

	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

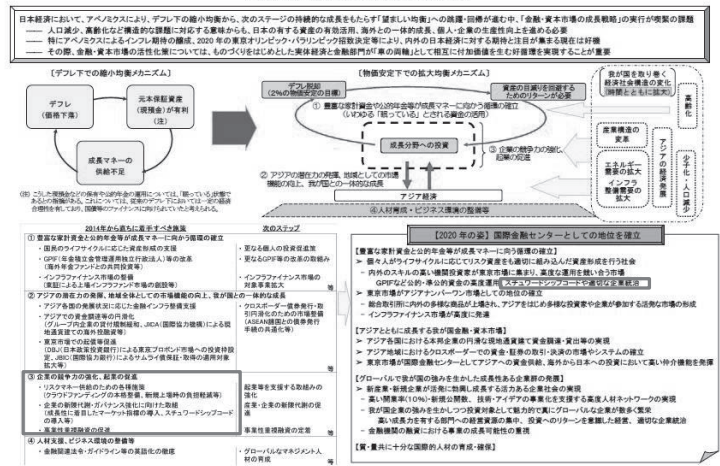
目的:

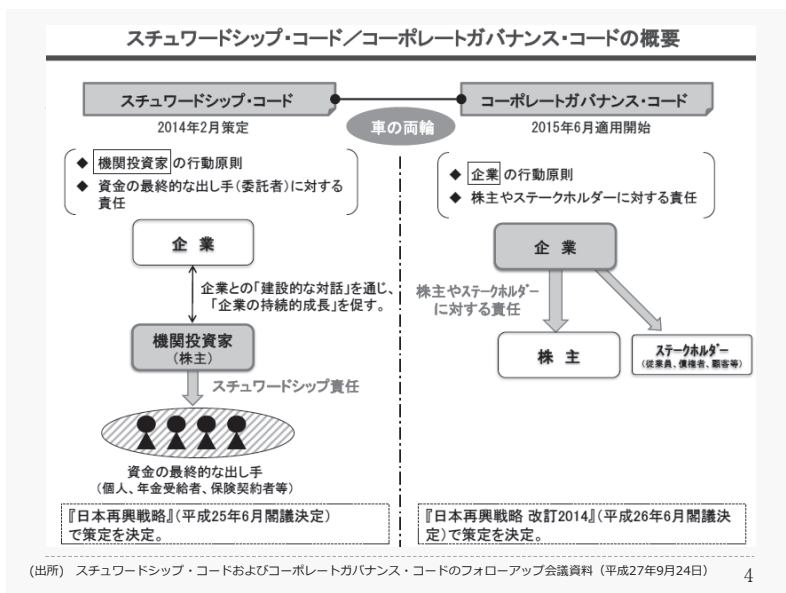
- 会員の行う投資運用業および投資助言代理業の公正かつ円滑な運営を確保することにより投資者保護を図るとともに、投資運用業および投資助言・代理業の健全な発展に資することが目的

会員：

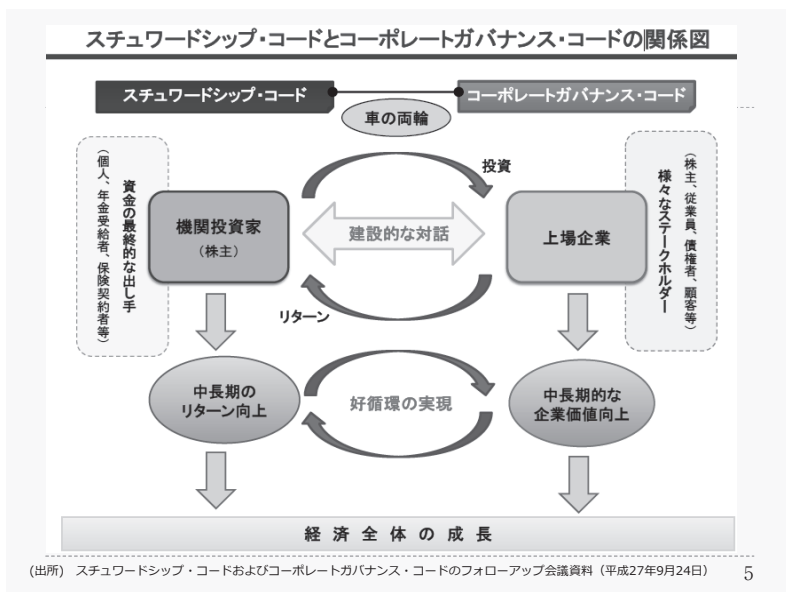
- 投資運用業のうち、投資一任契約に基づき投資者から投資判断や投資に必要な権限を委任されている投資一任業者またはベンチャー企業の育成や事業会社の再生等を目的として組成されたファンドの運用を行う業者と、投資助言・代理業を行う業者で構成
- 平成28年（2016年）3月末現在の会員数は、745社（投資運用会員269社、投資助言・代理会員476社）

「金融・資本市場活性化に向けての提言」の概要





4



5

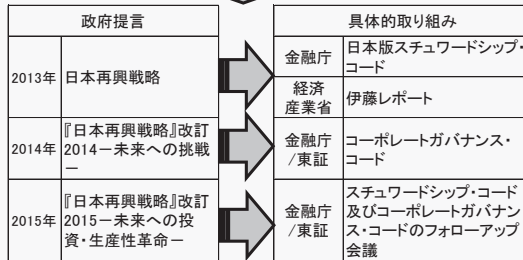
日本のコーポレートガバナンスの動き

(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、所謂ウオ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%）

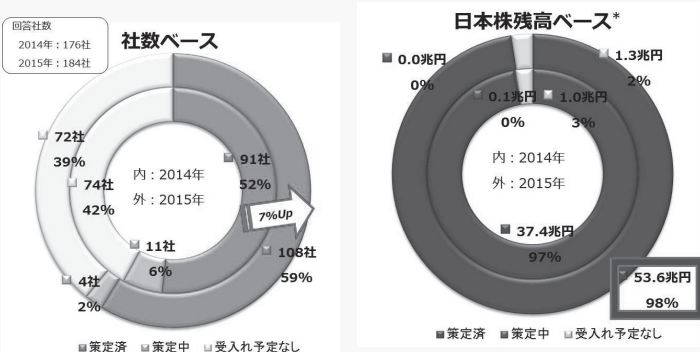
アンケート内容:

- 「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)

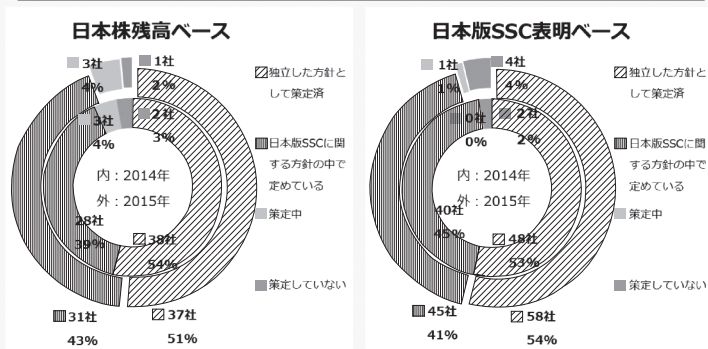
業態	受入れ表明社数			内 会員受入れ表明社数								
	2月末	8月末	増減				内 投資運用会員			内 投資助言・代理会員		
				2月末	8月末	増減	2月末	8月末	増減	2月末	8月末	増減
投信・投資顧問会社等	144	139	+5	99	99	±0	95	95	±0	4	4	±0
信託銀行等	7	7	±0	4	4	±0	4	4	±0	-	-	-
生命保険・損害保険会社	22	21	+1	3	2	+1	-	-	-	3	2	+1
議決権行使助言会社等	7	7	±0	3	3	±0	1	1	±0	2	2	±0
年金基金等	25	23	+2	-	-	-	-	-	-	-	-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



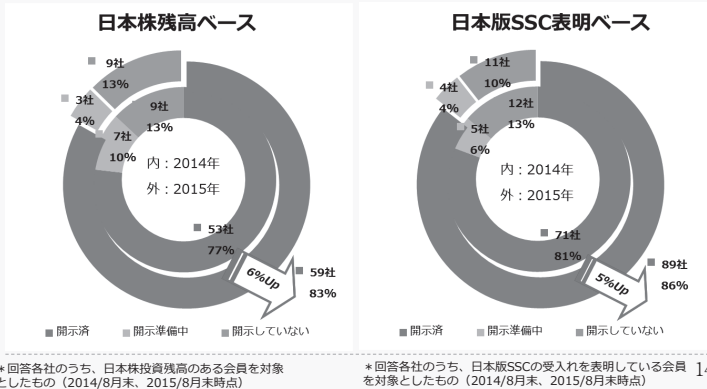
* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの (2014/8月末、2015/8月末時点)

* 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

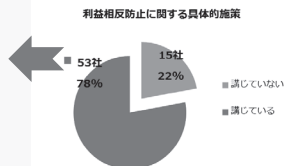
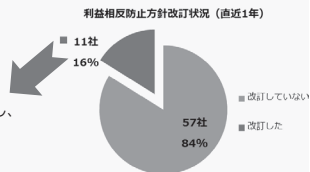
- 会員の顧客との利益相反防止に関する意識は高い
- 今年度は、直近1年間の利益相反防止方針改定状況、利益相反防止の具体的施策について調査

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: 議決権行使業務専任部門の設置)
- 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

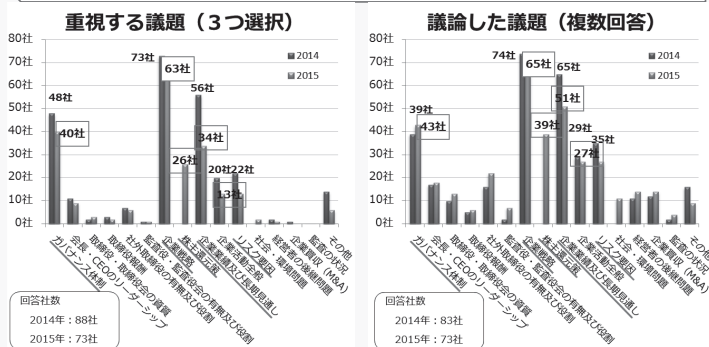
1. 利益相反取引の主な類型を明示し、その類型毎に管理方針を公表しているケース
2. 主に、関係会社の議決権行使にかかる対応に関する事項を公表しているケース
⇒議決権行使指図に関する方針やガイドラインを別途開示し、その中に利益相反防止方針が含まれているケースが多数
3. グループとしての利益相反防止方針を公表しているケース

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】

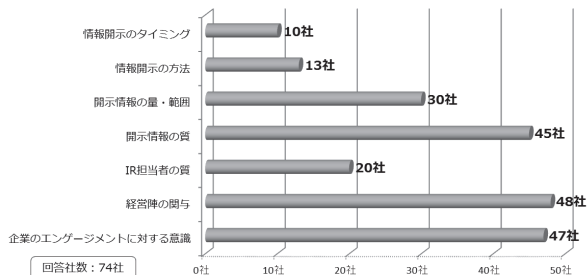
- ・ 地方企業や中堅企業の一部にコーポレートガバナンス面での改善における出遅れが顕著

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）



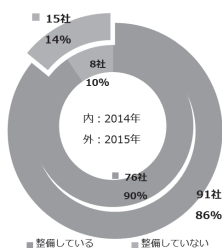
* 回答各社のうち、日本株投資残高のある会員を対象としたもの（2015/8月末時点）

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

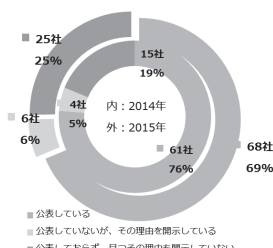
* 回答各社のうち、日本版SSCの受入れを表明している会員を対象としたもの（2014/8月末、2015/8月末時点）

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

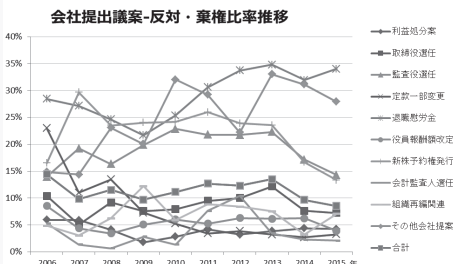
Ⅲ-4: 株主総会：会社提出議案に対する賛否の推移

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%)

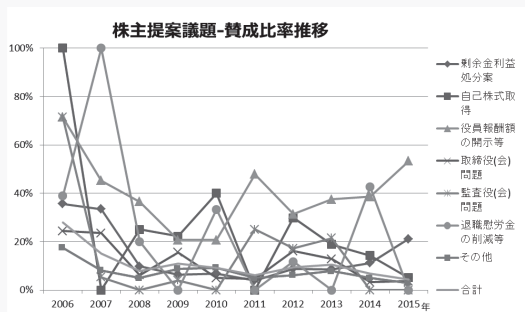
➤ 反対・棄権した議案件数は会員1社あたり平均267件(会員1社あたりの行使対象とした総議案件数の平均3,213件に対し8%)

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

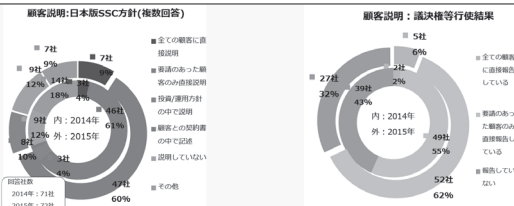
Ⅲ-6: 顧客への説明状況

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)

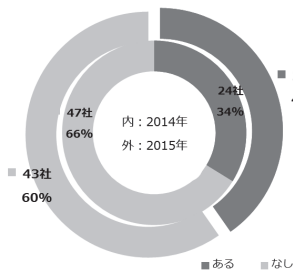
29

Ⅲ-7: 運用コンサルタントへの日本版SSC方針説明状況

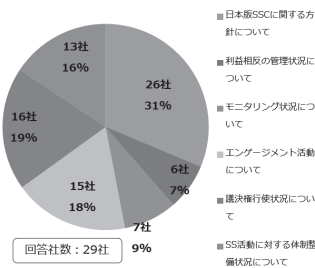
➤ 運用コンサルタントによる積極的な評価を期待したい

- 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)

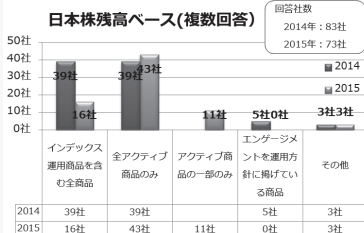
現状:

- 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。