソースを使うこととなるので、それを踏まえて当社としてのメリットになるのかを考慮したうえでの対応となると思う。

・ 現状では何が大量保有に当たり、何が重要提案行為に当たるかがわからない。結果として保守的に、当たり障りのない対話になりがち（例として、業界のベストプラクティスの紹介など）。また大量保有、重要提案行為に該当するリスクを懸念してイニシアティブ活動への参加を躊躇する例もあると聞く。

・ 議決権行使の際には、大量保有報告との関係で、協働エンゲージメントの内容と切り分けて判断するよう留意しなければならない。協働エンゲージメントにおいて提示できる内容は参加運用機関の合意可能な内容になり、各社の要求水準とは必ずしも一致しないことになると思う。そのような前提のもとでもメリットの方が大きいと判断されれば協働エンゲージメントも活用することになると思う。

・ 協働エンゲージメントを行うことが重要提案行為に該当しないかということが懸念になっている運用機関もいると聞いている。重要提案行為の定義がなお曖昧で、最終的には個別判断となっており、特にパッシブ運用を行っている運用機関にとって取組を躊躇する要因になっていると思う。

・ 大量保有報告、重要提案行為に該当しないかという点は日本企業へのエンゲージメントにおいて課題。例として、Climate Action 100+では、通常エンゲージメントに参加したい投資家は制限なく参加できるようになっているが、日本においては、上記の観点を鑑みてリード・マネジャーとなる国内投資家 1 社と海外投資家 1 社で行うという整理を実施している。海外投資家からはなぜそのような制約があるのかという意見を受けることもある。どのような形式であれば協働エンゲージメントを行

えるのかがさらに明確になれば海外投資家のエンゲージメント、ひいては投資も呼び込めるようになるのではないか。

・ 大量保有報告制度との関係から慎重に対応。ルールに外形的にも抵触しないよう、個別企業への対話は慎重に対応。

・ 協働エンゲージメントが重要提案に該当しないかという点は常に意識。対話の冒頭に共同保有していないことを述べる、レターの記載についてもかなり配慮している等はあり、本来伝えたいことが伝えにくくなっている可能性がある点は課題。

・ （協働エンゲージメントは）現状は日本ではほとんど行っていない。これは、重要提案行為に該当しないかという法制度との関係性が大きい。また、日本企業においては主にガバナンスに課題のある企業が多く、ガバナンス関連のエンゲージメントはビジネスモデルや収益力といった内容が中心的であることから、運用機関各社で重視するポイントも異なり、共通のアジェンダをもちにくいのではないか。

・ ある企業の課題をどのように解決していくかについては各投資家のアプローチが異なることもあり意見が分かれることが多く、合意の難しさという課題もある。

・ アクティブ運用の場合は、個社の戦略とバッティングすることもあるので、パッシブ運用や市場の底上げが中心になると考える。サステナビリティ等が中心になると思うが、通りいっぺんになりがちで企業に受け取られにくくなることも懸念。

・ 協働エンゲージメント自体は有効な手段と思うが、似たようなテーマのプラットフォームやイニシアティブが複数あり、今後統合が進むことを期待。当社もイニシアティブを積極的に活用しているが、運営も負荷になっており、複数掛け持ちは難しくなっている状況。

・ 負担感が大きいことも協働エンゲージメントを躊躇する要因の一つではないかと考えている。当社では海外イニシアティブにおいてもリード・マネジャーを務める等、実態的な取組に努めているが、名前を連ねるだけという運用機関もあり、Climate Action 100+では実態的な取組が見られない投資家の除名もなされた。

【アセットオーナーの取組み】

・ 協働エンゲージメントでリード・マネジャーを務めることで、ノウハウや知見・経験もつき、結果としてエンゲージメントに係る能力も向上すると考えているため、協働エンゲージメントへの参加や関与の仕方についてスチュワードシップ活動の運用機関評価に加えている。

【アセットオーナーからの意見】

・ パッシブ運用はそもそも企業調査をしないことから低いコストで運用しており、それがパッシブ運用のメリットである。低コスト運用のメリットを阻害しないためには協働エンゲージメントが有効な手段である。運用機関のスチュワードシップ活動を実効性あるものにするためにも、協働エンゲージメントが促進されるよう大量保有報告制度の必要な見直しが肝要である。（パッシブ運用において

は、エンゲージメントに際しての企業調査が十分ではないとの意見に対して）パッシブ運用の特徴を踏まえれば、スチュワードシップ活動には自ずと限界があり、協働エンゲージメントを活用して課題の軽減を図っていく必要がある。

・ 多くの運用機関が協働エンゲージメントを活用しているが、協働エンゲージメントを検討する際のポイントとして重要提案行為や共同保有を挙げる運用機関もある。

7. アセットオーナーとのコミュニケーション

（1）アセットオーナーとのコミュニケーションによってスチュワードシップ活動が改善した事例

・ 特に公的年金は複数の運用機関を比較しているので手厳しい指摘もある。その中で他社はこのような活動もしている、といった指摘を受けることもあり体制強化に繋げられる。特に顧客からの指摘は全社的にリソース確保も含めて取組みやすい。

・ アセットオーナーへの報告は定例で実施しており、エンゲージメントや議決権行使の内容を報告している。第三者の視点でみたときに、例えばエンゲージメントの進捗があまり見られない事例について、エンゲージメントの効果が期待できる先なのかという指摘を受け、ポジティブな変化を期待できる企業なのかということを当社としても改めて検討しエンゲージメント対象から外す検討を行ったこともある。対象を絞り込んでいることもあり、個々の事例を報告することが多く、個別の事例に関する具体的なディスカッションも多いため有益な機会であると認識している。

・ アセットオーナーからのフィードバックを受けて議決権行使ガイドラインの改訂の際に参考としたり、アセットオーナーの意見も踏まえて海外イニシアティブへの参加を検討したりした事例がある。

・ アセットオーナーからのフィードバックが非常に重要。厳しい意見でもフィードバックしてもらえた方が改善につながる。

・ 先進的な取組をされている企業年金からは詳細な報告を求められることもあり、報告のなかでフィードバックを頂くこともある。内容によっては当社のスチュワードシップ活動のプロセスに反映させることも検討。

・ アセットオーナーへの報告に向けて自己評価も行うので次の取組につながる、フィードバックを受けることで業界動向も把握することができる。

・ アセットオーナーへの報告に向けて詳細に記録をするようになったことで担当者内でもエンゲージメント内容についてレビューをより意識するようになり、サイクルがうまく回るようになった。

・ アセットオーナーが開示している資料等に公開される他社の好事例を参考にすることがある。

・ アセットオーナーが公表している資料を取組みの参考としている。

・ 日本のアセットオーナーは、基本的に運用機関の取組みを尊重する傾向が強く個別具体的な要請を

受けることは少ないが、アセットオーナーにおいてもスチュワードシップ活動の評価、モニタリングを重視する動きが強まってきており、運用機関へのプレッシャーとして活動の高度化に貢献していると思う。

・ アセットオーナーによっては当社の活動に対して個別のフィードバックがある。アセットオーナーへの報告自体は、当社内でのとりまとめを経て自身の振り返りになることも含め、有益と考えている。

【アセットオーナーの取組み】

・ エンゲージメントを重視した運用の委託先とは四半期毎のエンゲージメントの進捗状況など意見交換をしている。それ以外の運用者とも、議決権行使基準改訂のタイミングや株主総会後等において、投資先との対話の状況について意見交換を行っている。そのほか、日系外資系問わずグローバル展開している投資家とは ESG の新しいテーマなど幅広く意見交換している。

・ アセットオーナーの考えを運用会社に理解してもらう必要があり、双方向のコミュニケーションの機会を多く持っている。評価に係るミーティングに加えて定期的にミーティングを開催しているケースもある。評価ミーティングのフィードバック等で要望がある時は個別にお伝えすることがある。

（2）アセットオーナーへの報告内容・報告方法

① 報告全般

・ アセットオーナーごとに注目点が違うことは理解するが、似たような項目についてもフォーマット・定義が異なるため負荷がかかる（他のアセットオーナーへの回答を流用できない）部分がある。最近は特にアセットオーナーの関心も高まっていて、質問の頻度や量が増加しており、負荷はかなり高まっている。最近は具体的な事例の報告を求められることも多くなっているため、調査担当者やエンゲージメント担当者が報告も対応せざるを得なく、エンゲージメントに割ける時間に影響するという側面がある。

・ 報告内容として議決権行使判断や対話の内容が求められているので、対話業務そのものへの知見が必要になるため、報告資料の作成はスチュワードシップ活動の担当者が実施している。結果として、本来対話にかけられるリソースを報告業務に費やすこととなっている。

・ 各アセットオーナーが各様の様式で報告を求めており、質問項目も増加傾向であり、負荷は増大。運用機関の自由プレゼンとして、各社がこだわりをもって取り組んでいる内容を評価して頂くのがよいのではないか。

・ アセットオーナーごとに要請される報告フォーマットが異なる点は負荷が大きい。報告フォーマットの統一や関心のあるテーマへのメリハリをつけることは課題。

・ アセットオーナーに限らず、コンサル、公的等様々な機関からアンケートの要請を受けることは増加。

- 国内では運用機関をモニタリングするためのリソースが十分なアセットオーナーが限られているので、報告内容が形式的になることも多い。最近ではスマート・フォーマットの普及により報告の負荷は従前より低減しているが、アセットオーナーがどのような点を重視しているのか伝わってこず淡々と報告して終わることもある。特に企業年金においてリソース不足をよく聞く。

- 事例の報告は取り組みやすいが、対話の件数や、対話テーマごとの件数を求められると負荷がある一方、評価にどのように反映されているかも疑問。（集計方法もアセットオーナーごとによって異なる。）対話の内容、重視する点は投資家毎、運用戦略毎に異なるという視点をもつと良いのではないか。

- 個別の事例の報告、ディスカッションが中心であり、あまり負担に感じていない。

- エンゲージメントについては膨大な報告を求めるのでなく、代表事例を聞いてその質を評価する、ということで良いのではないか。

- 日本のアセットオーナーにおいては、「何を重視するか」が明確になりにくいとの認識。そもそもスチュワードシップ活動は「最終受益者のためになっているか」という観点が重要だと思うが、最終受益者である個人から意見・要請があまり出ないためその意見を活動に反映しづらいことも背景にあるのではないか。

- アセットオーナー自身がスチュワードシップ活動を求められていることもあり、報告の量が年々増えている。エンゲージメントの事例等は直接担当している者が臨場感をもって伝えることが重要と考えているため、エンゲージメント専任担当者のリソースをかなり投入する必要がある。

② スマート・フォーマット

- アセットオーナー側が質を評価するための項目をまとめたものがスマート・フォーマットであるとの認識であり、スチュワードシップ活動の質の評価にスマート・フォーマットの活用が一つの対応と考えている。

- スチュワードシップ活動を重要視するアセットオーナーが増えるにつれて報告のリクエストも増えている。重点的にモニタリングする項目は共通していると思うので、スマート・フォーマット含め報告フォーマットの統一が進むとよいと思う。コード上で、フォーマットの共通化等により、より実効的なアセットオーナーとの対話に注力すべき、等の記載があると良いのではないか。

- アセットオーナーごとに報告フォーマット、集計時点や基準が異なっている点は負荷になっている。スマート・フォーマットへの移行も徐々に進んでいるが、完全な移行がされていない、独自項目が残っている等の課題は残っている。最近はスマート・フォーマットがカスタマイズされる事例が散見される。また債券版・外国株式版のフォーマット作成要請もある。

- スマート・フォーマットで報告の負荷は省力化された一方で、最近ではスマート・フォーマットに加えて独自の質問をされる例も増えてきており、スマート・フォーマットの導入意義が薄れないか懸念。

- スマート・フォーマットも 1 つの解決策とは思うが、スマート・フォーマットの派生版ができてい

るのが実態。

・ スマート・フォーマットについては使い方も整理した方がいいと思う。現状は網羅性とカスタマイズが中途半端になっており、細かい項目もあるもののそこから更にカスタマイズされている状況。

・ スマート・フォーマットもかなりボリュームがあり、一部の私的年金では使いにくい面もあると思うので、詳細版・要約版といったある程度のパターンがあってもいいかもしれない。

【アセットオーナーからの意見】

・ 運用機関にとって統一された画一的な報告形式が効率的であることは理解するが、一方で、画一的な報告しか提供されないと運用機関の十分なモニタリングは困難である。最初は分からないことが多いので無駄もたくさんあると思うが、実効的なスチュワードシップ活動を促進させるためには必要なプロセスだと思う。

（3）アセットオーナーに関する（上記以外の）期待・課題

・ スチュワードシップ活動の評価が受託額増につながってほしいとは考えている。近年はかなり ESG、スチュワードシップに対する要求水準が高まっており、業界としてサステナブルにスチュワードシップ活動を継続していくためには一定の報酬への転嫁も検討されるべきでは。

・ 最近はグリーンウォッシング対応のため、データ的な裏付けも求められているが、自社のみでの対応は難しくベンダーの活用も必要になり、コスト面等から ESG プロダクトを組成するインセンティブが削がれている側面もあるのでは。

・ 上場企業に対して有益な対話はどのようなものであったかというアンケートは非常に良い取組と考えており、運用機関と上場企業とのエンゲージメントの実効性向上につながると思う。

・ アセットオーナー側でもスチュワードシップ活動の評価を行うことについてなお手探りの状況であり、受託時の評価にスチュワードシップ活動が組み込まれていないアセットオーナーも多い。多くのアセットオーナーのスチュワードシップ活動は、運用機関の取組のヒアリングであるが、（スチュワードシップ活動の実効性評価のためではなく）「受益者への報告のためのヒアリング」になっていると感じるところもある。

・ スチュワードシップ活動全般を統計的にみるアセットオーナーが多い。対話についてもテーマの比率や件数で評価しているように見受けられる。重要な企業の対話・議決権行使をピックアップして活動の質をみるという対応もあり得るのではないか。

・ 評価に際して、「最も重要な議案をどのように判断したか」ではなく、時価総額や幅広さが評価基準になっており、どれだけ時間をかけて対話をもったとか、裏にある考え方に関心をもって評価してくれるアセットオーナーが少ない。運用機関の考え方を聞いてくれるアセットオーナーは実質を評価してくれているように思うが、単純な賛否や比率をみられると深い議論にはなりにくい。

・ アセットオーナー側が規制対応のような形でスチュワードシップ活動に取り組んでいることもあるのではないか。アセットオーナーにおいても実質面を整理したうえで活動することも重要かと思う。

・ アセットオーナーの（運用機関を評価するための）能力という観点では、公的年金では、担当者の評価能力が向上したころに配置換えがある場合もあり、定期的な人事異動で体制が変わる点は課題かと思う。一方、企業年金は体制が安定的であるものの、あまりスチュワードシップ活動に関心が高くなかったり、細かい各論に関心が集中してしまうケースがある。

・ アセットオーナーの体制整備も議論になっているが、（特に企業年金の場合）母体企業出向者等中心の体制だと運用機関任せになりがちではないか。アセットオーナー自身としてこのような活動に取り組むための人材を整備することが必要。

・ 運用機関、アセットオーナーとも求められる人材が国内では不足しているということが共通の課題ではないか。その要因としては、日本では ESG の歴史が浅いことも背景にあるかもしれない。

・ 現時点では私的年金一般でみるとスチュワードシップ活動への意識が高いわけではないように推察される。インベストメント・チェーン全体の向上のためにも、企業年金にもより活動が浸透していくことが望ましい。

・ 企業年金においてはスチュワードシップ・コードへの関心・主体性が高まっていないように感じる。企業年金にも浸透することで運用機関側への要請も高まり、運用機関の活動も変わっていくことになるのでは。

・ ESG 投資、責任投資への理解が日本のアセットオーナーには十分普及していないように思う。広範な後押し（ある程度の圧力）が必要。運用機関としては ESG 投資、責任投資普及を前提としてコストをかけて体制を整備しているが、結果として残高が伸びないようであれば結果的にあまり建設的な取組にならないのではないか。

・ 重点的にエンゲージメントを行っている先へのプロセスや内容についてはエンゲージメントの途上段階では開示することがセンシティブなものが含まれる一方で、受益者からは内容の開示を求められることがあり、開示が難しい場合があることに理解をいただく必要があると認識。

・ スチュワードシップ活動のコストとリターンが明確になっていないことに課題を感じている。このような課題意識のもと学術機関との共同研究に協力したが、引き続き課題意識を持っている。

【アセットオーナーの取組み】

・ エンゲージメントを重視したパッシブ運用を委託しているが、運用機関からはエンゲージメントのフィーも含めて提案をしてもらっている。

【アセットオーナーからの意見】

・ どのようにスチュワードシップ活動の効果があったのか、アウトカムの発信努力をしていただくと、スチュワードシップ活動に関連する分野に対してもリソースや資金が入ってきやすくなるのではないか。

・ 企業年金が行うスチュワードシップ活動は、個々の企業年金がそれぞれの責任と判断で採用した委託先の運用機関に対してモニタリングすべきものと認識している。しかし、スチュワードシップ活動

をより効率的に実効性を高めていくためには、例えば運用機関に対するモニタリングを、複数の企業年金で協働して行うことも考えられる。

8. スチュワードシップ活動全般

（1）スチュワードシップ・コードについて

① コードの課題について

- 協働エンゲージメント、重要提案行為との関係性についての記載が明確化されると協働エンゲージメントがより浸透するのではないか。
- 協働エンゲージメントについて「有益な場合もあり得る」という表現になっているが、既に普及してきていることもあり、より踏み込んだ表現にすることで協働エンゲージメントを促してもよいのではないか。
- 協働エンゲージメントの範囲の明確化はコードで対応してほしい。
- 国内においては共同保有等の観点で協働エンゲージメントはやりにくいという雰囲気がある。
- 指針 7－3 で他の機関投資家との意見交換を行うことが有益であるとされているが、運用機関間の意見交換がどのような場合なら行えるのかが明確になると取り組みやすくなるのではないか。競合する運用機関間での意見交換が談合のように捉えられないか、という点で躊躇する要因になり得る。
- 現在のコードで定める原則について、実効的な対応を行えるのは公的年金等の一部のアセットオーナーに限定されると思われ、今後私的年金にも拡大していくという観点では、アセットオーナーについて別体系とすることも考えられるのでは。アセットオーナー側でどのようにコードを活用しているのか、如何に受入を検討できるか（具体的にどのように取り組むのか…等）
- アセットオーナーでのコード受入にやや後ろ向きという話も聞く。アセットオーナーの活動が広がると運用機関の活動にもポジティブな影響があると思われるので、アセットオーナーの受入が促されるとよいのではないか。
- 業界全体としてはアセットオーナー、企業年金での広がりが十分でないという課題認識はあり、当社としても何か貢献できることはないか検討中。
- 前回の改訂で他資産という視点や議決権行使助言会社も対象に加わったが、インベストメント・チェーンの受託者責任の範囲が広がっているように思う。例えば、パッシブ投資の比率が増加する中、ESG インデックスベンダーの責任は重くなっているのではないか。指数策定の哲学や背景について説明責任があると思われる。
- コード導入の目的に今一度立ち返ることが重要と考えており、企業価値向上に向けた実効的な取組が必要。

・ スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードをよりリンクさせることが重要と考えている。例えばイギリスでは総会で 20%以上の反対となった議案については対応策を会社側が開示することが要請されている。日本のスチュワードシップ・コードでは運用機関に議決権行使の理由も含む開示、個別開示が要請されており、運用機関の議決権行使へのスタンスも従前よりも開示されるようになっている。多くの運用機関が同様の理由で反対しているような議案については企業に対応を求めるような仕組みがあってもよいのではないか。

・ 議決権行使結果の個別開示については賛否両論あると認識。賛否の背景には様々な対話があるが、エンゲージメントの最中である等の理由で、理由を開示することが難しい場合もある。また、賛否の結果に注目が集まりやすく、わかりやすい判断（反対比率等による形式的な判断）に流れやすくなっているのではないか。

・ アジェンダの優先順位が異なることも多いため、アクティブ運用者とパッシブ運用者の整理は運用機関・企業双方で行う必要がある。

【アセットオーナーからの意見】

・ 顧客・受益者の中長期的な投資リターンの拡大を図り、経済全体の成長につなげるというスチュワードシップ・コードの目的を達成させるためには、国内株式保有比率が 20%程度の機関投資家だけがエンゲージメントや議決権行使に取組んでも限界があることは明らかである。英米と比較し機関投資家のプレゼンスが小さい日本においては、物言わぬ株主の削減と全ての株式保有者がすべからくそれぞれの立場で責任を負うべきであり、スチュワードという言葉の意味に囚われず、コードの適用範囲を拡大する必要がある。

② コードの改訂について

・ コード制定は運用会社にとっても規律になり、変化したと認識。今後も現状を反映しながら改訂を継続してほしい。

・ コードの改訂が 3 年おきに必要かはともかくとして、受託者責任としてその時々の受益者の課題を反映していくべきと考える。社会的なトレンドが変化していくので、コードと実態のギャップを広げないためにも、定期的な改訂は重要と思料。

・ 改訂頻度を 3 年に限る必要はないものの必要があれば改訂するということでよいのではないか。

・ 3 年という期間は中期である程度目途がつきやすい期間であり、3 年に 1 度の改訂周期自体は取組の振り返りとしてよかったと思う。改訂によるメッセージ効果は大きいと思う。コーポレートガバナンス・コードに比べると実効的な内容になっていると認識。

・ コードの改訂については、エンゲージメントで取り組む課題も ESG、人権、人的資本等に拡大してきており、時代に応じて変化・拡大していくものであり、それらに対応するためにも 3 年に 1 回程度の改訂は適切と考えている。

・ より長いスパンで改訂の検討を行えばよく、何か課題があった場合には改訂するというような対応

となるのが良いのではないか（必ずしも 3 年に 1 度改訂する必要はないと思われる）。

- スチュワードシップ・コードの記載内容は運用機関として最低限取り組むべき内容と理解しており、改訂されること自体はポジティブ。時代の変遷に応じて活動の高度化も求められると考えており、業界全体の改善という観点で適切な改訂がなされて共通言語ができていくことに意義があると考える。当社自身は、コードの改訂の有無にかかわらず PDCA サイクルを通じて高度化を進めていく方針だが、バリューチェーン全体を動かすことは、市場全体の基盤を整える意味もあるので有意義なのではないか。

- 改訂は本来の目的に沿ってなされることが重要。フォローアップ会議も必要に応じてメンバーの入替もしながら各ステークホルダーが自由に意見できるようにされると良いのではないか。

- コード改訂に際してはこれまでのコード導入により得られた貢献や変化も振り返ると良いのではないか。たとえば、東証のフォローアップ会議において PBR1 倍割れ企業について議論されているが、企業自身として資本市場からの評価も含めて振り返ることは重要なのではないか。また運用機関側も自社のガバナンス、取組の改善・開示に取り組むことが必要と思料。

- コードの改訂については、これまでの改訂は世界的な潮流に合わせていくという内容で、運用機関各社がそれに合わせてレベルアップを図っていくための指針として有効であったと認識。他資産への拡大や ESG の範囲が広がるなかでそれらの内容も今後盛り込まれるのかという点に関心がある。

- 現在、コーポレートガバナンス・コード、スチュワードシップ・コードの両コードはその経緯から、企業価値向上に軸足を置いている（シングルマテリアリティ）と認識。一方、足元は経団連がインパクト指標の活用によるパーパス起点の対話促進に関する報告書を公表したように、社会課題の解決等のインパクトも重視する考え方も広がる等、従来の軸では捉えきれない領域（ダブルマテリアリティ等）も出ている。こうした足元の状況も踏まえ、ダブルマテリアリティとコードとの関係を整理する等、企業、投資家の意見も踏まえ、検討頂きたい。なお、スチュワードシップ・コードに盛り込む場合は、コーポレートガバナンス・コードや他の開示基準との整合性等にも留意頂きたい。

- 企業に対話を求める方向性自体には賛成するが、企業側にも対話の件数の開示が求められるようになると形式的に量が重視されるようになるのではないか。あくまで質が重要。

- コードの改訂自体、運用機関も含めて今後のあるべき姿としての意見が集約されてなされるものであり、双方向のやり取りと認識。

- 盛り込むべき内容は現行コードに盛り込まれているとの認識であり、定期的な改訂する必要まではなく、必要に応じて改訂をしていくということでよいのではないか。

- これまでの改訂の中で市場全体の意識が高まったことは事実であり、日本においては過去のような頻度で改訂してきたことには効果があったと認識。今後は改訂が実際の価値向上につながることが期待される。定量的な指標で市場全体の価値向上が確認できるようになる必要がある。

（2）スチュワードシップ活動全般の課題・改善点

・ スチュワードシップ活動が広く認知されるようになり、日本企業とのエンゲージメントも実施しやすくなった。一方でエンゲージメントに対してオープンでない企業もあり、相対的な劣後が際立つようになっている。平均値が高くなっている中では、変化がない企業が相対的に悪化して見えるようになっていることは企業に理解してもらえるとよいのではないか。

・ 同業他社の取組は企業も注目していると思うので、まずはポジティブな変化が伝播していくような成功事例を積み重ねていくことも重要と考えている。

・ 活動の本格化とともにコストが増えている一方でフィーは伴っていない点は、運用機関のビジネスモデル上の課題といえるかもしれないが、大きな課題であると認識。アセットオーナーによって考えは異なるがフィーに反映させるという考えはまだ広まっていない。

・ スチュワードシップ活動そのものにコストがかかっているということを認識いただき、アセットオーナーにはフィーへの反映も検討してほしい。

・ 実効的な活動のためには体制のより一層の充実が必要であるが、そのコストも大きい。そのコストをどのように対応していくかについては解決策が見いだせないことが課題。スチュワードシップ活動の実効性を向上させたとしても、それがフィーの向上やアセットオーナーからの委託額の増加につながるという雰囲気はあまりない。

・ スチュワードシップや ESG の活動に関するコスト負担については、ファイナンシャルリターンだけでなくスチュワードシップや ESG を考慮することも重要であるとの考えが広がることが重要と考えており、法規制上の文言やその解釈によって（エリサ法の解釈等と同様に）「ESG を考慮することも受益者の利益のため」と明示されることで対応できる部分はあるのではないかと考えている。スチュワードシップ活動や ESG の重要性が業界全体として認識できるよう促されることを期待している。

・ パッシブの保有銘柄の状況把握等、当社自身での課題もあるが、活動自体にかかるコストをどのように対応していくかに課題意識がある。エンゲージメントのテーマも拡大し、データ購入等のコストも増加している中において、一連のスチュワードシップ活動が企業価値（株価）に与える定量的な実効性評価ができれば、費用対効果の観点でも合理性が判断出来るが、現状は難しい。

・ コスト／ベネフィット、経済的合理性という観点ももって活動をしていくことが重要と考える。中堅・中小企業へのエンゲージメントについても、作業負荷は大企業と同じであり、コスト負担の議論が進まない中で単純に中堅・中小企業の対話を増やすことは難しいと考える。

・ コーポレートガバナンス改革の実質化を進めるためには、真のアセットオーナーである企業年金の加入者等、最終受益者とのエンゲージメントも重要。すでにスチュワードシップ・コードにその概念は織り込まれているが、より明示的にする等、改革の実質化への施策を検討頂きたい。アセットオーナーが自らの年金の加入者等の最終受益者の意向も踏まえた運用を行うべき。英国スチュワードシップ・コードにはその旨が記載されており（原則 6）、日本のスチュワードシップ・コードにおいても一定の言及はある（原則 1）が、より明確化してもよいのではないか。

- 当社自身が変わっていく必要があると考えている。コード対応としてしなくてはならないという受け身の意識では持続せず、やるべきだという主体的な取組につなげていくための仕組みが整うとよいと思う。取組によって当社の評価が高まり、取組の意義を実感できるようになるとよい。

- 海外も含めてスチュワードシップ活動のトピックが拡大傾向にある。かつてはガバナンス中心であったものが ESG 全般になってきており、重要なテーマと認識はしているが、全てのテーマを全ての企業に対して同様に対話する必要はないと考えている。

- 議決権行使助言会社の形式的な推奨についても企業の不満が高まっている印象。助言会社の体制整備も重要と考える。

- プライム市場のあり方が当初の目指す姿となおギャップがあると思うので抜本的な改善が必要。

- 投資家と企業で言葉の捉え方にギャップがあるように感じることがある。例えば中長期的な成長に向けた投資戦略といったときに、企業側では設備投資や M&A といった話が出る一方で投資家側では人材投資、研究開発投資等、企業よりも長めの話が出る等、時間軸の捉え方にずれがあるのでは。認識にずれがあると対話の実効性にも影響があるため、この目線を合わせることは重要であると思う。

- 注目されている数値にもかかわらず使い勝手のいい開示がないケースがある。たとえば女性取締役の人数に関する正式な統計がない（各社が開示しているが定義が統一されていない）、行使の判断材料とするべきガバナンス報告書が総会後に公表される、等。炭素排出量の開示等は企業によっては開示が困難との事情もあるとは思うが、女性取締役等は開示に大きな困難もないと思われるので整備されるとありがたい。

- （特に ESG に関する）正確なデータを共有できる仕組みができると好ましい。ベンダーによって同じ指標の数値が異なっていることもあり、企業が直接データを提供できる仕組みがあっても良いのでは。

Financial Reporting Council

The UK Stewardship Code 2026

Effective 1 January 2026

June 2025

The Financial Reporting Council does not accept any liability to any party for any loss, damage or costs howsoever arising, whether directly or indirectly, whether in contract, tort or otherwise from any action or decision taken (or not taken) as a result of any person relying on or otherwise using this document or arising from any omission from it.

© The Financial Reporting Council Limited 2025

The Financial Reporting Council Limited is a company limited by guarantee. Registered in England number 2486368. Registered Office:
13th Floor, 1 Harbour Exchange Square, London, E14 9GE

Contents

	Page
Introduction	5
Structure of reporting	7
Approach to reporting	8
Applying the Principles	10
UK Stewardship Code 2026 for asset owners and asset managers	12
UK Stewardship Code 2026 for service providers	23

Code at a glance

Disclosures for asset owners and asset managers
A. Organisation, investment beliefs and stewardship approach
B. Governance and resources
C. Policies, processes and review
D. Conflicts of interest
E. Dialogue with clients and/or beneficiaries

Principles for asset owners and asset managers
1. Integrating stewardship and investment
2. Promoting well-functioning markets
3. Engagement
4. Exercising rights and responsibilities
5. Selection and oversight of managers
6. Monitoring service providers

Disclosures for service providers
A. Organisation and services
B. Governance and resources
C. Policies, processes and review
D. Conflicts of interest

Principles for service providers
1. Communicating with clients
2. Proxy advisor services
3. Investment consultant services
4. Engagement provider services

Introduction

The purpose of the UK Stewardship Code 2026 (the Code) is to establish the core Principles of effective stewardship and to set a high standard of transparency for asset owners and asset managers, and for the service providers that support them.

Stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term sustainable value for clients and beneficiaries.

Effective stewardship supports investors to make well-informed investment decisions to deliver returns that meet the objectives of their clients and beneficiaries today, without compromising the ability to do so in the future. In doing so, investors take account of long-term risks and opportunities, having regard to the economy, the environment and society, upon which beneficiaries' interests depend.

The stewardship activities investors undertake will depend on their role in the investment chain, as well as their investment approach and assets. Stewardship Code reporting provides transparency around the different approaches and activities that investors and their service providers undertake to steward assets in their care.

Stewardship is an important part of fulfilling an investor's fiduciary duty, and reporting to the Code can help organisations demonstrate how their stewardship supports them to meet their fiduciary duties. The Code does not prescribe a single approach to effective stewardship. Instead, it allows organisations to set out how they meet the expectations in a manner that is aligned with their own business model and strategy.

Being a signatory to the Code demonstrates an investor's commitment to stewardship and provides transparent reporting on the stewardship they undertake on behalf of their clients and beneficiaries. The Financial Reporting Council's (FRC) ownership of the Code ensures that the quality of signatories' reporting is reviewed by an independent and impartial body, thereby supporting the UK's reputation as a centre for excellence in investment management and stewardship.

The information provided in Code reporting can help to facilitate better conversations throughout the investment chain about organisations' investment beliefs and objectives, and how their stewardship supports these.

The investment market has changed significantly since the publication of the first UK Stewardship Code in 2010. There has been significant growth in investment in assets other than listed equity, such as fixed income, private equity, real estate and infrastructure. There has also been a significant move to index-based investing. These approaches have different terms, investment periods, and rights and responsibilities. Signatories will need to consider how to exercise stewardship effectively in these circumstances.

Investors consider a wide range of issues when making investment decisions and undertaking stewardship. These include governance, environmental and social factors. The flexible approach of the Principles allows reporting to the Code to demonstrate how organisations have incorporated their own priorities and objectives, including consideration of these issues, into their stewardship activities. The Code also recognises that asset owners and asset managers play an important role as guardians of market integrity and in minimising the impact of systemic risks on the investments in their portfolios.

Structure of reporting

To become a signatory, all organisations (asset owners, asset managers and service providers) are required to submit a Policy and Context Disclosure, as well as an Activities and Outcomes Report. The Policy and Context Disclosure asks for factual information, which provides important background information for an organisation's Activities and Outcomes Report. The Activities and Outcomes Report, which is updated annually, explains how organisations have applied the Principles of the Code over a 12-month period.

Policy and Context Disclosure

This should describe an organisation's stewardship policies, governance structures and other contextual information. Given this information typically remains stable over time, organisations need only submit the Policy and Context Disclosure every four years, or when there have been changes at an organisation such that their Policy and Context Disclosure no longer aligns with their Activities and Outcomes Report. For example, if an organisation has been involved in a merger or acquisition, which has led to a change in business model, it may be appropriate to update the Policy and Context Disclosure to provide the necessary contextual information for the reader.

Activities and Outcomes Report

This annual submission should focus specifically on stewardship activities conducted during the year and their outcomes. It should clearly demonstrate the practical application of stewardship policies and explain how these activities supported the delivery of long-term sustainable value for clients and beneficiaries.

To enhance readability, applicants may wish to include an Introductory Statement in the Activities and Outcomes Report. This optional statement is intended to provide brief background information about an organisation, its clients, assets under management and its investment strategy. This helps readers better understand the report and provides useful updates on key information in the interval between Policy and Context Disclosures.

Organisations may choose to present the Policy and Context Disclosure and the Activities and Outcomes Report either as separate documents or combined in a single comprehensive submission.

If organisations have chosen to submit a separate Policy and Context Disclosure from their Activities and Outcomes Report, they may wish to cross reference from the latter to the former where they feel additional context to their reporting on stewardship activities is helpful.

Approach to reporting

The Code recognises signatories differ by size, type, business model and investment approach, and do not exercise stewardship in an identical way.

The Policy and Context Disclosure and Activities and Outcomes Report should be engaging, succinct and in plain English. Activities and outcomes reporting should give a clear picture of how the organisation has applied the Code. Relevant data, diagrams, tables, examples and case studies should be used appropriately. Case studies should be as specific and as transparent as possible, but need not compromise confidentiality.

The Activities and Outcomes Report should be fair, balanced and understandable. For example, reporting should acknowledge setbacks experienced and lessons learned, as well as successes. Activities undertaken to achieve desired outcomes may take more than a year, and may not be completed within a single reporting period. Where this is the case, organisations are able to report on their activity to date, along with reflections on progress made and next steps.

The Activities and Outcomes Report should provide enough information to enable the reader to have a good understanding of the application of the Code, without having to refer to information elsewhere. However, signatories may include links to more detailed policies and disclosures. Any additional information should be clear and accessible, though it will not be considered as part of the FRC's assessment.

The Activities and Outcomes Report comprises a set of 'apply and explain' Principles for asset managers and asset owners, and a separate set of Principles for service providers. The Principles are supported by the Policy and Context Disclosure.

The Policy and Context Disclosure provides necessary background to the information in the annual Activities and Outcomes Report. The Policy and Context Disclosure has reporting requirements, which are clearly explained under each individual Disclosure. The reporting requirements set out the information it is necessary for signatories to provide and form the basis of assessment of the Policy and Context Disclosure.

The Principles in the Activities and Outcomes Report have concise 'how to report' prompts. These indicate information that we would expect organisations to include in their annual Activities and Outcomes Report, and form the basis of assessment of reporting quality.

As all applicants will exercise stewardship differently, separate guidance on the FRC website offers non-prescriptive suggestions for some of the information organisations may wish to include to demonstrate their application of the Principles and Disclosure. The guidance is not additive and should be used as a tool to help consider what information may be useful to the reader to understand the organisation's approach to stewardship.

The Principles do not require disclosure of stewardship activities on a fund-by-fund basis or for each investment strategy. However, the information provided should give a clear indication of how stewardship activities differ across funds, asset classes and geographies proportionately to organisations' operations. Reporting may be more comprehensive for listed equity assets. This reflects the relative maturity of stewardship for this asset class. However, signatories should use the

resources, rights and influence available to them to exercise stewardship, however capital is invested. The guidance offers some suggestions on how to report for other asset classes.

When applying the Principles, signatories should consider the following, among other issues:

- The effective application of the UK Corporate Governance Code or other applicable governance codes.
- Directors' duties, particularly those matters to which they should have regard under section 172 of the Companies Act 2006.
- Capital structure, risk, strategy and performance.
- Diversity, remuneration and workforce interests.
- Audit quality.
- Environmental and social issues, including climate change.
- Compliance with covenants and contracts.

Policy and Context Disclosure and the Activities and Outcomes Report must be reviewed and approved by the applicant's governing body, and signed by the Chair, Chief Executive or Chief Investment Officer.

Once an organisation's Report is approved by the FRC and they have been accepted as a Code signatory, their Report will be a public document and must be made available on the signatory's website.

Further information on how to submit the Report and the assessment process can be found on the FRC website.

Applying the Principles

For asset owners and asset managers

The Principles of the Activities and Outcomes Report are applied based on how signatories are invested, and the stewardship activities they undertake.

We expect all organisations to report on Principles 1 (integrating stewardship and investment), 2 (promoting well-functioning markets) and 6 (monitoring service providers).

Principles 3 (engagement), 4 (exercising rights and responsibilities) and 5 (selection and oversight of managers) should be applied by organisations to reflect the activities they undertake. The extent to which each Principle applies may vary.

Organisations that manage assets directly should report on Principles 3 (engagement) and 4 (exercising rights and responsibilities). Organisations that primarily manage assets through external managers may still wish to report on these Principles if they undertake engagement with issuers and/or voting.

Those who invest through external managers and retain voting rights, should report on their relevant policies in the Policy and Context Disclosure. They should also apply and report on Principle 4 (exercising rights and responsibilities) in the Activities and Outcomes Report, as well as Principle 5 (selection and oversight of managers) to show how they have held those managers to account.

The extent to which signatories can direct their external managers may vary depending on their business model, reporting that explains this is encouraged. For example, a small pension fund may not undertake engagement and voting directly, and would not report on Principle 3 (engagement) or Principle 4 (exercising rights and responsibilities). Instead, they would report on oversight of their managers' activities in Principle 5 (selection and oversight of managers). They could also include some case studies of engagements conducted on their behalf by their managers.

A larger pension fund may also invest through external managers, but they may take a more active role in stewardship and undertake some direct engagement with investee companies. They should therefore report on Principle 3 (engagement) as well.

As organisations vary by size and investment approach, there are no universal rules that can be applied to reporting. It is up to organisations to report on the Principles that most accurately convey their stewardship approach and the activities they undertake. As a guideline, those who directly manage 10% or more of their assets under management, would report on Principle 3 (engagement) and those who manage 10% or more of their assets through external managers, would report on Principle 5 (selection and oversight of managers). This figure should not be regarded as a strict rule and organisations are encouraged to explain why they have not reported on a Principle that may be applicable to them. The aim of applying these Principles is to reflect the activities relevant to, and undertaken by, different organisations.

For service providers

The Principles of the Activities and Outcomes Report apply to proxy advisory firms, investment consultants and engagement service providers.

Principle 1 (communicating with clients) should be applied by all organisations. Principle 2 (proxy advisor services), should be applied by proxy advisors. Principle 3 (investment consultant services) should be applied by investment consultants. Principle 4 (engagement provider services) should be applied by engagement service providers.

Some organisations may undertake more than one of the services listed above. It is up to each organisation to report on the Principles that most accurately convey the activities they undertake on behalf of their clients.

UK Stewardship Code 2026 for asset owners and asset managers

Asset owners and asset managers are accountable for effective stewardship and cannot delegate their responsibility. Stewardship includes making investment decisions, monitoring assets and service providers, engaging with issuers and holding them to account on material issues, collaborating with others, and exercising rights and responsibilities.

Capital is invested in a range of asset classes, with investors having different terms and investment periods, rights and levels of influence. Signatories should use the resources, rights and influence available to them to exercise stewardship, no matter how capital is invested.

At a glance:

Disclosures for asset owners and asset managers
A. Describe your organisation, your investment beliefs, your clients or beneficiaries and how that informs your approach to stewardship.
B. Describe how your resources enable effective stewardship.
C. Describe your stewardship policies and processes, and how you review them.
D. Describe how you manage stewardship-related conflicts of interest to put the best interests of clients and beneficiaries first.
E. Describe how you maintain a dialogue with clients and/or beneficiaries.

Principles for asset owners and asset managers
1. Signatories integrate stewardship and investment to deliver long-term sustainable value for their clients and beneficiaries.
2. Signatories identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.
3. Signatories engage to maintain or enhance the value of assets.
4. Signatories actively exercise their rights and responsibilities.
5. Signatories integrate stewardship considerations into their selection and oversight of external managers.
6. Signatories monitor and hold to account stewardship service providers.

Policy and Context Disclosure

For asset owners and asset managers

A. Describe your organisation, your investment beliefs, your clients or beneficiaries and how that informs your approach to stewardship.

Disclosure requirements:

- What your organisation does.
- The type of clients you serve:
  - Asset owners and asset managers should provide information on the geographical breakdown of their client base.
  - Asset owners that serve pension scheme beneficiaries should disclose:
    - The type of scheme (e.g. defined benefit or defined contribution, a master trust or corporate pension scheme).
    - The investment time horizon considered appropriate to deliver to their needs.
  - Asset managers should disclose the proportion of their clients that are institutional versus retail.
- A breakdown of your assets under management (AUM) by asset class and investment style:
  - Signatories should provide an approximate breakdown of the proportion of their AUM by asset class and geography, and indicate the proportion of AUM that is actively managed or indexed-based.
- The proportion of your AUM invested directly or through an external manager:
  - The extent to which signatories can influence their external managers' stewardship approaches may vary and reporting that explains this is encouraged.
- Your investment beliefs or stewardship strategy:
  - Signatories should summarise the core principles that guide their investment and stewardship approach.
  - Signatories should explain how their approach to stewardship is appropriate for their organisation, reflecting factors such as their size, resources, position in the investment chain and how the strategy contributes to delivering for clients and beneficiaries.

B. Describe how your resources enable effective stewardship.

Disclosure requirements:

- Your governance structure and how it enables oversight and accountability for effective stewardship:
  - Signatories should clearly explain the governance of stewardship and how this fits into the organisation's overall structure, including where ultimate accountability for stewardship lies.
- Your stewardship resourcing, including a description of the roles that undertake stewardship, and their responsibilities:
  - Signatories should explain their level of resourcing on stewardship, which teams and roles in their organisation are responsible, how they continue to ensure they have appropriate skills, diversity and experience and keep abreast of the latest stewardship-related developments.
- Any external service providers used to supplement internal stewardship resources.
- Any systems or technology used to undertake your stewardship activities.

C. Describe your stewardship policies and processes, and how you review them.

Disclosure requirements:

- Organisational policies and/or processes that relate to stewardship.
- How often you review policies.
- The process for review and approval:
  - Signatories should explain which policies and processes are reviewed and approved, and where this responsibility lies.
  - Signatories should disclose whether this is usually undertaken internally or involves external assurance.

D. Describe how you manage stewardship-related conflicts of interest to put the best interests of clients and beneficiaries first.

Disclosure requirements:

- Your stewardship-related conflicts of interest policy:
  - If the policy is publicly available signatories can provide a link to it, together with a summary of the main features.
- Examples of real or potential conflicts related to stewardship and explain how you would manage them.

E. Describe how you maintain a dialogue with clients and/or beneficiaries.

Disclosure requirements:

- The methods you use to share information about your stewardship activities and to gather feedback from clients and beneficiaries.
- How that feedback is used to inform your stewardship approach:
  - Signatories should disclose if feedback has led them to make any changes to their stewardship activities and/or approach.

Activities and Outcomes Report

For asset owners and asset managers

Introductory statement

You may wish to give some background information that will support readers' understanding of your Activities and Outcomes Report, covering:

- Your organisation 'at a glance'.
- Who your clients or beneficiaries are.
- Your assets under management (including asset class distribution, and the proportion managed in-house or by an external manager).
- Your investment approach.
- Any changes that have led to significant updates to your Policy and Context Disclosure in the past year.

Principle 1

Signatories integrate stewardship and investment to deliver long-term sustainable value for their clients and beneficiaries.

Systematically integrating stewardship into the investment process is essential to promote long-term sustainable value creation for clients and beneficiaries.

Reporting under this Principle shows how stewardship and investment are integrated in your organisation.

How to report

- Describe the key themes or issues that are important for your stewardship activities and how you have prioritised them.
- Explain if, and how, this has differed across investment styles, asset classes or geographies.
- Provide examples that show how you have integrated stewardship activities and investment processes.

Principle 2

Signatories identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.

Market-wide and systemic risks are those that cannot be mitigated by diversifying investments and can therefore have a significant impact on long-term investment returns. Effective stewardship takes these risks into account.

Reporting under this Principle enables readers to understand how you incorporate consideration of market-wide and systemic risks into your investment process.

How to report

- Describe the key market-wide and systemic risks and opportunities you have identified and how they relate to your investments.
- Explain how you have contributed to relevant market-wide policy or standard setting initiatives, or engaged with policy makers, standard setters, regulators or other relevant stakeholders as aligned with your stewardship approach.
- Explain how you have engaged with issuers on these risks, as applicable.
- Where you have done so, explain how and why you have escalated your stewardship activity regarding market-wide or systemic risks, and any progress made.

Principle 3

Signatories engage to maintain or enhance the value of assets.

Engagement may take many forms, including directly with investee companies and other assets, with other relevant stakeholders, bilaterally or in collaboration with other investors.

Reporting under this Principle gives readers some practical examples of your engagement policy in operation.

How to report

- Explain how you have selected and prioritised the issues on which you have engaged.
- Explain the purpose of your engagements.
- Describe your methods of engagement, including whether you have engaged bilaterally or in collaboration with others, and the reasons for your chosen method.
- Provide examples of your engagement, with an explanation of progress towards identified objectives or outcomes.
- Explain how and why you have escalated engagement activities where you have done so, and discuss any progress made.

Principle 4

Signatories actively exercise their rights and responsibilities.

While rights and responsibilities differ depending on the type of asset, it is important that signatories seek to exercise rights, where they can, for effective stewardship.

Reporting under this Principle gives the reader an insight into how you exercise your rights to maintain or enhance the value of your investments.

How to report

For listed equities:

- Provide a link to your voting records.
- Disclose the proportion of shares that were voted on in the past year.
- Describe the rationale for some of your voting decisions.
- Explain if any of the votes were part of an escalation process.
- Explain any conflicts of interest that arose related to voting.

For other asset classes:

- Explain how you have exercised relevant rights and responsibilities and provide examples.

Principle 5

Signatories integrate stewardship considerations into their selection and oversight of external managers.

For signatories that use external managers the process of selecting, monitoring and engaging with those managers is a key part of effective stewardship.

Reporting under this Principle illustrates how you interact with your external managers, including the expectations you set for them to engage and exercise rights and responsibilities on your behalf.

How to report

- Explain how stewardship considerations have been incorporated into the tendering process and the design and award of mandates.
- Explain how you have engaged with your external managers, ensuring they understand your views and expectations.
- Explain how stewardship considerations have been incorporated into the monitoring of managers.
- Explain how and why you have escalated engagement with an external manager, if you have had cause to do so, and any progress made.

Principle 6

Signatories monitor and hold to account stewardship service providers.

Many signatories rely on third parties to provide a range of services that enable them to fulfil their stewardship responsibilities. Oversight of these service providers is an important aspect of stewardship.

Reporting under this Principle shows how you have ensured the services provided by third parties support effective stewardship. Relevant service providers may include, but are not limited to proxy advisors, investment consultants and engagement services providers.

How to report

If you use proxy advisors, explain:

- How you use the services of proxy advisors.
- How you have monitored the quality and accuracy of their services.

If you use investment consultants, explain:

- How you have ensured they support your stewardship goals and objectives.
- How you have monitored the quality of their services.

If you use an external engagement services provider, explain:

- How they support your stewardship goals and objectives.
- How you have monitored the quality of their services.

UK Stewardship Code 2026 for service providers

Proxy advisors, investment consultants and engagement service providers

Service providers play a key role in the investment community as they support clients to fulfil their stewardship responsibilities. Service providers applying these Principles include investment consultants, proxy advisors, and engagement service providers.

Activities that service providers undertake to support their clients' stewardship may include, but are not limited to, engagement, voting recommendations and execution, data and research, advice and provision of reporting frameworks and standards.

At a glance:

Disclosures for service providers	
A.	Describe your organisation and the services it provides.
B.	Describe how your governance and resources enable delivery of those services.
C.	Describe your stewardship policies and processes and how you review them.
D.	Describe how you manage conflicts of interest to put the best interests of clients first.
Principles for service providers	
1.	Signatories communicate with clients to understand their objectives and deliver services to support their stewardship.
2.	Proxy advisors ensure the quality and accuracy of their research, recommendations and voting implementation.
3.	Investment consultants identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.
4.	Engagement service providers engage on behalf of their clients to maintain or enhance the value of assets.

Policy and context disclosure

For service providers

A. Describe your organisation and the services it provides.

Disclosure requirements

- What your organisation does.
- The type of clients you serve.
  - Signatories should explain whether they predominantly serve asset owners, asset managers, others, or a combination.
- How those services support your clients' stewardship activities.
  - Proxy advisor signatories should disclose the approximate proportion of clients who use one or more customised voting policies, and the proportion of clients who use one or more of your organisation's standardised voting policies, either directly or on behalf of their end clients.

B. Describe how your governance and resources enable delivery of those services.

Disclosure requirements.

- Your governance structure and how it enables effective oversight of your services:
  - Signatories should set out their governance structure, including who has ultimate accountability for the provision of services that support clients' stewardship.
- Your stewardship resourcing, including a description of the roles that support clients' stewardship, and their responsibilities:
  - Signatories should explain their level of resourcing on stewardship-related provision.
  - Signatories should explain how they continue to ensure they have appropriate skills, diversity and experience and keep abreast of latest stewardship-related developments.
- Any systems or technology you use to deliver your services to clients.

C. Describe your stewardship policies and processes and how you review them.

Disclosure requirements.

- Any organisational policies and/or procedures that relate to supporting your clients' stewardship.
- How often you review policies.
- The process for review and approval:
  - Signatories should explain which policies and processes are reviewed and approved, where this responsibility lies, and whether this is usually undertaken internally or involves external assurance.

D. Describe how you manage conflicts of interest to put the best interests of clients first.

Disclosure requirements.

- Your stewardship-related conflicts of interest policy:
  - If the policy is publicly available signatories can provide a link to it, together with a summary of the main features.
- Examples of real or potential conflicts of interest related to the services you provide and an explanation of how you would manage them.

Activities and Outcomes Report

For service providers

Introductory statement

You may wish to give some background information that will support readers' understanding of your activities and outcomes reporting, covering:

- Your organisation 'at a glance'.
- What services you provide.
- Who your clients are.
- Any changes that have led to material updates to your Policy and Context Disclosure in the past year

Principle 1

Signatories communicate with clients to understand their objectives and deliver services to support their stewardship.

Signatories play a vital role in clients' stewardship activities. Effective communication with clients is an important part of designing and delivering services that meet their needs.

Reporting under this Principle shows how client engagement has shaped the services you provide to support effective stewardship.

How to report

- Signatories should give examples of how they have engaged with clients to understand and deliver services that meet their needs.

For investment consultants:

- Describe how you have assisted clients with the process of vetting and selecting new managers.
- Give examples that show how you have conducted effective oversight of managers that are engaged on behalf of your clients

Principle 2

Proxy advisors ensure the quality and accuracy of their research, recommendations and voting implementation.

Many investors use proxy advisors for research, voting recommendations and/or the implementation of their voting policies as part of their voting process. Providing accurate research and recommendations to clients is key to meeting their needs.

Reporting under this Principle shows how proxy advisors implement their clients' policies, develop their own voting policies and make resulting recommendations.

How to report

- Explain how you have ensured the quality and accuracy of your research.
- Explain how you have developed your benchmark voting policy or standardised policies, including how you have engaged with clients and others to inform their development.
- Explain which stakeholders you have engaged with and how, and in what circumstances you have engaged with them, including where stakeholders have requested engagement.

Principle 3

Investment consultants identify and respond to market-wide and systemic risks to promote well-functioning financial markets.

Market-wide and systemic risks are those that cannot be mitigated by diversifying investments and can therefore have a significant impact on long-term investment returns.

Reporting under this Principle describes how you have identified market-wide and systemic risks and used these insights to support your clients' investment process.

How to report

- Describe the market-wide and systemic risks you believe to be most material to your clients.
- Explain how you have incorporated those risks into your advice to clients and support for their stewardship-related activities.
- Describe your role and contribution where you have chosen to participate in initiatives that promote well-functioning financial markets.

Principle 4

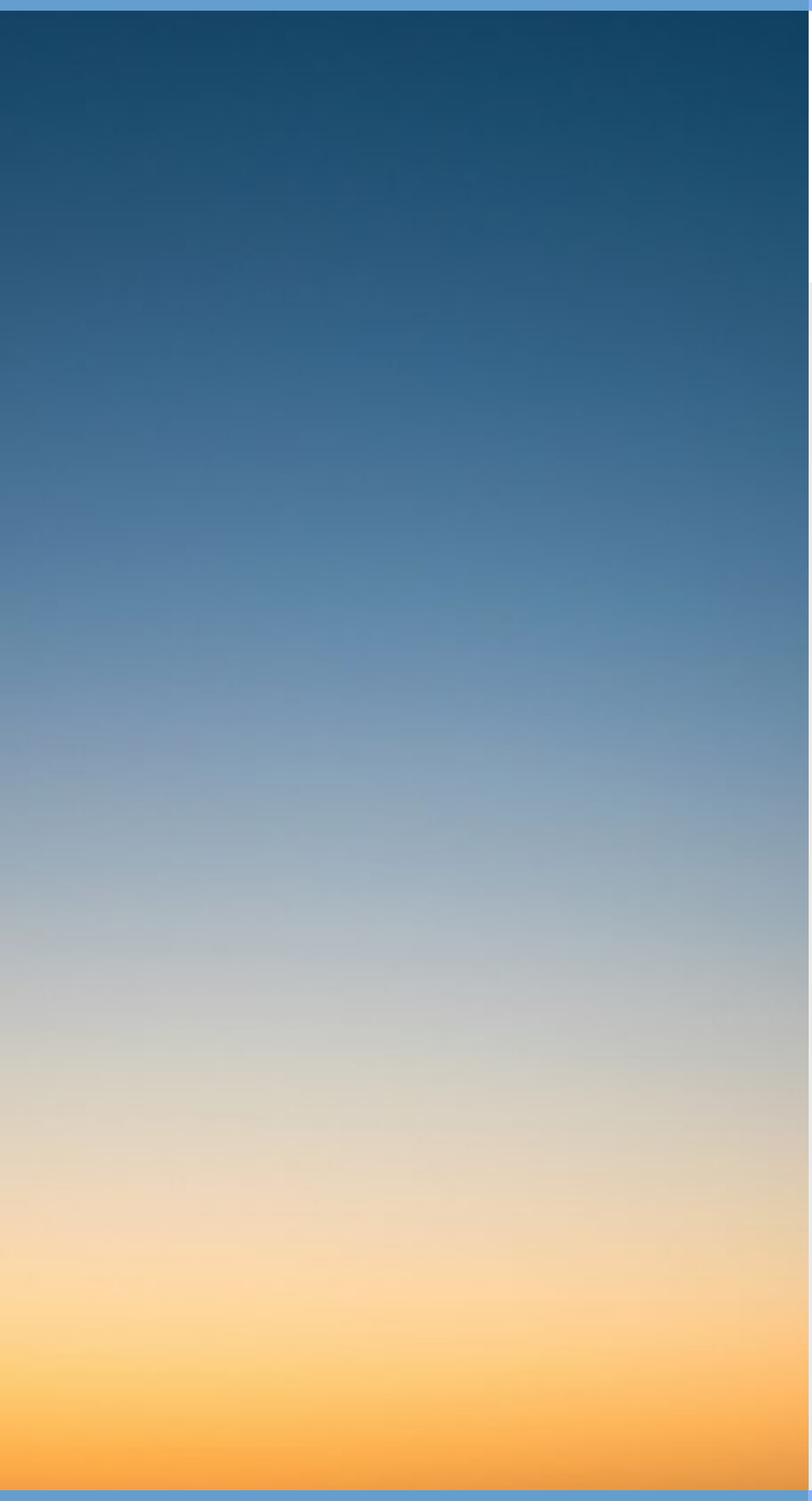
Engagement service providers engage on behalf of their clients to maintain or enhance the value of assets.

Engagement may take many forms, including directly with investee companies and other assets, with other relevant stakeholders, bilaterally or in collaboration with others.

Reporting under this Principle provides practical examples of how you have engaged on behalf of clients.

How to report

- Explain how you have selected and prioritised the issues you have engaged on.
- Explain the purpose of your engagements.
- Describe your methods of engagement, including whether you have engaged bilaterally or in collaboration with others, and the reasons for your chosen method.
- Provide examples of your engagement, with an explanation of progress towards identified objectives or outcomes.
- Explain how and why you have escalated your engagement activities where you have done so, and discuss any progress made.



Financial Reporting Council

Financial Reporting Council

London office:
13th Floor, 1 Harbour Exchange Square, London, E14 9GE

Birmingham office:
5th Floor, 3 Arena Central, Bridge Street, Birmingham, B1 2AX

+44 (0)20 7492 2300

www.frc.org.uk

Follow us on LinkedIn