

投資信託運用会社の議決権行使状況等に係る アンケート調査結果

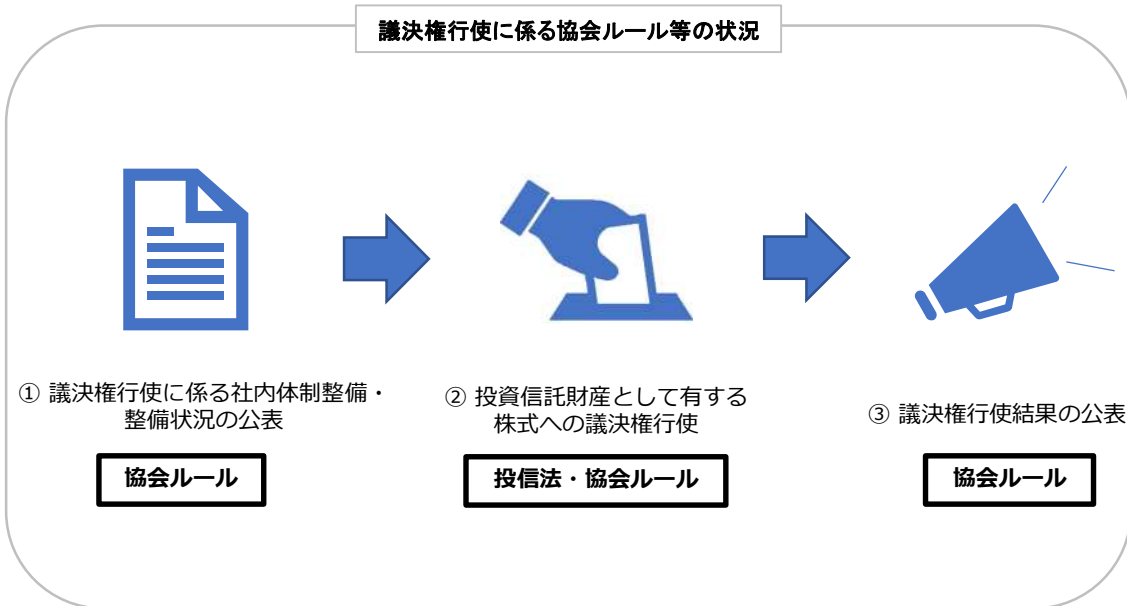
令和元年5月
一般社団法人 投資信託協会

目次

1. はじめに.....	1～2頁
2. 会社提案議案・株主提案議案に対する議決権行使結果.....	3頁
3. （参考）会社提案議案・株主提案議案に対する議決権行使結果の推移.....	4頁
4. 議決権行使に係るガイドラインの作成・改訂プロセス.....	5頁
5. 議決権行使ガイドラインの改訂・整備状況.....	6～7頁
6. 議決権行使案の作成プロセス.....	8～9頁
7. 助言会社の利用状況.....	10頁
8. スチュワードシップ・コードへの対応状況.....	11頁
9. エンゲージメントに係る体制整備の状況.....	12～13頁
10. ESGに係るエンゲージメントの実施状況.....	14～15頁
11. 議決権行使に係る諸機関等への意見・要望.....	16頁
12. 参考資料.....	17～20頁

はじめに ①

○ 議決権行使に係る運用会社の責任



本会の正会員である投資信託の運用会社（以下「運用会社」）は法律及び投資信託協会規則等に基づき投資信託財産として組み入れる株式について議決権行使を行う責任を有している。

これは、議決権行使が投資先企業の企業価値の向上、最終的には投資信託の受益者の利益向上を図るものであることを踏まえると、運用会社による運用行為の一環として適切に果たされるべき責任であると言える。

この議決権行使に係る責任として、本会規則「議決権の指図行使に係る規定を作成するに当たっての留意事項」では、議決権行使が適切に行われることを確保・可視化する趣旨から、運用会社に対して、

①議決権行使に係る考え方の明記や意思決定プロセスの整備等、各社において社内体制を整備し当該整備状況について公表すること

②信託財産として組み入れる株式について議決権行使を行うこと

③毎年の株主総会の議決権行使結果について、主な議案毎に分類した上で賛成・反対・棄権の件数等を集計して公表すること（※）

を求めている。（②については、「投資信託及び投資法人に関する法律」第10条において同様の規定が設けられている。）

さらに、投資信託の信頼性の向上を目的として投資信託協会にて策定された「投資信託の信認のための行動憲章」では、
・投資先企業の企業価値向上に向け、建設的な対話の推進に努めるとともに、適切な議決権行使とその結果を公表すること

を求めている。

国内株式に投資を行う運用会社各社においては従前よりこれらの規則等を遵守した上で適切な議決権行使に努めているところである。

（※）本会規則上では、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行使結果の開示を求めているが、多くの社では通年での行使結果の開示を実施している。

はじめに ②

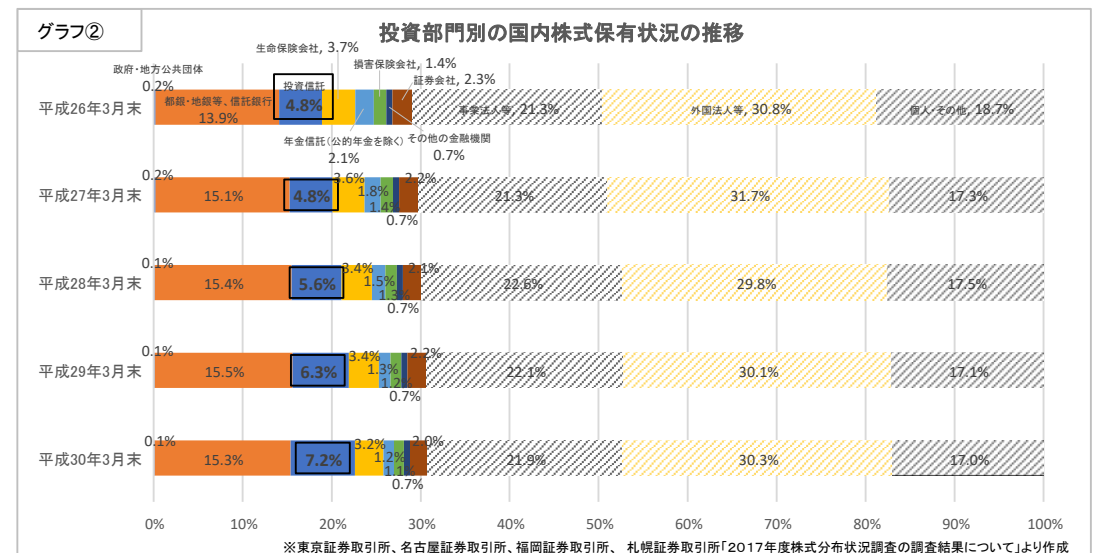
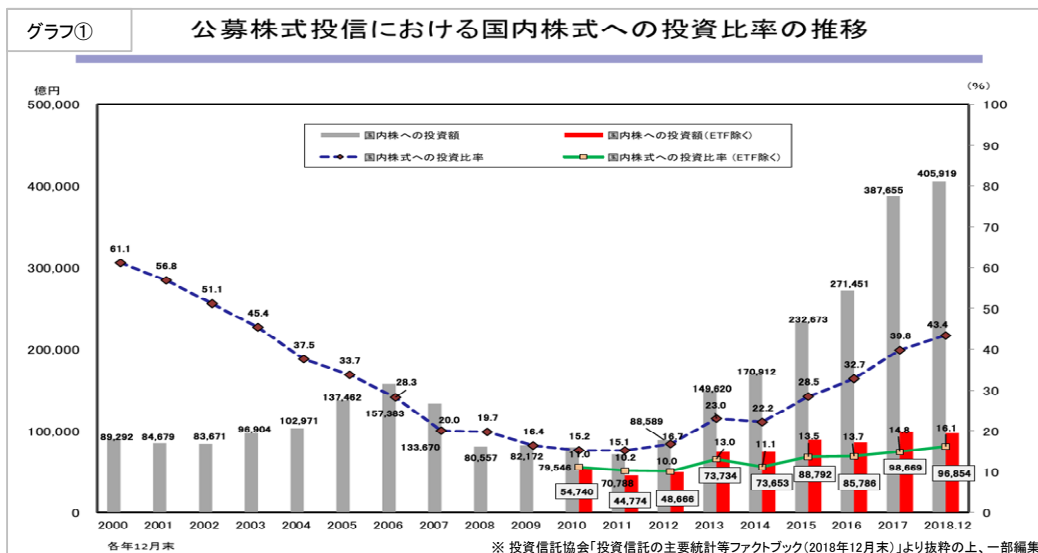
○ 議決権行使の重要性の高まり

議決権行使を含めたスチュワードシップ活動に対する関心は年々高まっており、特に利益相反の管理体制、議決権の行使結果の開示については大きな関心が寄せられている。運用会社においては、引き続き適切に議決権行使を行うことに加えて、その取組み状況について丁寧に説明していくことが一層重要になる。

さらに、投資信託においてはグラフ①、②からも分かるように、

- ・ 公募投資信託の国内株式への投資額が年々増加している
- ・ 国内株式の保有状況に占める投資信託の割合（7.2%）は他の金融機関等に比べて相対的に高く、年々増加傾向にある

という状況であることを踏まえると、適切に議決権行使を行うことは投資信託の受益者の利益を図るために果たすべき責任としてより一層重要性が高まっているものであると言える。



○ 議決権行使状況に係る調査の実施

本会では正会員である投資信託委託会社に対し、毎年5月、6月に開催された株主総会における国内株式の議決権行使状況及び議決権行使に係る社内体制の整備状況を明らかにすることを目的としてアンケート調査等を行い、その結果を取りまとめている。

平成30年度の調査対象は、証券投資信託を運用する本会の正会員102社（平成30年8月末時点）のうち**国内株式を運用対象とする67社**であり、これらの社の議決権行使状況に関して調査を行い、全社より得られた回答を基に調査結果を取りまとめた。

（アンケート実施期間：平成30年9月～11月）

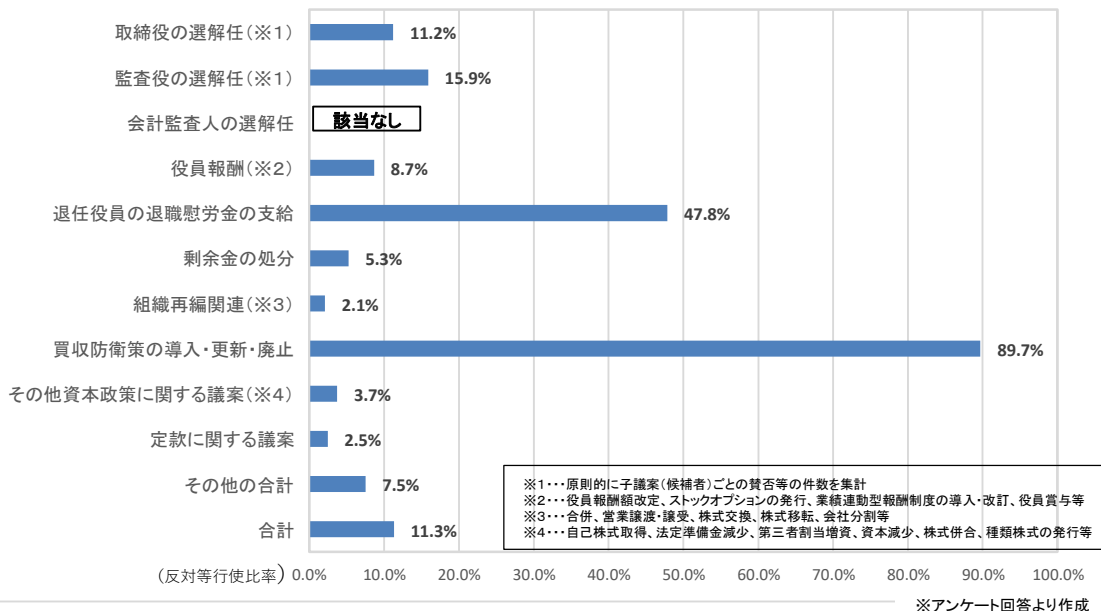
次頁以降にて、調査結果の概要について記載する。

※本アンケート調査については主に各社からのアンケート結果に基づく調査結果を記載しているが、一部項目については各社開示資料を基に事務局の判断で推計している。

会社提案議案・株主提案議案に対する議決権行使結果

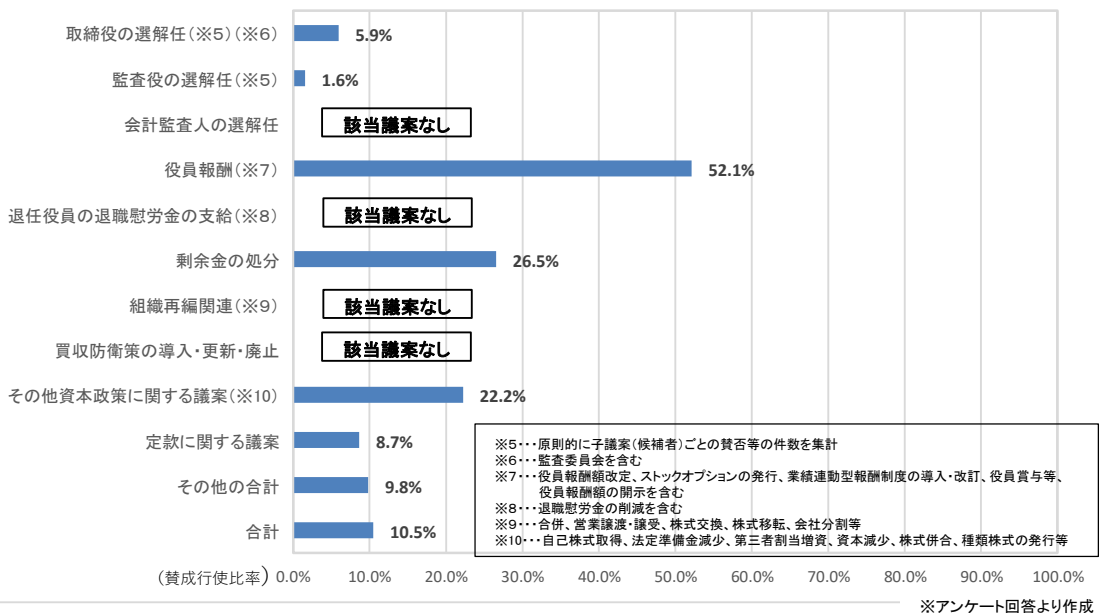
グラフ③

会社提案議案に対する反対等行使比率(平成30年5、6月株主総会)



グラフ④

株主提案議案に対する賛成行使比率(平成30年5、6月株主総会)



○ 平成30年度株主総会における議決権行使結果の概況(※)

平成30年5、6月の株主総会において運用会社により行使された会社提案議案の件数は432,739件。そのうち反対又は棄権が投じられた件数は49,023件であり、総議案合計の11.3%を占めている。

このうち、反対又は棄権が投じられた割合(以下「反対等行使比率」)が高かった議案は以下の通りであり、いずれの議案も、例年、他の議案に比して反対等行使比率が高い傾向にある。

・買収防衛策の導入・更新・廃止……………89.7% (964件)

反対事例：株主価値向上について合理的な説明がない買収防衛策の導入・更新

・退職慰労金支給……………47.8% (1,498件)

反対事例：支給対象者に社外取締役や社外監査役が含まれている場合

・監査役選任…15.9% (5,825件)、取締役選任…11.2% (37,494件)

反対事例：独立性が低いと判断される社外取締役及び社外監査役候補者の選任

株主提案議案については行使件数が4,184件。そのうち、賛成が投じられた件数は439件で総議案合計の10.5%を占めており、昨年と同じ行使比率であった。

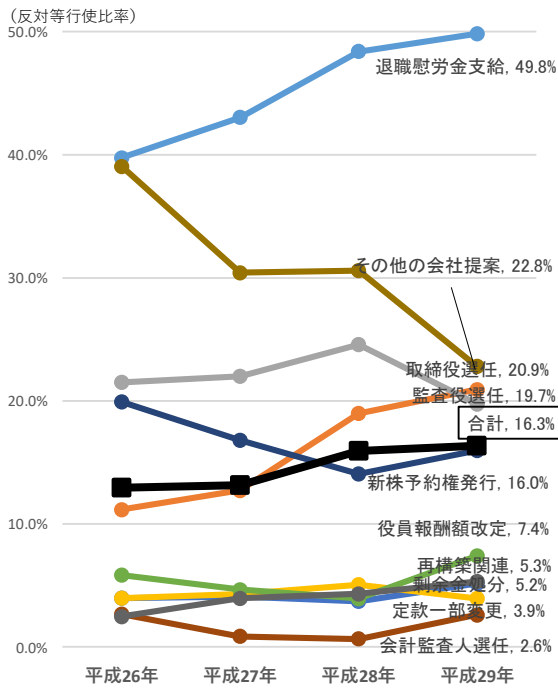
賛成が多かった議案の例として、役員報酬額について個別の金額・計算方法の開示を求めるものや政策保有株式について適切な議決権行使を行う旨を定款に定めるよう求めるものが見られた。

(※) 次頁にて記載のように、平成30年より集計項目及び集計方法の見直しを行ったため、一部議案の行使件数及び行使比率については大幅に変化している。

(参考) 会社提案議案・株主提案議案に対する議決権行使結果の推移

グラフ⑤

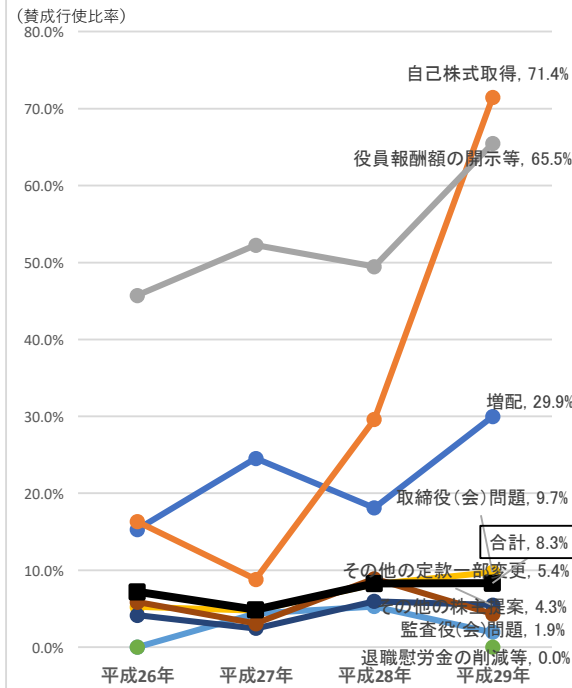
参考：会社提案議案に対する反対等行使比率の推移
(平成26年～平成29年)



※過去アンケート回答より作成

グラフ⑥

参考：株主提案議案に対する賛成行使比率の推移
(平成26年～平成29年)



※過去アンケート回答より作成

○ 集計項目及び集計方法の見直しについて

平成30年度より議決権行使結果に係る集計項目及び集計方法の見直しを行ったため、一部議案の行使件数及び行使比率については大幅な変化が見られている。

会社提案議案の集計に係る主な変更点は下記のとおり。

- ①「取締役選任」及び「監査役選任」について候補者毎の行使件数の集計を原則化（一般に、議案毎の行使件数を集計していた従前の集計方法と比べて反対等行使比率は低下）
- ②従前の「役員報酬額改定」及び「新株予約権発行」を「役員報酬」として統合
- ③従前の「その他の会社提案」のうち「買収防衛策の導入・更新・廃止」について別建てで集計

○ 平成29年度行使結果と30年度行使結果の比較

集計方法等の見直しにより、平成30年度の行使結果と29年度までの行使結果を比較することは難しくなったため、ここでは参考までにグラフ⑤、⑥として前年度までの行使結果の推移を示しているが、会社提案議案において反対等比率の高い議案又は株主提案議案において賛成比率の高い議案はいずれも過去高い水準で推移していることが分かる。

また、表①は反対等比率の高かった会社提案議案の上位5議案と賛成比率の高かった株主提案議案の上位5議案の前年度との比較であるが、集計方法等の見直しやその他の要因による多少の順位・数字の変化はあるもののその構成自体に大きな変化がないことも踏まえると、前年度に比べて特定の議案に反対が集中したといったことはなく、行使結果全般について大きな変化は見られなかったと言える。

表① 反対等比率(会社提案議案)及び賛成比率(株主提案議案)上位5議案の前年度との比較

○ 会社提案議案

2017年		
順位	議案名	反対等比率
1	退職慰労金支給	49.8%
2	その他の会社提案(買収防衛策議案を含む)	22.8%
3	取締役選任	20.9%
4	監査役選任	19.7%
5	新株予約権発行	16.0%



2018年		
順位	議案名	反対等比率
1	買収防衛策の導入・更新・廃止	89.7%
2	退任役員の退職慰労金の支給	47.8%
3	監査役を選解任	15.9%
4	取締役を選解任	11.2%
5	役員報酬(新株予約権発行含む)	8.7%

○ 株主提案議案

2017年		
順位	議案名	賛成比率
1	自己株式取得	71.4%
2	役員報酬額の開示等	65.5%
3	増配	29.9%
4	取締役(会)問題	9.7%
5	その他の定款一部変更	5.4%



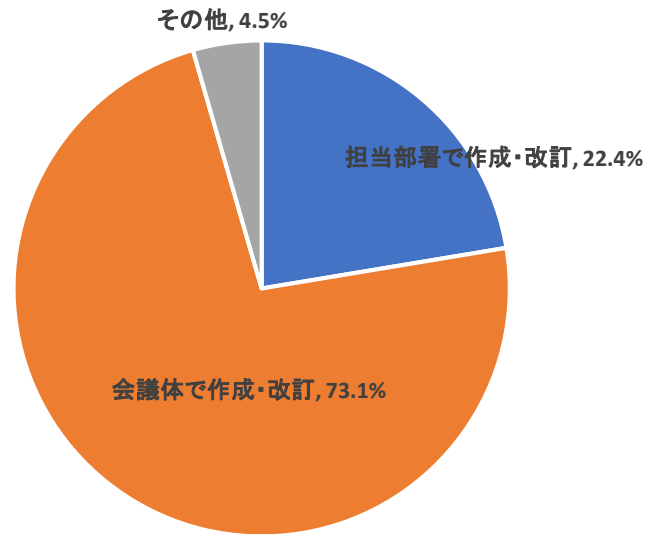
2018年		
順位	議案名	賛成比率
1	役員報酬(報酬額の開示を含む)	52.1%
2	剰余金の処分	26.5%
3	その他資本政策に関する議案(自己株式取得を含む)	22.2%
4	その他の合計	9.8%
5	定款に関する議案	8.7%

※アンケート回答より作成

議決権行使に係るガイドラインの作成・改訂プロセス

グラフ⑦

議決権行使ガイドライン作成・改訂プロセスの状況



※アンケート回答より作成

○議決権行使ガイドライン作成・改訂プロセスの状況

各議案の賛否を判断するに際し、多くの運用会社では判断基準について規定した方針やガイドライン（以下「議決権行使ガイドライン」）を作成した上で、それらに沿って議決権行使を行っている。

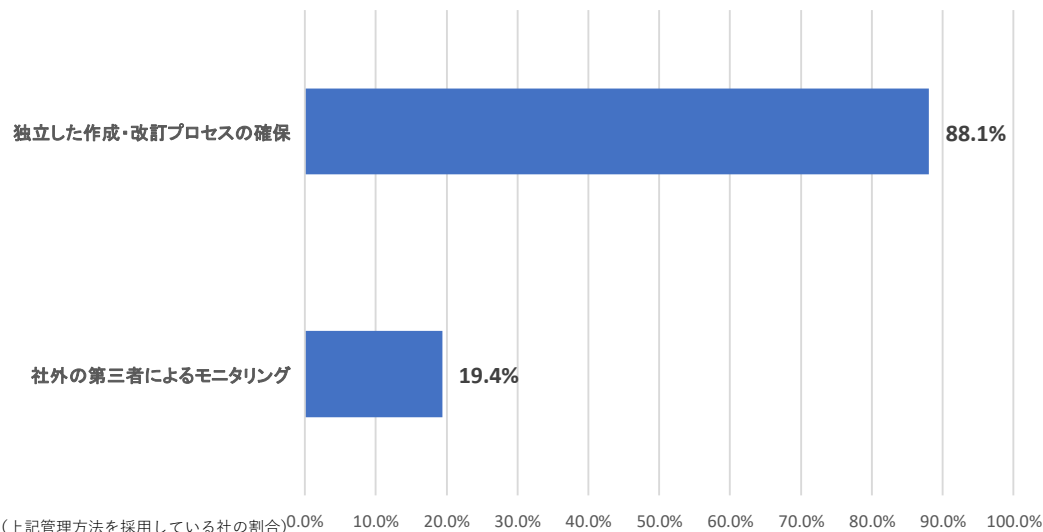
この議決権行使ガイドラインの最終的な作成・改訂プロセスについて大まかに分類すると、

- ①運用部や調査部等の担当部署で作成・改訂・・・15社（22.4%）
- ②運用部等による作成・改訂の後、責任投資委員会等の会議体が最終的な承認を行う 又は
複数の部署により共同で作成・改訂・・・49社（73.1%）
- ③その他・・・3社（4.5 %）

という状況であった。

グラフ⑧

議決権行使ガイドライン作成・改訂プロセスにおける利益相反管理の状況



(上記管理方法を採用している社の割合)

※アンケート回答及び各運用会社公表資料より作成

○議決権行使ガイドライン作成等における利益相反管理の状況

利益相反の懸念がある投資先企業等、議決権行使に際して慎重な判断が求められる場合を除き、多くの社においては議決権行使ガイドラインに則った議決権行使が行われることが一般的であるため、議決権行使ガイドラインの作成・改訂においては十分な利益相反管理体制が整備されていることが求められる。

この議決権行使ガイドラインの作成・改訂プロセスにおける利益相反管理方法については、

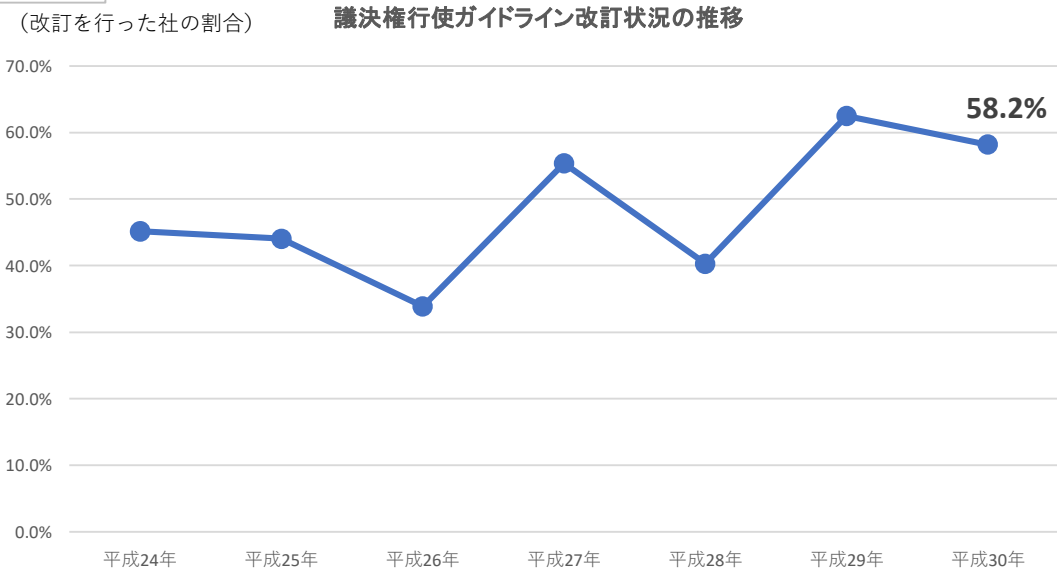
- ①利益相反の懸念がある社又は部署（営業部門、販売部門等）から独立して作成・改訂が行われる・・・59社（88.1%）
- ②社外取締役等の社外の第三者が委員を務めるスチュワードシップ活動専門の会議体等にて、作成・改訂について事前又は事後に報告・モニタリングが行われる・・・13社（19.4%）

が主なものとして挙げられていた。

議決権行使ガイドラインの改訂・整備状況①

グラフ⑨

議決権行使ガイドライン改訂状況の推移



※アンケート回答より作成

「コーポレートガバナンス・コード」主要改訂箇所の抜粋 (改訂による追加箇所は赤字にて表示)

【原則1－4. 政策保有株式】

上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。

【基本原則3】

考え方

……我が国の上場会社による情報開示は、計表等については、様式・作成要領などが詳細に定められており比較可能性に優れている一方で、会社の財政状態、経営戦略、リスク、ガバナンスや社会・環境問題に関する事項（いわゆるESG要素）などについて説明等を行ういわゆる非財務情報を巡っては、ひな型の記述や具体性を欠く記述となっており付加価値に乏しい場合が少なくない、との指摘もある。取締役会は、こうした情報を含め、開示・提供される情報が可能な限り利用者にとって有益な記載となるよう積極的に関与を行う必要がある。

【原則4－11. 取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件】

取締役会は、その役割・責務を実効的に果たすための知識・経験・能力を全体としてバランス良く備え、ジェンダー一や国際性の面を含む多様性と適正規模を両立させる形で構成されるべきである。また、監査役には、適切な経験・能力及び必要な財務・会計・法務に関する知識を有する者が選任されるべきであり、特に、財務・会計に関する十分な知見を有している者が1名以上選任されるべきである。

※株式会社東京証券取引所「コーポレートガバナンス・コード(改訂前からの変更点)」より抜粋

○議決権行使ガイドラインの改訂状況

平成29年6月から平成30年5月までの間で議決権行使ガイドラインの改訂を行った社は、**39社（58.2%）**。改訂内容としては、

- ・ 社外取締役に関する独立性（任期、兼務社数、出身母体等）の基準を厳格化又は緩和するもの
- ・ 社外取締役について一定数（複数、1/3以上、半数以上）求めるもの
- ・ 議決権行使に際しESG情報の開示状況を考慮するよう変更するものが多く見られた。

その他、ここ数年で新たに見られているものとしては

- ・ 取締役会の構成において多様性を求めるもの
- ・ 政策保有株の合理性に関して検証内容の開示を求めるもの
- ・ 株主提案に対する議決権行使基準を明確化するもの

等が挙げられる。

○「コーポレートガバナンス・コード」改訂と議決権行使ガイドラインの整備状況

東京証券取引所が定める「コーポレートガバナンス・コード」は、コーポレートガバナンス改革をより実質的なものへと深化させていく観点から平成29年6月に主として左記項目について改訂が行われており、上場企業においてはガバナンス改革に向けてより一層の取り組みが求められているところである。

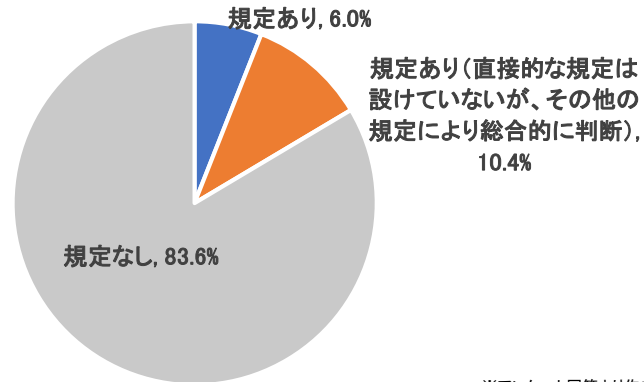
一方で「コーポレートガバナンス・コード」については上場企業において遵守すべき行動規範ではあるものの、ガバナンス改革が投資先企業の企業価値の向上につながり、ひいては受益者の利益にも資するものであることを踏まえると、「コーポレートガバナンス・コード」を通じたガバナンス改革の実現・促進については株主である運用会社が担う部分も大きいと考えられる。

次頁では左記の主要改訂項目につき、運用会社の議決権行使ガイドラインにおいてどのような規定が整備されているかを示す。

議決権行使ガイドラインの改訂・整備状況②

グラフ⑩

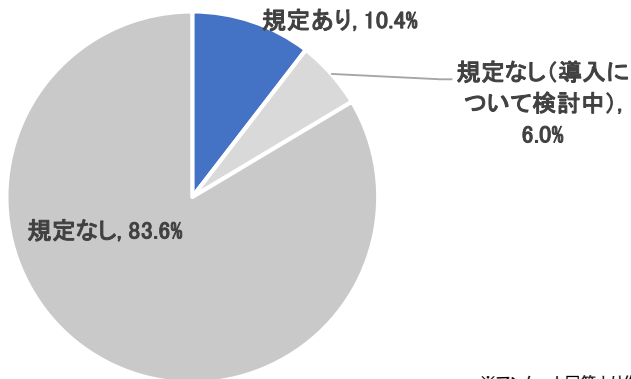
政策保有株式について縮減又は開示を促すガイドライン規定の有無



※アンケート回答より作成

グラフ⑪

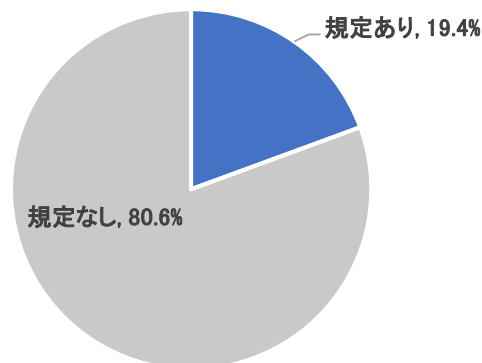
取締役会における多様性確保を促すガイドライン規定の有無



※アンケート回答より作成

グラフ⑫

ESGへの取り組み・情報開示を促すガイドライン規定の有無



※アンケート回答より作成

○議決権行使ガイドラインの整備状況

(政策保有株式、取締役会の多様性、ESGへの取り組み)

「コーポレートガバナンス・コード」の主要改訂項目である「政策保有株式」、「取締役会の多様性」、「ESG（環境、社会、ガバナンス）への取り組み」に係る議決権行使ガイドラインの整備状況は左記のとおりである。いずれも「規定あり」と回答した社は多くはないが、一方で投資先企業との対話・エンゲージメントの中で要請しているとする社が多く見られた。

具体的な規定内容についてはグラフ⑩～⑫及び下記のとおり。

○政策保有株式について縮減又は開示を促す規定

「規定あり」の社…11社（16.4%）

規定内容の例：

- ・ 資本コストを含む中長期の事業及び財務戦略の説明、また議決権行使の判断基準及び行使結果について開示がなく、建設的な対話が行われない場合は代表取締役候補者に反対を検討。
- ・ 直接的な規定はないが、社外取締役の独立性を判断する基準において「合理的な理由のない株式持合いについても留意し、個別に判断する」旨を規定。

○取締役会における多様性確保を促す規定

「規定あり」の社…7社（10.4%）

規定内容の例：

- ・ 取締役会の構成について、年齢や性別、スキル、国籍、独立性、セクター経験、任期等の多様性について考慮されることが企業の効率化やより良い経営判断を行う上で望ましい旨を規定。

○ESGへの取り組み・情報開示を促す規定

「規定あり」の社…13社（19.4%）

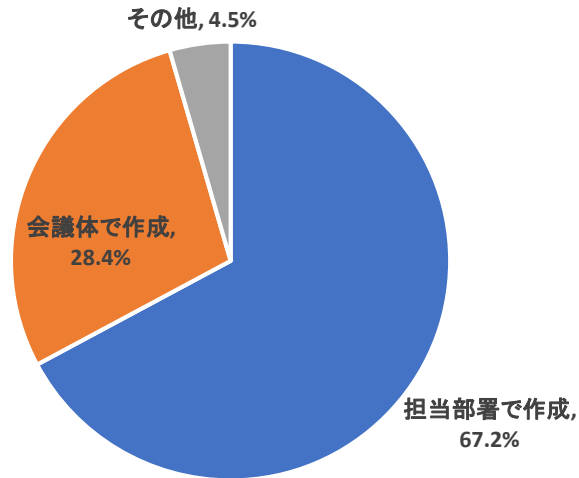
規定内容の例：

- ・ 各企業のESGに係る情報開示（二酸化炭素排出、気候変動関連の実践等）が不十分と認められる場合、役員の選任議案に「棄権」又は「反対」を投じる。

議決権行使案の作成プロセス①

グラフ⑬

議決権行使案作成プロセスの状況



※アンケート回答より作成

○ 議決権行使案作成プロセスの状況

各議案に対して賛成・反対・棄権を行使するに際しては、基本的に議決権行使ガイドラインに基づき担当者・担当部署の判断により最終的な行使案が作成されることが多い。

一方で、投資先企業とのエンゲージメントの結果を踏まえて議決権行使ガイドラインとは異なる判断を行う場合又は利益相反の懸念がある投資先企業への議決権行使に際して利益相反管理をより実効的なものにする観点から、社外の第三者の目を取り入れたり、議決権行使助言会社（以下「助言会社」）を活用する等の複数のプロセスを経て最終判断を行うことも多く、運用会社各社の運用手法や資本構造等の態様に応じた多種多様な社内体制整備が行われている状況である。

各運用会社における議決権行使案の最終的な作成プロセスの状況についてはグラフ⑬及び下記の通り。

①運用部等の担当部署で作成・決定……………45社（67.2%）

作成プロセスの例：

- ・ 運用部等の担当者が作成し担当部長が最終承認する
- ・ 助言会社が運用会社の議決権行使ガイドラインに基づき一次案を作成し、運用会社の担当部署にて最終判断を行う

②運用委員会又は責任投資委員会等の会議体で作成・決定……………19社（28.4%）

作成プロセスの例：

- ・ 運用部等の担当部署が一次案を作成し、運用に係る意思決定を行う運用委員会又は責任投資委員会等の専門の会議体が最終的な承認を行う
- ・ 助言機関が運用会社の議決権行使ガイドラインに基づき一次案を作成し、運用会社の担当部署にて二次案を作成した後、運用に係る意思決定を行う運用委員会若しくは責任投資委員会等の専門の会議体が最終的な承認を行う
- ・ 運用部等の担当部署が一次案を作成した後、複数の部署が共同で最終承認を行う

③その他…………… 3社（4.5%）

なお、上記①については45社のうち**26社**、②については19社のうち**8社**が、利益相反の懸念がある場合又は議決権行使ガイドラインとは異なる判断を行う場合に、会議体にて審議を行う、助言会社の助言に基づいて行使する、コンプライアンス部が事前検証を行う、会議体にて事後的に行役結果の検証を行う、といった別段のプロセスを定めている。

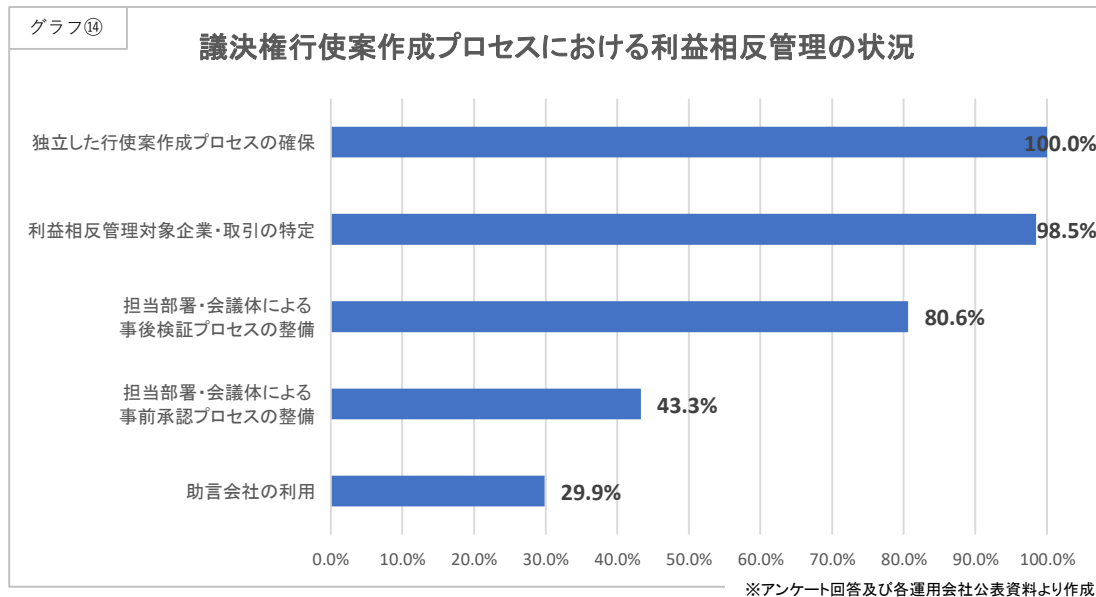
議決権行使案の作成プロセス②

○議決権行使案作成における利益相反管理の状況

前述のように議決権行使案については、適切な利益相反管理体制の下で策定された議決権行使ガイドラインに基づいて作成・行使されることが多いため、利益相反の懸念がある場合であっても通常の投資先企業と同様に議決権行使ガイドラインに基づいた議決権行使を行い、その結果を公表することで利益相反の可能性は一定程度排除されいると考えられる。

一方で、各運用会社においては利益相反管理をより実効的なものにする観点から運用手法や資本構造等の態様に応じて追加的な利益相反管理の方策を講じており、その管理状況は多岐にわたる。

各運用会社の議決権行使案の作成プロセスにおける利益相反管理状況はグラフ⑭及び下記の通り。



①利益相反の懸念がある者又は部署から独立した者で構成される部や委員会にて行使判断を行う………67社（100%）

具体例：

- ・運用担当者が行使案を作成し運用部長が最終判断を行う
- ・利益相反の懸念がある場合には運用部門及びコンプライアンス部のみで構成される責任投資委員会にて最終判断を行う

②利益相反の懸念がある企業又は取引を予め特定し、管理方針の整備を行う………66社（98.5%）

具体例：

- ・グループ関係会社及び自社投資信託の販売会社を利益相反の懸念がある企業として特定し、当該企業への議決権行使については助言会社を利用する旨を規定

③担当部署又は会議体による事後検証プロセスを整備………54社（80.6%）

具体例：

- ・社外取締役とコンプライアンス担当役員で構成される「責任投資委員会」にて監督を行い、議決権行使プロセス全体について適切性の検証及び検証結果について取締役会へ報告を行う

④担当部署又は会議体による事前承認プロセスを整備………29社（43.3%）

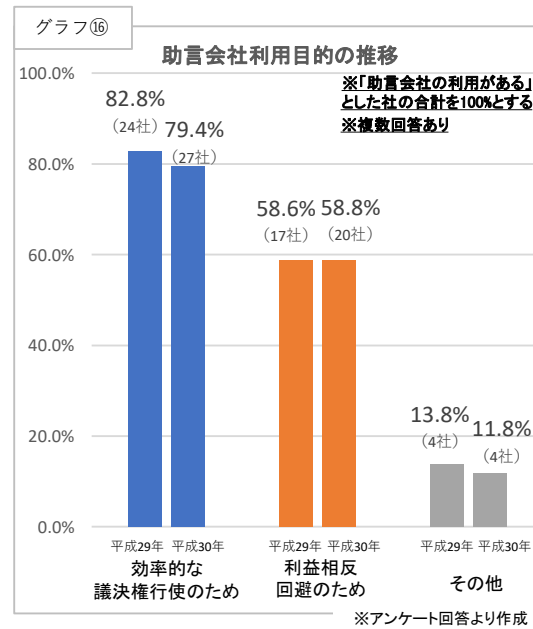
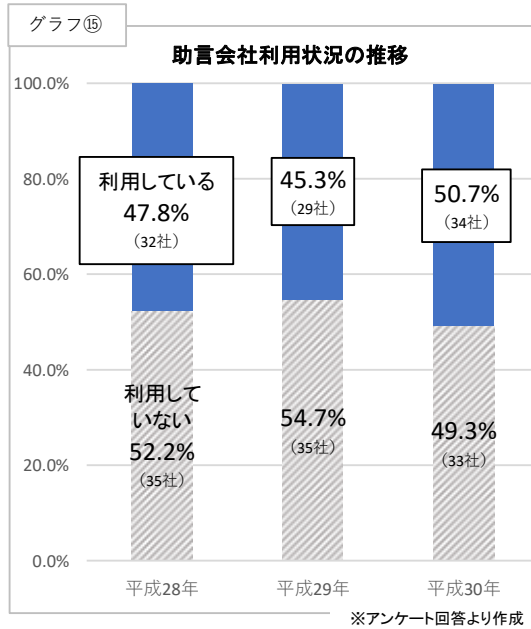
具体例：

- ・社外取締役が過半数を占める「責任投資監督委員会」にて行使案の検証を行った上で、運用部及びコンプライアンス部で構成される「責任投資委員会」で最終的な判断を行う

⑤助言会社の助言を踏まえて行使案を作成………20社（29.9%）

なお、上記③及び④の具体例として記載した「社外の第三者の目を取り入れる」管理方法に関しては、③については54社のうち**17社**、④については29社のうち**8社**で採用されている。

助言会社の利用状況



○ 助言会社の利用の有無・利用目的の推移

助言会社が提供する助言やその他のサービスについては、前述のような利益相反回避の目的のほか、自社の議決権行使ガイドラインを踏まえた行使案の作成や議案に関連する情報の入手といったように効率的に議決権行使を行う目的から用いられることがある。

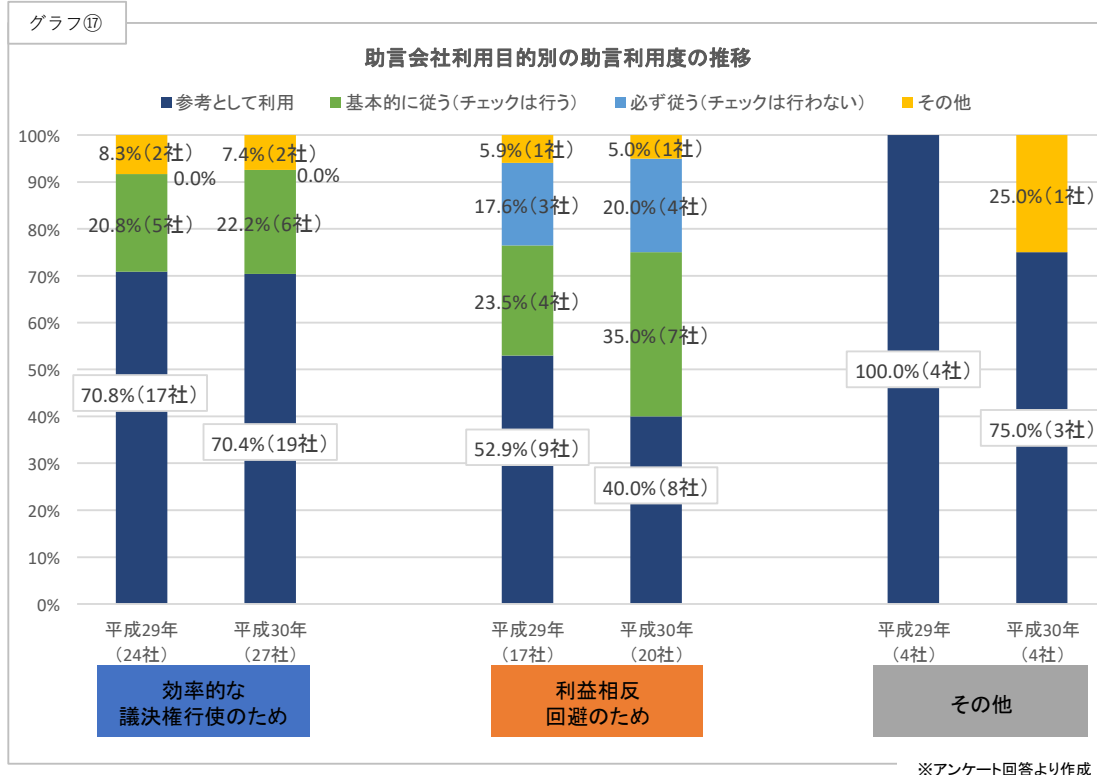
各運用会社における助言会社の利用の有無及び利用目的の推移についてはグラフ⑮、⑯の通り。助言会社を利用すると回答した社、また「効率的な議決権行使」又は「利益相反回避」のために助言会社を利用すると回答した社の数は前年に比して一定程度増加しており、各社において助言会社の利用が進んでいる状況がうかがえる。

○ 助言会社の利用目的に応じた利用度の推移

「利益相反管理」の目的で助言会社が利用される場合、社外の意見を取り入れるという観点から助言等に依る部分が大きくなる傾向があり、一方で「効率的な議決権行使」の目的で助言会社が利用される場合には、運用会社自身によるスチュワードシップ責任の発揮という観点から助言等に依る部分が小さくなる傾向がある。

この助言会社の利用目的に応じた利用度（助言等に依る部分）の推移はグラフ⑰の通りであり、「効率的な議決権行使」のために助言会社を利用する社においては「助言等を参考として利用し、自社の担当部署や会議体で最終判断を行う」との回答が太宗を占める状況が続いている。

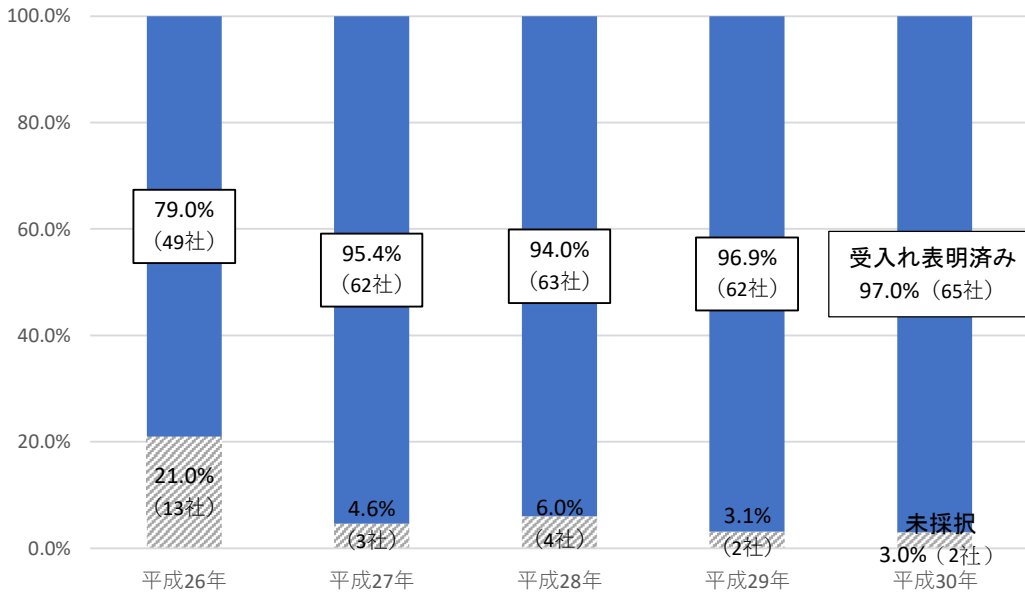
一方で、「利益相反管理」のために助言会社を利用する社においては「基本的には助言等に従うが自社の担当部署や会議体で検証を行う」又は「必ず助言等に従って議決権行使を行う」の回答の割合が増えており、上述のような傾向が一定程度確認できる。なお、「必ず助言等に従って議決権行使を行う」と回答した社の多くでは、行使結果について社外の第三者が委員を務める会議体にて事後的な検証を行うといったモニタリングのプロセスが確保されている。



スチュワードシップ・コードへの対応状況

グラフ⑱

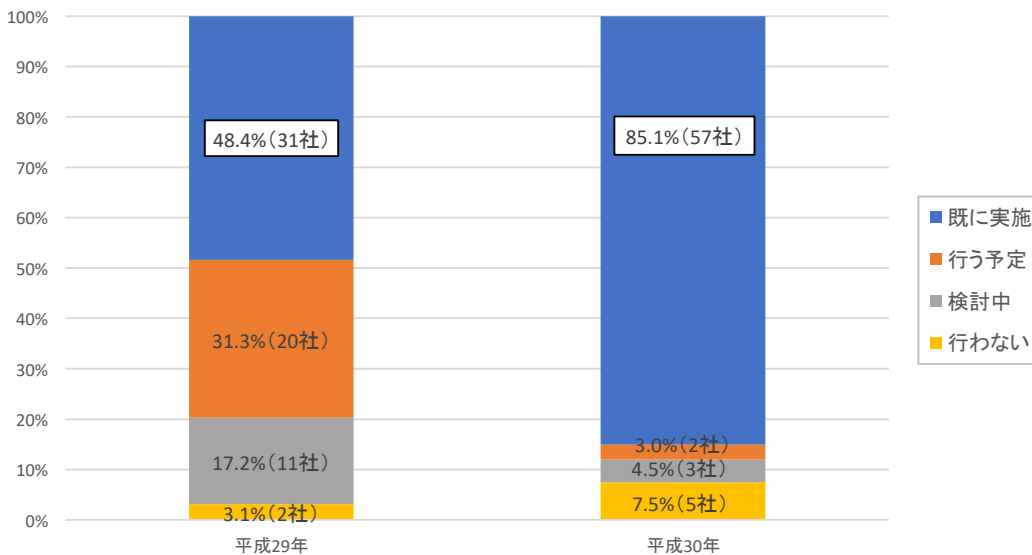
スチュワードシップ・コード受入れ状況の推移



※平成26年～平成28年についてはアンケート回答より、平成29～平成30年については金融庁開示資料より作成

グラフ⑲

個別開示実施状況の推移



※アンケート回答及び各運用会社公表資料より作成
※「既に行っている」には一部議案のみ個別開示の場合も含む

○ スチュワードシップ・コードの受入れ状況

平成26年に策定され、平成29年に改訂が行われた日本版スチュワードシップ・コード（以下「スチュワードシップ・コード」）については、策定当初より多くの運用会社において受入れ表明が行われてきたところである。

本アンケートの調査対象である国内株式を運用対象とする67社における平成30年12月時点の受入れ状況についてはグラフ⑱の通りであり、引き続き多くの社において受入れ表明が行われている。

○ 個別開示への対応状況

平成29年のスチュワードシップ・コード改訂により、同コードを受け入れる運用会社においては、議決権行使の結果を個別の投資先企業及び議案ごとに開示する（以下「個別開示」）か、個別開示が適切でない場合にはその理由を説明することが求められている。

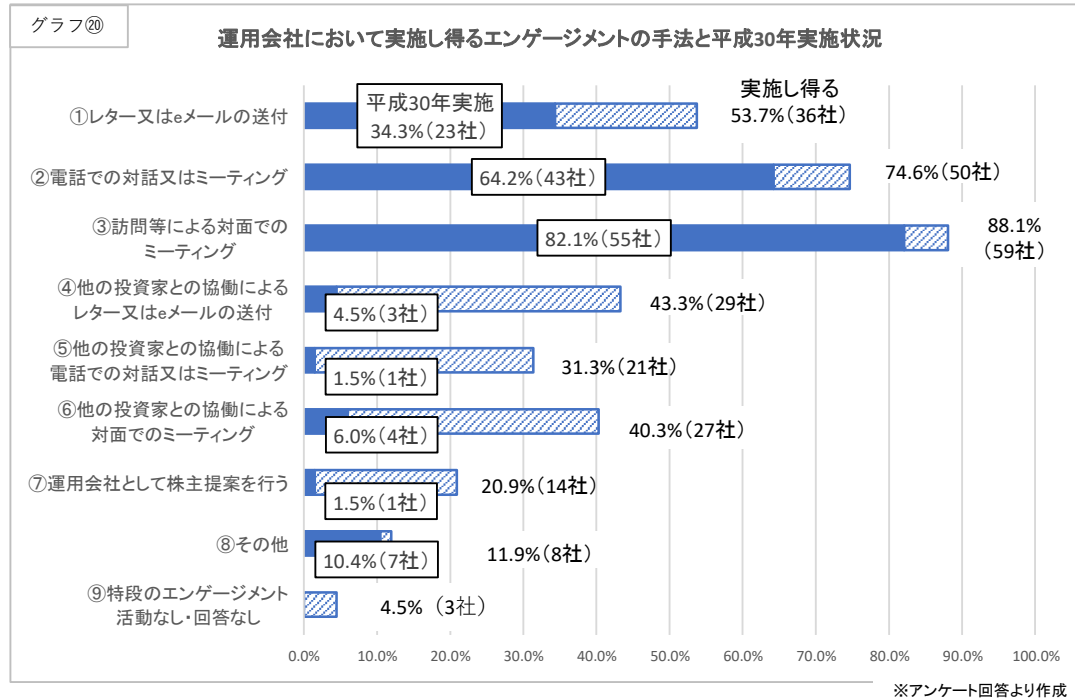
この個別開示への対応状況はグラフ⑲の通りであるが、前年に比して「行う予定」及び「検討中」の社が大きく減り、「既に実施」とする社が大幅に増加していることが確認できる。一方で、理由を開示した上で「行わない」とする社も増加しており、上述の「個別開示を実施するか」又は「実施せずに理由を説明するか」に対する各運用会社のスタンスが一定程度明確になってきたものと考えられる。

なお、個別開示を行わない理由として挙げられていたものは下記の通りであり、「受益者の利益を損なう懸念があるため個別開示を控える」との回答が目立った。

個別開示未実施の理由：

- ・ 個別開示により保有銘柄を明らかにすることで運用成績に影響を与え、受益者の利益を損なうおそれがあるため
- ・ 反対の行使結果のみが注目されることにより投資先企業又は投資家の誤解を生じさせるおそれがあるため

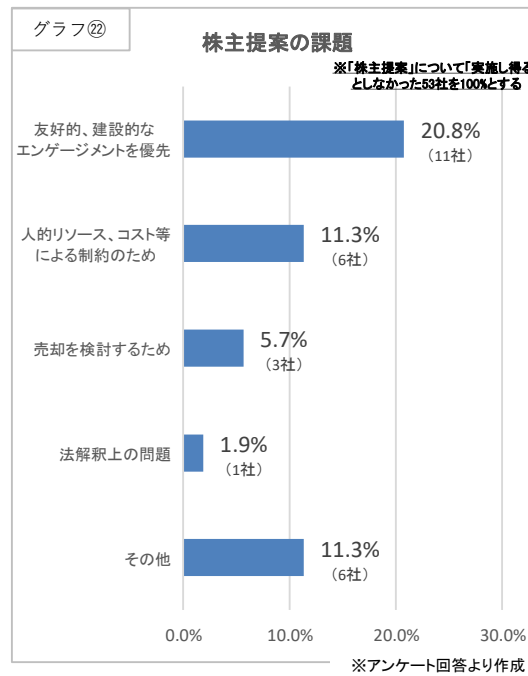
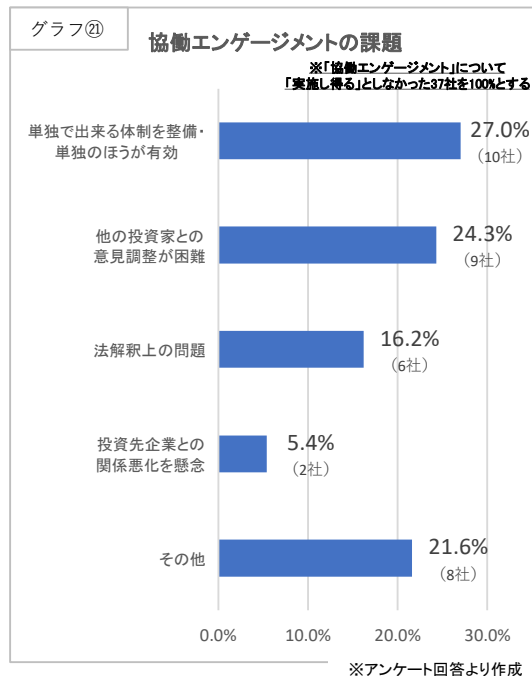
エンゲージメントに係る体制整備の状況①



○ エンゲージメントの手法

投資先企業の企業価値向上は、議決権行使だけではなく投資先企業との建設的な対話等（以下「エンゲージメント」）も含めたスチュワードシップ活動の中で実現されるものであり、運用会社においては議決権行使とエンゲージメントの双方を適切に実施することが求められる。特にエンゲージメントについて、海外の機関投資家においては対話のみでは十分な結果が得られない場合に備えて予め様々なエンゲージメント手法を社内規定し、実施するケースが多い。

このエンゲージメントに係る運用会社の体制整備に関し、各社において「実施し得る」及び「実際に実施した」エンゲージメント手法の状況はグラフ⑳の通り。①～③の個別の社によるエンゲージメントの実施率は高い一方で、④～⑥の他の投資家との協働によるエンゲージメント（以下「協働エンゲージメント」）については「実施し得る」ものの、「実際に実施した」社は少数にとどまる結果となった。また⑦の「株主提案」についても同様であり、「実際に実施した」社は少数であった。



○ 協働エンゲージメント・株主提案の課題

上述のように協働エンゲージメント及び株主提案については「実際に実施した」社は少数であったが、海外ではいずれも企業価値向上のためのエンゲージメント手法の一つとして位置づけられている。特に協働エンゲージメントについては国連において実務上のガイドラインが策定され^(※)、またスチュワードシップコードにおいても有効性が言及される等、その実施を推進する動きが見られている。

これらのエンゲージメント手法が採用・実施されない理由又は課題に関する各運用会社からの回答はグラフ㉑、㉒の通り。

協働エンゲージメントについては、その必要性・有効性を課題として挙げる社が最も多い一方で、意見調整や法解釈等の実施時の課題を挙げる社も目立った。

また、株主提案については、投資先企業との関係悪化を課題として挙げる社が最も多かった。

エンゲージメントに係る体制整備の状況②

○ エンゲージメント対象企業の選定基準

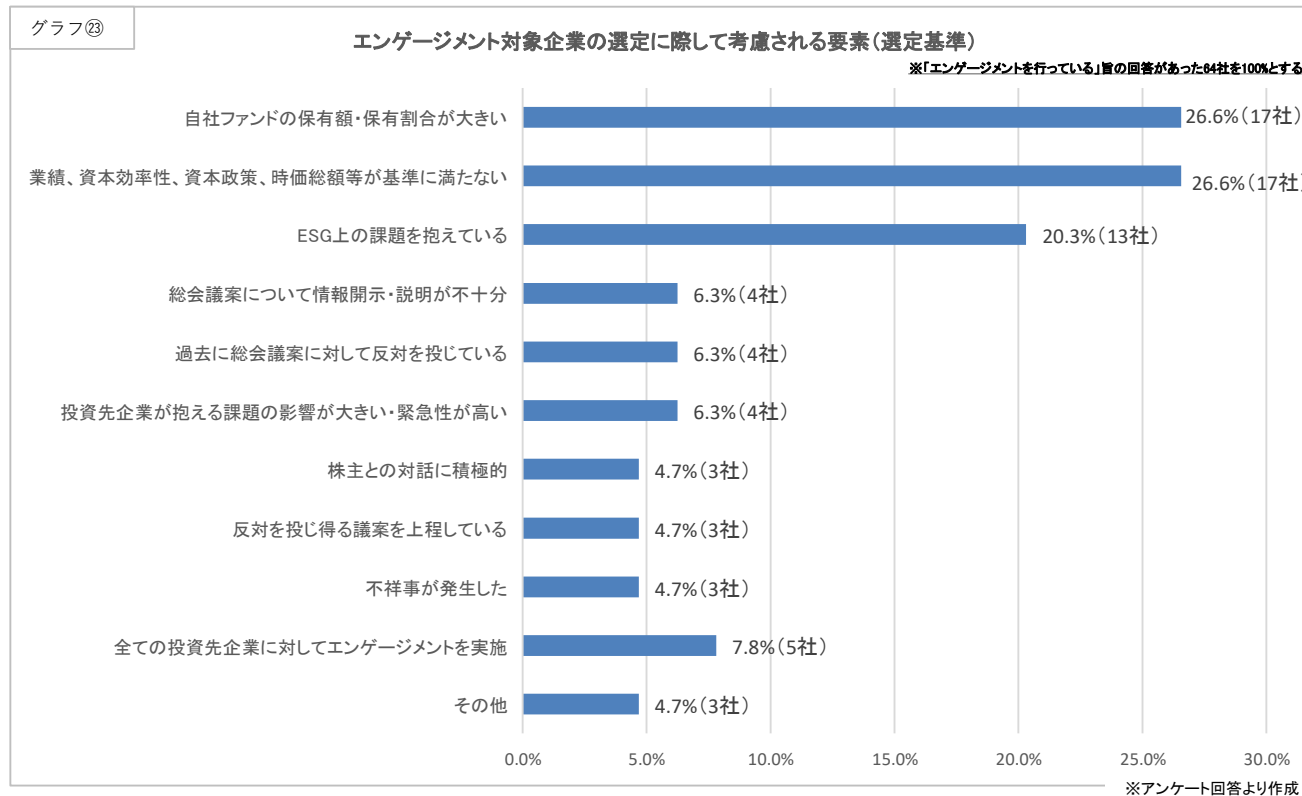
前述のように、エンゲージメントについては投資先企業の企業価値向上という観点から重要であるが、組み入れ銘柄数が多いパッシブ運用等の場合には人的リソースやコスト等の制約があるため全ての投資先企業に対して質の高いエンゲージメントを実施することは困難である。

一方で業績やガバナンスに課題がない企業等のように、対話の必要性がない企業に対してまでエンゲージメントを実施することは、運用会社のみならず企業側の負担にも繋がり、実質的・実効的なエンゲージメントを阻害しかねないため、一定の基準により対象を絞った上でエンゲージメントを実施することが考えられる。

このエンゲージメント対象企業の選定基準（要素）に関する各運用会社からの回答はグラフ③の通り。

運用会社が運用しているファンド側の基準として「ファンドでの保有額（割合）が大きい」、投資先企業側の基準として「業績等の基準を満たしていない」が最も多く挙げられているが、「ESG上の課題がある」も多く挙げられており、ESGに関する関心の高さがうかがえる。

また、「総会議案について説明が不十分」や「反対を投じ得る議案を上程」もエンゲージメント対象企業の選定基準として挙げられており、議決権行使判断の画一的な部分をエンゲージメントによって補足している、という実態もうかがえる。



ESGに係るエンゲージメントの実施状況①

○ ESGへの関心の高まり

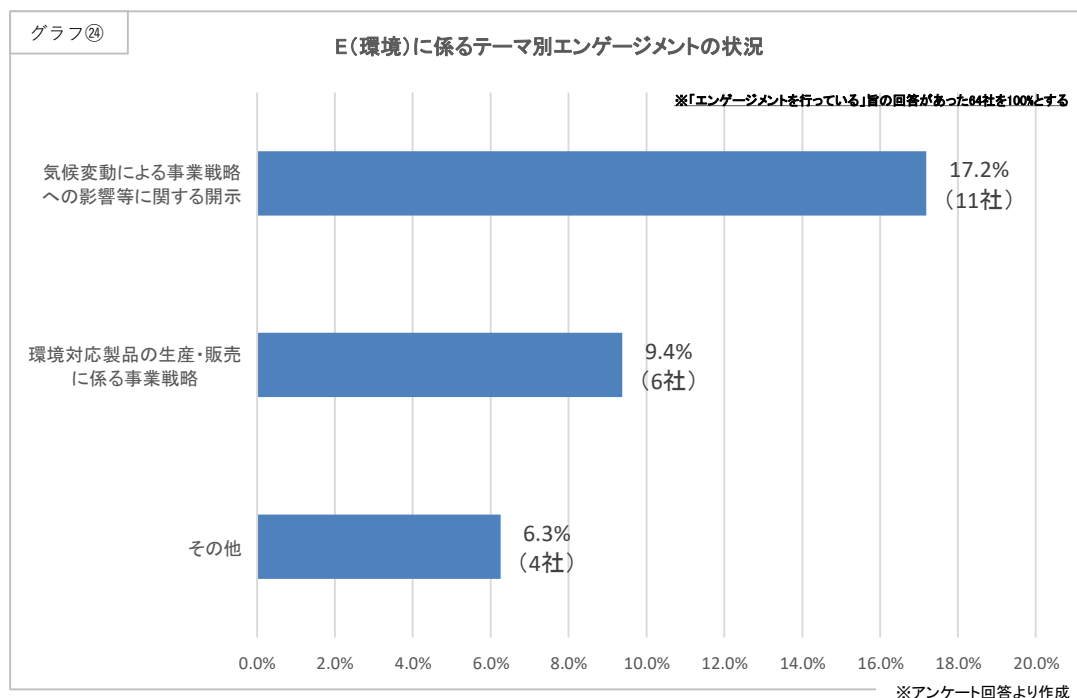
近年では、投資先企業の持続的な発展・企業価値向上の観点から、機関投資家においては気候変動への対応等の「環境（E）」、サプライチェーンマネジメント等の「社会（S）」、取締役会の構成等の「ガバナンス（G）」の各要素を考慮し、投資判断やスチュワードシップ活動に組み入れる動きが、また企業においてはこれらのESG要素を考慮した経営や情報開示等の動きが世界的な潮流として多く見られており、こうした取り組みを奨励する「国連責任投資原則」や、主に環境（E）の観点から企業に対して気候関連財務情報について積極的に開示することを提言する「TCFD提言」については多くの機関投資家や企業、関係団体等によって賛同表明が行われている。

このような動きは日本においても同様であり、国内の機関投資家・企業等による「国連責任投資原則」や「TCFD提言」への賛同表明^(※)のほか、官民での取り組みとして「スチュワードシップ・コード（金融庁）」、「コーポレートガバナンス・コード（東京証券取引所）」、「21世紀金融行動原則（環境省）」及び「価値協創ガイダンス（アクティブ・ファンドマネージャー宣言）」、TCFDガイダンス（経済産業省）」等が策定され、多くの機関投資家・企業においてこれらのコード・原則に対する賛同表明が行われる等、ESGへの関心は非常に高まっている。

以降ではこのESGに係るエンゲージメントの状況について記載する。

（※）アンケート対象運用会社のうち、「国連責任投資原則」に対して賛同表明（署名）を行っている社は40社（60.0%）で、「TCFD提言」に賛同表明している社は6社（9.0%）。（「国連責任投資原則」の賛同表明数については各社公表資料及び本会別アンケート調査結果より事務局にて集計。「TCFD提言」の賛同表明数については事務局にて国内運用会社のみを集計しているため、実際の賛同表明数はこの数字より多いと考えられる。）

なお、「TCFD提言」に対しては投資信託協会も賛同表明を行っている。（<https://www.toushin.or.jp/topics/2019/19242/>）

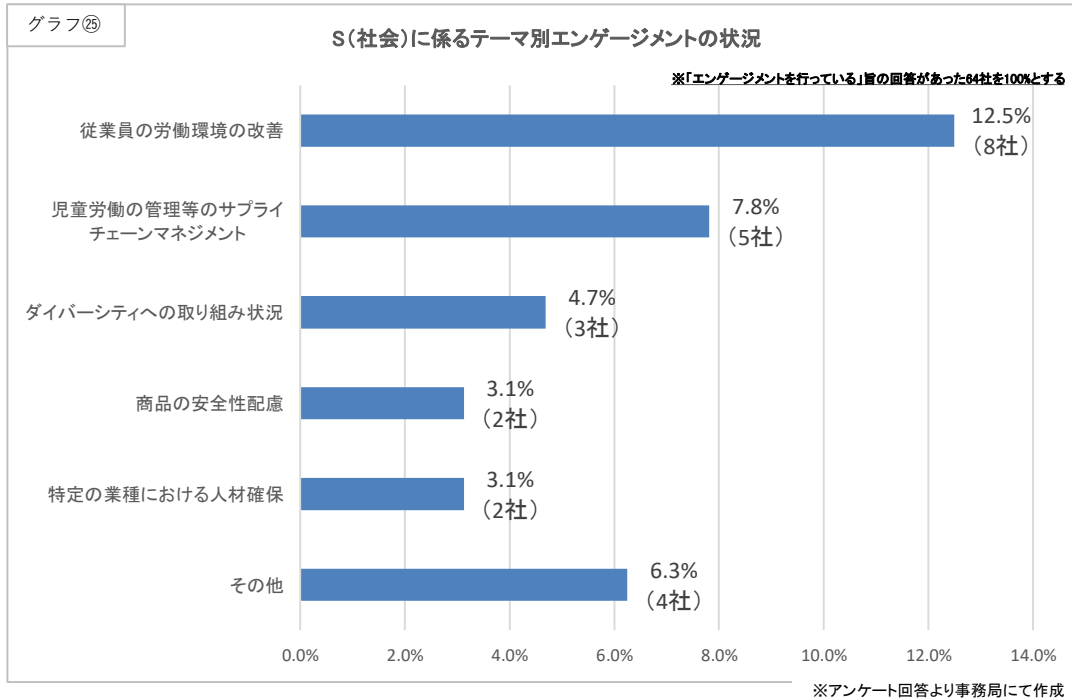


○ E（環境）に係るエンゲージメントの状況

E（環境）に係るエンゲージメントの状況はグラフ②④の通りであり、気候変動による事業戦略への影響等の環境関連の情報開示を求めるものが最も多く挙げられた。また、電気自動車等の環境対応製品の生産・販売の拡大やそれに伴う事業リスクについて対話を行ったとする社も一定程度見られた。

TCFD提言においては、企業に対して「気候関連リスクと機会」に係るガバナンス体制や事業・財務計画への影響等について開示することを求めており、上記のようなエンゲージメントを通じた情報開示等の働きかけはTCFD提言と整合的であると考えられる。

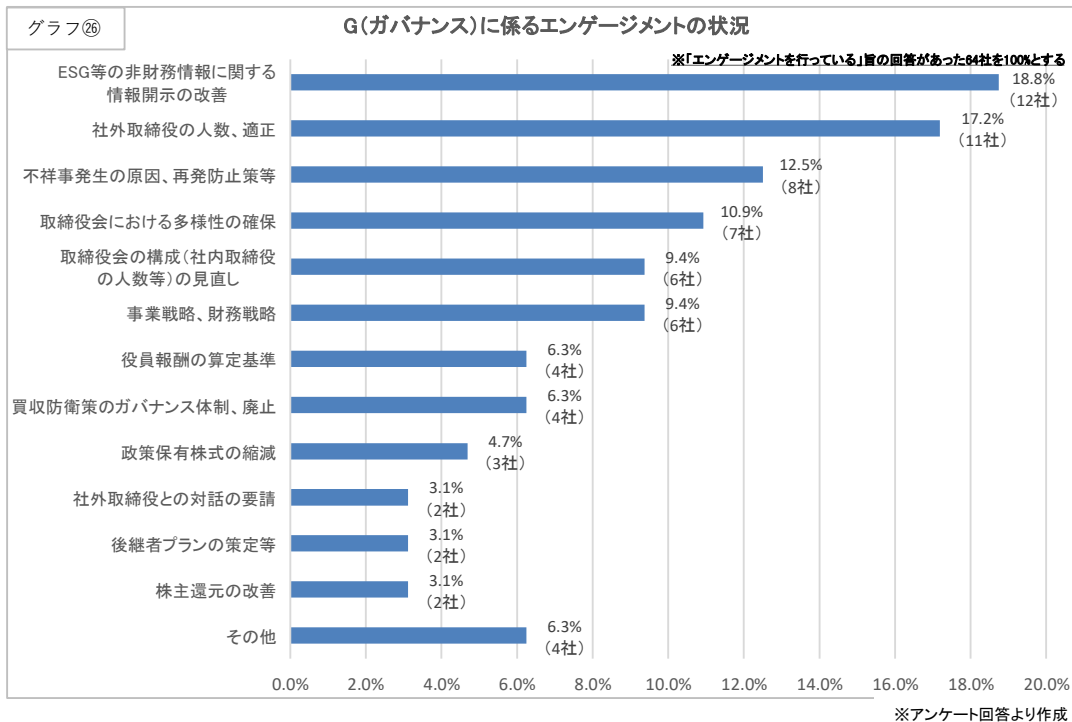
ESGに係るエンゲージメントの実施状況②



○ S（社会）に係るエンゲージメントの状況

S（社会）に係るエンゲージメントの状況はグラフ㉔の通り。最も多かったのは従業員の労働環境改善に関するものであり、過重労働の是正やワークライフバランス、外国人労働者の労務管理等が挙げられていた。

次いで多かったのが児童労働や紛争鉱物の管理・把握等のサプライチェーンマネジメントに関するものであり、そのほかにも女性従業員の確保等のダイバーシティに関する取り組みについてエンゲージメントを行ったとする社も見られている。



○ G（ガバナンス）に係るエンゲージメントの状況

G（ガバナンス）に係るエンゲージメントの状況はグラフ㉕の通りであり、E（環境）やS（社会）に比べて内容が多岐にわたっている。

最も多かったのは統合報告書等を通じた非財務情報に関する情報開示の改善であり、E（環境）と同様にESGに係る各社の取り組み状況や事業戦略について「見える化」を促進する観点からエンゲージメントが行われている様子がうかがえる。また、社外取締役の人数・適性や取締役会におけるジェンダー・国際性の確保等、取締役会の構成についてエンゲージメントを行ったとする社も多く見られている。

議決権行使に関する諸機関等への意見・要望

受益者の利益を第一の目標として議決権行使が質・量ともに十分に行われるためには、運用会社の体制整備だけでは足りず、投資先企業である株式の発行会社、上場制度を通じて発行会社（上場会社）の管理を行う証券取引所、電子的な議決権行使を可能とするプラットフォームを運営する会社（以下「プラットフォーム運営会社」）、助言会社、関係当局等、議決権行使に関係する様々な社や団体の協力が欠かせない。

これらの関係各社や各団体に対して運用会社より寄せられた主な意見・要望は下記の通りである。議案を判断するための情報・時間が限られている場合には議決権行使に係る判断を十分に行うことは難しく、当該議案について否定的に評価せざるを得ない場面も多いことが想定され、特に招集通知の早期開示・早期送付、プラットフォームへの加入等については早急に対応・実現されることが望まれる。

発行会社への意見・要望

- ・プラットフォームへの加入
- ・招集通知の早期開示・早期送付
- ・招集通知の内容の充実
- ・提案議案に関する十分かつ慎重な検討
- ・株主総会開催日の分散
- ・政策保有株式に係る説明の充実

証券取引所・プラットフォーム運営会社への意見・要望

- ・発行会社のプラットフォーム加入の促進
- ・株主総会関連の情報開示ルールの整備・充実化（独立役員届出書の公表時期等）
- ・発行会社に対する招集通知データの提出・開示の義務化
- ・株主総会開催日の分散化に向けた指針提示やアナウンス等
- ・プラットフォームと助言会社のシステム連携

助言会社への意見・要望

- ・日本の株主総会は決定力が強く、否決された場合には議案を成立させることができない。反対で助言する場合、実際に否決されて不成立となることを認識した上で助言しているのか疑問。（株主提案の賛成助言も同様。）
- ・助言会社の影響力の増大が指摘されている現状では、助言がそのまま採用されても耐えられるような、責任を持った助言を行ってほしい。

その他関係各社・団体への意見・要望

- ・受託銀行間での議決権行使指図書様式の統一化
- ・議案データの標準フォーマットの策定やXBRL化
- ・関係団体による集团的エンゲージメント推進のためのプラットフォーム等の機関の設立
- ・大量保有報告ルールにおける「保有目的」欄の開示不要化
- ・関係当局によるベストプラクティスとしての総会月分散化

参考資料：会社提案議案（平成30年5、6月分）に対する行使状況①

議案名称		賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	白紙委任(D)	反対棄権計(E) (B+C)	議案数合計(F) (A+B+C+D)	反対等 行使比率 (E/F) %
会社機関に 関する議案	取締役の選解任(※1)	296,712	36,944	550	0	37,494	334,206	11%
	監査役の選解任(※1)	30,781	5,803	22	0	5,825	36,606	16%
	会計監査人の選解任	542	0	0	0	0	542	0%
役員報酬に 関する議案	役員報酬(※2)	14,025	1,333	0	0	1,333	15,358	9%
	退任役員の退職慰労金の支給	1,633	1,498	0	0	1,498	3,131	48%
資本政策に 関する議案 (定款に関する 議案を除く)	剰余金の処分	27,851	1,552	1	0	1,553	29,404	5%
	組織再編関連(※3)	371	8	0	0	8	379	2%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	111	964	0	0	964	1,075	90%
	その他資本政策に関する議案 (※4)	2,339	91	0	0	91	2,430	4%
定款に関する議案		9,008	229	0	0	229	9,237	2%
その他の合計		343	28	0	0	28	371	8%
合 計		383,716	48,450	573	0	49,023	432,739	11%

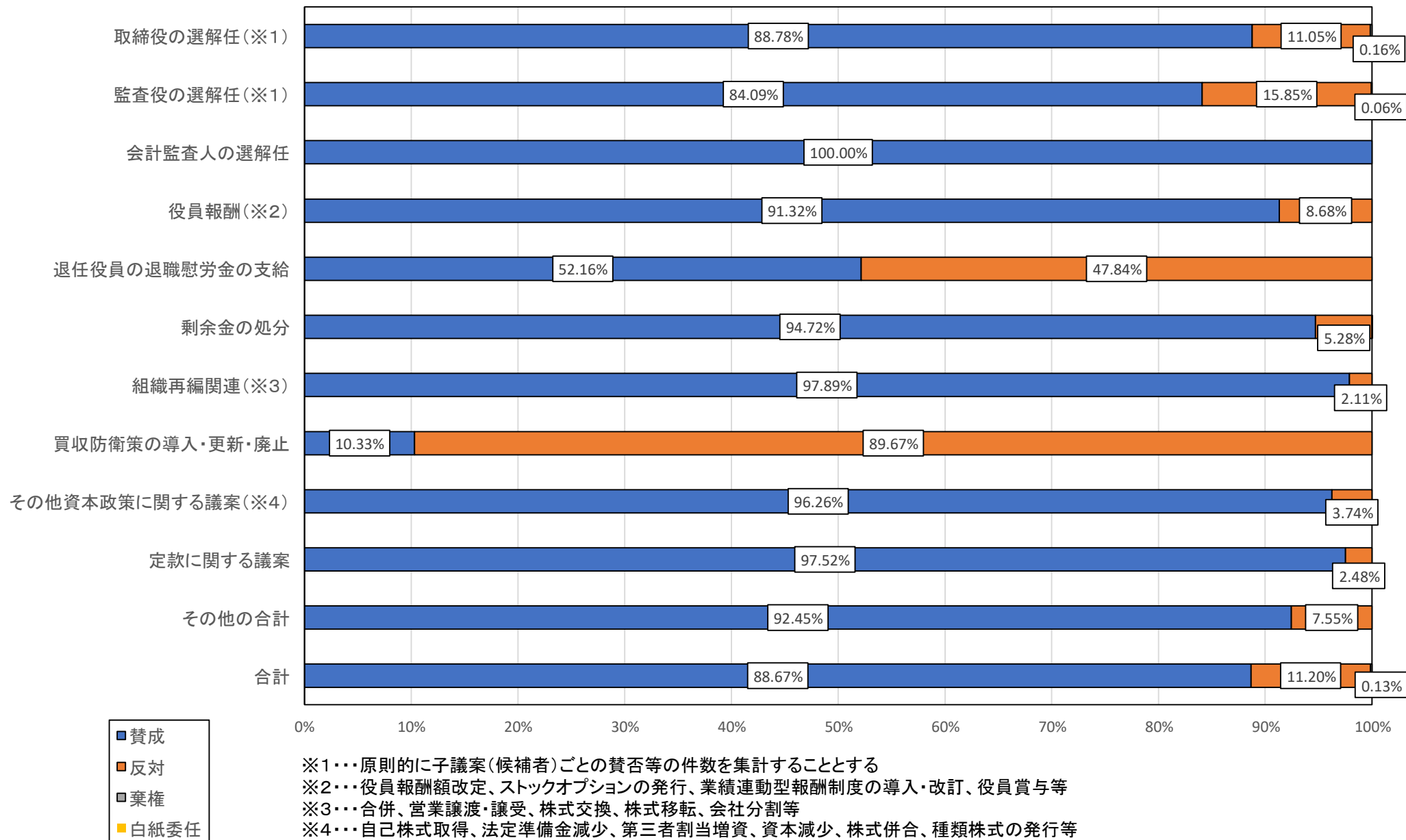
※1・・・原則的に子議案(候補者)ごとの賛否等の件数を集計することとする

※2・・・役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等

※3・・・合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

※4・・・自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

参考資料：会社提案議案（平成30年5、6月分）に対する行使状況②



参考資料：株主提案議案（平成30年5、6月分）に対する行使状況①

議案名称		賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	白紙委任(D)	議案数合計(E) (A+B+C+D)	賛成行使比率 (A/E) %
会社機関に関する議案	取締役の選解任(※1)(※2)	44	693	3	0	740	6%
	監査役の選解任(※1)	1	63	0	0	64	2%
	会計監査人の選解任	0	0	0	0	0	-
役員報酬に関する議案	役員報酬(※3)	61	56	0	0	117	52%
	退任役員の退職慰労金の支給(※4)	0	0	0	0	0	-
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	43	119	0	0	162	27%
	組織再編関連(※5)	0	0	0	0	0	-
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	0	0	0	0	-
	その他資本政策に関する議案(※6)	20	70	0	0	90	22%
定款に関する議案		192	2,016	10	0	2,218	9%
その他の合計		78	715	0	0	793	10%
合 計		439	3,732	13	0	4,184	10%

※1・・・原則的に子議案(候補者)ごとの賛否等の件数を集計することとする

※2・・・監査委員会を含む

※3・・・役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等、役員報酬額の開示を含む

※4・・・退職慰労金の削減を含む

※5・・・合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

※6・・・自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

参考資料：株主提案議案（平成30年5、6月分）に対する行使状況②

