スチュワードシップ活動の実態に関する調査

金融庁
Financial Services Agency, the Japanese Government

2025年６月２日

※本資料の事例は、ヒアリングで収集した情報を基に加工しているため、必ずしも特定の事例を示すものではない。

はじめに

○ 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（令和6年6月7日公表）（抜粋）

今後の方向性

エンゲージメントを一層実効的なものとするため、金融審議会の報告書による提言を踏まえ、建設的な目的を持った対話に資する協働エンゲージメントの促進や、実質株主の透明性確保に向けて、スチュワードシップ・コードを見直すべきである。その際、議決権行使と対話は点と線の関係にあり、議決権行使（点）に至るまでの対話の過程（線）で、どのような対話をすることが重要かという意識をもつことや、エンゲージメントの成果を意識し検証することが重要であるといった観点にも留意する必要がある。

また、上記の課題の解決に向けて、**望ましいエンゲージメントや望ましくないエンゲージメントについて、投資家・企業等の関係者の意見も踏まえ、具体的な事例や一定の目線を共有することが有用**である。

こうした視点も踏まえ、一層実効的なエンゲージメントの実現に向けて、金融庁は、関係者と連携しつつ、運用機関・アセットオーナー・議決権行使助言会社等による**スチュワードシップ・コードの遵守状況を検証**すべきである。

【調査内容】

- 本調査は、アクション・プログラム2024で示された今後の方向性を踏まえ、運用機関、アセットオーナー（年金基金、生保等）、議決権行使助言会社を中心に、スチュワードシップ活動の実務等についてヒアリングを行った結果を集約・分析したものである。
- 本調査は、スチュワードシップ活動には多様な考え方や取組み方法があることを前提に、各投資家において活動の実質化に向けた取組み例を示すものであり、本事例集に記載されている取組みをスチュワードシップ・コードに署名している機関投資家に対し一律に要請するものではない。
- 本調査は、最終版ではなく、今後、企業と投資家の議論の場を設けること等を通じて、継続的に質を高め、更新していくことを想定している。スチュワードシップ活動の更なる実質化に向けて、関係者と連携しつつ、運用機関・アセットオーナー、議決権行使助言会社等によるスチュワードシップ活動の取組み事例の収集や共有を継続していく。

投資家インタビュー　エンゲージメントを含むスチュワードシップ活動の実践について

- スチュワードシップ活動の実践に向けて、各機関の優れた取組みを把握するため、スチュワードシップ・コードに署名している機関投資家の中から、以下の26機関を選定し、2024年9月から2025年1月にかけて、個別にインタビューを実施した。

インタビュー実施機関（50音順）

1. ISS Inc.
2. アセットマネジメントOne株式会社
3. Kaname Capital
4. CalPERS
5. 企業年金連合会
6. GLASS LEWIS
7. 国家公務員共済組合連合会
8. スパークス・アセット・マネジメント株式会社
9. 第一生命保険株式会社
10. Taiyo Pacific Partners L.P.
11. 大和アセットマネジメント株式会社
12. 地方公務員共済組合連合会
13. 日本私立学校振興・共済事業団
14. 日本生命保険相互会社
15. ニューバーガー・バーマン株式会社
16. 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）
17. 農林中金バリューインベストメンツ株式会社
18. 野村アセットマネジメント株式会社
19. Norges Bank Investment Management
20. フィデリティ投信株式会社
21. ブラックロック・ジャパン株式会社
22. みさき投資株式会社
23. 三井住友トラスト・アセットマネジメント株式会社
24. 三菱UFJ信託銀行株式会社
25. ラザード・ジャパン・アセット・マネジメント株式会社
26. りそなアセットマネジメント株式会社

御協力いただいた機関投資家の皆様に感謝申し上げます。

企業インタビュー　エンゲージメントの実態

- 投資家のスチュワードシップ活動の実質化に向けて、機関投資家によるエンゲージメントの実態を企業側から把握するため、コーポレートガバナンス改革に前向きに取組む企業に対して、2024年9月から2025年1月にかけて、個別にインタビューを実施した。
- 東京証券取引所プライム市場またはスタンダード市場に上場している以下の18社を対象としている。

インタビュー実施企業（50音順）

1. 株式会社 IDホールディングス
2. アステラス製薬株式会社
3. アズワン株式会社
4. ANAホールディングス株式会社
5. SWCC株式会社
6. J. フロント リテイリング株式会社
7. 四国化成ホールディングス株式会社
8. 信越化学工業株式会社
9. ダイト株式会社
10. 第一三共株式会社
11. ダイハツインフィニアース株式会社　※
12. 東京エレクトロン株式会社
13. 日本電気株式会社
14. 株式会社日立製作所
15. HOYA株式会社
16. 三菱食品株式会社
17. 株式会社村田製作所
18. 株式会社山梨中央銀行

※2025年5月2日に「ダイハツディーゼル株式会社」より社名変更

御協力いただいた企業の皆様に感謝申し上げます。

スチュワードシップ活動の実態に関する調査：結果概要

- アセットオーナーについては、スチュワードシップ・コード原則1に関連した運用機関へのモニタリング及びインセンティブ付けに関する調査を実施。
- 運用機関については、原則3、4、5に関連した議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）に関する調査を実施。
- 議決権行使助言会社については、原則8の遵守状況を調査・検証した。

アセットオーナー	モニタリング	■ 定型的な**共通様式を利用**しつつ、個別に説明が必要と判断する項目については各アセットオーナーが追加で資料提出を要請。**運用機関への負荷低減への取組み**も必要と認識。
	インセンティブ付け	■ モニタリング評価結果を個々の運用機関にフィードバックしているが、エンゲージメントの効果を認め、その**対価として上乗せ報酬を支払うことは一般的な実務にまではなっていない。**
運用機関	企業状況の的確な把握	■ 多くの運用機関が、対話状況を適時に把握し、一元的に管理・共有。 ■ 独自のツール等を活用して、投資対象会社について調査・研究等を行っている事例も見受けられる。企業を**入念に分析**し、**その結果を企業自身の検討に資するよう情報提供**し、対話に臨む姿勢が重要。
	エンゲージメント	■ 対象企業の成長ステージを見極め、**参考となる他社事例を提示できている**場合に、建設的なエンゲージメントに発展している。 ■ 長期アクティブエンゲージメントファンドにおいては、投資対象企業を厳選したうえで、**強固な信頼を築き、緊張感のある対話を実践**しているケースがあった。 ■ 企業からみた意義の乏しいエンゲージメントとして、投資家による目先の財務指標に限定した質問や自社株買い等株主還元の議論に終始した対話が指摘されている。 ■ 投資家からみた意義の乏しいエンゲージメントとして、企業が開示の表面的な見栄えの改善の相談のみを目的としている場合や、特定議案の賛成を得ようとするだけの説明が指摘されている。
	議決権行使	■ 多くの運用機関は、**エンゲージメント部門と議決権行使担当者が定期的に意思疎通・情報連携**すること等により、対話と議決権行使を一体的に行うための体制を整備。 ■ **議決権行使基準の在り方とその運用**についての姿勢は、運用機関ごとに異なり、多様。
助言会社	原則8遵守状況	■ 助言会社と企業側間には、**コミュニケーションを巡る認識ギャップ**が未だ存在。意見交換の頻度等を工夫することは継続的な課題。 ■ **顧客である各運用機関の議決権行使基準に即した助言やデータを提供するサービス**が増加しており、これに対応するためのロジックの確立や人員確保の必要性が高まっている。

スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次

Ⅰ．アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け（原則１関連）
　１．各団体（アセットオーナー）の取組み概況
　２．アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
　３．アセットオーナーと運用機関との間の対話

Ⅱ．運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）
　１．投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（原則３関連）
　２．建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則４関連）
　３．エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使（原則５関連）
　４．エンゲージメントの更なる充実に向けて

Ⅲ．議決権行使助言会社によるスチュワードシップ責任の遵守状況（原則８関連）

Ⅳ．金融庁・東証に対するご意見、その他のご意見

スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次

Ⅰ．アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け（原則１関連）
　１．各団体（アセットオーナー）の取組み概況
　２．アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
　３．アセットオーナーと運用機関との間の対話

Ⅱ．運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）
　１．投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（原則３関連）
　２．建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則４関連）
　３．エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使（原則５関連）
　４．エンゲージメントの更なる充実に向けて

Ⅲ．議決権行使助言会社によるスチュワードシップ責任の遵守状況（原則８関連）

Ⅳ．金融庁・東証に対するご意見、その他のご意見

各団体（アセットオーナー）の取組み概況
①モニタリング状況

- アセットオーナーによるスチュワードシップ責任の履行状況について、主として運用機関に対する①モニタリング状況、②スチュワードシップ活動へのインセンティブ付け、③課題認識等についてヒアリングを実施した。
- モニタリングについては、定型的な共通様式を利用しつつ、個別に説明が必要と判断する項目については各アセットオーナーが追加で資料を要請している。他方、運用機関とのコミュニケーションや取組みの質を重視し、効率的・実質的な手法を模索している機関もあった。

モニタリング状況

- ✓ 毎年度、運用受託機関のスチュワードシップ活動が我々の方針に沿ったものであるかを確認するために、スチュワードシップ活動に係る報告を運用受託機関から受領するとともにヒアリングを行っている。実施体制等の形式面だけではなく、投資先企業に対する理解の深化や、サステナビリティ要素の考慮の有無などについて、運用受託機関の見解を確認する等、**取組みの質に重点**を置いている。運用受託機関のエンゲージメントの質を評価するにあたっては、どのように個別企業の課題を分析しているのか、どのような対話をしているのか等を事例ベースで確認している。

- ✓ 運用会社には、定型の各社共通の50問程度の質問項目に回答していただいている。毎年一部をアップデートしているが、運用会社側のご負担も考慮し、前回までの回答から変更がある箇所にのみ、変更内容を回答することも可としている。これに加えて、必要に応じて任意資料としてプレゼンテーション資料を準備していただいている。海外の運用会社から、質問票への回答を和訳することの**負担が大きいという声**があったので、質問を日英併記にした上で、回答も英語のまま提出することを可としている。質問項目の数についても、統合や削減するなどして数を減らすようにしている。

- ✓ **「スマートフォーマット」(※)のみでは足りない**項目も存在するため、同様の形式を用いながら、別途、回答や資料を頂いている。また、直近1年間での特に説明いただきたい変更点はPPTにて資料を作成いただいている。運用者からすれば手間がかかっていると思われる。当方としても複数の資料を確認しながらヒアリングする実態となっている。**負担軽減の様々な試行錯誤**をしている。過去には、運用者のスチュワードシップレポートを活用して負担を減らすことができないか検討したこともある。

  （※）国内運用機関を中心に運営するジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブの主導で策定された、アセットマネージャーからアセットオーナーに対する統一的な報告様式。

- ✓ 個別具体的に投資先企業に対して働きかけるようなことはしていないが、投資先企業の対話先である運用会社に対して、対話の内容等を確認している。個別の不祥事案が発生した際は、事案の重大性等も踏まえつつ、各運用機関がどのような対応を取ったのか、ヒアリングを実施している。

- ✓ 委託しているアクティブ運用は、超過リターン（アルファ）の獲得に専念していただいている。厳選された企業への投資であり、エンゲージメントや議決権行使は限定された企業に行われている。投資の状況については（当機関内の）別のグループが定期的に、必要に応じてミーティングをしている。スチュワードシップ活動に限定した委託先とのミーティングは年に数回。運用スタイルに影響を与えないような形で面談することを心掛けている。

各団体（アセットオーナー）の取組み概況
②インセンティブ付け

□ インセンティブ付けについては、スチュワードシップ活動に対するモニタリング評価結果を個別にフィードバックしている機関が複数あった。他方、エンゲージメントの効果を認め、その対価として上乗せ報酬を支払うことは一般的な実務にまではなっていない。

インセンティブ付け

- ✓ スチュワードシップ活動に対しては、モニタリングで把握した内容を毎年度評価しており、ファンドの総合評価に組み込んでいる。スチュワードシップ活動の評価結果は、**運用受託機関に対して個別にフィードバック**している。また、モニタリングで把握した事例は報告書において紹介することで、ベストプラクティスを共有することができるようにし、各運用受託機関の活動の実効性向上を期待している。

- ✓ パッシブについては、**エンゲージメント強化型パッシブ**に対して通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系で委託している。異なる報酬体系としているのは、ベネフィットに対する対価であると考えている。各社には、中長期のエンゲージメント活動のゴールの設定、その達成に向けた年間計画、エンゲージメント体制や手法をコミットしていただき、定期的にそれらの達成状況を報告していただいている。また、運用会社によっては、自社または外部との協働によりエンゲージメントの効果検証を行っている機関もある。

- ✓ 直近で契約を締結した運用機関は、報酬テーブルにスチュワードシップ活動への対応部分を包含しているようにも思われる。以前から契約している運用機関には、コード制定を理由に報酬が上昇していないため、報酬面での負担がかかっていることもあるかもしれない。優秀なエンゲージメントを称賛することによるインセンティブ付けも可能と思われるが、運用機関のエンゲージメントをどの程度まで匿名にすべきか迷う部分が多いため、可能な限りで匿名性を維持できる範囲で、スチュワードシップ活動の報告書に記載している。

- ✓ 面談等において、良い取組みについては良いということも伝えている。また、大部の資料を用いて説明をされるよりも、我々の事前質問を踏まえてきちんと説明をしてくれる運用会社の方が、よく考えて必要な取組みを進めていることが伝わる。そういう運用会社においては、議決権行使やエンゲージメントが運用方針にしっかりと組み込まれていると感じる。

- ✓ アクティブ運用の場合、スチュワードシップ活動の結果は最終的に投資リターンとして実現されるので、スチュワードシップ活動だけに対するインセンティブは必要ない。スチュワードシップ活動を含む企業リサーチの結果としてのリスク当たり（期待）超過リターンを評価し、それに見合った報酬を支払っている。

各団体（アセットオーナー）の取組み概況
③課題認識等

□ 課題認識等については、スチュワードシップ活動の負担を懸念し、運用機関との対話を重視しているとしたアセットオーナーが複数あった。また、協働モニタリングを実施し、スチュワードシップ活動のモニタリングを効率的かつ有効的に実施することを目指す取組みを行っている機関も存在。

課題認識等

- ✓ 運用受託機関がどのような対象範囲・内容までエンゲージすべきかという点が国全体で曖昧であり、運用受託機関の負担が重くなっている。アセットオーナーや運用受託機関の各主体が果たすべき役割や活動の範囲について、企業の運営構造の在り方を含めた全体を俯瞰した議論がなされるべきではないか。我々としては、運用受託機関のスチュワードシップ活動を毎年モニタリングしているが、**運用受託機関との意見交換を踏まえ、「スマートフォーマット」の活用や報告を求める事項の取捨選択といった負担軽減**に取り組んでいる。

- ✓ **各アセットオーナーがベネフィットに応じた費用負担を行うこと**は、エンゲージメント対象の企業価値向上を通じた市場の持続可能性向上のために必要なことではないかと考えている。

- ✓ スチュワードシップ・コードが策定され、運用機関による企業に対する質の高いエンゲージメントがされていながら、アセットオーナーの運用機関に対する**モニタリングやインセンティブ付けが表面的になることは好ましくない**。アセットオーナー側もきちんと運用機関と対話できる体制を構築することが喫緊の課題と認識している。

- ✓ 企業は企業価値向上のために多くの取組みを実施しており、投資家からの働きかけがそれを後押しすることができると考えている。経営を判断する切り口として重要課題はいくつもあるが、細分化するのではなく、**企業価値の向上という観点**で企業の経営のためになるのか、**大所高所で問う**ようにしており、それがスチュワードシップ活動の実質化に繋がると考えている。

- ✓ アセットオーナーにおいて企業年金が占める株式保有割合は非常に少ない。スチュワードシップ活動において保有割合は勘案されないが、期待できる効果はあまりにも低いにもかかわらずコストが膨大になる。企業年金がやるのは現実的ではない。そのため協働モニタリングを立ち上げて、今夏から稼働予定である。協働モニタリングはスチュワードシップ活動の実質化を図るための取組みであり、スチュワードシップ・コードにおいて、協働モニタリングの位置付けを明記いただきたい。

アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
GPIF「エンゲージメント強化型パッシブ」

- GPIFは、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル（**「エンゲージメント強化型パッシブ」**）を採用（通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系）。
- 採用された各社は、インデックスへのインパクトが大きい企業の絞り込みによる効率的なβの上昇や、トップマネジメントによる積極的な関与など、各社の状況に応じたエンゲージメントを実施。

「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドによるエンゲージメントの特徴

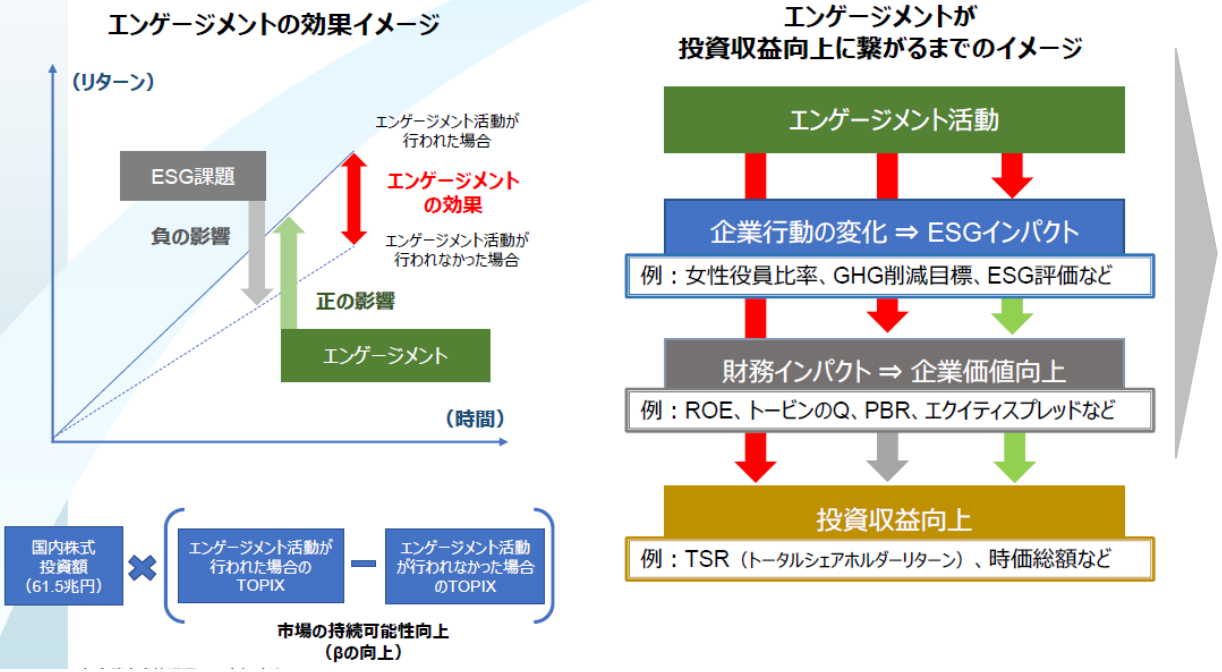
アセットマネジメントOne 2018年開始	✓ 2024 年 4 月にリサーチ・エンゲージメント機能を統合し、セクターアナリストの知見と ESG アナリストの知見を融合。 ✓ 20 年以上の運用実務経験を有する **ESG アナリスト、議決権担当者がファンドマネージャー、アナリストと協働して 18 の ESG 課題についてエンゲージメントを実施**。 ✓ 企業の問題意識を顕在化させ、投資先の企業価値向上に貢献する。
フィデリティ投信 2018年開始	✓ **アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に変革を促すことで効率的にβを上昇させることを目指す**。 ✓ 企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、企業の競争力強化による収益性、成長性向上を目指す。
三井住友トラスト・アセットマネジメント 2021年開始	✓ **トップマネジメント（会長、社長）もエンゲージメントに積極的に参画**するマルチエンゲージメントモデル。 ✓ **ESG マテリアリティをベースにしたトップダウンアプローチと事業目線のボトムアップアプローチを融合**。 ✓ さらにポリシーエンゲージメントも活用することでエンゲージメント効果を最大限に引き出し企業価値増大に繋げる。
りそなアセットマネジメント 2021年開始	✓ **AI を活用した統合報告分析**を起点にエンゲージメント。 ✓ 統合報告書の開示促進、質的向上を中間目標・トリガーとして投資先の企業価値向上を目指す。 ✓ 現在は分析対象を有価証券報告書等にも拡大し、TCFD 分析などにも展開。

（出所）GPIF「2024/25年スチュワードシップ活動報告」（2025年3月）より金融庁作成

アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
GPIF「エンゲージメントの効果検証」

- 2017年度から2022年度(2022年度は12月末まで、以下同様)に行われたGPIFの国内株式運用委託先21ファンドによる26,792回、延べ48,077テーマの対話記録と、多様な指標(財務・株価指標、ESGスコア、GHG排出量や女性役員比率などの具体的なESG指標)を用いて、統計的因果推論の手法を活用し、エンゲージメントが多様な指標(KPI)にどのような変化をもたらしたのか、について実証分析を実施。

「エンゲージメントの効果検証」のねらい　～β向上の検証～



【当該取組みの結果】

- ✓ 気候変動に関する対話では、対話内容に直結した脱炭素目標の設定増加などとともに、PBRやトービンのQといった企業価値指標の改善が確認できた。
- ✓ 取締役構成・評価に関する対話では、独立取締役の人数の増加とともに、時価総額や配当込み収益率などの投資収益指標の改善がみられ、エンゲージメントが市場の持続的な成長に貢献していることが示された。

（出所）スチュワードシップ・コードに関する有識者会議第1回GPIF説明資料より金融庁作成

エンゲージメントの効果がアセットオーナー側から発信され、運用機関の活動の動機付けに発展している。

アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
企業年金スチュワードシップ推進協議会「協働モニタリング」

- 協働モニタリングは、日本版スチュワードシップ・コードにおいてアセットオーナーに求められている、運用機関におけるスチュワードシップ活動のモニタリングを、企業年金が協働して実施する取組み。投資先企業の持続的成長に資するよう責任ある機関投資家として行動することを求め、その活動についての**モニタリングを効率的かつ有効的に実施**することとしている。
- 企業年金スチュワードシップ推進協議会は、企業年金から国内株式の運用委託を受けている全ての運用機関に対し、協働モニタリングへの参加、協力を求めるとともに、当協議会が実施する協働モニタリングへの参加、協力を理由に、顧客である企業年金への個別の報告または説明について、省略または免除されるものではないことを申し入れることとしている。

目的	具体的狙い
効率化・実質化	✓ 日本版スチュワードシップ・コードにおいて、アセットオーナーに求められている、運用機関におけるスチュワードシップ活動のモニタリングを、効率的かつ有効的に実施し、スチュワードシップ活動の実質化を図ることを目指す。
エージェントコスト最小化	✓ 経営者は投資家（株主）に報いるため、企業価値を向上させ持続的成長を図らなければならないが、そのためには、経営者が投資家（株主）に対して最善を尽くすような仕組みや仕掛け作りを行うこと（ガバナンス体制の構築）が重要であり、エージェンシーコスト最小化につながる。 ✓ 運用機関のスチュワードシップ活動を協働してモニタリングすることで、受託者である運用機関との良好な緊張関係を保つことができ、エージェンシーコストの最小化が期待できる。
フリーライダーの防止	✓ フリーライダーを放置することで、コストをかけてスチュワードシップ活動に取組む運用機関がいなくなれば、企業年金として、スチュワードシップ責任を果たすことができなくなってしまう。 ✓ フリーライダーの防止を目的に、企業年金から国内株式の運用委託を受けている全ての運用機関を対象に協働モニタリングを実施する。

（出所）企業年金スチュワードシップ推進協議会「協働モニタリング実施に係る基本的考え方」より金融庁作成

アセットオーナーと運用機関との間の対話（1/2）
双方の意見

- 多くの運用機関は、特にパッシブファンドの報酬水準と、スチュワードシップ活動報告のための負担感に言及。
- 他方で、アセットオーナー側も負担感を認識しつつ、報酬への反映については慎重な意見。
- アセットオーナーと運用機関の間において、建設的な対話を継続し、運用機関がアセットオーナーに提出する資料作成の負担感にも考慮しつつ、効果的・効率的なモニタリングを実施する手法を模索する必要。

運用機関側のアセットオーナーに対する意見

■ **多くの運用機関は、ペーパーワークの負担感とスチュワードシップ活動に対する対価の議論に言及。**

✓ 根本的には、スチュワードシップ活動の成果が図りづらいという問題があることに起因。

✓ パッシブ運用の低報酬率が注目を集めてきたのも、エンゲージメントが始まってからであり、コスト先行型となっている。

✓ 何とか顧客には、報酬の面での理解をしていただきたい。

✓ コストシェアリングの意識が高まることを希望。

✓ アセットオーナーからの、定型フォーマット以外の質問の増加は、本来的なスチュワードシップ活動の妨げになっている。

アセットオーナーの運用機関に対する意見

■ **運用機関への負担感は認識しつつ、直ちに報酬面でのインセンティブ付けを行うことには躊躇している。**

✓ 各社の負担が増えているということも当然聞いているところではあるが、直ちに報酬金額への反映要望が出されているということでもない。

✓ どのような内容・範囲までエンゲージすべきかという点が曖昧であり、運用受託機関の負担が年々重くなっているのではないか。

✓ 今後新規で運用会社と契約をするときには意識をしなければならないのかもしれない。

✓ 実質化の議論が進む中、運用機関に対するモニタリングやインセンティブ付けが表面的になることは好ましくない。

アセットオーナーと運用機関との間の対話（2/2）
運用機関側のアセットオーナーに対する意見（詳細）

≪運用機関の声≫

レポーティング

■ レポーティングについて、**定型フォーマット以外の質問**についても内容を盛り込んでいるため、その対応に非常にコストが嵩んでいるので、何らかの工夫や手当てが必要。

■ **報告様式が個別具体的**になっているし、かつ、トピックも人的資本や人権など、**トピックごとの各論に説明**を求めてくるようになっており、寧ろそれがチェックボックス的な対応になっている。それも**スチュワードシップ活動の成果が図りづらいという問題があることが根本的な理由**だと思われる。但し、成果ばかりを追及すると、短期的な成果のみを追及することにもなりかねなく、悩ましい。

スチュワードシップ活動のコスト負担

■ 当社ではキャパシティ的に対応可能な対話はすべて受け入れているが、相応のコストをかけて努力しているものの、低報酬率のパッシブ運用では対応に限界がある。パッシブ運用の低報酬率が注目を集めてきたのも、エンゲージメントが始まってからであり、コスト先行型となっている。パッシブ運用であっても、エンゲージメントに対する顧客からの要求は高まっており、企業からの対話の申込も増えており、何とか顧客には、**報酬の面での理解**をしていただきたいと考えている。

■ エンゲージメント強化型パッシブの活動は、アセットオーナーからのrequirementが増えることに伴い、活動内容も増加するため、他のアセットオーナーにも同様の対価の支払いを行うよう働きかけた。しかしながらGPIF以外は、エンゲージメント活動を称賛いただけるものの、エンゲージメント内容に相当の対価を頂戴することはできなかった。今後は、アセットオーナーにおいて、**運用機関の行うエンゲージメントに対価を支払う必要があるとの認識**を持っていただけるようになればと考えている。

■ 国内での対話の件数も500件だったものが、現在では1600件まで増加している。この中で、顧客からのディスクローズ要請も増えており、個別対応をしているが、これらの業務が増えたとしても報酬が変わったわけではない。明らかに会社の持ち出しという状況下で、今般アセットオーナープリンシプルの中に付加価値に応じた負担と記載はされているものの、この**コストシェアリングの意識が高まることを希望**している。

スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次

Ⅰ．アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け（原則１関連）
　１．各団体（アセットオーナー）の取組み概況
　２．アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
　３．アセットオーナーと運用機関との間の対話

Ⅱ．運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）
　１．投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（原則３関連）
　２．建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則４関連）
　３．エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使（原則５関連）
　４．エンゲージメントの更なる充実に向けて

Ⅲ．議決権行使助言会社によるスチュワードシップ責任の遵守状況（原則８関連）

Ⅳ．金融庁・東証に対するご意見、その他のご意見

投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（原則3関連）

□ 多くの大手機関投資家において、対話の進捗状況を適時把握し、一元的にステージ管理・共有を実施。独自のツールも活用しつつ、対象会社に対する深い調査・研究等を行い、ディスカッションペーパーに落としこんで対話に臨んでいるケースも多い。

ステージ管理

■ エンゲージメント先企業の**ステージ管理を一元的**に行っている。対話の記録をし、課題を設定した時点でステージ1、企業に課題を提示した時点でステージ2、担当者と課題を共有できた時点でステージ3として登録する。企業行動が進捗していれば、施策実行と課題解決となる。我々が定めた目標達成が企業の開示内容から確認できないようであれば、投資家としても問題を持っていることを企業に伝え、企業が変革を進めるよう背中を押してあげるのが投資家の役割であると考えている。

ディスカッションペーパーの充実

■ 企業に対してツールの内容を見せながら対話をしている。当社独自の「**資本コストGAPモデル**」で作成しているが、当該モデル自体は当社のクオンツ運用のチームが使用している理論株価を算出するためのモデルである。このモデルは、当社の子会社であるMTECという投資工学研究所と協同して研究・構築した。理論株価を算出するのみならず、マーケットの株価との乖離に当たる部分が生じている原因を、財務要因・非財務要因・成長要因の区分で分析する。

■ **統合報告書をAIを用いて分析**している。統合報告書を数値化すると、正規分布が描ける。企業にとって分かりやすい数値情報となるように、偏差値の形にして企業に総合評価を提供している。我々のシステムは、一般的に販売されている統合報告書分析システムではなく、投資家目線で評価する独自の分析システムである。

■ エンゲージメントの効果を高めるためのツールの活用としては、**ディスカッションペーパーが欠かせない**と思われる。直前になってしまうことも多々あるが、そのような場合でも事前にディスカッションテーマを伝達し、テーマに即した適切な担当者との面談を実現している。さらにディスカッションペーパーでこだわっているのが、これまでの対話内容を記載し、エンゲージメントの都度に前回からの振り返りを行うことである。

■ エンゲージメントのツールは会社に事前に共有している。具体的には、**課題・アクションプランについてまとめたディスカッションペーパー**を送付し、それをベースに議論している。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）

	投資家	企業
エンゲージメントの実践	■ **投資家からみたエンゲージメント**… P18	■ **企業からみたエンゲージメント**… P25
	■ **建設的な対話に発展している事例** ① グローバルトップ企業との対話… P19 ② 事業ポートフォリオ管理の開示… P20 ③ グローバル投資家ネットワークの活用… P21 ④ 長期アクティブファンドの対話の実践… P22 ⑤ コーポレートカルチャー変革への呼応… P23	■ **建設的な対話に発展しているケース**… P26、27 ● 会社をよく研究した上で、こうしたほうがいいのではという的確な提案・アドバイスを、中長期的視点で提供している。 ● 対話の際に投資家から自社の豊富な分析結果を情報提供している。
	■ **建設的な対話に発展していないケース**… P24 ● 対話の目的が開示の改善のみや議決権行使基準だけである。 ● 企業側のSRとIR担当者間で連携が不十分で、対話の内容が重複する。 ● 対話することが目的化している。	■ **建設的な対話に発展していないケース**… P28、29 ● 足元の数字にしか興味がない。 ● 自社ファンドの短期的利益のみを追求している。 ● 開示できない情報を引き出そうとする。 ● CEOやCFOに対しても細かい目先の業績の質問に終始する。 ● アセットオーナーへの報告のための義務感で質問している。
個別論点	■ **投資家からみた社外取締役による対話**… P33 ● 対話要望は多いが、ふさわしいアジェンダの設定が肝要との声	■ **企業からみた社外取締役による対話** … P32 ● 前向きな検討がある一方、過剰な期待への懸念の声
	■ **中小型株会社の取組み**… P35 ● ポテンシャルは認識しつつ、コストとの兼ね合いや発掘の難しさの声	■ **中小型株会社の取組み** … P34 ● 開示の充実や積極的な投資家への働きかけの重要性に言及する中小型株企業の声
	■ **協働エンゲージメント**… P37、38 ● 利点を認識しつつ、有用な対話にするためテーマ設定等の重要性を指摘 ● フリーライドや表層的テーマの回避を指摘しつつ、選択肢となるとの声	■ **協働エンゲージメント** … P36 ● 効率性には期待するも、不安感やアジェンダの重要性を指摘
	■ **投資家側の開示充実の必要性** … P39	

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
投資家からみた意義があると考える対話・意義が乏しいと考える対話

- 多くの運用機関は、企業自身が変革することを前提として、企業との信頼関係に基づく、中長期的な伴走型エンゲージメントを志向。もっとも、そうした本質的なエンゲージメントの継続には、相当のリソースやコストが必須。
- 形式的なエンゲージメントは、必ずしも投資家側の事情のみに起因しているわけではなく、企業側の事情で、例えば短期的に議決権行使基準を満たすことのみを目的とした対話が行われる場合もある。
- サステナビリティに関する対話にあたっては、企業の関連する取組みと企業価値向上のコネクティビティを投資家が十分に分析することも重要。

投資家からみたエンゲージメント

意義があると考える対話

- 企業が自らの意思で強く変わりたいと考えている場合に、深く踏み込んだ対話を行うと有意義なエンゲージメントに発展するケースが多い。
- 様々な他社事例を紹介する中で、より参考となる事例についてのフィードバックや詳細を教えてほしいといった要望を受けたりするなど、非常に前向き、先進的な姿勢を見せる企業も増えてきている。
- 相当な深度で対話しないと、企業自身が変革し、企業価値に影響を与えることはできないし、そうした深い対話のためには、強固な「信頼」関係や情報が前提となる。直接的に企業価値へ影響をもたらす深い対話を、全ての投資家に一様に求めることは困難である。
- 企業がサステナビリティに関連する取り組みを行えば、中長期的にリターンが上がるというコネクティビティを分析した上で、エンゲージメントに臨むことが重要。

意義が乏しいと考える対話

- チェックボックスを埋めるエンゲージメントが未だに残っていることは投資家としても承知している。但し、これは日本に限ったことではなく、世界的な傾向ではないか。
- 社外取締役に会うことがエンゲージメントの目的になっている投資家が存在。複数の企業から、アジェンダも無いのに社外取締役に会わせろと投資家に言われ困っているという話を聞いたことがある。
- 投資先企業から「議決権行使の基準をどうすればクリアできるのか」のみを目的とした対話を求められることがあるが、建設的な対話とはいえない。
- ESGに関するエンゲージメントについて、例えばGHGの現在の排出量が幾らであるか、2050年までに幾らにするかという形式的なことに終始するケース。これを乗り越えていった先に、どのような企業の価値創造に繋がるのかの仮説を伝えないと、企業側は腹落ちしない。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）

事例①：グローバルトップ企業に対しロールモデルとなる米国企業との比較を提示し、厳選テーマで対話を実施

対象企業の状況とエンゲージメント項目

■ E社は主要な投資先で、経営課題が明確になっており、経営陣に対して能動的に改善を促すことが必要だったところ、経営トップの変更もあり、対話による課題解決の契機になるものと判断した。

■ 外部環境としても、2015年のコーポレートガバナンス・コードの制定などの各種イニシアチブが盛り上がってきた時であり、E社の経営TOPの選任議案に対する反対の議決権行使比率が増加傾向にもあった。

■ 特定の課題認識、会社及び外部環境の変化を踏まえて、積極的にE社に対するエンゲージメントを実施することを決定した。

エンゲージメントの内容と効果

- グローバル企業との比較を提示した。E社は優良企業であるため、E社は**米国の●●という会社を模範**として経営を改善してきたと聞き及んだため、一般論ではなく**同社との比較を提示**した。例えばROE、財務レバレッジ、ESGに関する情報開示などの比較情報を示し課題認識をしてもらうことから始めた。
- **知的財産やR&D、人的資本など、テーマを絞り込んだ上で担当役員・幹部に株主・投資家視点を伝える**対話を実施した。
- 課題認識として経営基盤に対する**投資家視点の認識が不足**していたため、当社としてはE社の**強みとその源泉をステークホルダーに発信してほしい**ことを要請した。**人的資本であれば、株主や投資家の視点を踏まえた望ましい開示内容**についてディスカッションをした。

✓ 過剰なキャッシュの削減に動き出し、ESG情報の開示も非常に進んだ。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
事例②：事業ポートフォリオ管理の開示を提案

対象企業の状況とエンゲージメント項目

■ H社は、特定事業のインフラ系に強みを持つ総合部材メーカーで、高付加価値製品に強みを持つ。

■ ある年より、投下資本収益率（ROIC）の向上も考慮した経営を行い、業績は改善したが、**全ての事業が成長するような楽観的な経営計画**が示されていたため、市場ではROICの持続的な向上が懸念され、株価純資産倍率（PBR）は1倍割れで推移していた。

■ 東証による「資本コストや株価を意識した経営のに向けた対応」の要請も踏まえ、**事業ポートフォリオ管理に関する課題**について、エンゲージメントにより改善の余地が大きいと判断した。

エンゲージメントの内容と効果

● 課題解決のため、**事業ごとの戦略的な位置づけを整理**し、中でも成長事業は投資と回収（利益貢献）の見通しを具体的に示すなど、事業ポートフォリオを適正に管理する必要性を伝えた。

● 脱炭素関連事業を高収益かつ高い市場成長率が見込まれる「成長牽引事業」と位置づけるなど、事業収益性や市場成長性に応じて**事業を整理した分析資料を提供**した。

✓ エンゲージメントの過程で提案した事業ポートフォリオ管理に関する分析資料が、H社作成の「資本コストや株価を意識した経営」に関する**開示資料で採用**された。当該開示資料では、新たに成長牽引事業や製品への投資が段階的に利益に貢献するイメージが示され、営業キャッシュフローや持合株式の売却などで創出されたキャッシュを適切に配分し、成長投資や株主還元に前向きに取り組む動きに対して、投資家の評価が一段と高まった。

✓ 2024年2月に東証が公表した、同要請に関する**事例集に掲載**された。従来からROIC経営を推進している点や、取組みの進捗を踏まえて中計で掲げた目標を上方修正する点などから、着実に変革が浸透している様子や、ROIC経営を社内に浸透させるため、社内報で紹介するなど、全社を挙げて取組みが進められている点が評価されている。

Ⅱ 2 A

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
事例③：グローバル投資家のネットワークを生かした対話を実現

対象企業の状況とエンゲージメント項目

■ W社は地方企業であり、地元で圧倒的なシェアを持っている**上場子会社**である。同社は、全国有数の企業と地元の事業会社がタッグを組んで設立された会社であり、地域に特化したサービスを提供している。

■ 会社に対する地元のロイヤリティが非常に高く、これが高マーケットシェアを支えており、かつ、キャンセル率が極めて低いため、コスト高の領域において利益率を維持できる体制が構築されている。結果的にそれがキャッシュ創出力にも連動しているが、**余剰キャッシュをどのような用途に使用するかという点は課題**であった。

■ 長期投資家の観点からすれば、余剰キャッシュは成長投資か株主還元に回すべきであり、この点について、過去数年間、同社の経営トップ等とのエンゲージメントの必要性を認識した。

エンゲージメントの内容と効果

- キャッシュの活用について、エンゲージメントを通して一定レベルについては理解を得られた結果、ある年に初めてW社による自社株買いが行われるに至った。
- W社に対する継続的なエンゲージメントの結果、エスカレーションを実施した。具体的には、当社は、同社取締役会に対してまずはレターを送付し、当社の見解についてのプレゼンテーションをし、議決権行使の考え方も同社に共有した。
- **海外にあるグローバルエクイティチームにも協力を要請し、当該チームからW社の親会社に対してもエンゲージメントを実施した。**課題の背景の一つがCMS（キャッシュマネジメントシステム）であったため、当社としては、親会社も説得する必要があると判断し、透明性をもって、両社に対してエンゲージメントを実施した。
- エンゲージメントの際には、CMSに回しているキャッシュを用いて、成長投資又は株主還元を実施しROEを向上すること、また、実施する場合にはその計画を市場に開示することを助言した。
- また、サステナビリティ経営の実現に向けて、DX事業の基盤となる人材確保・育成を目標に掲げ、従業員のリスキリングによる新規DX事業や人的資本の情報開示の拡充についても提言した。

✓ 株主還元・資本効率化を目的に実施した自社株の取得により、CMSへの預入れは一部解消された。その後中計が開示され、キャピタルアロケーションの中で、キャッシュの活用として機動的な自己株式取得に充て、資本効率化を図ることが示された。

✓ サステナビリティ戦略を含む成長ストーリー（利益向上までのストーリー）が明確に示されると共に、資産効率の向上も見込まれたこともあって、継続的な株価の上昇に繋がっている。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）

事例④：長期アクティブエンゲージメントファンドとして、強固な信頼を築き、緊張感のある対話を実現

対象企業の状況とエンゲージメント項目

■ Z社は、関西に拠点を置く商社で、社歴は90年超の**中小型株企業**。当社が投資する以前は、収益力はあるが売上は微増に過ぎない低成長で、**この程度で良いという雰囲気**が社内に蔓延していた。

■ 当時（約10年前）の株価は1,000円前後、時価総額500億円足らず、PBR1.0倍、PER12倍程度、キャッシュの持ち高が多く、時価総額に対して比較的割安で買収できる水準との指摘に加え、企業価値を高めないと短期目線でのアクティビストに指摘を受けやすく、また買収対象にもなりやすい、との指摘を行った。

■ 当初社長は、実質的な創業者から社長職を引き継いで日も浅い中で、自身の経営スタイルを模索しているタイミングと当社との出会いが重なり、対話を繰り返す中で、**企業価値向上への理解を深める必要があると同社が覚悟した**ことが、投資に至った背景にある。

エンゲージメントの内容と効果

- 変革のフェイズは3つ。フェーズ1は、ある年から1年程度かけて、徹底的に議論を行った期間。フェイズ2は、当該議論を中期経営計画に活かして、対外的に発表し、計画を実行していった期間。フェイズ3は、更に5年経過し、新たに中期経営計画を策定し、実行している現在である。
- フェーズ1では、当社の拠点がある海外での合宿を行った。経営陣に何度か来てもらい、缶詰の状態で集中的に討議する機会を持った。先ずは、社長が単身で来訪し、社長に**コーポレートファイナンス、投資家の目線**を学んでもらった。当時の社長は40代前半で、先代から経営を引き継いでから約4年が経過した頃であった。
- フェーズ2では、初めての対外的な中期経営計画の策定に取り組み、ビジネスモデルの再構築（既存事業でのシェア拡大）、成長ドライバーへの集中（eコマース、グローバル展開）、資本政策（配当性向30%から50%へ）、従業員向けインセンティブ制度設計について検討した。
- フェーズ3では、当社としては2回目の中期経営計画の策定支援を行うと同時に、社長が50代になったこともあり**サクセッション**を考えるようになり、Z社が次世代の経営者候補を当社海外拠点に育成目的で送り込んできた。候補者は、現在の売上を、3倍に伸ばすにはどうしたらよいかの青地図を描き、それを社長にプレゼンテーションした。

✓ 一連のエンゲージメントを通じて**長期的に企業価値は確実に向上**した。PBR3倍超、PER25倍超とパフォーマンスは大幅に上昇しており、これまでの信頼関係を基盤に、緊張感のある建設的な対話を今も継続している。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）

事例⑤：コーポレートカルチャー変革意識に呼応したエンゲージメントで成果を早期に実現

対象企業の状況とエンゲージメント項目

■ C社は、元々内向き志向の会社であったが、大きな市場環境変化で経営が袋小路に入ってしまったこともあり、経営陣が危機感をもって内向き志向を改めることを決めた。

■ 現在のCEOは、就任当初から内向き志向の打破を使命として掲げており、「上意下達の文化の変革」に取り組んでいる。その中に、ステークホルダーとの対話の推進も含まれていた。

■ 当社が2022年に投資した際には、PBR0.1倍程度で割安な状態だった。

エンゲージメントの内容と効果

- C社は、投資直後から当社のエンゲージメントに友好的な企業であり、**積極的に当社の意見を求めた**。一般的には、投資から最初の1年間はIR担当者レベルとのディスカッションを通じて、エンゲージメントに参加いただくことが望ましい方を特定しつつ、企業の課題についてヒアリングするが、**同社のエンゲージメントに対する積極的な姿勢により、その過程を短縮して提案書**をまとめることができた。
- C社は、中計は策定していたが、KPIとロードマップがクリアではなかった。そのため、PLとBSを同時並行で改善しなければ、短期的には株価が上がるものの、維持することができずに元の価格まで下落してしまう可能性があることを助言した。
- 当社による過去のエンゲージメント例を紹介し、他社の企業価値向上に何がワークしたのかを示した。一般的な傾向として、C社のセクターは横並び意識が強く、他社を非常に意識することから、同業N社に対するエンゲージメント例を紹介した。
- C社は、自己資本比率が極めて高かったため、かかる比率を徐々に減少すること、そのために、他エリアへの投資を助言した。C社の開示上、同エリアにおけるシェアの高さが開示されていなかったので、この点について更に開示を促進し、成長ロードマップをクリアにすることを提案した。

✓ 一連のエンゲージメントや働きかけを2022年後半から2023年春まで行い、C社の株価は、2023年6月の情報開示によって株価が大きく上昇した。

✓ エンゲージメントで注力した点でもある、長期で目指す「ありたい姿」としてKGI（Key Goal Indicator)を示し、中間指標としてKPI（Key Performance Indicator）を設定したうえで、その実現に向けた各取り組みが示され、全体像が分かりやすいように工夫した開示が特に評価されている。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
投資家からみた建設的な対話に発展していないケース

≪投資家の声≫

■企業の対話目的が表面的な場合、投資家としては対話に意義を見出すことは難しいとの声。

発展していない

【ポイント】
- ■対話の目的が開示の改善のみや議決権行使基準だけである。
- ■企業側のSRとIR担当者間で連携が不十分で、対話の内容が重複する。
- ■対話することが目的化している。

【エンゲージメントにおける企業からの要望例】
- ✓ 統合報告書のレビューだけをお願いしたい。
- ✓ 議案に賛成してほしいので、その議案についてのみ対話したい。
- ✓ 対話したという実績だけ作りたい。

企業側の要望が表面的である対話例

■ 統合報告書のレビューや、議案に賛成してほしいが故に**そのイシューに限定したエンゲージメント**などは、投資家サイドからすると形式的で、企業価値の向上には繋がることのない実りのないエンゲージメントと感じる。統合報告書の評価を上げることや、賛成の議決権行使率を上げることを目的とされたとしても、そのほかに対話すべきテーマが存在し、対話をして有意義になることが予想されるような場合には、対話を受けることがある。

■ 企業の姿勢は二極化している。**議決権行使の基準をどうすればクリアできるのか、というのを目的とした対話のみでは建設的ではない**。他方で、色々な他社事例を紹介する中で、参考となる事例についてのフィードバックを受けたり、もう少し詳しく教えてほしいといった要望を受けたりするなど、非常に前向き、先進的な姿勢を見せる企業も増えてきている。

例えば社外取締役の対話実績回数など、企業が**対話の実績を目的化**してしまっていることがあると考えている。社外取締役と対話しなくとも、会社側から対応策が出されている場合には、当社としては対話をしなくとも成果が出ているとみなすことはできる。企業の意識が変われば、真に対話が必要な論点にフォーカスできるのではないか。

■ 投資家側で、ファンドマネジャーと議決権行使担当者間で十分な情報共有がされていないと、企業に重複してヒアリングに伺うというような事象が発生しかねないが、同様に企業サイドについても、**SR担当者とのミーティング内容をIR担当者が知らない**など、**部署間・各担当者間の連携が図られていない**ことは非常に残念である。

■ 対話というよりも投資家に言われたことについて如何に回答し、説得するかというスタンスを感じる。企業は対話の場であることを忘れているように思われる。ここ数年、企業からエンゲージメントの要請は増えているが、蓋を開けると、その**中身は一方的な対話、向こうからの説明と説得、議決権行使基準の内容の確認に終始**する。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
企業からみた意義があると感じる対話・意義が乏しいと感じる対話

≪企業側概要≫

- 企業は、投資家が短期的な財務指標のみを追及するのではなく、中長期的な成長・価値創造という共通目的のもと、自社に対する深い理解と洞察に基づく、企業への期待を明確にした、継続的かつ双方向の対話を有意義ととらえている。もっとも、本質的なエンゲージができる投資家はごく少数であるとの指摘もあった。
- 他方で、チェックリストに基づいて機械的に質問する等、投資家側の対話者に主体性がなく、問いかけと企業価値との関連性が見出しづらい場合は、企業として対話に意義を見出しにくい。
- 複数の企業が、開示こそが投資家との対話及びその先の企業価値向上の起点であるとして、開示充実の必要性に言及。

企業からみたエンゲージメント

意義があると感じる対話

- 投資家としての中長期目線や期待内容が、経営陣に対して直接的かつ明確に伝達される。
- ディスカッションの具体的テーマが事前に伝達される。
- 投資家のインプット内容が、企業の成長ステージを踏まえ、ふさわしい内容に変化している。
- 投資家と目線の合った情報開示の充実・改善により、企業と投資家の双方向の議論につながっている。
- 資本コスト、ROIC等のKPIを交えた開示を行うことで、業績が振るわない局面であっても、その原因と改善見込みについて投資家と共通の指標で説明できるので、建設的な議論が可能。

意義が乏しいと感じる対話

- トップマネジメントとの対話の場で、投資家からの質問が、単年度のROEや3ヶ月先のマイルストーンといった目先の短期的な目線に終始する。
- ESGを単純な数値と捉え、数字の確認やKPIの設定有無について、スコアリングやチェックを入れるヒアリングに終始している。
- 統合報告書のワーディングや見せ方などの形式的な指摘に終始する。
- 事前に質問を送ってこないため、企業側の担当者の準備ができず、対話の場で十分な回答ができない。
- アセットオーナーに対する義務感で実施しているだけの形式的なエンゲージメントで、事前のリサーチが不足し、企業の実情を踏まえていない事項を質問される。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
企業側からみた建設的な対話に発展しているケース（1/2）

≪企業側の声≫

■投資家が「中長期目線」で提案型の投げかけを行った事例では、自社の成長戦略について深い議論を行うことができ、企業から見ても有益との声。

建設的

【ポイント】
■会社をよく研究している前提で、こうしたほうがいいのではという的確な提案・アドバイスを、中長期的視点で提供している。

【実際のエンゲージメントのイメージ】
✓ 今の貴社であれば、ここまで踏み込んで議論すべきではないですか？

中長期目線の対話例

■ **エンゲージメントの質**については、（投資家ではなく）会社のステージによって変わると感じている。ポートフォリオ改革のステージと思われていた時期は、KPIとしてROICを導入していても、投資家から資本効率に関する質問を多く受けることはなかった。資本市場から会社が成長のフェーズに入りつつあると認識された頃から、投資家からの質問が多様化して、議論の質が改善した。

■ 2030年の当社の姿を描いた経営計画を発表した際に、ロングのある投資家から、「この経営計画に2030年時点で活躍していると考えられる経営人材から、どの程度話を聞いているか？」という質問を受けた。この質問を受けて、社長がプロジェクトを立ち上げ、各事業から20代・30代の人材を募り、改めて今春発表した2030年の経営計画に、20代・30代が議論した内容を反映した。

■ ある長期の投資家からは、**エクイティストーリー**がどうなっているのか、業界再編についてどのように目論んでいるのか、この業界を当社に引っ張っていってほしい、**中長期的な成長に資するエクイティの使い方**をしてほしい、といった話を聞き、毎回エクイティストーリーの話になる。そのような指摘は重要であると認識している。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
企業側からみた建設的な対話に発展しているケース（2/2）

≪企業側の声≫

■資料準備を含めた、投資家目線での「インプット」が充実している事例では、企業と投資家の双方向の議論につながることから、有益との声。

建設的

【ポイント】
■対話の際に投資家から提供される資料がインプット情報として充実している。

【実際のエンゲージメントのイメージ】
✓ ディスカッション資料として、貴社の分析・シミュレーションを持参しました。

投資家目線のインプットが充実している対話例

■ 有意義なエンゲージメントは**双方向**であり、当社の状況を踏まえた、詳細なインプットをいただけると大変に有益である。ある投資家は、エンゲージメントに際して、事前に30枚程度のPPT資料を作成してくる。

同資料には、当社のESGに関する情報開示に対するスコアやフィードバック、統合報告書に対する所感が記載され、当該資料を踏まえたインプットを頂ける。IRもそうだが、双方向のコミュニケーションができる投資家は、当社のことを**事前に綿密にリサーチ**をしているため、非常に**面談の内容が濃い**ものとなる。

■ ある投資家はロジスティックスに特徴があると感じている。具体的には、当社とのエンゲージメントの2日前から前日頃に、ディスカッションペーパーが送られてくる。大要5～6頁程度のものだが、例えば、「米国における〇〇事業の進捗」といった内容で、ディスカッション対象の**テーマが相当限定**されている。

当社としても、テーマが限定されているため、事前に深堀した上でエンゲージメントに臨める。当該投資家の取組みは、大変に意義のあるエンゲージメントであると感じている。なお、このようなディスカッションペーパーを事前に送付してくる機関投資家は、当社の経験では、**約600社の内、1社か2社程度**しかいない。

■ ある投資家には定期的に当社を訪問いただいており、かなり積極的に当社の事業戦略についても様々な提案をいただいている。さらに、**コーポレートファイナンスの勉強会**も実施をしていただいており、その場でもディスカッションさせていただき、当社が経営戦略を練る際の参考にもさせていただいている。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
企業からみた建設的な対話に発展していないケース（1/2）

≪企業側の声≫

■投資家からの「短期的思考」に基づく質疑に終始し、聞きたいことだけ聞いてすぐに終わらせようとしている事例では、企業にとっては建設的な対話につながらないとの声。

発展していない

【ポイント】
- ■ 足元の数字にしか興味がない。
- ■ 自社ファンドの短期的利益のみを追求している。
- ■ 開示できない情報を引き出そうとする。

【実際のエンゲージメントの例】
- ✓ 自社株買いや増配はしないのですか？
- ✓ 足元の業績は業績予想通りですか？アップサイドですか？

短期的思考の質疑に終始している対話例

■ 比較的に短期目線の投資家とのエンゲージメントは、どうしても**短期的な利益に着目した提言や議論しかなされず**、当社の中長期的な企業価値の向上を目的とした議論はなされないように感じている。そのため、このようなエンゲージメントは当社にとって望ましいものとは言えない。

エネルギートランジションやデータセンター需要増などの**長期的なマクロトレンドを意識した投資家**も増えており、そのような投資家からの質問は長期目線であり、5～10年先を見据えた示唆は有益と感じている。一方で、短期的な観点で示唆を頂くこともたまにあるが、足の長い事業の比率が増えてきている当社にとって、経営に反映することは難しい。

■ 短期視点で、**聞きたいことだけ聞いて、すぐに終わらせようとする**もの。1時間程度時間を取っていたにもかかわらず15分程度で終わってしまうことも何回か経験している。いかにもファンダメンタルズに関する確認と言いつつ、結局は足元の業績の状況と、ガイダンス通りの着地なのかアップサイドが無いのか、増配は無いのかといったことばかりの質問に終始するもの。

ヘッジファンドとのエンゲージメントは、概して短期目線での質問が多く、**当社の資本効率等に関心がない**ように感じられる。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
企業からみた建設的な対話に発展していないケース（2/2）

≪企業側の声≫

■CEO、社外取締役、IR担当といった様々な「対話の相手」に応じたアジェンダを設定できていない事例では、建設的な対話につながらないとの声。また、アセットオーナーに報告しなければならないとの義務感のみで行う連続性の乏しい質問は企業に唐突感を与えている。

発展していない

【ポイント】
- ■CEOやCFOに対して細かい目先の業績の質問に終始する。
- ■アセットオーナーに報告しなければならないとの義務感で質問している。

【実際のエンゲージメントの例】
- ✓（開示されている事項や既に決算説明会等で説明している）単年度のROEやROIC、3ヶ月先のマイルストーンの詳細を説明してください。
- ✓（突然）人権対応方針について教えてください。

工夫の余地がある質問例

■ 対話する相手に合わせた話をしてほしい。**マネジメントに対して**は、IR担当に尋ねるような短期的な指標に関する話ではなく、**中長期的な戦略に関する話を引き出してほしい**。マネジメントでもIR担当でも同じような質問をすることは避けてほしい。

対話する相手に合わせた話ができる投資家とは、実際に建設的な議論を交わすことができており、相互に得るものが多いと考えている。**トップマネジメントに対して要望を伝えてもらえば、投資家の声としてトップマネジメントが直接認識することもできる**ので、そういった場でIR担当でも回答できるような短期的なマイルストーンの開示時期を尋ねるのではなく、当社の事業や経営に対する株式市場での考えを投げかけてもらうといった意見を述べていただく方が建設的な議論になると考える。

国内においては、最近は、CEOやCFO等、**相手に合わせた建設的な議論ができる投資家が増えてきた**という印象。他方で、外国投資家を当社のマネジメント層に会わせても、指標に関する質問に終始するということが見られがちである。

■ 資金の出し手、いわゆる**アセットオーナーに対する義務感のみ**で単に実施しているだけの形式的なエンゲージメントは望ましくない。そのようなエンゲージメントは、当社に対する**事前のリサーチが不足し、当社の実情を踏まえていない**突拍子もない質問などが行われる。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
エンゲージメントの改善に向けた企業の取組み・他企業への助言・投資家への要望

≪企業の取組み≫

- 単なる情報収集に留まるエンゲージメントが一部で引き続き行われている現状も踏まえ、企業から機関投資家に対して、中長期的な視点での企業価値向上に資する対話の充実を要望する意見が共通して見られる。
- 企業からは、対話は双方向であるべきで、企業側からも臆することなく質問・反論すべきとの意見があった。また、先進的な企業では、一定の対話数をこなして全体的な質を確保しつつ、自社にとって特に有益な投資家を選別してコンタクトするなど、対話の機会を積極的に利用している。
- 多くの企業が、対話の機会を創出して対話の質を向上させるための前提として、開示の充実に言及。

エンゲージメントの改善に向けて

自社の取組み

- 有益な意見を述べてくれる国内外投資家を特徴とともにリスト化し、特定のトピックについて意見を求めたいときは、それぞれのトピックに相応しい投資家に対話を持ち掛けている。
- 対話総数が少ないと、特定の投資家の偏った意見を主な意見として捉えてしまう危険性がある。対話の数を増やすことで、そのリスクを低減し、意見の質を担保している。
- 財務情報と非財務情報を企業価値と合わせてどのように伝えていくのかに注力している。
- 投資家から開示資料が分かりづらいと言われたときには、何が分かりづらいのかを尋ね、他社事例の提供を求め、その後に社内協議をすることで改善するよう努めている。

他企業への助言

- 開示は充実させた方がよい。そもそも投資先として興味を持たれないと、企業からアプローチしても投資家はエンゲージメントをしてくれない。
- 投資家の思考を理解すると有益な示唆を得られるので、投資家が何を考えているのか理解する努力をすべき。
- 企業からも投資家に対して質問することで、双方向の対話となり、エンゲージメントの内容や関係が深まる。
- 業績が悪い時こそ機関投資家に会うべき。投資家は、業績が悪い時にいかにして復活するかのストーリーを求めている。

投資家への要望

- 大部分の機関投資家とのエンゲージメントは、各機関投資家の収益モデルやスプレッドシードを埋めるための取材、情報収集になっている。
- 真に会社の企業価値や株主価値の向上を目的とした対話は多くないと感じる。本来の資本市場の発想に立ち返り、企業がいかにして中長期的に企業価値を向上することができるかという観点からのエンゲージメントを増やすべき。
- 企業を批判する際にも、改善してほしい点を具体的に説明してほしい。開示が他社と比べてどのように分かりづらいのかといった具体的な理由を示してもらわないと、会社として改善に向けて動くことができない。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
各論：社外取締役・中小型株企業に向けて・協働エンゲージメント

- 社外取締役とのエンゲージメントは、企業側も前向きに検討しつつある。他方で、社外取締役と対話すること自体が目的化しているとの声もあり、IR担当等の事務レベルではなく、社外取締役と議論するにふさわしいアジェンダの設定が肝要である。
- 中小型株企業は、開示を起点としつつ、特に経営トップを中心として、投資家との継続的な関係性を構築する取組みが必要。
- 協働エンゲージメントは、対話の方法の選択肢となる一方、テーマの選定等の点で留意が必要。

エンゲージメントの更なる充実に向けて	企業からの意見	社外取締役	● 投資家からの要望があれば社外取締役との面談を検討するが、実施するかはアジェンダの内容次第である。 ● 面談では、特にCEOのサクセッションプランや、自社の取締役会実効性についてどのように評価しているのか、といった点を聞かれることが多い。
		中小型株企業に向けて	● 投資家の考えを知る投資業界出身者を採用することで、より対話しやすくなるのではないか。 ● 仲介業者を通すことも一般的だが、飛び込みでの機関投資家への訪問も奏功する場合がある。
		協働エンゲージメント	● 協働エンゲージメントを実施する投資家間で、対話のテーマについて適切な共通理解があれば、効率的な実施は可能ではないか。 ● 複数の投資家と対峙することになるが、統一的な議論を行うことができるか不安を感じる。
	機関投資家からの意見	社外取締役	● 社外取締役の果たしている役割の詳細を開示している企業はまだ少ない。社外取締役との対話の中でも、機関投資家と目線が一致することがなかなか無い。 ● 企業不祥事などの有事において社外取締役によるモニタリングが機能するかが、実質化の観点で重要。
		中小型株企業に向けて	● 中小型株に目を向けることでαを得られるものと思っているが、優れた企業を見つけるには多大なコストがかかるし、上場企業の全てを見ることはできない。優れた企業が多い分、どのようにスポットライトを当てたらいいのかが難しい。
		協働エンゲージメント	● 協働エンゲージメント内での各投資家の情報力にも差がある。運用の時間軸が異なる場合、多様な投資家の意見をまとめるのは難しい。 ● テーマ設定が最も重要。協働エンゲージメントとして、やりやすいテーマとそうでないテーマがある。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論 企業側からみた社外取締役による対話

≪企業側の声≫

□ 社外取締役との対話については、前向きに検討する企業も増えつつある。他方で、投資家は社外取締役と対話することに過剰な期待を持ちすぎなのではないかとの声もある 。

社外取締役との対話

■ 投資家と社外取締役とのエンゲージメントにも注力している。**IR経験のある社外取締役**の確保が望ましいと感じる。以前当社の社外取締役であったA氏（プライム市場上場会社の総合商社において、執行役員や広報、IR、サステナビリティ推進担当本部長を経験）は、当社のビジネスや課題を深く理解した上で投資家と対話していた。A氏には、当社に投資しているアクティブファンドとも単独で面談をしてもらったこともあり、社外取締役に真に適任な者であったと認識している。

■ **企業・投資家双方のエンゲージメント不足や思い違いがあると、投資家としては社外取締役が本当に機能しているのかを直接聞きたくなるのではないか**。当社は上場子会社なので、社外取締役が少数株主の代弁者として機能しているのかという点について、投資家が直接聞きたいというのは理解している。しかしながら、今年度は投資家から受けた質問に対してIR担当が投資家にフィードバックする努力をしたこと、また、統合報告書に社外取締役が親子上場についてどのように考えているのかという記事を載せたことから、それを以ってある程度投資家の納得感が得られ、社外取締役との面談まで希望する投資家はいなかった。したがって、社外取締役と投資家との対話実績はなく、要望があれば前向きに検討するが、アジェンダ及び調整日程次第と考えている。

一方で、投資家が**社外取締役に求める期待が過剰**なのではないか。経営監督機能と執行を分離しても、監督機能を果たすべき側に十分に情報が与えられない、或いは監督機能側が十分に必要な情報を集められない（時間もなく能動的に行動できていない）ということが実態である中、投資家側は社外取締役にも執行側と同様に会社のことを深く理解していることが当たり前でいるように感じることがある。

■ ある機関投資家は、**株主総会において社外取締役に対して株主として質問**をした。具体的には、代表取締役社長の選任と新しい中期経営計画策定への社外取締役の関与/監督に関して、指名報酬諮問委員会でいつから議論が始まったのか、また、社外取締役としてどのようなアドバイスをしたのか、といった質問だった。それまでは、出席者が地元のOB株主中心だったこともあり、静かに見守るような株主が多かったので、質問が出るようなことはなかった。

当該投資家としては、株主総会には社内取締役や執行役員、スタッフや社員株主がいることから、事前の対話でやり取りするのと比較して、**社外取締役に緊張感を与える**ことができると考えたのではないか。クローズドな空間でやり取りが行われると、その後の報告があったとしても、関係者が真摯に受け止めない可能性がある。さらに、周りの者の目にも、社外取締役の役割がどういったものかを気付かせてくれる効果があったと考えている。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論 投資家からみた社外取締役との対話

≪投資家の声≫

□ 社外取締役に対話に応じてほしいとの投資家からの声は多い。他方、議論するにふさわしいアジェンダの設定が肝要との声は、企業のみならず投資家からも上がっている。

社外取締役との対話

■ 社外取締役は投資家の代表でもあるので、取締役会において投資家の代弁者として発言をすることが望まれる。しかし、統合報告書のガバナンスに関する箇所において、そのような**社外取締役の役割の実効性**について記載されている企業はまだまだ少ないと考えているし、社外取締役と我々投資家との対話の中でも、目線が一致することがなかなか無い。これについては、**開示や対話において相互理解を深めるべき問題**であると考えている。

ある投資先企業について、投資家から株主提案を受けた状況下で、経営戦略のモニタリングがきちんと機能しているのかどうかについて、社外取締役と1対1で対話をした。先方からは、モニタリングがきちんと機能していることについてしっかりと説明をしてもらった。**不祥事発覚時等、有事の際のモニタリング・情報取得の仕組み**を有することが特に重要であると考えている。

■ 社外取締役に積極的に対話に応じてほしい。過去、ある企業において、社外取締役との対話を希望したら、特定の機関投資家だけ特別扱いするのは難しい、との回答があり、社外取締役との対話が実現しなかった経験がある。

社外取締役との対話については、**事務局が**（社外取締役に話をさせることの心理的抵抗も含め）**抵抗感を感じるケースが**あり、企業のマインドを変えていく必要があるのではないか。社外取締役の出席するスモールミーティングの機会も増えて変わってきているが、中小企業になるほどそういった抵抗が多いと思う。

■ 日本の経営者からよく聞く悩みとしては、「**社外取締役に会わせろ問題**」がある。運用機関が社外取締役にどれだけ会ったかを、アセットオーナーが気にしだしている。我々運用機関がアセットオーナーに対して、社外取締役に会うことの有益性を伝えたり、推奨していることも一因かもしれないが、複数の会社から、アジェンダも無いのに社外取締役に会わせろと言われ困っているという話を聞いたことがある。

会社としても、**信頼できる投資家で、適切なアジェンダがあって社外取締役に会いたいということであれば、積極的に会ってもらった方がよい**が、アジェンダもなく、投資家から一方的に上から目線での杓子定規な物言い（ダイバーシティーがなっていない等）をするのみでは、誰も得をしないエンゲージメントになってしまう。

例えば社外取締役を囲むスモールミーティングの場などで他の投資家の質疑を聞くことがあるが、投資家側が業績や不祥事などの自社の行使基準上の課題を一方的に指摘し、**社外取締役からのエクスプレインの内容に聞く耳を持たない場面が散見**される。対話をしても建設的な議論にならず議決権行使の検討に活かしてもらえないのであれば、企業側としても社外取締役との対話をセットする気にならないだろう。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論
企業側の声：中小型株会社の取組み

≪企業側の声≫

□ 中小型株会社に対するエンゲージメントについては、同規模の企業から、開示の充実や、企業から投資家への積極的なコミュニケーションの重要性が指摘された。

中小型株会社の取組み

■ 中小型株会社こそ、**開示**をしっかりと行ったほうが良い。

■ 投資家の理解を深め、また**IRミーティングをより有効にするための情報開示**を心掛けている。

■ **投資家とのマッチングイベント等の機会はあるので**、その場で波長が合う投資家に対しては能動的にこちらから動くようにしている。業界の関係者からの紹介を当てにすることも考えられると思う。報酬面で多少プレミアムが付いたとしても、**投資家の考えが分かっている人を企業側でも採用**することが良いのではないか。

■ 過去JASDACに上場した当時、当社の時価総額が低く、流動性も低かったことから、証券会社が仲介して機関投資家につないでくれることはなかった。そこで、直接機関投資家に飛び込みで訪問することを始めた。当社の機関投資家との出会いは、紹介の連続によって起こったものである。今の時代でも、**飛び込みでの機関投資家への訪問**は通用すると考えている。

先ずは、**機関投資家に興味を持ってもらうこと**が大切である。そのためには、自社が属する日本の業界全体について語ることが、海外投資家にとっては貴重な情報となる。機関投資家が持っている情報（公開されている情報）ではなく、中から見た業界の状態についての情報や、どう考えているかという情報を提供すると、機関投資家は非常に喜ぶ。

業績が悪い時ほど特に機関投資家に会うようにしていた。機関投資家からすれば、業績が悪い時に如何にそこから復活するかのストーリーが聞きたいと聞いた。我々のような小型株企業は、投資家に対して、企業トップが真摯に対応することが大切だと考える。投資家から厳しい質問がなされるときこそ、トップが対応すべきである。

機関投資家は、表面的には中小型株を流動性と時価総額がネックになるとしてなかなか買ってくれないが、当社は、①きちんと対話ができる会社か、②将来の成長可能性がある会社か、③**成長ストーリーを守って取り組んでいる会社**か（その足跡があるか）、の3つが揃ったときに投資家は投資してくれると考える。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論
投資家の声：中小型株会社の取組み

□ 中小型株会社に対するエンゲージメントについては、投資家側から、効果は大きいとしつつ、コストとの兼ね合いで指数に組み込まれている全構成銘柄について対話を行うことや、建設的な対話につながる企業の発掘の難しさが指摘された。

中小型株会社に対する投資家からの意見

■ 東証によるPBRの要請もあってか、中小型株の企業から対話の依頼を受けることが増えた。結果的に、中小型株の会社との対話が増えている。但し、リソースの関係から、全てを受けるわけにはいかず、また**TOPIX300や500以外の会社との間で、しっかりとした対話が行えるかというと難しい**面がある。

欧米の顧客は、大型株との間でエンゲージメントを行っていれば良いという認識を持っているが、日本の顧客は、大型株のみならず中小型株の対応を求めてくる。当社は対話先として、**トップ300の会社で日本の時価総額の8割**をカバーしているが、日本は、頭数ベースでの意識があったり、**全企業の底上げという意識が強い**ように思う。

■ 中小型株のエンゲージメントは効果が絶大にある。**うまくいけば変革意識の高い企業を選べる**という意味では、日本の株式市場は捨てたものではないと考える。しかし、現実には、対話において中小型株が置いて行かれている面があることは事実。中小型株に目を向けることでプラスαを得られるものと思っているが、**発掘するには多大なコスト**がかかるし、全部を見切れないという問題もある。そのバランスを取るのは難しいが、やりがいはある領域。

中小型株に資金供給するには一定のキャパシティが必要だが、そのような資金が回るバッファが無いのが現状。小粒の企業は小粒で終わってしまう。どのように**流動性**を増やすのか、どのように**増資**を促せるのか、どのように発展する軸をもたらしていけるのか、といった点にフォーカスを当てることが重要。他方で、一定期間の期限を設けて、達成できなかったら退出して**新陳代謝を促す**ということも重要である。

■ 中小型株企業では、企業価値向上に向けた正しい取組みを実施しているにもかかわらず、市場や機関投資家から評価されないという現状がある。これは、中小型株に対するエンゲージメントを行っている投資家が少ないためであり、時間はかかるが中小型株企業に対しても**地道なエンゲージメントやエスカレーションをしなければ、日本企業全体にポジティブな結果は生じない**。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論
企業側の声：協働エンゲージメント

□ 協働エンゲージメントについて、企業からは、効率的に投資家の目線を知ることができ有用である一方、多くの投資家が参集することへの不安や、建設的な対話に資する観点から双方向のエンゲージメントであることが重要であるとの指摘があった。

協働エンゲージメントに対する企業からの意見

■ 協働エンゲージメントを受けたことはないが、当社としては、協働エンゲージメントを受けることによって、**効率的に投資家からの期待内容を知ることができる**ため歓迎する。他方で、**多くの投資家が参集することによる不安感**は否定できない。

目線やテーマ設定について統一的な議論を行うことができるかといった点について不安を感じる。どのようなテーマであれば効率的に実施可能かについて、具体的なテーマを述べることは難しいが、他方で、協働エンゲージメントを実施する投資家において、テーマ内容について正しくオーソライズされていれば効率的な実施は可能ではないかと思われる。

■ 協働エンゲージメントは3年前に受けたことがある。その際のテーマは**上場子会社政策**についてであった。当社の所感としては、ひたすらに**詰問されるようなエンゲージメント**であった。協働エンゲージメントであっても、双方向のエンゲージメントになればより良い面談の機会になると思われる。

当社が経験した協働エンゲージメントでは、**対話のテーマが相応しくなかった可能性**もあるが、いわゆる上場子会社政策を面談のテーマとする場合、企業サイドとしては、インサイダー取引規制との関係で慎重な回答しかできない場合が多い。そのため、協働エンゲージメントを実施する際には、テーマ設定も重要であると思われる。

正直に申し上げると協働エンゲージメントを受ける**メリットはあまり感じることはなかった**。当社としては、当社に対するインプットを頂戴し、当該インプットを踏まえて、当社の情報開示やガバナンスの改善につなげることをエンゲージメントの目的としているためである。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論
投資家の声：協働エンゲージメントを行う際の留意事項

- 投資家からみると、協働エンゲージメントの利点として、一般に、①複数の投資家の対話目的が同じであれば、協働することでスチュワードシップ活動にかけるリソースを補い、コストを低減することができる点、②複数の投資家が同じ問題意識を持つ場合に、個々の投資家から繰り返し同じ質問をされるよりも協働での対話の場を持つ方が、企業にとっても合理的な場合がある点が挙げられる。
- 投資家からは、効果的・効率的な協働エンゲージメントにむけて、テーマ設定が重要であるとの指摘や、海外投資家と協働エンゲージメントを行うことにより、グローバルな視点を企業に提供可能との指摘があった。

協働エンゲージメントを行う際の留意事項

■ テーマ設定が重要。協働エンゲージメントとして、取り組みやすいテーマとそうでないテーマがある。安定的な株主還元の重要性は我々の業界にとって共通の課題であり、協働エンゲージメントで取り組みやすいテーマである。統合的な開示や気候変動も同様である。他方で、ROEが低い企業に対して協働エンゲージメントを行うことについて内部でも議論したことがあるが、投資家によって分析の観点が異なり、低ROEに対する見方は様々であるため、議論はまとまらなかった。

投資家間で分析の見方がある程度一致するようなテーマでないと、**協働エンゲージメントの効果が発揮できない可能性**が高いと思っている。それゆえ、ROE向上自体の要請よりも、ROEが低くなっている要因について一定程度類型化されるもの、例えば政策保有株式が多いことが要因である企業に対して、協働でエンゲージメントするのであれば、効果的に取り組むことは可能かもしれない。

■ 我々の特徴であるトップダウンエンゲージメントというのは、「日本株式会社」にとって何がマテリアルイシューなのか、あるいは、「世界株式会社」の株主として何がマテリアルイシューなのか調査分析をし、それに合わせて企業に対し当該マテリアルイシューへの取り組みを促すという活動である。

その観点から、ステークホルダーとの対話が非常に重要であると考えており、**世界の投資家と協働エンゲージメントをすることで、日本の課題を世界の観点から見つめる**ということ、世界の課題について、他の投資家とともに企業に働きかけていくこと等、ステークホルダーや国際社会の情報を得るために、他社に比べて情報網、ネットワークづくりにおいて強みを発揮できていると考えている。

企業にとっても上記は重要な情報であると考えており、**世界のルール形成に係る情報やマテリアルイシューの動向**について、ルール形成等を主導している**協働エンゲージメントを通じて得た情報を企業側に提供**できているのではないかと考えている。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論
投資家の声：協働エンゲージメントへの懸念

≪投資家の声≫

- 他方、協働エンゲージメントについて、一部の投資家からは、フリーライドの問題や、必ずしもコスト削減につながらない、表層的なテーマとならざるを得ない等の指摘。
- 協働エンゲージメントを行うか否かは、機関投資家が各社の投資目的、投資戦略等に応じて、選択肢として検討することが適当。

協働エンゲージメントへの懸念

■ 協働エンゲージメントに対しては否定的である。フリーライダーが多く、リーダーシップを取っても、**上手くいくと手柄争いが始まることがある**。問題意識は同一であっても解決策が皆バラバラであるため意見が集約されない場合がある。過去の経験則から、意見集約コストが便益を上回っていると感じている。単体で影響力を発揮できているところは、協働エンゲージメントを行うことの意味がない。

協働エンゲージメント内での**投資家の情報力にも差**があるのが問題。各社で**運用の時間軸も違う**ので、多様な投資家の**意見をまとめるのは難しい**。どの程度会社と対話を行っているかも投資家ごとに異なるので、それをまとめるためのコストは高い。

■ 必ずしも協働エンゲージメントは**コスト低減に繋がらない**という問題意識を持っている。エンゲージメント手段の1つではあるが、積極的に取り組む意義には疑義がある。**最大公約数的な質問**しかできず、**形式的なものに終始**してしまうおそれがある。

■ 協働エンゲージメントでは、どうしても表層的なテーマや対話から脱することができないように思われる。他の投資家も同席している前で議論することが困難なテーマや内容がある。**企業戦略が関連するようなテーマは協働エンゲージメントに適していない**のではないか。

協働エンゲージメントが有効となるのは、極めて**自明の社会課題をテーマとする場合に限られる**のではないか。他社も同席するため、本当に対話したい内容に話を膨らますことができない。数の圧力で押し切るという形にならざるを得ないと思われる。

建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連） 各論
投資家の声：投資家開示の充実に向けて

≪投資家の声≫

- 投資家側が、自社の開示に充実を図り、投資先企業に対して投資家の考えを理解をしてもらおうと努める事例も増加。
- 特にインデックス投資家は、全ての投資先企業との対話の機会が必ずしも十分に確保できないという現状も踏まえ、投資家側の開示を通して、企業に対する期待や考え方を透明性をもって伝えていくことは重要。

投資家開示の充実に向けて

■ 当社は**中長期視点を踏まえたスチュワードシップ活動のロードマップを公表**している。企業からしても、将来に対応しなければならない事項の可視化が図られ、予見可能性が高まることにより建設的な対話に資すると思われる。

■ （スチュワードシップ報告書等、踏み込んで開示する主目的について） 当社は長期の資金を供給する機関投資家として、ユニバーサルオーナー的な発想で、スチュワードシップ活動を通じて健全な資本市場や持続可能な社会の実現に繋げていきたいと考えており、**世の中に対して当社の取組みや考え方について何らかメッセージを発信できないか**という課題意識がある。報告書については、スチュワードシップ諮問委員会の社外委員等の意見を踏まえ、今回から抜本的に変えた部分もある。今後も継続的に改善・工夫していく必要性を感じている。

（他の機関投資家の開示状況への評価について） **企業側にも機関投資家の考え方を一定理解していただいた方が建設的な対話にも繋がる**ので、考え方は示したほうがいいとは思うが、その点を含めてスチュワードシップ活動にどれだけのコストをかけるのかの判断になるのではないか。なお、我々はエンゲージメントに臨む際、「スチュワードシップ活動報告書」を渡して説明しているが、企業側からは、大変参考になるとの反応を頂いている。

エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使（原則5関連）

≪投資家の声≫

■多くの運用機関は、エンゲージメント部門と議決権行使担当者が定期的に意思疎通・情報連携すること等により、対話と議決権行使を一体的に行うための体制を整備。

投資家による一体的な議決権行使に向けた体制整備等

■ 責任投資の専門部署がエンゲージメントと議決権行使の両方を行っているので、一体的に対応している。また、エスカレーションにおいて社外取締役と対話することは議決権行使にもつながっていることから、エンゲージメントを全社的に推進する部署と連携を取っている。一番大事なことは、エンゲージメントを通じて得られた情報を議決権行使に反映することであると考えている。

■ 当社は主要な投資企業をカバー銘柄と呼称している。カバー銘柄は、企業調査アナリストがSRの窓口も行っている。その上で、企業調査アナリストは、責任投資部と積極的に連携して、議決権行使の意見形成まで一貫して行っている。カバー銘柄以外については、SRの窓口は責任投資部なるが、個別の検討案件については企業調査アナリストによる意見も提示させ、踏まえるようにしている。このように当社は、**企業全体を理解している者が、一気通貫の意見形成を行う**ことに重きを置いている。

■ 当社は、スタート当初から一つの部署でエンゲージメントから議決権行使までを実施している。スチュワードシップコードが施行された2014年以前から同様の体制を敷いている。2017年からパッシブ運用についても、しっかりとしたスチュワードシップ活動を行うことがスチュワードシップコードにおいて要請された際に、運用会社ごとに対策が分岐した。当社の体制と異なり、エンゲージメント部隊をアナリストの所属部署とは異なる部署に異動又は新設しメンバーを強化するような運用会社も見られた。当社は当初から、**アナリストと議決権行使担当者が同一の部署に所属**していたため、そのような契機があったとしても、組織形態を維持することとした。

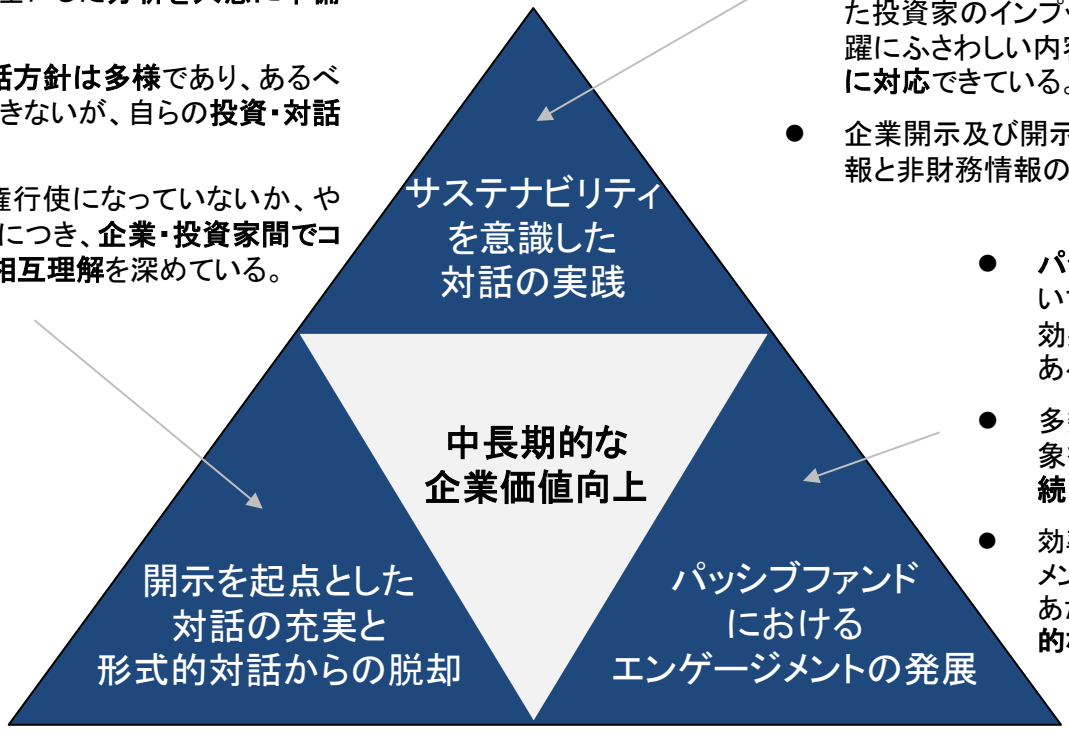
■ **対話担当と議決権行使担当の両チームが参加する「対話推進ミーティング」**を実施している。主たる目的は①情報交換と②スキルアップ。①は、例えば不祥事が発生した企業について、議決権チームからは、当該企業の状況を踏まえると年間を通じた対話活動の中でプロアクティブに当社の考え方や要望事項を伝えにいくべきではないかといった助言や、対話チームからは、対話内容を議決権の判断にどのように反映すべきかについての提案など、双方向の情報連携を行っている。②は、勉強会等を通じた情報共有や意見交換を実施しており、対話の質の向上に努めている。

■ **ハードルが極めて低い議決権行使基準**を設定し、議決権行使において賛成し続ける投資家がいるが、本当にその会社のためになるのか。一定の規律をもって、時には厳しく反対行使をすべき。他方で、**厳しすぎる議決権行使基準**を設定して頻繁に反対をする機関投資家についても、平常運転をしている企業において取締役選任が否決される事態が本当に合理的であるかどうかについても考えるべき。問題のない企業において取締役が選任されないことになれば、当該企業の企業価値を毀損することになりかねず、当該企業に投資をしている当社としても見過ごせない。

エンゲージメントの更なる充実に向けて
まとめ

- 運用方針や時間軸に関し様々な考え方をもった投資家が存在することは、多様な投資家で構成される厚みのある市場が確保されるための前提となる。その上で、建設的な「目的を持った対話」を通じて、企業価値の向上や持続的成長を促すためには、「信頼関係を基礎とする緊張感ある対話」が不可欠。
- 信頼関係構築には、時には従来の形式にとらわれない様々な手段を駆使した取組みも有用であり、企業側の解像度の高い開示と、それを踏まえた投資家の深い企業分析が建設的な対話の基礎となる。
- 今後はサステナビリティも意識し、多様な投資家が成長ステージの異なる企業に対して、企業価値の源泉を中心に据えた対話を深化させることが重要ではないか。

- 企業は自社の実態を示す**解像度の高い開示**を目指し、投資家は当該情報を基にした**分析を入念に準備**している。
- **投資家の投資戦略や対話方針は多様**であり、あるべき行動は一様には定義できないが、自らの**投資・対話の方針は周知**すべき。
- 「形式的」な対話や議決権行使になっていないか、やむを得ない理由があるかにつき、**企業・投資家間でコミュニケーションを通じた相互理解**を深めている。



企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けたエンゲージメントのあり方

- 投資家から対話の**テーマが事前に伝達**され、投資家の中長期目線や**期待内容が、経営陣に直接的かつ明確に伝達**されている。
- 中長期的な企業価値向上を基礎として、グローバル目線も踏まえた投資家のインプットが、**企業の成長ステージ**を踏まえた次の飛躍にふさわしい内容に発展しており、企業も緊張感も持って**誠実に対応**できている。
- 企業開示及び開示情報に対する投資家の分析が、一層、財務情報と非財務情報の**コネクティビティを意識**したものに進化している。

- **パッシブ運用に係るエンゲージメントの重要性**について、インベストメントチェーン全体で認識を共有し、効果的なインセンティブの在り方を検討する必要がある。
- 多数の投資先企業の中から、対話が必要な投資対象を特定し、**濃淡あるエンゲージメントを中長期に継続**して実施することが重要。
- 効率的な対話の手法の検討にあたり、協働エンゲージメントは1つの選択肢となるが、対話のあり方の検討にあたっては、**投資先企業の持続的な成長に資する建設的な対話となるか**を念頭に置くべき。

スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次

Ⅰ．アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け（原則1関連）
　1．各団体（アセットオーナー）の取組み概況
　2．アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
　3．アセットオーナーと運用機関との間の対話

Ⅱ．運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）
　1．投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（原則3関連）
　2．建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
　3．エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使（原則5関連）
　4．エンゲージメントの更なる充実に向けて

Ⅲ．議決権行使助言会社によるスチュワードシップ責任の遵守状況（原則8関連）

Ⅳ．金融庁・東証に対するご意見、その他のご意見

議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況（1/3）

- 議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況について、①人的・組織的体制の整備状況、②企業との意見交換・助言の実態、③企業から出された意見の取扱いについて聴取した。
- コード指針８－３は「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」としているところ、コミュニケーションに関する企業側の認識との間にはギャップが存在。意見交換の頻度等を工夫することは継続的な課題である。
- コード指針８－２は「個々の企業に関する正確な情報に基づく助言を行う」としているところ、顧客ごとの議決権行使基準に即したデータ提供の要請が増加していることを踏まえ、これに対応するためのロジックの確立や人員確保の必要性が高まっている。

〔スチュワードシップ・コード（2020年3月再改訂）（抜粋）〕

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を具体的に公表すべきである。

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。

議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況（2/3）

議決権行使助言会社 A

①人的・組織的体制（助言策定プロセスを含む）

- ✓ 日本市場を通年見ているアナリストは、東京オフィスを中心に必要人員を配置している。繁忙期には臨時従業員を相当数雇用しており、当社としては、スタッフの数は十分な数を備えていると認識している。
- ✓ レポート発行前にデータのみを抽出し、発行体企業に開示する独自のプログラムを提供している。
- ✓ 助言業務以外に、データを収集し、そのデータを基にロジックを設定して、カスタムポリシー（それぞれの顧客が望む議決権行使となるような設定を施す）でデータを提供している。

②意見交換の実態

- ✓ **可能な限りエンゲージメントに応じている。**オファーいただければ**企業の疑問点を解消することなどに努めている。**ウェビナーも年に2、3回程度、無償で開催しており、当社の議決権行使方針についての説明や、シーズンレビューの結果などを説明している。
- ✓ **エンゲージメントは市場の理解に最も資する**と考えている。**企業の意見を汲み取るための良い機会**である。
- ✓ 当社のポリシーの決定前に、投資家や企業に対してアンケートを実施し、その声を一定程度反映している。

③意見の取扱い

- ✓ 議決権行使助言レポートを発行後、その分析内容や助言賛否に対する企業または株主提案者の意見を原文のまま助言賛否レポートに添付した後、レポートを再発行し、クライアントに周知する独自のプログラムを準備している。

議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況（3/3）

議決権行使助言会社 B

①人的・組織的体制（助言策定プロセスを含む）

- ✓ B社の説明によれば、レポートや助言策定の「**主たる情報源は、株主総会招集通知、前年開示の有価証券報告書、適時開示資料**である。堅固なデータ収集プロセスが、レポートの質の担保と正確な議案推奨の基礎である。社内のプロセスに加えデータ提供会社からも公開情報に基づく発行会社に関するデータを取得している。これによりクロスチェックを行い、情報収集の正確性を担保している。」とのことである。
- ✓ 企業側からは、B社の日本における人的・組織体制が不十分であることに起因して、下記②の通り意見交換が十分に行えない等の支障が生じているとの指摘がある。他方、B社によれば、「現在、日本株専属のアナリスト7名（平均在籍年数14年）はほぼ全員が東京に常駐しており、他国のB社オフィスのM&AやESGなどの専門アナリスト（概ね10名程度）が必要に応じて調査に参加する。6月総会シーズンについては、最も繁忙な時期であり、データ入力やデータ取得などのサポート業務のため、臨時で50名程度雇用をしている。」とのことであり、**人的・組織体制の認識に乖離が見られる**。

②意見交換の実態

- ✓ B社は、コードの受入表明文書において、指針8－3に関し「議案やその背景を含む企業の開示情報をよりよく理解するために、**必要に応じて発行体と対話する**。」としているが、企業側からは、「B社はいつ声をかけても対話できない。影響力の大きさと体制のバランスがとれていない。」「ほとんど対話に時間を取ってもらえないので、B社が出しているガイドラインを見て、それに対する対応を会社側で行うしかない。」「対話できるのであれば、反対・賛成についての本音が聞きたい。」との指摘がある。B社によれば、「機関投資家へのサービスプロバイダーであるという立場上、我々は、スチュワードシップ・コードが機関投資家のエンゲージメントに期待するようなアドバイスを企業に対して行うことは当社のポリシーで出来ない。我々にとってのエンゲージメントは、公表された情報に不明瞭な点があった際の確認や、より深い洞察を得る目的で行うものである。**顧客にとって質の高いレポートや投票推奨の作成に役立つと判断した場合はいつでも**エンゲージメントを行う。」とのことであり、**企業との対話が必要な状況に対する認識に乖離が見られる**。
- ✓ B社の説明によれば、「推奨はあくまで、顧客が指定する議決権行使基準に基づき決定され、顧客が判断のために求めるものは、純粋なデータ・事実である。**会社の説明は、議決権行使基準においては通常、賛否を決定する要素ではない**。当社の議決権行使基準ガイドライン（当社ウェブサイトで公開）においては、**会社の説明ではなく、ガイドラインに掲載の内容に基づいて賛否を決定する**こととしている。**M&Aや株主提案、またいわゆる企業不祥事など、基準上で会社の説明を考慮した上でケースバイケースの判断が求められる場合や企業が特殊な状況にある場合は、積極的に我々からエンゲージメントを行う**。」とのことである。

③意見の取扱い

- ✓ B社の説明によれば、「取引所が縦覧に供した企業の反論は全て、当社レポートと同様に当社のシステムに掲載され、顧客に提供される。我々の顧客は機関投資家である。当社の顧客は何よりもまず、議決権行使に関する調査や議案推奨の根拠となる情報が正しいことを求める。よって、エンゲージメントもその観点から行う。」とのことである。

スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次

Ⅰ．アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリング・インセンティブ付け（原則1関連）
　1．各団体（アセットオーナー）の取組み概況
　2．アセットオーナーによるモニタリング・インセンティブ付けの具体例
　3．アセットオーナーと運用機関との間の対話

Ⅱ．運用機関による議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）
　1．投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握（原則3関連）
　2．建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善（原則4関連）
　3．エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使（原則5関連）
　4．エンゲージメントの更なる充実に向けて

Ⅲ．議決権行使助言会社によるスチュワードシップ責任の遵守状況（原則8関連）

Ⅳ．金融庁・東証に対するご意見、その他のご意見

金融庁・東証に対するご意見

- 金融庁・東証のコーポレートガバナンス改革の働きかけに対しては、企業から一定程度評価する声。
- 他方、各社のIR・SRとの交流の場の創出、開示負担の軽減等について要望があった。

企業の金融庁・東証に対する「ご意見」

■ 金融庁や東証がコーポレートガバナンス改革をするというメッセージが投資家にとってポジティブなメッセージとして受け取られている。一企業がコーポレートガバナンス改革をアピールしたとしても投資家が直ちに関心を持ってくれるわけではないが、金融庁や東証が、**国を挙げて改革をするというアクション**を見せることで、投資家に対し、日本が変わろうとしている強いメッセージになるので、今後もリードしてほしい。

■ コーポレートガバナンスの**実質化を求める外部からの声**は、当社が**形式的なコードのコンプライから脱する原動力**となるという意味で有難い。他方で、数回の改訂を経て、コード全体の分量が増えており、統合できる箇所は統合するなどして、全体的にコンパクトな内容にすると、各社が自社で考えて判断することにつながり、実質化に寄与するのではないか。

■ 現在、日本企業の多くは取引先の紹介による独立社外取締役を選任しており、独立社外取締役に求められる**独立の立場からの客観的な視点での貢献**にうまくつながっていない部分があるのではないか。

■ 一連のコーポレートガバナンス改革や資本効率改善のための働きかけに効果を感じている。実際に、海外の機関投資家からも好感触を得ている。他方で、一部の海外機関投資家には、**表面的な取り組みに過ぎないのではないか**、と懐疑的な者もいる。東証及び金融庁には、今後も継続的にコミュニケーションを続けてほしい。

■ セクター横断的に他社のIR・SR活動の実情を知る機会が無いので、**実務上の悩みを共有する他社IR・SRとの交流の場**を検討してほしい。抱えている悩みは各社で同じであることが多く、横の繋がりが出てくるともう一段具体的なアクションがレベルアップするはずである。

■ **複数の開示書類があるため、これを統合**してほしい。株主総会を秋に後ろ倒しすることで、事業報告書と有価証券報告書は統合し、有価証券報告書を株主総会の前に開示をすることの可能性を議論していることは承知している。議論の方向性としては間違っていないのではないかと思う。これからも動向を注視していきたい。

■ 米国では株主の権利がかなり制限されていることと比べると、日本では制度的に株主が強い権利を有している。欧米のアクティビストやファンドがその点に気がついて、現在、日本の会社に対し、様々な仕掛けをしている。アクティビストも株主であるが、**欧米との株主権の違いを是正する動きが日本では必要**と考える。

金融庁・東証に対するご意見

≪投資家の声≫

■ 投資家から金融庁・東証に対しては、開示に関する事例集の充実、ソフトローとハードローの対応、運用機関の利益相反管理強化等に関する要望があった。

投資家の金融庁・東証に対するご意見

- 東証や金融庁が定期的に公表している開示の好事例集は優れた取組みと感じている。今後は、**好ましくない事例**についても公表してはどうか。

- 現在においても、開示が不十分な企業は一定数存在し、好ましくない事例の公表方法には検討を要すると想像するが、発行者が特定することができないような方法で公表することでも良いのではないか。好ましい事例・好ましくない事例の双方の開示例があれば、企業の開示の充実に資する取組みを促進できるのではないか。

- 当社が企業の問題を指摘した際に、表面上は同意するような回答をするものの、実際には何もアクションをせず、IR担当者がリップサービス的にのらりくらり交わし続ける企業も存在する。また、**未だにIRやマネジメントクラスとの面談を断っている企業が沢山**ある。先日、東証から、機関投資家と面談を希望する企業のリストが公表されていたが、反対に、コーポレートガバナンス報告書に株主との対話を行っているとの記載があるにも関わらず、機関投資家との面談を拒絶している企業については、その企業のリストを開示してはどうか。

- 日本は株主総会の比重が重すぎるため、それを変える法制度設計も必要なのではないか。**日本はソフトローに頼りすぎている**と思う。会社法や金商法、東証上場規則といった**ハードローの改訂が遅い**のではないかと思う。

- 金融庁は、**エンゲージメントの定義を再検討**するべきでないか。**企業の持続的な企業価値の向上に資さないような対話はその対象から除外すべき**ではないか。

- **スチュワードシップという概念**が分かりづらい。スチュワードシップの本質は、適切な権限行使のもと、預かった財産の価値を高めていくことであると考えているが、スチュワードシップ・コードを見てもそのような内容が見出せないように見える。今後スチュワードシップ自体は投資家だけでなく企業を含め更に広がるべき概念であるから、**定義をより明確化すべき**ではないか。

- 米国などではスチュワードシップコードにおいて、**利益相反の管理**を厳しく指摘している。運用機関の独立性が更に求められる潮流にあるが、資産運用ビジネスの高度化を国として図っていくなかで、独立性についてもより高い目線で運用機関に要求するのが時代の潮流に沿うのではないか。

- 日本企業の価値向上に向けた取り組みである以上、日本の公的年金等の投資家の役割が増すのが良いと考えているが、年金基金とフィーの折り合いが付かずに実現に至らなかったことは何度もある。そういったことについて金融庁から発信していただければ、何か変わるのではないかと思う。

その他のご意見

≪投資家の声≫

□ 投資家からは、中長期的な企業価値の向上に向け、インベストメントチェーンの各主体に関する課題について意見があった。

その他のご意見

- 投資家のリターンを最大化することも重要であるが、短期的な株主利益を求めるのではなく、長期的・本質的な企業価値を高め結果的に将来のリターンを高めることが、我々のフィロソフィーである。日本のアセットオーナーには、**日本企業・経済の競争優位性を高めることが、結果的にリターンとしても大きく返ってくるということの重要性**をよく考えてほしい。

- 会社に資本効率を高める配当をさせたり、自社株買いをさせたり、ROICの低いビジネスを売却させたり、不動産を売却させたりすることで、短期的な利益は出るかもしれないが、それでは日本の競争優位性は高まらないので、少しでも**長期的・本質的な企業価値を高める方向での政策**を出してほしい。

- 近年、ファンドの立ち上げに関するプログラムが盛んだが、許認可の取得要件が厳しく、また、何よりも**最初のアセットオーナー**を見つけることが困難と聞く。金融庁や東証による後押しの結果、大手金融機関の予算も拡充されていると思われるが、なかなか新興のファンドとのマッチングが奏功していないように思われる。

- **あるファンドでアナリストやアシスタントポートフォリオマネジャーとして貢献した際のトラックレコードは、個人のトラックレコードとはみなされにくい**ので、アナリストやアシスタントPMが立ち上げる独立系運用機関にとっては、トラックレコードを基にした説得力あるプレゼンを行うことが難しい。各運用機関の投資哲学やチームを評価していただく必要があるものの、ロジックや個性をアピールするためのプレゼンの機会を得にくいから、結果としてアセットオーナーの獲得に苦労している。

- リターンを出すのに時間がかかる中、年金を含めた**日本の機関投資家から資金が集まらない**。フィーの折り合いがつかないということもあったが、パフォーマンス的な評価が重視され、定性的な評価がされていないと感じる。我々は日本のために良いことをやっているはずだが、国内資金が集まらないことについて、ジレンマを感じる。

- インベストメントチェーン全体の高度化に向けて、**議決権行使の完全電子化**の推進や、**情報一元化を実現するプラットフォームの整備**が重要ではないか。

- 日本市場の最大の問題は**スモールキャップがずっとスモールキャップ**という点にある。企業価値の増大に重きを置いている経営者が少ないのではないか。企業価値を向上できない企業は退出することが必要である。その企業が退出することによって、人材や才能が競争力ある企業に供給されることが国家レベルで重要であると考えている。東証が、近年、TOPIXの対象企業を絞っているのには大変に好感を持っている。

（参考）索引

頁	視点	項目1	項目2	分類
0		表紙		
1		はじめに	アクション・プログラム2024の記載と調査内容	概要
2	投資家	投資家インタビュー	インタビュー実施機関一覧	概要
3	企業	企業インタビュー	インタビュー実施企業一覧	概要
4	投資家＆企業	スチュワードシップ活動の実態に関する調査 結果概要		
5		スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次		
6		目次（再掲）		
7	アセットオーナー	各団体（アセットオーナー）の取組み概況	①各団体（アセットオーナー）の取組み概況	概要
8	アセットオーナー	各団体（アセットオーナー）の取組み概況	②インセンティブ付け	概要
9	アセットオーナー	各団体（アセットオーナー）の取組み概況	③課題認識等	概要
10	アセットオーナー	モニタリング・インセンティブ付けの具体例	GPIF「エンゲージメント強化型パッシブ」	概要
11	アセットオーナー	モニタリング・インセンティブ付けの具体例	GPIF「エンゲージメントの効果検証」	概要
12	アセットオーナー	モニタリング・インセンティブ付けの具体例	企業年金スチュワードシップ推進協議会「協働モニタリング」	概要
13	アセットオーナー	アセットオーナーと運用機関との間の対話(1/2)	双方の意見	概要
14	アセットオーナー	アセットオーナーと運用機関との間の対話(2/2)	運用機関側のアセットオーナーに対する意見（詳細）	概要
15		スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次		
16	運用機関	投資先企業のガバナンス、企業戦略等の状況の把握	（原則３関連）進捗管理、企業調査、ディスカッションペーパー	概要
17	運用機関＆企業	建設的な対話を通じた投資先企業との認識共有、問題改善	エンゲージメントを巡る投資家＆企業からのヒアリング全体像	概要
18	投資家	投資家からみたエンゲージメント	投資家からみた意義があると考える対話・意義が乏しいと考える対話	概要
19	投資家＆企業	エンゲージメント事例①	グローバルトップ企業に対しロールモデルを提示し、厳選テーマで対話を実施	事例
20	投資家＆企業	エンゲージメント事例②	事業ポートフォリオ管理の開示を提案	事例
21	投資家＆企業	エンゲージメント事例③	グローバル投資家のネットワークを生かした対話の実現	事例
22	投資家＆企業	エンゲージメント事例④	長期アクティブファンドによる信頼形成、緊張感のある対話の実現	事例
23	投資家＆企業	エンゲージメント事例⑤	コーポレートカルチャー変革意識に呼応したエンゲージメント	事例

（参考）索引

頁	視点	項目1	項目2	分類
24	投資家	建設的な対話に発展していないケース	表面的な対話に意義を見出すことは難しいとの声	意見
25	企業	企業からみたエンゲージメント	企業からみた意義があると感じる・意義が乏しいと感じる対話	概要
26	企業	建設的な対話に発展しているケース(1/2)	「中長期目線」で提案型の投げかけ	意見
27	企業	建設的な対話に発展しているケース(2/2)	投資家目線での「インプット」が充実している	意見
28	企業	建設的な対話に発展していないケース(1/2)	「短期的思考」の質疑に終始	意見
29	企業	建設的な対話に発展していないケース(2/2)	「対話の相手」に応じたアジェンダを設定	意見
30	企業	エンゲージメントの改善に向けて	自社の取組み・他企業への助言・投資家への要望	意見
31	投資家＆企業	各論	社外取締役・中小型株企業に向けて・協働エンゲージメント	概要
32	企業	企業側からみた社外取締役による対話	前向きな検討がある一方、過剰な期待への懸念の声	意見
33	投資家	投資家からみた社外取締役による対話	対話要望は多いが、ふさわしいアジェンダの設定が肝要との声	意見
34	企業	中小型株会社の取組み	開示充実や積極的なコミュニケーションの重要性の声	意見
35	投資家	中小型株会社の取組み	ポテンシャルは認識しつつ、コストとの兼ね合いや発掘の難しさの声	意見
36	企業	協働エンゲージメント	効率性には期待するも、不安感やアジェンダの重要性を指摘	意見
37	投資家	協働エンゲージメントを行う際の留意事項	利点を認識しつつ、有にするためテーマ設定等の重要性を指摘	意見
38	投資家	協働エンゲージメントへの懸念	フリーライドや表層的テーマの回避を指摘した選択肢として妥当	意見
39	投資家	投資家開示の充実に向けて	投資家としての開示の重要性についての先進的な声	意見
40	運用機関	エンゲージメント担当と議決権行使部門が連携した上での議決権行使	（原則５関連）対話と議決権行使を一体的に行うための体制整備	意見
41	運用機関＆企業	エンゲージメントの更なる充実に向けて	まとめ：議決権行使（点）に至るまでの対話の一連の過程（線）	概要
42		スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次		
43	助言会社	議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況	（1/3）実施した手続、結果と課題認識、参照した原則・指針	概要
44	助言会社	議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況	（2/3）議決権行使助言会社 A	検証
45	助言会社	議決権行使助言会社によるスチュワードシップ・コードの遵守状況	（3/3）議決権行使助言会社 B	検証
46		スチュワードシップ活動の実態：具体的な調査結果　目次		
47	企業	金融庁・東証に対するご意見		意見
48	投資家	金融庁・東証に対するご意見		意見
49	投資家	その他の意見		意見