

日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に

関するアンケートについて

「アセットマネジャーがスチュワードシップ責任を
果たすための取組みと今後の課題」

岩 間 陽一郎

ご紹介いただいた岩間でございます。過分なご紹介をいただき、この壇に登るのが恐ろしい気持ちでございますけれども、今回お招きいただきまして大変光栄に存じております。

ご紹介いただきましたように、本日のテーマは「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートについて」アセットマネジャーがスチュワードシップ責任を果たすための取組みと今後の課題」とさせていただきます。お手元に資料をお渡ししてございます。一枚紙のものはスチュワードシップ・コードそのもの

です。それから、アンケート等についての今日のレジュメです。これに基づいてお話をさせていただくつもりです。

せっかくの機会ですので、投資家から見たコーポレートガバナンスの本質、それから我々のコードは英国のモデルででき上がっておりますので、その状況などにもちよつと言及させていただきます、その後、協会での取組みについて、繋げてお話ししたいと存じます。

もとより私はこの分野の専門家ではございませんし、私の属する組織は資産運用業に関する自主

規制団体でございますので、主にその立ち位置からのお話となると思いますが、本日お話しする内容はあくまで私個人の見解であることをあらかじめお断りしておきたいと存じます。

それでは、資料一ページの目次に沿って進めさせていただきます。初めに、日本投資顧問業協会のご紹介と、そもそも私がガバナンスの問題にどのような経緯で関心を持つに至ったかについても、若干触れさせていただきます。

一、はじめに

ご記憶の方も多いと存じますが、バブルのピーク時には、日本の株式市場の世界市場に占める割合は瞬間的には四割というレベルに達していたと記憶しておりますが、現状は、一割を相当切ると

ころまで落ち込んでおります。

この要因は一体何なのか、いろいろ考えられるわけですが、何といたしましても、日本の企業の収益力と成長力が長期にわたって低迷してしまったことが主因であろうとされています。また、一面で、日本企業のパフォーマンスの低下は、コーポレートガバナンスのあり方そのものにも問題があったのではないかという指摘があったことも事実であろうと思います。

ただ、そうではありませんが、日本再興戦略の大きなテーマとしてコーポレートガバナンス改革が取り上げられ、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが相次いで整備された現在では、改革はまだ緒にいたばかりではあります。内外の中長期の時間軸で判断する投資家の我が国のコーポレートガバナンスに対する評価は、私の実感するところでは、様変わりに

良くなりつつあると思います。彼らは今後の成り行きを期待感を持って見つつかうと感じております。

私は、ご紹介にもございましたように、二〇一三年の一月から金融庁と財務省の共催で開かれた「金融・資本市場活性化有識者会合」、及び現在も継続中の、金融庁と東京証券取引所との共催である「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」に参加する機会を与えられました。また、私どもの協会も、いろいろな機会にこの問題について関与させていただいてまいりました。そういったことでガバナンス改革検討の過程に身を置いた者の一人としての経験を踏まえまして、今日のお話をさせていただこうと思っております。

スチュワードシップ責任を果たすべき機関投資家の一員であるアセットマネジャーの視点から

コーポレートガバナンスの意味を考え、策定以来、スチュワードシップ・コードの定着状況が現在どのようなになっているのか、さらには今後どのような点に留意していくべきかという点に触れたいと思っております。

二、日本投資顧問業協会について

ここで、日本投資顧問業協会とはそもそも何であるかについて、簡単にご説明しておきたいと存じます。資料の二ページをご覧いただきたいと存じます。ここにお示しするとおり、私どもの協会は、一九八七年に当時の投資顧問業法に基づいて設立され、現在では金融商品取引法第七八条に規定される認定金融商品取引業協会、いわゆる資産運用を行う投資顧問会社の自主規制団体です。

協会の目的は、会員の業務が公正かつ円滑に運

営されることを確保することによる投資者の保護を図ると同時に、資産運用業界が健全に発展することを促すことにございます。

このページの最下段にお示しするとおり、現在の会員数は本年三月末で投資運用会員が二六九社、投資助言・代理会員は四七六社、合計七四五社です。全体の運用資産残高は同じ時期の三月末時点で約二四〇兆円になっております。

三、コーポレートガバナンスの本質（機関投資家の役割）

（「責任ある機関投資家のあり方」の確立）

それでは、機関投資家の立場から見た「攻めのコーポレートガバナンス」ということで私見を述べさせていただきます。

私どもの会員会社、いわゆるアセットマネ

ジャー、投資顧問会社は、年金基金、学校法人などの基金、さらには金融機関等のアセットオーナーから資金運用を受託し、あるいは個人投資家の資産形成に寄与すべく、各種投資信託の運用を併営している会社が多いわけですが、中長期の間軸で投資運用の成果を期待する顧客投資家、アセットオーナーの視点から見ますと、一部の短期時間軸の運用を除き、投資先企業株式の持続的な価値向上が非常に大事であることは論をまたないと思います。

世界的に現在、指摘されている株式市場におけるショートターミズムの行き過ぎの弊害を緩和して、ロングターミズムを復活させることは、これらの長期投資家にとって極めて望ましいことです。二〇一二年に英国で出され、我が国の伊藤レポートのモデルとなったと考えられているケイ・レビューが指摘しているのは、まさにこの点で

す。

一方、アセットオーナーから運用受託をするアセットマネジャーは、顧客投資家の利益最優先で最善の運用を心がけなければならない立場であり、株式投資に当たっては、中長期的時間軸で企業価値の成長期待性の高い銘柄、あるいは企業価値評価が本質的価値を下回る銘柄に投資し、狙いどおりの成果を追求します。

その際に、狙いどおりの成果をただ待つだけではなく、企業の経営に対し有効な働きかけをし、成果の確実性向上に寄与する、言いかえれば企業価値そのものの拡大に寄与することがもしできるとするならば、これは企業のステークホルダー全てにとつて大いに歓迎すべきことです。いわゆるエンゲージメント、投資家と企業経営者との効果的な対話の重要性がここにあると言われております。

他人の資金を預かる立場にある主体は、厳格な受託者責任を負うべき年金基金、学校法人基金などのアセットオーナーやアセットマネジャーだけではなく、保険会社など契約責任に依拠する主体もあり、受託者責任（フィデューシヤリー・デューティー）だけでは網羅できないということになります。

我が国のモデルとなった英国では、一九九〇年代の初めに既に保険業協会や投資会社協会、投資運用協会、年金基金協会など、いわゆる機関投資家（インスティテューショナル・インベスター）と言われる人たちが自主的に集まり、機関株主委員会（ISC、インスティテューショナル・シェアホルダー・コミッティー）を結成し、スチュワードシップという、より広い概念に立って、責任ある機関投資家のあり方を確立していったと言われております。日本版スチュワードシップ・

コードも、『責任ある機関投資家』の諸原則」と銘打ち、アセットマネジャーだけでなく、アセツトオーナーの署名、参画を奨励しているゆえんでもあるわけです。

〔金融・資本市場活性化に向けての提言〕

ここで資料三ページをご覧いただきたいと存じます。ここにお示しする図は、冒頭に述べた「金融・資本市場活性化有識者会合」がまとめた「金融・資本市場活性化に向けての提言」の概要を示しております。左下の枠で囲んだ部分と右側の枠で囲んだ部分にご注目いただきたいと存じます。

左下の「二〇一四年から直ちに着手すべき施策」では、施策の一つである③「企業の競争力の強化、起業の促進」において、「企業の新陳代謝・ガバナンス強化に向けた取組」としてのスチュワードシップ・コードの導入等が挙げられて

おります。

右側の「二〇二〇年の姿」では、「豊富な家計資金と公的年金等が成長マネーに向う循環の確立」として、スチュワードシップ・コードや適切な企業統治が明記されています。

（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）

続いて、資料四ページと五ページをご覧いただきたいと存じます。こちらは先ほどお話のあった、現在開催されている「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」の資料です。

四ページでは、資金の最終的出し手である個人、年金受給者、保険契約者等に対する責任を果たす機関投資家の行動原則としてのスチュワードシップ・コードと、株主、ステークホルダーに対

する責任を果たす企業の行動原則であるコーポレートガバナンス・コードとが車の両輪であることが示されております。

五ページの図をご覧くださいますと、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードが車の両輪として機能することによって、中長期的な企業価値向上と投資家にとっての中長期的リターン向上が、上場企業と機関投資家との間の建設的な対話（エンゲージメント）が起点となって実現し、好循環となることが示されております。

事はこの絵に描いたようにそう簡単ではないと私も思いますが、この狙いどおりに事が運ぶためには、関係当事者がそれぞれの立場で粘り強く、しつこくこれをやっていかなければいけないと思っています。この好循環を目指す中で、機関投資家、これはアセットオーナー並びにアセット

マネジャーの両方を指しますが、いかに重要な役割が期待されているかがおわかりいただけると思います。この構図を頭に置きながら、我が国においてなぜ今コーポレートガバナンスなのかということについて、アセットマネジャーの立場から迫ってみるのが私の立場です。

（日本のコーポレートガバナンスの動き）

日本再興戦略でコーポレートガバナンス改革が取り上げられた観点は、ご高承のとおり、上場公開企業の持続的企業価値の増殖なくして日本経済再興はあり得ないというメッセージを強調して戦略の根幹に据え、企業と投資家の双方にそれぞれコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードの制定を促し、その実行を支援しようというものであると認識しております。

したがって、これは必ずしも企業と投資家との

対決の構図ではありません。対決の構図ではないということは、実は海外からは手ぬるいという批判がないわけではないのですけれども、経営者と投資家が建設的かつ緊張感を持った対話を実践することを通じて、企業価値の健全な成長を実現しようというものですので、経営を監視し暴走を防止するという「守りのガバナンス」だけではなく、「攻めのガバナンス」であると言われるのは、ここにあると理解しております。

ここで鍵を握るのは、企業と株主、投資家の間の友好的かつ建設的な対話の実施になります。企業経営者は株主から経営を委嘱されているという意味で受託者の立場にあります。取締役は委託者である株主の利益を守るために経営を監視することを期待されている立場であり、この機能がしっかりと発揮されないと経営が暴走することになりかねません。残念なことに、暴走した例は過去、枚

挙にいとまがないことは皆さんもよくご存じのとおりです。

ガバナンスの仕組みを改善する目的で、従来の監査役会設置会社に加えて各種の手当てがなされ、現在では監査等委員会設置会社あるいは指名委員会等設置会社が置かれているのはご存じのとおりです。いずれも取締役会の強化を図っているわけですが、実効性を高めるために、組織形態のいかんを問わず独立社外取締役を複数置くことが、新しいコーポレートガバナンス・コードで要件とされているのもご高承のとおりです。

（アセットマネジャーの役割）

繰り返しになりますけれども、アセットマネジャーは、アセットオーナーの委託を受けて、そのフィデューシヤリーとして、アセットオーナーの利益のために運用業務を遂行する立場にあります。

す。株式投資運用を行う際には、実質株主であるアセットオーナーの利益を代表しなければなりません。これはとりもなおさず、株主の利益を代表することにおいては取締役と全く同じ立場にあることになるわけです。さらに言いますと、年金基金を例にとれば、実際の株主は個々の受益者であるとも言えます。企業年金基金で言えば、将来の受給者となる社員そのものと言ってもいいわけです。

このように株主の利益ということと考えますと、かなり広い範囲の当事者の利益を意味すると思います。個々の年金受給者やそのほかの受益者の委託に応えるためにも、持続的企業価値の成長を阻害する可能性はできるだけ排除するともに、むしろ企業価値の成長をいかにして確実にすることができかねるかを大いに志向することが重要であり、「攻めのコーポレートガバナンス」の必要

はこのためにあると言っても過言ではないと思っております。単に株主利益の最大化ということと捉えがちですが、このような観点に立ちますと、社会全体にとって極めて重要なことになると思います。

経営者の立場から言いますと、私もかつては保険会社の経営に参画する立場であつたわけですが、経営の裁量を可能な限り自由に幅広く持つことが望ましいと考えることは、ある意味、当然であるわけです。しかしながら、これはしっかりとガバナンスのもとで信任を得て初めて実現する裁量でなければならぬと思います。コーポレートガバナンスの仕組みが会社として確立し、経営の監督の実効性が担保されていることは、裏を返しますと、取締役会、すなわち株主が経営陣に全幅の信任を与えていることにはかならないと思います。

この実効性をさらに担保するのが、繰り返しになります。株主との緊張関係の上に立つ実効性のある対話と言えます。私は、アセットマネジャーとして好循環の実現に向けて取り組むべきコーポレートガバナンスの本質は、まさにここにあると考えております。守りも必要ですが、攻めのガバナンスが効果を発揮することが極めて重要であると思います。

四、英国におけるコーポレートガバナンス

(概観)

ここで、我が国のコーポレートガバナンス・コードとスチュワードシップ・コードのモデルとなっている英国について少し触れさせていただきます。

英国におきましても、従来の企業経営者の暴走阻止という観点から、最近では中長期的企業価値の共創、経営者と株主が一緒につくるということを意識して変化している点も、大いに参考になると思っております。

厳格なルールベースではなく、いわゆるプリンシプルベース、つまり遵守するか、遵守できないなら説明せよ（コンプライ・オア・エクスプレイン）というベースのコードの元祖であり、この考え方は我が国だけでなく、OECDやEU、最近ではマレーシア等にも導入されていますので、モデルとしての意味が大いにあると言われております。

(キャドバリー・レポート)

資料の七ページをご覧ください。一九九二年二月に有名なキャドバリー・レポートが出されました。

た。フィナンシャルアスペクト・オブ・コーポレートガバナンスに関するレポートということ、これは必ずしも直接結びついているわけではないようですが、当時、ロバート・マックスウェルが、その経営するメディアグループの経営悪化から、企業年金基金の資金を流用するという悪名高い事件があったことや、BCCIというルクセンブルクの銀行がある種、放漫経営の結果、破綻する事件など、経営者による暴走が問題視されていた環境であり、コーポレートガバナンスの強化が重要であるとするキャドバリー委員会の検討結果報告は、極めてタイムリーなものであったと言われております。これは四半世紀も前のことになります。

この報告書の内容は主に、取締役会、会計監査人のアカウンタビリティ強化等を勧告したものとなっています。若干具体的に付言しますと、次

のような内容となっております。

会長とCEOは別であるべきである。一人に権限が集中することは好ましくない。

非業務執行取締役は、戦略、パフォーマンス、資源配分及び行動倫理の設計を判断するために、独立して機能すべきである。非業務執行取締役の過半数が独立であることが必要である。企業との財政的利害関係を有しないことも条件である。

取締役の任期は、事前の株主の承認がない限り三年を超えてはならない。

非業務執行取締役が過半を占める報酬委員会が業務執行役員の報酬を決定すべきである。

中間報告書に、監査人の承認を得たバランスシートを載せる必要がある。

外部監査人の報酬は公表しなければならない。並びに外部監査人は定期的に変更することが必要である。

その会社そのもののビジネスが成長するものであるということが報告されなければならない。

このようなことが書かれております。このキャドバリー・レポートが契機となり、資料七ページの右側にあるように、継続的にいろいろな角度からコーポレートガバナンス改善の試みが次々と行われていきました。

このように企業側の規律を高める目的でコーポレートガバナンスが強化改良されていくわけですが、一方、投資家側の観点から、株主への長期的なリターンの向上を志向して、アセットマネジャーと企業との間のエンゲージメントの高質化を目指す動きが展開されていきます。これが資料七ページの左側に示された流れです。この動きはそもそも、七ページの左側の一番上に示すように、前述したISCの場合での機関投資家の間の自主的な検討に基づくコードが起源となっておりま

す。いかにも英国らしい感じですが。

(統合規範 (Combined Code))

一九九八年には、統合規範 (Combined Code) が財務報告評議会 (FRC、フィナンシャル・レポーティング・カウンシル) によって策定されました。その内容は、セクション1がカンパニーズ、セクション2がインステイテューショナル・シェアホルダーとなっていて、企業と機関投資家の双方の規範を統合しました。

(ウォーカー・レポートとスチュワードシップ・コード)

しかしながら、その後、資料八ページにあるように、金融危機の発生を契機としてウォーカー・レポートが出され、二〇一〇年に機関投資家の規範もFRCが管掌することになり、従来のISC

コードに基づき、二〇一〇年に英国のスチュワードシップ・コードが制定されました。これに伴い、従来の統合規範は改定され、新たにコーポレートガバナンス・コードが、同じく二〇一〇年に制定されました。

このスチュワードシップ・コードは、日本版スチュワードシップ・コードのお手本となったもので、内容の要点は日本も引き継いでおります。なお、我が国の動きは資料六ページにお示ししています。

(ケイ・レビュー)

英国においても、さまざまな要因から株式の平均保有期間が短くなってきたおり、ショートターミズムの行き過ぎが懸念され、ビジネス・イノベーション・技能省、日本で言えば経産省の委嘱で二〇一二年にケイ・レビューが報告されており

ます。これは二〇一四年に報告された日本における伊藤レポートと同様に、ショートターミズムの行き過ぎを克服し、ロングターミズム、すなわち中長期的な視点で企業価値を高めるために、企業と投資家がどのように協調して努力すべきかを示唆するものです。

フィデューシャリーであるアセットオーナー、アセットマネジャーのみならず、生命保険会社等を含めて第三者の資金を預かって株式投資をする当事者は、スチュワード、すなわち執事としての視点に立つて委託された運用業務を忠実に実行する責務を負うとされ、中長期的観点に立つて企業の成長を実現するためには、緊張関係を持った効果的対話、エンゲージメントを実行することが不可欠であると指摘しています。まさにこれは、我が国のエンゲージメントを重視するスチュワードシップ・コードの重要性を裏打ちしていると言えます

ます。

(FRCによる見直し)

これらのコードの定着状況を見守って適宜改良を加えることを継続的に実施するために、コードを管掌する当局であるFRCは二年に一度、必要に応じてコードの見直しをすることとしています。日本ではこれは三年を目途ということになっております。

(インベストメント・アソシエーションの報告)

また、資産運用業団体であるインベストメント・アソシエーションは、毎年、会員各社の取組み状況を調査し報告しております。この団体は自主規制団体ではありませんが、業界団体としては当協会と同じような仕事をしておりまして、我々も情報交換を適時行っている先です。私どもの協

会は、インベストメント・アソシエーションの報告を見て、我が国のスチュワードシップ・コードの定着を図る上で参考にしたいと考えております。

このような取組みは、継続的に粘り強く定着する努力なくして効果を期待することはできません。短期的に急な効果が出ることは期待できないわけですが、アセットマネジャーはそもそも多くの投資を経験し、蓄積された知見から経営者にとっても有益な対話が実現するという好事例も多く報告されております。伊藤レポートが指摘している、企業価値の中長期的成長を株主と経営者が協力して実現する共創効果が期待されるわけです。

単に短期的視野での株主還元を迫るのではなく、長期の投資時間軸を前提に株式投資を行う機関投資家が、数多くの投資事例に基づく知見を生

かし、戦略や適切なガバナンスのあり方などの企業経営の根幹となる事項につき、経営者と対話を重ねて成果に繋げることは、まさに合理的なものであると考えます。対立軸ではなくて共通の目的に向かって力を合わせる、まさに共創そのものと言えます。

（二〇一二年の英国スチュワードシップ・コードの改訂）

英国のスチュワードシップ・コードは、当初示されたように二〇一二年九月に改訂が行われました。しかしながら、その後、新たに改訂を要する課題は出ていないようで、これ以降、改訂は行われておりません。二〇一二年の改訂もコードそのものは基本的に変わっておりませんが、ガイダンスがより詳細に具体的にわかりやすくなっております。目的と定義がより明確化され、アセット

オーナーとアセットマネジャーのコードへの対応、企業のコーポレートガバナンス・コードの組みとの関係などがより詳細に規定され、実践的なものになったと言えます。

特にアセットオーナーのより積極的な関与を期待する趣旨が示され、この点は我が国にとっても大いに参考になると思います。我が国のコーポレートガバナンス・コードの基本原則4に示されているように、経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うことが取締役等の責務とされていることにも、「攻めのガバナンス」の思想が強くあらわれております。

五、「攻めのガバナンス」が効果を発揮することが重要

（中長期的な企業価値の向上）

繰り返しになりますが、我が国のスチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードは、いずれも日本再興戦略に基づき、我が国の成長戦略の一環として策定されておりますので、コーポレートガバナンス・コード原案の序文において示されているように、「会社におけるリスクの回避・抑制や不祥事の防止といった側面を過度に強調するのではなく、むしろ健全な起業家精神の発揮を促し、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図ることに主眼を置いている」ことを、しっかり認識する必要があると考えております。

数々の企業経営上の失敗、スキャンダルは、ガバナンスの枠組みの欠陥によるとされるものが多く感じられます。これの防止策としてガバナンスの改善が提唱されてきた歴史であったことも事実ですが、英国における例もそうであるように、行き過ぎたショートターミズムを抑制し、中長期的な企業価値向上を実現する上での有効な施策としての認識が強くなってきていると思います。

コーポレートガバナンス・コード原案の序文においてはさらに、「市場においてコーポレートガバナンスの改善を最も強く期待しているのは、通常、ガバナンスの改善が実を結ぶまで待つことができる中長期保有の株主であり、こうした株主は、市場の短期主義化が懸念される昨今においても、会社にとって重要なパートナーとなり得る存在である」と示されておりまして、この二つのコードの車の両輪としての適切な実効性発揮が期

待されます。

（日本版スチュワードシップ・コード）

私は、日本版スチュワードシップ・コードが検討段階だった二〇一三年に情報交換のためにロンドンに出張して、先方の関係者たちと対話をいたしました。その際に英国の人たちの反応は、英国では一九九〇年代の初めから着実に営々と積み上げてきたコードなので、日本で一年でそんな簡単にできるわけがない、つくったとしてもでっち上げにすぎないだろうという声が多かったわけです。

しかしながら、翌年、でき上がったコードを持って、さらにコーポレートガバナンス・コードが検討過程に入ったことを示して、成長戦略の根底に据えられたことを説明しましたら、あに図らんや、彼らに「日本はクレバーである」と全く

違ったコメントをされたことを覚えております。

これは、日本が変わることを期待したいという評価に繋がっていることを象徴的にあらわしているのではないかと思っております。

実は日本でスチュワードシップ・コードをつくって以来、マレーシアが作り、シンガポールと香港が今、策定作業に入っているようです。彼らも日本の例に後れをとりたくないということであるように感じております。効果が実際に上がっているかどうかは別として、日本の施策が極めて合理的な狙いを持ったものであることが評価されていると言っていると思います。しかしながら、これは簡単になせるわけではありません。

（フォローアップ会議）

二つのコードがその目的とする効果を本当に発揮できるかどうかは我々の努力次第であり、しっ

かりしなければいけないと思っております。粘り強くちゃんとやっていかなければいけない。そのために現在何をやっているかということです。

一つは、先ほど述べた「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」です。これは昨年の九月から始まって既に八回開催されました。企業経営者、機関投資家、学者、弁護士等の有識者が、二つのコードの運用状況を振り返り、今後の課題を議論しております。私も委員の一人として参加させていただいておりますが、印象を申し上げますと、議論を重ねるにつれて内容が深まっていると思います。二つのコードの機能発揮の可能性が実際に強く感じられるようになってきていると思います。

当然のことですが、経営者と機関投資家は対立するものではなく、中長期的企業価値の成長に協

力して当たらなければならないという合意が形成されつつあることは心強いと思います。双方の立場から率直かつ活発な議論が展開されておりまして、回を重ねるとともに議論の焦点もかみ合ってきているという実感です。ゲスト・スピーカーとして、実際に経営改革に当たられている経営者やアセットオーナーも参加されて、コード導入以後のコーポレートガバナンスをめぐる各方面の意識の強まりは、顕著なものがあると実感しております。各回の議事録は金融庁のホームページに開示されておりますので、ご興味のある方はご覧いただければと存じます。

（日本投資顧問業協会の取組み）

次に、私ども日本投資顧問業協会としても、スチュワードシップ・コードを実践しなければいけないという立場で取組みをいろいろやっております。

す。

一つは、スチュワードシップ・コードをつくる際の有識者会議に積極的に参加しました。

それから、今日のご報告になりますが、「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート」を毎年実施することとしております。これは先ほどもちよつと言及した英国のインベストメント・アソシエーションが行っているものを参考にして、過去二回実施しました。そもそも私どもの協会は従来、長年にわたり議決権行使に関するアンケートを毎年やっていて、それにスチュワードシップ・コードの対応状況を加味してリバイズした形で二回やりました。

それから、平成二三年一〇月にコーポレートガバナンス研究会を協会の中に設け、池尾和人慶応義塾大学教授の座長のもとで、コーポレートガバナンスについて、投資顧問の立場から多面的な議

論をしております。コード制定以来、機関投資家としての立場からどのように対応していくべきか、運用会社の経営の立場からの取組みを取り上げ、さらに今年度はアセットオーナーの立場からのご意見もいただいて議論を深めております。これも議事の要約を協会のホームページに開示していますので、ご興味があればご覧いただければと思います。

もう一つは、フィデューシャリーの徹底と運用の高度化が金融行政方針に示されていて、これは業界を挙げて取り組まなければならない課題だと思っています。この面で会員各社を支援していくことが協会に課せられた課題であろうと思っています。

ご承知のように、日本には過去の蓄積によって巨大な金融資産が存在しております。これをいかに効果的に運用して果実を得るかがまさに国家的

課題になっています。この実現のための重要な条件の一つが金融証券市場の一層の活性化であり、その中核に持続的企業価値の成長、株式市場の健全かつ持続的な成長が位置づけられると思います。

機関投資家と企業経営者の緊張感ある対話がこの課題に有効に働くように、共創への努力が非常に求められ、投資顧問業はその果たすべき役割を存分に発揮できるよう期待されています。それだけ責任が重いということであると思います。これからも地道に粘り強く取り組まなければいけないと考えております。

六、日本投資顧問業協会のアンケート集計結果について

前段が非常に長くなってしまいましたが、以

下、先ほど触れさせていただいた、日本投資顧問業協会が実施しております「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート」の結果について、概要をご報告させていただきますと思います。資料の九ページ以降にありますのがアンケート結果です。

(1) アンケートの概要

一言で申し上げますと、アセットマネジャーとして今後取り組む課題は依然多くございます。ただし、会員の取組みには着実な前進が見られるということも言えます。資料にはございませんが、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）も、「機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」を公表しております。これは世界最大のアセットオーナーであるGPIFが、アセットマネジャーのスチュ

ワードシップ活動に関する評価と、目的を持った対話の実態把握を目的とし、J P X日経インデックス400採用企業にアンケートを行い、そのうち二六〇社から回答を得た結果です。これもG P I Fのホームページでご覧いただけますので、ご参照いただくとよろしいかと存じます。

資料一〇ページにアンケートの概要を示しています。平成二七年度は、計二〇六社の会員を対象にアンケートを実施しました。

(2) 日本版SSC策定状況

一ページには、会員各社の日本版スチュワードシップ・コード(SSC)に関する方針の策定状況を示しています。平成二七年にアンケートにご回答いただいた一八四社のうち一〇八社、約五九%が策定済みと回答し、その割合は前年と比較すると約七%増加しております。方針を策定済み

もしくは策定中とした回答は、社数ベースでは六割程度ですけれども、右側の円グラフで示す日本株の投資残高ベースでは約九八%をカバーし、ほぼ全社が方針を策定済みであると言えます。このアンケートは、先ほど言及した一枚紙の資料(資料の三二ページに添付)のスチュワードシップ・コードの順番になっておりますので、コード自体はこれをご参照いただければと思います。

会員のうちで日本株に投資している会社の大部分が既にコードを受け入れています。「受入れ予定なし」と回答したものは、そもそも日本株に投資していないことが主な原因ですので、これではほとんど網羅されているということだと思います。

一二ページは、本コードの受入れを表明した機関投資家の数及びそれらに占める当協会会員の数です。これは金融庁が出しております。全体の半分以上が当協会の会員です。

(3) 利益相反防止に関する方針の策定状況

一三ページは、原則2の利益相反防止に関する方針の策定状況です。ご承知のように、資産運用会社はどのような局面においても顧客の利益を最優先して、専ら顧客のために最善を尽くさなければなりません。顧客の資産が増加することが、運用会社における運用報酬の増加に繋がります。すなわち、顧客が目指す方向と資産運用会社の経営が目指す方向は、完全に一致しなければならぬということです。

昨今、金融庁が金融行政方針などでフィデューシャリー・デューティーの重要性を指摘され、これを、「他者の信任に応えるべく一定の任務を遂行する者が負うべき幅広い様々な役割・責任の総称」と説明されておられます。資産運用業界に当てはめると、顧客は、自らの資産を中長期的にふやすために、専門家である資産運用会社を信頼

して運用を任せています。運用会社は、専門家として信頼に基づいて顧客から運用を任された立場から、顧客の利益のために専門能力を十分に発揮し最善の努力をすること、すなわちフィデューシャリー・デューティーを果たすことが完全に求められています。これは極めて大事なことです。

フィデューシャリー・デューティーについての検討は、今年五月から行われている金融審議会のワーキンググループにおいても、顧客本位の業務運営をフィデューシャリー・デューティーとして議論が予定されております。

この義務を果たすべき資産運用会社が、顧客との利益相反が生じるおそれがある局面に直面したとしたら、当然に顧客の利益を優先すべきですが、資産運用会社が想定し得る、利益相反が生じるおそれのある局面とはどのようなもので、実際にそうした局面となったときにどう対処するの

か。こういったことを方針として策定し公表する必要があるとしておりますのが原則2です。

資産運用会社は、スチュワードシップ・コードに基づいて、投資先企業のガバナンス体制などについてモニターし、必要に応じて注文などをつけていくわけですが、逆に、注文をつける側のガバナンス体制はどうなっているのかと問われる場合も当然あります。資産運用会社におけるガバナンスの要諦の一つが、利益相反の防止に係る方針の策定と公表であるというのは疑問のないところです。

一三ページの向かって左側の円グラフは、回答した会社のうち日本株式の運用残高がある社を対象とした日本株式の資産運用残高ベースの回答結果です。斜線の部分が、利益相反防止に関する方針を独立した方針として策定済みとした回答で、内側の二〇一四年が五四%、外側の二〇一五年が

五一%です。縦線が、日本版スチュワードシップ・コードに関する方針の中で、利益相反防止に係る方針を定めているとした会社で、二〇一四年が三九%、二〇一五年が四三%となっており、これを合計しますと、ともに九〇%以上の会員が利益相反防止に関する方針を既に策定済みであり、当協会の会員の利益相反防止に関する意識はかなり高いことを示しております。

右側の円グラフは、日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明している社数をベースとしたもので、こちらも同様の結果となっております。

一四ページは、策定した方針の開示状況についての結果です。開示済みが八〇%を超えている状況です。

一五ページをご覧いただきたいと思います。利益相反防止に関する方針の策定と公表に係る質問

では、直近一年間に方針を改訂したか、改訂した場合は、その内容、あるいは改訂された方針の実効性を高めるためにどのような方策を講じているのかも尋ね、その結果を示しております。

改訂状況については、改訂した会社が一一社ございます。改訂の内容としては、「利益相反のおそれのある取引の類型と典型例の関連を整理し、明確化を図った」「事業上の関係を有する先に対する議決権行使の方針に関し、詳細に記述」などとする回答がございました。

(4) 利益相反防止方針の具体性

また、利益相反防止に関する具体的な施策を講じている会社は五三社あり、その内容は、「資産運用会社自身の主要株主等の株式における議決権行使時に、助言機関等第三者機関に判断を委任すること」「利益相反が疑われる、また発生した場合

合の管理・報告体制の構築」などが挙げられております。

一六ページをご覧下さい。アンケートを行った協会事務局では、当協会の会員で日本株式の運用残高の上位二〇社程度、大きなところから二〇社程度ですが、これを対象として、それぞれの会社がホームページなどで開示している利益相反防止方針の内容について調査しております。これはその結果です。

この内容は大きく三つに分けることができます。

一つ目は、利益相反取引の主な類型を明示し、その類型ごとに管理方針を公表している例。

二つ目は、主に関係会社の議決権行使に係る対応に関する事項を公表している例。具体的には議決権行使に関する方針やガイドラインを別途開示し、その中に利益相反防止方針、例えば関係会社

の株式に係る議決権行使方針などが含まれているケースが多うございます。

三つ目は、企業グループとしての利益相反防止方針を公表している例です。

いずれにおいても、資産運用会社におけるガバナンスの要諦の一つである利益相反の防止は、方針の策定と顧客などに対するわかりやすい形での公表、方針の実効性を担保する体制の整備、さらには顧客に対する報告が極めて重要な課題であろうと考えております。

(5) エンゲージメントの状況

一七ページは、エンゲージメント活動の一環として行う企業との対話において何を重視するかを示しております。左側のグラフは、会員が重視する議題を三つ選んだ結果で、企業戦略、ガバナンス体制、株主還元策が上位三議題となっております

す。右側のグラフにお示したように、実際に企業と議論をした事項も同様です。これから言えるのは、会員によるエンゲージメントは、企業の持続的成長を促す分野に軸足が置かれているということであろうと思います。

このような結果から、当然ですが、企業の中長期的な成長を促すという日本版スチュワードシップ・コードの目的に則った行動がなされつつあると言えます。しかしながら、より深く突っ込んだ議論のテーマとなるような項目、例えばこれで見ますと、経営陣の後継者問題はまだ非常に低うございます。これはまだまだ議題として対話の対象になっていない。こちら辺が具体的にどうなっていくかが、これからの実効性に関わってくるのではないかと思っております。この時点はコードができてからまだ一年半であることから、これはまだ進行途中で、これからいい方向に行くこ

とを期待している次第です。

一八ページは、当協会会員におけるエンゲージメント活動において、対話先の企業側の対応が非常に有益だった、あるいはマネジャーから見て有効であったと判断される例を示しています。コーポレートガバナンス・コードにおける具体的な取り組み方針の開示と、社外取締役の選任を含めたガバナンス体制の確立、投資家との積極的、建設的な対話姿勢に加えて、わかりやすく説明力の高い統合報告書等の開示資料が用意されていることが非常に有益であったことが示されております。

(6) 実力の具備

一九ページから二二ページは、原則7で機関投資家に求めている実力の具備についてです。この原則7は日本のコードに特殊なコードで、エンゲージメントするところもちゃんと実力をつけな

ければいけない、つまらない話で経営者の時間を煩わせてはいけない、実効性のあるエンゲージメントをしなさい、そのための努力が必要である、それによって実力が具備されるということです。その実力の具備に関して会員がどのような取り組み努力をしているかが示されております。

これで見ますと、コードが策定されて以降、約四〇％の会員がエンゲージメント活動の実効性を高める努力をしていると言っております。具体的な努力としては、二〇ページにお示ししているとおり、建設的な対話を進める上での社内のプロセスの整備、研修や社内勉強会で社員の実力養成を行っているということです。基本的には、会員各社はかなり真剣に取り組んでいて、このためにかなりの資源とエネルギーを費やしていると言えます。コストをかけているということです。結果についての発信力を高めていくことも、これから望

まれるところだと考えております。

次に、エンゲージメントについて、会員が自身をどう評価しているかということが、二一ページから二二ページにかけて示されており、実際にエンゲージメント（対話）をしてみて、企業側の資本効率が向上したということはめったにあることではないと思いますけれども、そういうことが報告されています。それから、資本政策の具体化が対話によって実現したと評価している例があります。

一方で、二二ページで示されているように、企業との対話の進展、内容等に関しては、まだまだ課題があると認識している会員が多くあります。これは倦まず弛まず努力していかなければいけないことで、双方ともさらなる努力が求められると思います。我々としては引き続き辛抱強くやっていくということであると思います。

(7) 改善要望事項

二三ページは、会員から見たエンゲージメント対象企業側への改善要望事項です。コーポレートガバナンス・コードの制定を受けて、企業側の取り組み状況も改善しつつあると認識しているようですが、当該企業の経営陣によるエンゲージメントへの関与がまだ希薄である、企業としてのエンゲージメントの意識がまだ足りない、それから情報開示内容が不十分であるということに対して、より一層の充実を求める声が強うございます。

(8) 議決権行使等

二四ページは、議決権等行使判断基準体制の整備状況をまとめたものです。日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明している会員のうち、八六%の会員が議決権等行使判断基準を設けるとともに、意思決定プロセスを明確化し、議決

権等行使指図に関する体制を整備しています。残りの会員については、日本株残高が少ない、投資先が未上場企業であるなどの理由によって整備していないということですので、整備する必要のあるところはほとんど全部整備しているということです。

二五ページは、議決権等行使に係る集計結果をウェブサイトなどに公表しているかどうかについてまとめたものです。日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明している会員のうち、七五%の会員が議決権等行使結果を公表しているか、あるいは公表していない場合にはその理由を開示しております。残りの会員については、先ほどと同じように、日本株残高がないといった理由があります。

次に二七ページです。これは会社提出議案に対する賛否の推移を示しております。

二八ページは、株主提案議題に対する賛否の推移をお示ししております。なお、発行体個社の議案ごとの開示については、投資一任契約元であるアセットオーナーの開示に対する考え方を、アセットマネジャーがエージェントとして受けとめて対応することとなります。したがって、これには公開に関するアセットオーナーの了解が必要となります。そういう状況ですので、一般的には個社の個別議題ごとの開示はまだ十分にはされていない現状ですが、ここにお示したように、全体としての傾向は把握できていると認識しております。これは今後どういう方向に行くのか注目されるところだと思えます。

(9) 顧客への説明状況等

二九ページは、会員各社の日本版スチュワードシップ・コードの方針及び議決権等行使結果に関

して、顧客へどういうぐあいに説明しているのかを示しております。左図に示すのは、会員の日本版スチュワードシップ・コードへの対応方針の、アセットオーナーである顧客に対する説明状況に関する回答で、要請のあったお客様にのみ直接説明しているというのが六〇%となっております。

右図の、議決権等行使結果の顧客への説明状況に関する回答でも、要請のあったお客様にのみ直接説明しているというのが六二%と、ほぼ同様になっております。

ともに全ての顧客に直接説明していると回答した運用会社は一定数存在しますけれども、まだ一〇%未満にすぎません。この背景としては、コストがかかることですので、その面の制約、あるいは顧客であるアセットオーナーの意識と関心の度合いのばらつきがあるのではないかと考えられます。今後の課題としては、要請のあった顧客がど

の程度なのかを把握したり、スチュワードシップ活動における報告の質のさらなる向上を促進していく必要があるかと考えております。

三〇ページは、運用コンサルタントからの問い合わせ状況を示しておりますが、実はコンサルタントサイドのこの問題に対する関心度合いはまだ低いです。問い合わせ状況も決して多くありませんし、照会内容も極めて一般的、全般的なものにとどまっているようです。我々としては、運用コンサルタントに、より積極的かつ実質的な評価を期待したいと考えているところです。

三二ページは、左側のグラフで、エンゲージメント活動が反映される運用対象商品を示しております。「全アクティブ商品のみ」「アクティブ商品の一部のみ」といったアクティブ運用のみを対象とした運用会社が過半数を占め、「インデックス運用商品を含む全商品」を対象としている、すな

わちパッシブ運用にまでエンゲージメント活動の結果を反映している運用会社は、一六社にすぎません。

エンゲージメント活動をパッシブ運用における保有銘柄まで広めるかどうかについては、かなり議論があります。しかしながら、資料の右側に書いてあるように、昨今のGPIFのこの面での積極的な姿勢、海外では、ブラックロック社やスタンダードライフ社といったアセットマネジャー、あるいはノルジェスバンクといったソブリン・ウェルス・ファンドが、エンゲージメント活動の積極方向への踏み込みをしており、パッシブ運用の中でもパフォーマンスの悪い銘柄については、むしろ積極的にエンゲージメントをすべきである、ベータそのものを上げる効果があるという観点で、前向きに検討しているところがあります。こういったことがこれからどうなっていくか、我々

としては注目したいと思いますし、業界としても、そういう方向に動いていくと、全体が良くなるほうに力が働くのではないかと考えております。

(10) まとめ

アンケート結果のまとめとして申し上げますと、まず日本版スチュワードシップ・コードについて、我々の会員はその活動の緒にいたばかりですけれども、前向きな姿勢で取り組んでいると言えます。また、コードにおける課題も見えてきておりますので、アンケート結果を当協会会員に加えてほかのアセットマネジャーやアセットオーナーとも共有し、ともに課題を克服して、日本の実効的なコーポレートガバナンスの実現に向けて、関係各位と共同して努力していく必要があると考えております。

七、形だけではなく実効性のある ガバナンスが重要

特に英米で展開されてきたコーポレートガバナンスは、数々の企業スキャンダルの発生を反省し、強大な権限を有する企業経営者、特にCEOの暴走を抑止する仕組みとして組み立てられてきた印象が強いと思います。そのために、監督機関としての取締役会のチェック機能の充実が図られ、独立社外取締役が大宗を占め、かつ指名委員会、監査委員会等の権能を高め、形としての体制ありきということは否めない事実です。

一方、我が国では、形というよりは中身である、しっかりとやっているのだから安心して任せてほしい、厳格なガバナンス体制構築はかえって効率性を阻害するというのが、一昔前の割に支配的

な意識ではなかったかと思えます。現に資産運用に従事し、第三者の資金運用に当たる以前の私の意識も、実はこれと余り変わらなかったことを白状しなければなりません。確かに幾ら形を整えてもエンロンやリーマンのような不祥事が起こってしまったわけですが、長期に株式投資をする投資家にとっては、形として抑止力が働く仕組みがなければ安心できないと言えます。その上での中身だと言われても仕方がないと思います。

従来、日本の仕組みは、監査役会設置会社しかなく、監査役会の権限はそれなりに強いと言えますが、取締役を罷免することは不可能に近い限定的なもので、委員会設置会社の導入はこれへの考慮だったわけですが、結果として定着を見ず、第三の仕組みとして監査等委員会設置会社が導入されました。三つの方式が併存するのは類いまれな状況であり、外から見れば甚だわかりにくいと言

う向きもありますが、成長戦略の一環としてガバナンス改革を掲げて、二つのコードを相次いで施行したことにより、ガバナンスコードは三つの形態を前提にしているのですが、形がおかしいという批判はかなり弱まってきていると感じます。

私は、基本的な目的や考え方は通底するものであるべきだとは思いますが、文化や慣行の相違がある以上、それぞれ独自の考え方、方式が許容されるべきである、かつてから海外の方々にも申し上げてまいったのですが、とかくガバナンスを重視しない国であると思われる嫌いがあり、従来、余りまともに受けとめてもらえなかったと思います。

しかし、現在、二つのコードができて運用が始まったステージでは、海外の理解は、先ほども申し上げたように確実に高まっていると感じております。できるだけコードの内容をそろえていくほ

うが望ましいと考えますが、とにかくにも、せっかく評価されつつある今のコードをしつかり着実に実行していくことが当面の課題であると言えます。実効性のあるガバナンス体制のもとで、企業経営者が確固たる信任を得て経営の手腕を存分に振るい、企業価値の向上を不断に実現するということになってほしいと切に希望します。

日本のガバナンス改革への取組みは、内外から広く好感を持つて見られているのは間違いないところで、要は実行し成果に繋がるかどうか、世界中が注目しています。当事者全てが失敗は許されないという覚悟で取り組まなければならないだろうと考えております。

実にまとまりのない話になって申しわけございません。以上で私の話を終えさせていただきます。どうもありがとうございます。（拍手）

増井理事長 資産運用業との関係でこういうお話を聞ける機会はなかなか少ないと思いますけれども、全般にわたるお話をいただき、岩間会長、大変ありがとうございます。

それでは、若干お時間がございますので、ご質問等、いかがでしょうか。

質問者 A 本日のお話、ありがとうございます。た。

岩間会長のフォローアップ会議でのご発言をいつも拝聴させていただき、勉強させていただいております。本日のお話でも大変勉強させていただきました、ありがとうございます。

私、一〇年ほどでしょうか、ある資産運用会社の議決権行使担当の方から、次のような非常に興味深いお話をお伺いしました。安定株主でガチガチに固められた上場会社さんについての議決権行使は、我々は不満であるということを批判票とし

て反映すればいいので、比較的簡単なのだけれども、いずれ我々がキャスティングボートを握るようになったときに、果たして我々は責任ある行動がとれるだろうか、それが非常に不安であるとおっしゃっておられて、それが今でも非常に印象深く残っています。

今、スチュワードシップ・コードができた状況のもとで考えると、これは恐らくコードの原則7の実力をつけるというところにかかわってくる話であり、機関投資家としてキャスティングボートを握った状態になったときに責任ある行動をとれるようになることを、今から踏まえてやる必要があると思うのですけれども、その行動というのは、現実には議案が通らないことはないという状況のもとでのエンゲージメントや議決権行使と変わってこなければいけないとお考えか、それともそもそも今から、仮に通らない状態だとしても、

それに見合った力を持ってちゃんと対応していかなければいけないとお考えか、会長の個人的なご見解で結構ですので、ご意見をお伺いさせていただきます。

岩間 これは全く私の私見ですけれども、くどくどと申し上げたように、運用会社は顧客投資家の利益を最大限に実現しなければいけないという前提がございます。その観点で見たときに、キャスティングボートを握っていて、それを実行したほうがいいという判断であるならば、そういう議決権行使するのは当然であろうと思います。

そこでいろいろ配慮しなければいけない問題が出るのは、多分利益相反の関係だろうと思います。利益相反はいろいろな局面であるのが当然で、その利益相反が出たときにどういぐあいに整理して対応するかということは、筋が通っていることが大事だと思うのです。それはそれぞれが

ちゃんと基準をつくって、お客様にもちゃんとお伝えして、その原則をちゃんと履行しているかどうかを逆にチェックされる立場だと思っていますので、それを貫けるかどうかが最大の問題だと思います。これは個別プレーヤーによって違いますが、得ないというものも結構あり得ると思いますが、私見で申し上げれば、もし資産運用業ということで徹するならば、株主、投資家の利益を最優先して、それに則って行動することだろうと思います。

エンゲージメントというのは、細かい、日常のマイクロマネジメントに干渉するものではないと思っています。基本的にはマクロで見たときにどうなのかということで、そこはちゃんとした対話ができれば、経営と株主が対立するということはほとんどないのではないかと思います。現にそういうことを指摘する人が多いわけで、そこが

ちゃんと練れてくれば共生の環境が実現可能なのではない。ただ、緒についたばかりなので、どうやっていいかわからないというのがお互いの立場だとも聞いておりますので、そこはこれからごろごろということではないかと思っております。

済みません、お答えになっっているかどうか。

質問者B 私は岩間会長には投資信託協会におりましたときからご指導いただいております、ありがとうございます。

今日のお話は非常に参考になります。私はエンゲージメントについてお伺いします。私自身は実務をやったことがないものですから、ひょっとしたらとんちんかんな質問になるかもしれないのですけれども、まずエンゲージメントをするためには、運用会社側、投資家側にそれなりのリソースが必要だと思うのです。たくさん投資していると

きに全部の先にエンゲージメントをやるのか、それともちよつとしか投資していないところは何らかの基準で選別してやるのか。アンケート対象会社はそこをどういうふうにやっておられるのか教えてください。一点です。

二点目は、スチュワードシップ・コードを策定する過程でちよつと論点になったのですけれども、エンゲージメントをするときに相手の企業のいろいろな情報を取得します。そのこととインサイダーとの関係を危惧する声があつて、これについては途中で金融庁が一定の見解を示したのですが、必ずしもすつきりしたものかどうかという感じを私は持っています。投資顧問業協会の会員へのアンケートの中で、エンゲージメントをするときにどこまで聞いていいのかヘジテイトしているとか、そういう事例があるのかどうか。もしわかれれば教えていただければと思います。

岩間

インサイダーの問題で言いますと、中長期的な視点での投資が軸であり、短期的な非公開情報は聞く必要はない、言ってもらっても困るというのが基本的な立場で、もしそれが入ったとしても、それはそういう情報としてちゃんと処理をして、パブリックになるまでトレードはしないということに徹していると思います。ですから、インサイダーの問題は、こういったことが必要な投資について言いますと、もちろん微妙な問題は残ると思いますが、そんなに問題にはならないのではないかという割り切り方をしているところもあるのではないかと思います。エンゲージメントをすること自体については、それが阻害要因には必ずしもならないと思っています。

もう一つの、エンゲージメントをする対象を選別するのか、全部の先にやるのかというご質問ですが、株式運用について言いますと、もちろんエ

ンゲージメントの力がどういうぐあいにつくかという話はそう簡単ではないと思いますけれども、もともと基本的にはミクロのアナリストがいてボトムアップリサーチをやって、その会社の特性を常に見ているわけです。

それが短期的な観点に立つのか、長期的な観点に立つのかによって視点は違うと思いますけれども、長期的な観点になったときに、その調査の中で何がアジェンダのコアになるのか、おのずから整理ができだと思います。単なるアナリストだけのエンゲージメントでは能力不足といえますが、視点に欠けるところがあるとすれば、多分、運用手社の経営そのものが関与して、こういった形でエンゲージメントをするのがいいのか、検討して動いているのではないかと思います。

私の個人的な経験で言いますと、日本で果たしてそういうことが実効性を持つのかどうか、ある

いは投資先企業の経営にどういう反応を示していただけるのか、私のもといた会社で三年間の実験をしたことがございます。

最初は、確かに「経営はこっちがやっている話で、君らに言われる筋合いはない」ということで門前払いでした。私も反対側にいたら多分そういうことを言うのではないかと思います（笑）。ところが、だんだんやっていきますと、焦点が合ってきて、全部ではありませんけれども、「なかなかいいことを言ってくれる」と言うところが出てくるのです。そういうところでは実効性があらわれているところが出てきておりますので、そういう意味で言いますと、この試みは時間はかかるし、短期的な効果は絶対出ませんけれども、中長期的にこれがちゃんと妥当すれば、いい方向に動くモーメントになるのではないかと思います。

増井理事長 そろそろお時間になりましたので、もしどうしてもというご質問がなければ、このあたりで本日の「資本市場を考える会」を終わらせていただきたいと思います。

最後に、本日お越しいただきました岩間会長に皆様、拍手をお願いいたします。（拍手）
（以上）

（いわま よういちろう・一般社団法人
日本投資顧問業協会会長）

（本稿は、平成二八年六月一〇日に開催した講演会での講演の要旨を整理したものであり、文責は当研究所にある。）

岩 間 陽一郎 氏

略 歴

1967年東京大学法学部卒業、同年4月、東京海上火災保険(株)（現東京海上日動火災保険(株)）入社、取締役投資部長、常務取締役財務本部長、専務取締役、東京海上アセットマネジメント投信(株)（現東京海上アセットマネジメント(株)）代表取締役社長を経て、2010年より現職。

金融・資本市場活性化有識者会合、スチュワードシップ・コードおよ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、資産運用等に関するワーキング・グループ各委員等。

	日本証券経済研究所 資本市場を考える会 資料	
--	---------------------------	--

日本版スチュワードシップ・コードへの
対応等に関するアンケートについて
～アセットマネジャーがスチュワードシップ責任を
果たすための取組みと今後の課題～

平成28年6月10日
一般社団法人 日本投資顧問業協会
会長 岩間 陽一郎

目次:

1. はじめに
2. 日本投資顧問業協会について
3. コーポレートガバナンスの本質（機関投資家の役割）
4. 英国におけるコーポレートガバナンス
5. 「攻めのガバナンス」が効果を発揮することが重要
6. 日本投資顧問業協会のアンケート集計結果について
7. 形だけではなく実効性のあるガバナンスが重要

日本投資顧問業協会について

設立:

- 昭和62年（1987年）10月、大蔵大臣の許可を得て設立され、金融商品取引法第78条に規定される認定金融商品取引業協会

目的:

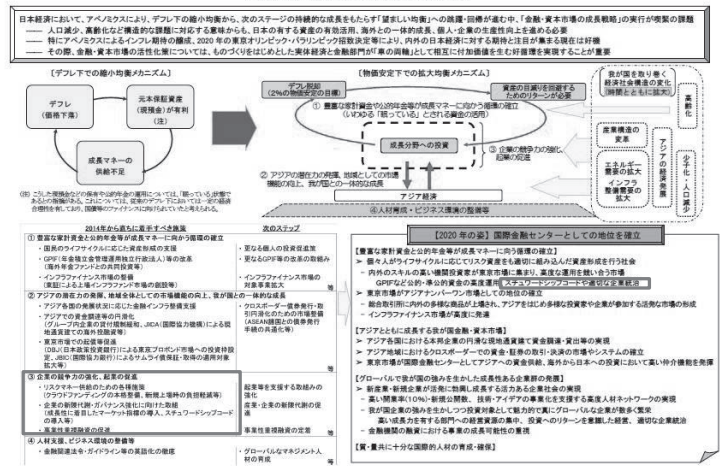
- 会員の行う投資運用業および投資助言代理業の公正かつ円滑な運営を確保することにより投資者保護を図るとともに、投資運用業および投資助言・代理業の健全な発展に資することが目的

会員：

- 投資運用業のうち、投資一任契約に基づき投資者から投資判断や投資に必要な権限を委任されている投資一任業者またはベンチャー企業の育成や事業会社の再生等を目的として組成されたファンドの運用を行う業者と、投資助言・代理業を行う業者で構成
- 平成28年（2016年）3月末現在の会員数は、745社（投資運用会員269社、投資助言・代理会員476社）

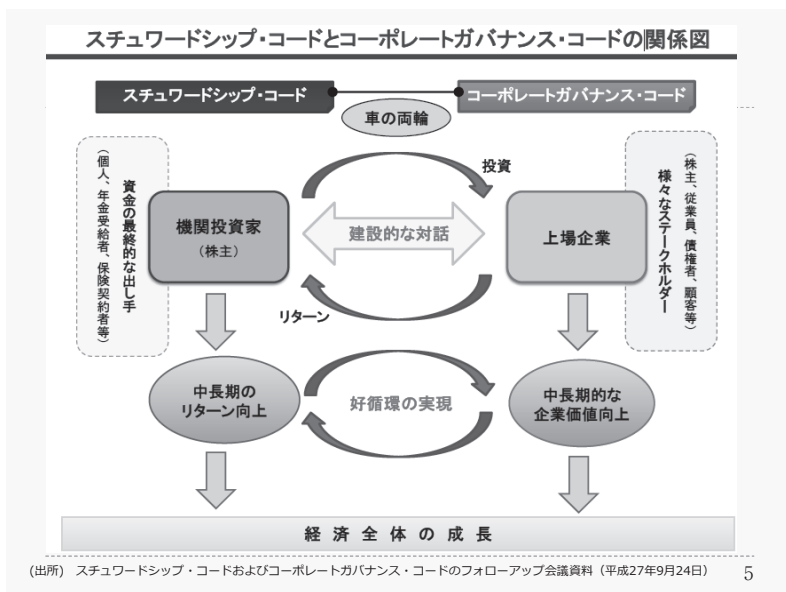
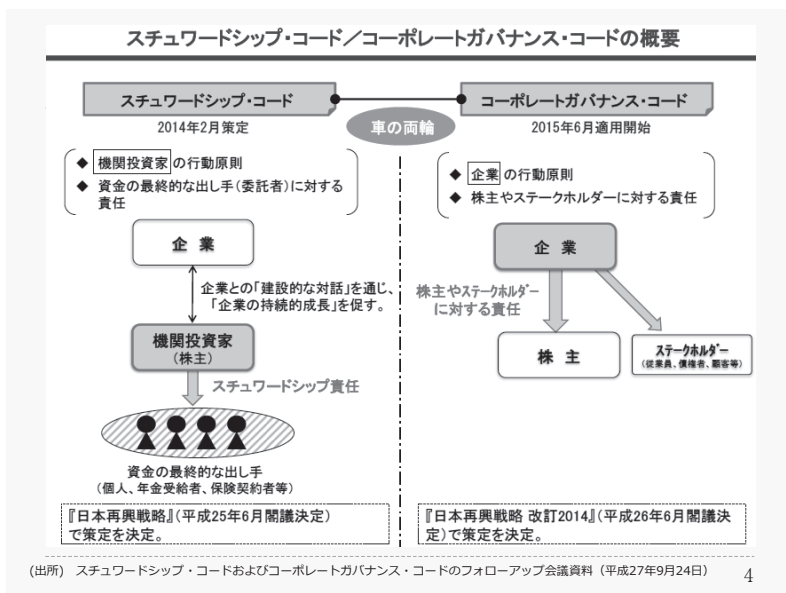
2

「金融・資本市場活性化に向けての提言」の概要



(出所) 金融・資本市場活性化有識者会合資料(平成25年12月13日)

3



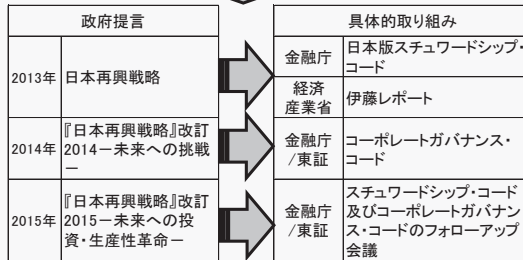
日本のコーポレートガバナンスの動き

(これまでの取組み)

2009年 金融審議会スタディグループ報告書

我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ報告
～上場会社等のコーポレート・ガバナンスの強化に向けて～

2009年 企業統治研究会報告書(経済産業省)



(出所) 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資料(平成25年8月6日) より日本投資顧問業協会作成

6

英国のコーポレートガバナンスの動き

(機関投資家) スチュワードシップ・コード

1991	英国における機関株主の責任について	機関株主委員会(ISC)公表
2001	マイナース・レビュー	投資判断に係る年金基金トラスティの原則を公表
2002	機関株主及びエージェンツの投資先企業に対する責任原則	ISCが公表
2004	上記責任原則改訂	ISC
2007	上記責任原則改訂	ISC
2009	上記原則をコード化(機関投資家責任コード)	ISCが公表

(上場会社) コーポレートガバナンス・コード

1992	キャットハリー報告書	取締役会、会計監査人の「アカウンタビリティ」強化等を勧告
1998	コーポレート・ガバナンス委員会の後継委員会が、1992年12月以降の各会社の対応状況を踏まえた最終報告書	
1998	統合規範制定(Combined Code)	財務報告評議会(FRC)が制定
2000	統合規範改訂	FRC

(出所) 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資料(平成25年8月6日) より日本投資顧問業協会作成

7

英国のコーポレートガバナンスの動き

2009年：世界的金融危機の発生を背景として、英国財務大臣の委託を受け、所謂ウォーカー報告書が公表。これを受け、「統合規範」は2010年に廃止

「統合規範」の内容を分離・再編成

・2010年：機関投資家による投資先企業に対する関与のあり方について、FRCが、スチュワードシップ・コードを策定
・2012年：スチュワードシップ・コードを改訂

・2010年：会社側の規律について、FRCが、コーポレートガバナンス・コードを策定
・2012年、2014年：コーポレートガバナンス・コードを改訂
・2016年：コーポレートガバナンス・コード改訂版最終ドラフト作成

※ スチュワードシップ・コードは「統合規範」の流れを受継ぎながらも、具体的な規範については、「機関投資家責任コード」の7原則に基づき、これをほぼ踏襲する内容で策定

※ コーポレートガバナンス・コードは「統合規範」の内容を元に策定。上場規則 (Listing Rules)において、コーポレートガバナンス・コードの遵守状況、遵守しない場合にはその理由を開示することを義務付け

* Institutional Shareholder Committee: 英国保険業協会 (ABI)、英国投資会社協会 (AIC)、英国投資運用協会 (IA)、英国年金基金協会 (NAPP)などで構成

(出所) 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資料(平成25年8月6日) より日本投資顧問業協会作成

8

日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート第2回) 結果 (回答基準日：平成27年8月末)

目次：

- I. 会員会社における日本版スチュワードシップ・コードの基本的考え方及び取組み状況
- II. エンゲージメントの状況
- III. 顧客への報告・開示状況
- IV. その他

9

I-1: アンケート概要

目的:

- 日本版スチュワードシップ・コード（以下、日本版SSC）に対する会員の受入れ表明状況および体制整備状況等の把握を行い、実効性あるスチュワードシップ活動の普及・定着を図ることにより、日本におけるコーポレートガバナンスの向上に貢献すること

調査対象:

- 投資運用会員197社（除く不動産関連のみを行う会員）及び日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明したその他会員9社、計206社

回答社数:

- 184社／206社（社数ベースでの回答率89%）

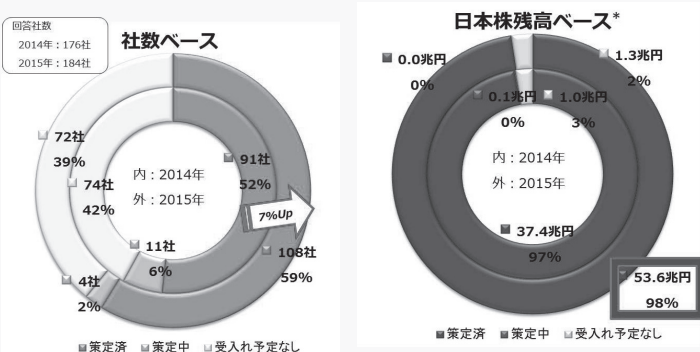
アンケート内容:

- 「方針の策定(原則1, 2)」
- 「的確な状況把握及び目的を持った対話(エンゲージメント)(原則3, 4)」
- 「議決権行使に関する考え方、行使状況、及び報告体制(原則5, 6)」
- 「実力の具備(原則7)」
- 「その他」

10

I-2: 日本版SSC策定状況（会員数ベース、日本株残高ベース）

- 会員数ベースでは約60%が策定済あるいは策定中、日本株残高ベースでは策定済がほぼ100%



* 回答各社の日本株投資残高（上場・非上場含む）を反映させたもの

11

I -3:

(参考) 日本版SSC受入れ表明状況(平成28年2月末現在)

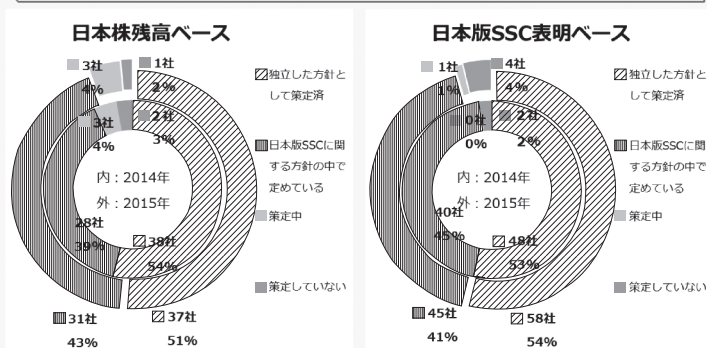
業態	受入れ表明社数											
	内 会員受入れ表明社数											
							内 投資運用会員			内 投資助言・代理会員		
	2月末	8月末	増減	2月末	8月末	増減	2月末	8月末	増減	2月末	8月末	増減
投信・投資顧問会社等	144	139	+5	99	99	±0	95	95	±0	4	4	±0
信託銀行等	7	7	±0	4	4	±0	4	4	±0	-	-	-
生命保険・損害保険会社	22	21	+1	3	2	+1	-	-	-	3	2	+1
議決権行使助言会社等	7	7	±0	3	3	±0	1	1	±0	2	2	±0
年金基金等	25	23	+2	-	-	-	-	-	-	-	-	-
全体計	205	197	+8	109	108	+1	100	100	±0	9	8	+1

(出所) 金融庁資料より日本投資顧問業協会作成

12

II -1: 利益相反防止に関する方針策定

- 会員の顧客との利益相反防止に関する意識は高い
- 2年連続で90%以上の会員(日本株残高ベース、日本版SSC表明ベース) が利益相反防止に関する方針を策定済



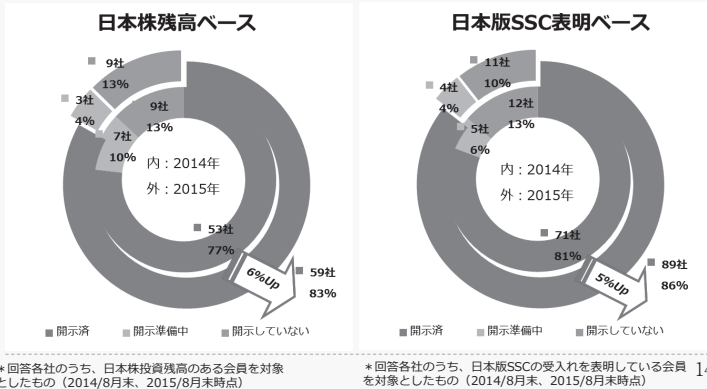
* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの(2014/8月末、2015/8月末時点)

* 回答各社のうち、日本版SSCの受入れを表明している会員を対象としたもの(2014/8月末、2015/8月末時点)

13

Ⅱ-2: 利益相反防止に関する方針開示

- 会員の顧客との利益相反防止に関する意識は高い
- 80%以上の会員(日本株残高ベース、日本版SSC表明ベース)が利益相反防止に関する方針を開示済みであり、開示率は両ベースともに上昇



Ⅱ-3: 利益相反防止方針の実効性

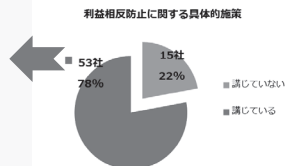
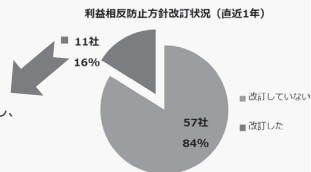
- 会員の顧客との利益相反防止に関する意識は高い
- 今年度は、直近1年間の利益相反防止方針改定状況、利益相反防止の具体的施策について調査

利益相反防止方針改定内容例:

- 利益相反のおそれのある取引の類型と典型例の関連を整理し、明確化を図った
- 事業上の関係を有する先に対する議決権行使の方針に関し、詳細に記述

利益相反防止に関する具体的施策例:

- 議決権行使に関するガイドライン・規定等の遵守体制の構築(例: 議決権行使業務専担部門の設置)
- 主要株主等の株式における議決権行使時に、助言機関等第3者機関に判断を委任
- 利益相反が疑われる、また発生した場合の管理・報告体制構築(例: コンプライアンスオフィサーへの報告、コンプライアンス部門によるサンプルチェックの実施)。社内研修の定期的実施
- 役職員等の自己取引関連規定の制定



* 共に、回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの(2015/8月末時点)

Ⅱ-4: 個社の開示内容から見た利益相反防止方針の具体性

➤ 当協会にて、会員のうち日本株残高上位約20社を対象に利益相反防止方針の開示内容を調査したところ、開示方針内容は以下3つに大別できる

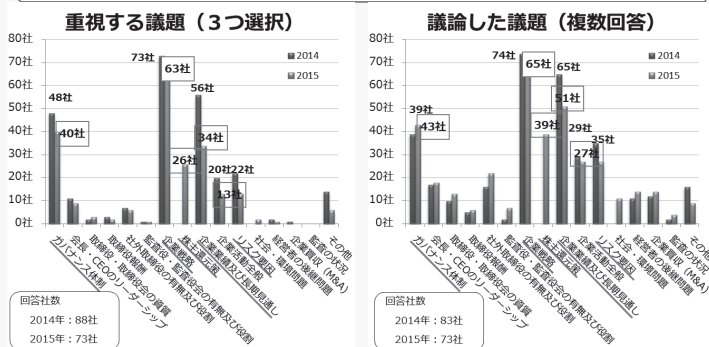
1. 利益相反取引の主な類型を明示し、その類型毎に管理方針を公表しているケース
2. 主に、関係会社の議決権行使にかかる対応に関する事項を公表しているケース
⇒議決権行使指図に関する方針やガイドラインを別途開示し、その中に利益相反防止方針が含まれているケースが多数
3. グループとしての利益相反防止方針を公表しているケース

16

Ⅱ-5: エンゲージメントにて重視する事項と議論した事項

➤ 投資先企業とのエンゲージメントにて重視する事項と議論した事項

- ・ ガバナンス体制、企業戦略、株主還元策、企業業績及び長期見通し、リスク要因を重視



* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの（2014/8月末、2015/8月末時点）

17

Ⅱ-6 エンゲージメント活動において、企業側の対応が有益かつ有効であると判断される好事例

【好事例であると判断した企業例及びその理由】

A社：

- ・ コーポレートガバナンス・コード（CGC）の全73項目に対し、取組み方針を同コード施行日の段階で開示。3名の独立社外取締役選任済み
- ・ 総還元性向8割の高水準な株主還元目標明示、社長が積極的に市場と対話

B社：

- ・ CGCへの対応に関し、企業側が積極的に投資家へ説明。監査役会設置会社であるが、独立社外取締役を委員長とする（任意の）指名委員会を設置
- ・ 統合報告書等で取組み状況が有機的に関連する形でビジネスモデルを図解する等の各種工夫

C社：

- ・ 事業戦略・資本政策が明確。機動的なガバナンス体制を構築

【改善に向けた取組みを要する事例】

- ・ 社外取締役がゼロ、一方で親会社との兼務取締役を増員
- ・ 投資家との面談を一切行わない、会社説明会を開催しない

18

Ⅱ-7: 実力の具備 - アンケート結果のポイント

- 直近1年間にエンゲージメント活動の実効性を高めることを目的とした「新たな取組みがある」とした運用会社は41社（39%）*
- 投資先企業との対話における会員自身の自己評価について質問。企業との対話やスチュワードシップ活動を行ったことが適切であった事例としては、企業側における事業全般、資本効率、資本政策などで期待した実績が上がったこと
- 一方で、適切ではなかった事例としては、対話に進捗が見られなかった、投資家側の対話姿勢、問題提起が短期指向と考えられる、経営陣に投資家の意見を取り入れる姿勢がなかったことなど
- 議決権行使結果を反映したスチュワードシップ活動状況報告を自社HP等に公表している会員も見受けられるが、その数は10社未満に留まっている。今後、同様の取組みが拡大することを期待

* 回答各社のうち、日本版SSCの受入れを表明している会員を対象としたもの（2015/8月末時点）

19

Ⅱ-7: 実力の具備 - 会員の新たな取組み事例

会員からの主な意見（新たな取組み事例）：

【実例蓄積・情報共有・活動レビュー】

- ・ 建設的な対話を行う社内プロセスの整備（企業側の取組み変化に関する個別レポートの作成・運用部門内での共有・対話方針の検討に活用、対話事例のベストプラクティスの共有、ガバナンス体制・中長期的事業戦略等に特化して企業と対話を行うガバナンス専任担当者を設置等）

【勉強会・研修の実施】

- ・ 外部有識者や専門家を招聘した勉強会の実施
- ・ 企業価値創造に向けた経営改革における議論において、ベンチマークとなる企業の事例を取り上げ、社内で研究会を開催

20

Ⅱ-8: 実力の具備 - スチュワードシップ活動、企業との対話に関する自己評価(1)

会員からの主な意見（自己評価）：

➤ 適切であった事例

【事業全般】

- ・ 株主還元策について継続協議を行った複数企業が直近1年以内に増配や自社株買いを実施
- ・ 部門別の資本収益率（ROIC）管理の導入と開示を提案し、その後発表された中期経営計画にて企業側が部門別の資本収益率目標を発表

【資本効率・資本政策】

- ・ ROEなどの資本政策の考え方に関する対話を経て、企業側が、決算説明会で事業戦略とROE目標に関し具体的に提示
- ・ ある企業において、短期投資家による内部留保分配について厳しい意見があったところ、長期投資家としての考え方を伝えた後、企業側が長期保有株主を作る努力の一環として、今まで積極的でなかった企業説明会や個人向け説明会等を実施

21

Ⅱ-8: 実力の具備 - スチュワードシップ活動、企業との対話に関する自己評価(2)

会員からの主な意見（自己評価）：

➤ 適切でなかった事例

【対話に進捗が見られなかった】

- ・ 経営マネジメント等との対話を依頼するも実現せず、実りある議論が出来なかった
- ・ 改善を望んで対話を行ったが、対話の内容が進展せず、結果として改善に至らなかった

【対話の内容に問題】

- ・ 長期の継続的対話に自社アナリスト側がまだ力不足の点がある

【その他】

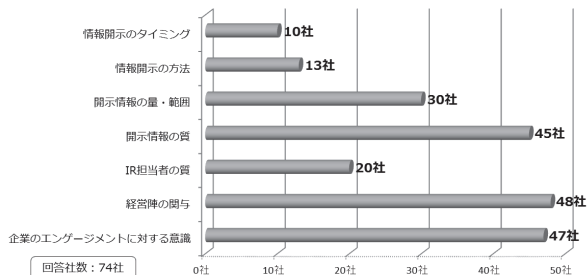
- ・ 地方企業や中堅企業の一部にコーポレートガバナンス面での改善における出遅れが顕著

22

Ⅱ-9: エンゲージメントに関する企業への改善要望事項

- 企業と投資家のエンゲージメントの実効性の更なる向上が期待される
- ・ 前頁の重視する事項等を踏まえ、投資先企業の経営陣による関与、企業のエンゲージメントに対する意識、情報開示内容の一層の適切性、等に関する改善努力を企業側にお願いしたい

企業側に改善を求める事項（複数回答）



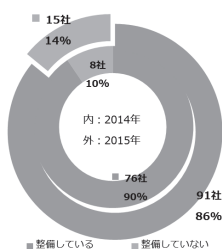
* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの（2015/8月末時点）

23

Ⅲ-1: 議決権等行使判断基準体制整備状況

- 日本版SSCの受入れを表明している当協会会員は議決権等行使判断基準を適切に整備している
 - ・ 日本版SSCの受入れを表明している当協会会員のうち、86%(91社)の会員が議決権等行使判断基準（ガイドライン等）を設けるとともに意思決定プロセスを明確化し、議決権等行使指図に関する体制を整備
 - ・ 残りの会員については、整備していない明確な説明を有する

議決権行使判断基準整備状況



整備していないと回答した15社の内訳

- 12社：日本版SSCの受入れを表明しているが、日本株残高を有していない会員（投資助言会員、年金コンサルティング、ゲートキーパービジネスを主とした会員等）
- 2社：日本版SSCの受入れを表明し、日本株残高を有しているが、投資先が未上場株式やプライベートエクイティである会員
- 1社：日本版SSCの受入れを表明し、日本株残高を有しているが、ラップ口座からの投資であり、議決権を有しない会員

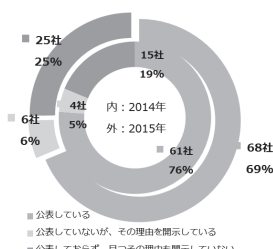
* 回答各社のうち、日本版SSCの受入れを表明している会員を対象としたもの（2014/8月末、2015/8月末時点）

24

Ⅲ-2: 議決権等行使結果公表状況

- 日本版SSCの受入れを表明している当協会会員は適切に議決権等行使結果を公表している
 - ・ 日本版SSCの受入れを表明している当協会会員のうち、75%(74社)の会員が議決権等行使結果を公表、あるいは公表していない理由を開示
 - ・ 議決権等行使結果を公表しておらず、その理由も開示していない社の内訳は以下の通り

議決権行使結果公表状況



- 12社：日本版SSCの受入れを表明しているが、日本株残高を有していない会員（投資助言会員、年金コンサルティング、ゲートキーパービジネスを主とした会員等）
- 1社：日本版SSCの受入れを表明し、日本株残高を有しているが、原則6に関し準拠しない旨表明している会員
- 10社：日本版SSCの受入れを表明し、日本株残高を有しているが、当協会自主規制ルール（次頁参照）にある公表の例外（国内株式の運用残高の合計が250億円（時価評価額）以下）に該当している会員
- 2社：日本版SSCの受入れを表明し、日本株残高は250億円以上であるが、当協会自主規制ルール（次頁参照）にある公表の例外（国内株式の投資一任契約数5件以下）に該当している会員

* 回答各社のうち、日本版SSCの受入れを表明している会員を対象としたもの（2014/8月末、2015/8月末時点）

25

Ⅲ-3: (参考) 当協会の自主規制ルール

- 投資一任契約に係る議決権等行使指図の適正な行使について（一部抜粋）

平成14年4月24日決議

(略)

2. 議決権等行使指図のガイドラインの策定

会員は、議決権等行使指図の判断基準（以下「ガイドライン」という。）を設けるとともに意思決定プロセスを明確化し、議決権等行使指図に関する体制を整備する。

3. ガイドラインの基本的な考え方の公表

会員は、ガイドラインに関する基本的な考え方をホームページ等により公表する。

(中略)

6. 議決権等行使指図の集計結果の公表

- (1) 会員は、原則として、5月及び6月に開催された株主総会における議決権等行使指図結果を別紙の通り集計し、当該集計結果をホームページ等により8月末までに公表する。
- (2) 会員は、3月末時点において、国内株式を運用対象とする投資一任契約の契約数が5件以下又は国内株式の運用残高の合計が250億円（時価評価額）以下の場合には、(1)に定める公表を控えることができる。

26

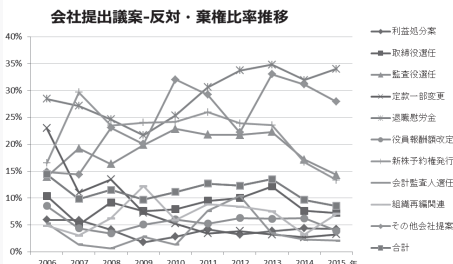
Ⅲ-4: 株主総会：会社提出議案に対する賛否の推移

現状：

- 会社提出議案の反対・棄権比率はこの10年で低下傾向にあるが、直近は退職慰労金に関する反対・棄権比率が高い（30%強）

課題：

- 会社からの事前説明を受けて賛否を変更した議案の有無等、投資先企業との対話の深度を確認



平成27年5・6月の株主総会での議決権行使状況

➤ 反対・棄権した会社数は会員1社あたり平均135社(会員1社あたりの行使対象とした総会社数の平均362社に対し37%)

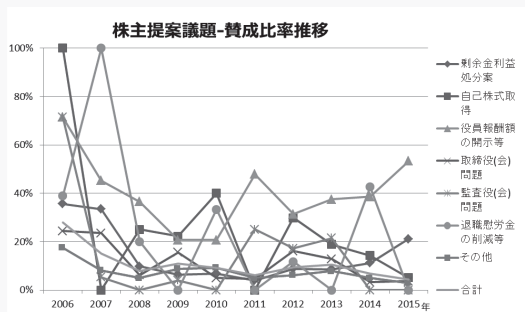
➤ 反対・棄権した議案件数は会員1社あたり平均267件(会員1社あたりの行使対象とした総議案件数の平均3,213件に対し8%)

27

Ⅲ-5: (参考) 株主総会：株主提案に対する賛否の推移

現状：

- 株主提案の賛成率は、会社提出議案の反対・棄権比率同様、10年で低下傾向
- 直近は、役員報酬額の開示等に関する賛成比率が高い（50%強）



28

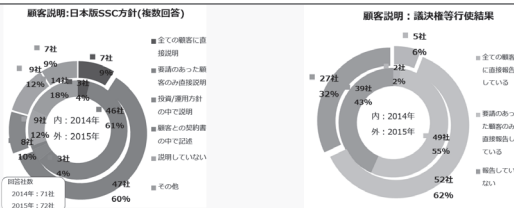
Ⅲ-6: 顧客への説明状況

現状：

- 全ての顧客へ積極的に日本版SSCの方針や議決権等行使結果の説明を行っている運用会社は限定的
 - ・ 要請のあった顧客にのみ直接説明しているケースが半数以上を占める(日本版SSCの方針：43社（60%）、議決権等行使結果：52社（62%）)
 - ・ 背景には、説明等にかかるコストの制約とアセットオーナーの意識と興味の違いが挙げられるのではないかと

課題：

- 要請のあった顧客がどの程度かを把握し、スチュワードシップ活動における報告の質の更なる向上を促進



* 共に、回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの(2014/8月末、2015/8月末時点)

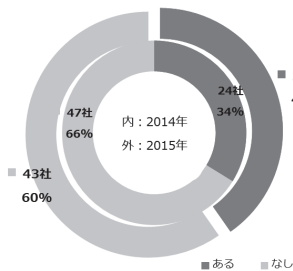
29

Ⅲ-7: 運用コンサルタントへの日本版SSC方針説明状況

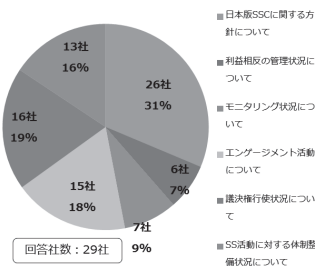
➤ 運用コンサルタントによる積極的な評価を期待したい

- 運用コンサルトからの問い合わせ状況は、半数以下の会員(日本株残高ベース)に留まっている。今年度は具体的質問内容について調査したところ、日本版SSC方針の確認や議決権行使状況など全般的な照会に留まっている模様

運用コンサルタント問合せ状況



コンサルタントからの質問 (複数回答)



* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの (2014/8月末、2015/8月末時点)

* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの (2015/8月末時点)

30

Ⅳ-1: パッシブ運用への浸透 (エンゲージメント対象)

現状:

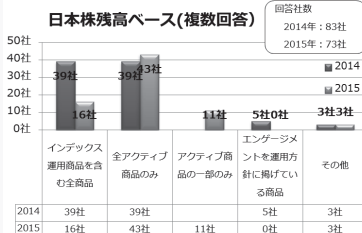
➤ エンゲージメント活動がパッシブ運用へ浸透するのはこれから

- 「全アクティブ商品のみ」にエンゲージメント結果を反映されているとする運用会社は43社(59%)だが、「インデックス運用商品を含む全商品」とする運用会社は16社(22%)に過ぎない。

課題:

➤ パッシブ運用にエンゲージメント活動が必要であるかについて顧客(アセット・オーナー)と共に検討することを要する

日本株残高ベース(複数回答)



パッシブ運用のエンゲージメントに関する国内外取組み事例:

➤ GPIF: 平成28年1月28日に公表された「平成27年 日本版スチュワードシップ・コードへの対応状況について」にて、「パッシブ運用においては、株式市場を長期的に底上げしていくために問題がある企業に対して持続的な企業価値向上を促すためのエンゲージメントが求められる」と明記

http://www.gpif.go.jp/operation/pdf/voting_h27.pdf

➤ 新聞報道等によると、海外では欧米を中心にアセットオーナーやアセットマネジャーといった機関投資家が、(エンゲージメント予算を確保するなど)積極的にパッシブ運用のエンゲージメントを行っている事例がある

* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの (2014/8月末、2015/8月末時点)

31

「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»（2014年2月26日策定）

原則1：

- 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則2：

- 機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

原則3：

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

原則4：

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

原則5：

- 機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

原則6：

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

原則7：

- 機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、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。