

## 対話から始まる変革

# ② Engagement

エンゲージメントと議決権行使を通じた企業価値向上への実践

未来への指針  
① Materiality

対話から始まる変革  
② Engagement  
③ Proxy Voting

責任投資に向けた体制と方針  
④ Sustainable Investment  
⑤ Stewardship

1年間の軌跡  
⑥ Stewardship Activity

## エンゲージメントの全体像

### 目的と位置づけ

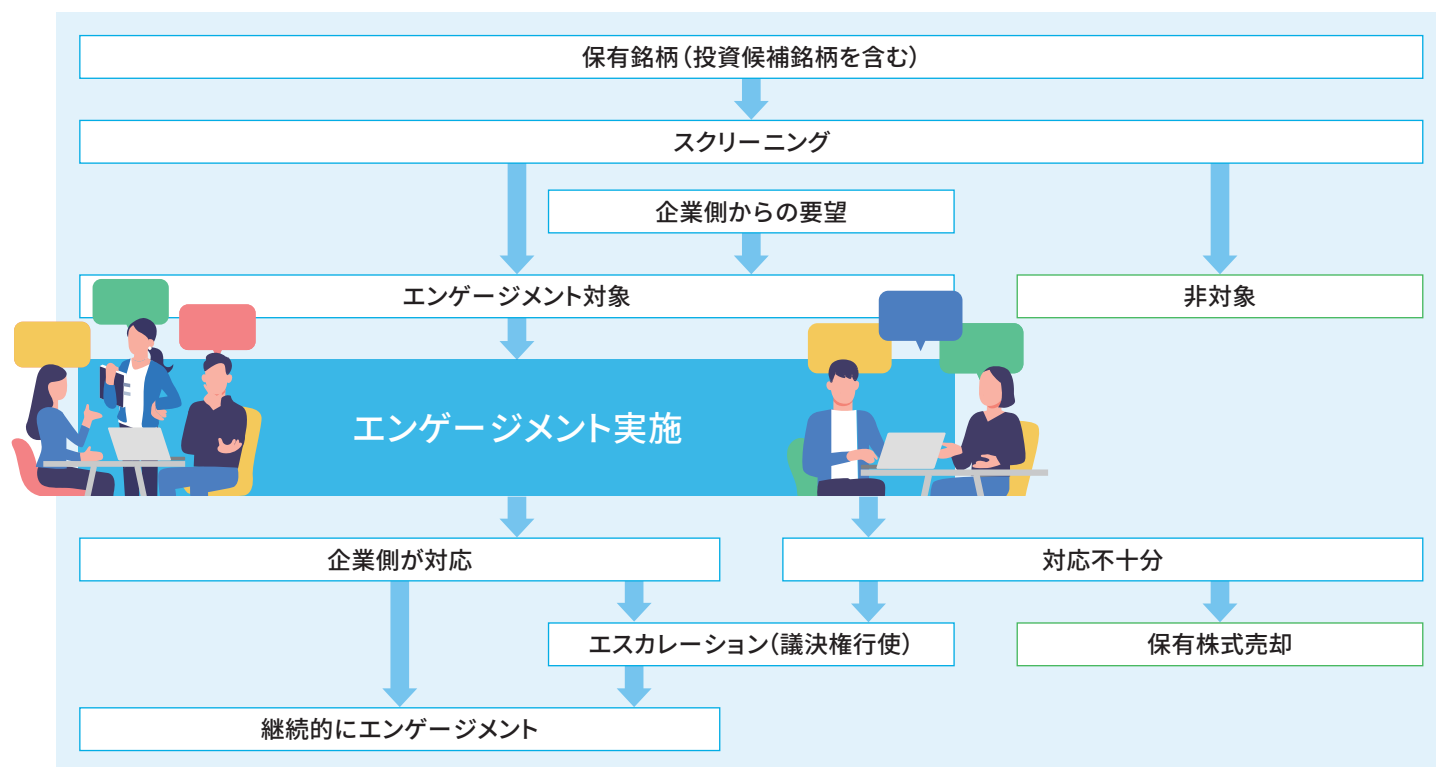
投資家が投資先企業と継続的に対話を行い、環境・社会・ガバナンス(ESG)に関する課題の解決や企業の行動改善を促進することが、持続可能な社会の実現と長期的な投資リターンの両立に不可欠であると考えられます。また、スチュワードシップ・コードでも、投資家による積極的なエンゲージメントが企業の持続的成長や企業価値の向上、さらにESG課題への対応を推進するうえで重要とされています。

当社はエンゲージメントを通じて経営の透明性やガバナンスの強化を図り、ESG課題への対応と持続的な企業成長を支援することに力を入れています。加えて、エンゲージメントは長期的な企業価値の向上やリスクの早期発見にも貢献する

ため、中長期的なリターンの最大化にもつながります。経済的なリターンの獲得と社会的責任の両立において、エンゲージメントは非常に重要な役割を果たすと考えています。

さらに、当社ではエンゲージメントと議決権行使を一体的に捉えて運用しています。ESGをはじめとするサステナビリティ課題を抱える企業に対してエンゲージメントを実施し、投資先企業の変革を促す一方、企業の対応が十分でない場合には、具体的な投資行動や議決権の行使を通じて、企業価値向上に資する対応を求め、エンゲージメントの効果をより高めることを目指しています。

### エンゲージメントの位置づけ



## 対話のベースとなる情報開示とガバナンス

### 情報開示がすべての課題の基礎になる

当社は、投資先企業が企業価値を向上させるためのあるべき姿を多様な観点から定めていますが、その大前提にあるのは実態を正確かつ詳細に伝える情報開示です。どれだけ素晴らしい取り組みを行っていても、その開示がない、もしくは不十分であれば外部からの評価は高まりません。そのため、まずは積極的な情報開示を求めています。特に、統合報告書は法定開示だけではカバーできない経営戦略や非財務情報等を株主・投資家に分かりやすく伝えるための重要な情報開示ツールと考えているため、積極的に発行することを期待しています。

### 最重要課題は取締役会の実効性向上

ESG課題等に対する取り組みは、重要課題の特定から施策の立案・実施、進捗管理・レビューまでの一連のプロセスを管理する体制が構築されていることで効果が上がっていくものであり、その意味でまずは土台としての強固なガバナ

ンス体制が構築されていることが重要です。そして、そのガバナンス体制の鍵を握るのは業務執行の監督機関である取締役会の実効性であると考えます。

そのため、ベストプラクティスには取締役会の実効性に関する項目を多く設けていますが、大枠の考え方としては①適切な人数かつ多様性が確保されたメンバーで活発な意見交換が行える体制、②社外取締役が十分にスキル・知見を発揮できる環境を確保するための取締役会事務局によるサポート体制、③経営陣の指名や報酬など重要事項を中心に社外取締役が主導的に関わる業務執行の監督体制を構築することが重要であると考えます。なお機関設計については、各企業の置かれている状況や成長ステージ等によって最適な体制は異なると考えていることから、今のところすべての企業に対してモニタリング・ボードを求めています。ただ、モニタリング・ボードが望ましいと考える企業の範囲や、その際の機関設計のあり方については、今後も検討していきます。

## 非財務情報はリスク・機会に関する積極的な開示を

特に環境や社会に関する非財務情報は、中長期的な企業価値にどのような影響を与えるかを分かりやすく伝えることが重要なポイントであり、それは将来企業価値を毀損するリスクを低減する観点と、将来のビジネスチャンスとしての観

点の両面で情報を開示することが望ましいと思われます。なお当社が特に重要と考える項目について、以下を将来あるべき姿と考えています。

### 気候変動

2050年カーボンニュートラル目標の達成を目指し、その達成に向けたロードマップの策定・そのための施策を具体化するとともに着実に実行する

### ビジネスと人権

国際的な人権尊重の枠組みに基づき、自社の経済活動における人権リスクを特定し、人権デューデリジェンスの実施を通じて継続的にリスク低減の取り組みを進めると同時に、実効的な人権救済の仕組みを構築する

### 生物多様性

ネイチャーポジティブに貢献するため、自社の経済活動が自然資本に与える影響やリスクを把握し、バリューチェーンを含めた自社の活動に起因する自然の損失を食い止めるための施策を策定し実行する

### 人的資本・DE & I

経営者のコミットメントのもとに、人材が持つ力を最大限発揮するための人的資本経営を行い、多様な属性を持つ社員が働きがいを持って創造的に業務を実行することで高い生産性と継続的なイノベーションを実現する



当社が求める投資先企業のあるべき経営の姿（ベストプラクティス）

当社では、投資先企業が持続的な企業価値向上を実現するためのあるべき経営の姿（ベストプラクティス）を以下のように定め、継続的に見直しを行っています。本件は、投資先企業とのエンゲージメント等において、企業価値向上に向けたディスカッションの内容を深めるツールとして活用しています。

重視する課題		ベストプラクティス	
情報開示 網羅性・重要性	環境	気候変動	<ul style="list-style-type: none"><li>TCFDの枠組みに沿って様々な気候変動シナリオを想定し分析することで、移行リスク、物理的リスク、事業機会が特定されている。</li><li>GHG排出量や原単位の実態および、想定されるリスクと機会を定量的に把握する。</li><li>2050年カーボンニュートラル達成までの具体的なロードマップ、マイルストーンを策定し、その進捗状況について毎年説明する。なお2030年の目標として、当社のNZAM中間目標とも整合する50%以上の削減を目指すことが望ましい。</li><li>リスク・機会の両面を取り込んだ事業戦略を策定・実行し、活動状況の総括・評価を実施する。</li></ul>
		自然資本	<ul style="list-style-type: none"><li>自然資本（森林、水、鉱物、生物多様性など）とバリューチェーン全体にわたる自社の経済活動との接点を発見し、自然環境へ与える影響、依存関係を分析することで、事業継続上のリスクを把握する。</li><li>生物多様性リスクと機会の特定、シナリオプランニング、事業戦略の策定等を適切に行うなど、TNFD提言に沿った取り組み・開示が行われている。</li><li>資源・製品の価値の最大化、資源消費の最小化、廃棄物の発生抑止等により、循環型経済への移行を促進する企業活動が行われている。</li></ul>
	社会	社会的責任	<ul style="list-style-type: none"><li>国際的な人権基準に基づく具体的な人権に関する方針を策定する。</li><li>自社の事業内容や活動地域、サプライチェーンの中で人権リスクが高い分野を評価・特定している。</li><li>人権デューデリジエンスや監査を継続的に実施し、デューデリジエンス結果、および課題と改善策を策定している。</li></ul>
		人的資本	<ul style="list-style-type: none"><li>最高人事責任者（CHRO等）を設置するとともに、経営戦略と紐づいた人材戦略を策定する。</li><li>人材戦略については、働きやすさだけでなく、働きがいを通じた個人と組織の成長を両立させることが意図されており、従業員への適切な株式報酬の付与などにより、優秀な人材の確保・定着や人材育成の仕組み、従業員エンゲージメントを高めるための取り組みに関する施策が示されている。</li><li>国籍・年齢・ジェンダー・経験者採用など、自社の事業内容に応じた多様性確保に向けた取り組み方針や具体的施策が策定されている。</li><li>ジェンダーダイバーシティの取り組みでは、定量的な指標や具体的な施策を示し、ジェンダー間の格差縮小に向けた取り組みが策定されている。</li><li>将来的には取締役会構成員の30%以上を女性とすることが望ましい。併せて、継続して社内からの女性取締役登用が可能となる（人材がブールできる）体制が整備されていることが望ましい。</li></ul>
		ガバナンス体制	<ul style="list-style-type: none"><li>企業の目指すべき姿等から、適切な機関設計が選択され、実効性のある取締役会構成となっている。なお実効性の理解を深める観点から、取締役会等での主な取り組みや議論を開示することが望ましい。</li><li>経営陣の交代を判断するためのプロセスや基準が策定されている。また取締役役に求められる知識・経験・能力を示すとともに、スキルマトリクスおよび今後の取締役の配置計画を作成する。</li><li>買収防衛策を導入しない。</li><li>役員報酬制度の根底を成す基本的な考え方や哲学を示す。またマルス条項・クローバック条項を導入する。</li><li>固定報酬、短期および長期インセンティブ報酬に分けられており、短期インセンティブ報酬は戦略目標への達成度、長期インセンティブ報酬は企業価値と連動する評価となっている。また長期インセンティブ報酬の比率は適切な範囲内で高めることが望ましい。なお社外取締役に對しても、企業価値向上に資する場合には長期インセンティブ報酬を導入する。</li><li>活発で多様性のある議論を促進し、取締役会の実効性を高めるため、取締役人数は適正数に抑制し、取締役会事務局機能を強化すべきである。</li><li>上場企業である以上、取締役は、每期、株主の信任を仰ぐべきであり、取締役の任期は1年とすべきである。</li></ul>
	ガバナンス	リスクマネジメント	<ul style="list-style-type: none"><li>ダイバーシティ、人権、サプライチェーン、データセキュリティなどの規定が定められている。</li><li>サイバーセキュリティの堅牢化や社員教育徹底などの対策を十分に講じている。</li><li>内部監査は、取締役会・監査役会に対する直接のレポートラインを確保すべきである。</li><li>グループの内部統制を担保する仕組みを確立し、内部通報システムは企業活動の多国籍化に合わせた多言語対応が行われていることが望ましい。</li><li>不正・不祥事を未然に防ぐ管理体制を整備し、不正・不祥事が発生した場合には、内部統制システムが機能しなかった背景が十分に調査され、再発防止策の策定および、防止策の実行、効果が定期的に確認、検証される仕組みとなっている。</li></ul>
		資本効率改善	<ul style="list-style-type: none"><li>株主資本コストを上回るROEを上げ、エクイティスプレッドを継続的・安定的に拡大させるために、以下の取り組みを行う。</li><li>長期ビジョンをもとに中期経営計画を策定し、現状分析や今後の取り組みを融合することで計画の実現可能性を高めている。</li><li>中期経営計画等で成長戦略を明確に示し、その達成のために必要な投資計画、重要施策について定期的に進捗状況を把握する。</li><li>資本効率の低い事業もしくは資産について、改善が見込めないものは撤退や売却を検討する。また政策保有株式は積極的に縮減を進める。</li><li>あるべき資本構成や株主還元の方法を策定する。</li></ul>
		ステークホルダーとの対話	<ul style="list-style-type: none"><li>統合報告書などを通じて財務情報・非財務情報の十分な開示、決算に関する詳細な補足資料、その他タイムリーな情報開示が行われている。</li><li>経営トップや社外取締役、従業員と株主との対話の機会を設ける。また事業説明会、現場見学会等を定期的に開催する。</li><li>経営理念（パーパス）、長期ビジョン、経営計画が一貫していて、ステークホルダーが共感できる。</li><li>社外取締役が企業のあるべき姿を認識し、企業の問題点を確認・指摘でき、社内から十分な情報提供がされている。</li><li>IR担当者が投資家と対話するうえで必要な情報を十分把握している。また投資家との対話の内容が経営陣にフィードバックされている。</li><li>ESG重要課題に対する取り組みについて、必要かつ十分な情報開示を行うとともに、ステークホルダーとの対話を実施している。</li></ul>

（改定日：2025年10月24日）

ベストプラクティスの見直し

企業との対話のベースとなるベストプラクティスについても、マテリアリティおよびコアマテリアリティと同様に、定期的に見直しを実施しています。

ベストプラクティスの見直しに際しては、企業調査アナリスト、スチュワードシップ・アナリストが各々の知見や個別企業の事例等を示しながら、企業の目指すべき方向性について活発な議論を行います。ここで議論した内容をもとに、最終的にはスチュワードシップ委員会にて新たなベストプラクティスが策定されます。

直近のベストプラクティスの見直しでは、取締役会の構成や社外取締役の「真」の独立性などについて、具体的な事例

を交えた議論を行いました。また、議決権行使の方針にも組み込まれている政策保有株式の保有に関しても、企業価値向上に資する政策保有株式の実例などを議論しました。

また、企業のガバナンス体制に関しては、形式的な体制は整備されつつあるものの、取締役会の実効性についてはいまだ課題が大きいとの考えのもと、ガバナンスにおける取締役会の実効性向上についての記載をより充実させました。このほかにも、従業員エンゲージメントを向上させる人的資本経営のあり方、実現可能性を高めるための中期経営計画の策定手法などについても議論を行い、これらを新たなベストプラクティスに反映させました。

ベストプラクティスの主な変更点

新規追加

領域	新規追加	理由・背景
人的資本	従業員への適切な株式報酬の付与により、従業員の株価に対する意識向上にも取り組んでいる。	人的資本の価値を最大化するためには、従業員の経営参画意識を高めることが重要。株式報酬の導入により、企業価値向上への貢献意識を醸成し、持続的成長に資する行動を促す。
ガバナンス体制	社外取締役を含む参加者の活発な議論を促し、取締役会の実効性を高めるため、取締役会事務局の機能を強化すべきである。	形式的な会議運営ではなく、実効性のある意思決定を支えるためには、事務局による議論設計・情報提供・フォローアップの質が重要。社外取締役の知見を最大限に活かす環境整備が求められる。
	社外取締役も資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて積極的に取り組むべきである。	社外取締役の役割は監督にとどまらず、企業価値向上に向けた戦略的視点の提供が期待される。資本効率や株主価値への理解を深め、経営陣との建設的な対話を促進することが重要である。

変更

領域	旧➡新	理由・背景
ガバナンス体制	<div>旧 取締役会において活発な意見交換を促進する観点から、取締役会の構成員は多くても10名前後であることが望ましい。</div> <div>↓</div> <div>新 取締役の人数は、活発で多様性のある議論を促進する観点から適正な人数に抑制すべきである。</div>	人数の上限を定量的に定めるよりも、議論の質や多様性を確保できる構成が重要。企業の規模や課題に応じて柔軟に対応できるよう、定性的な表現に変更する。
資本効率改善	<div>旧 長期ビジョンを策定し、そこからバックキャストで中期経営計画が策定されている。</div> <div>↓</div> <div>新 長期ビジョンをもとに中期経営計画を策定し、現状分析や今後の取り組みを融合することで計画の実現可能性を高めている。</div>	バックキャスト手法に加え、現状の課題やリソースを踏まえた実行可能性の検証が不可欠である。理想と現実のギャップを埋めることで、より実効性のある計画策定が可能となる。



## 特徴あるエンゲージメント

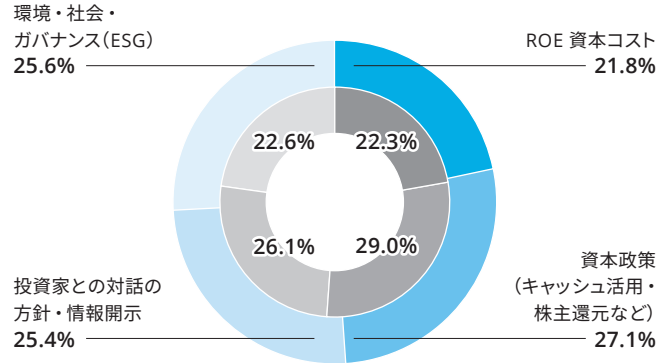
### 活動状況

当社は「企業調査アナリスト」「ファンドマネージャー」「スチュワードシップ・アナリスト」による三位一体のエンゲージメント体制をとっており、今期(2024年7月～2025年6月)は、3つの主体の合計で投資先企業と1,435件のエンゲージメント活動を行いました。

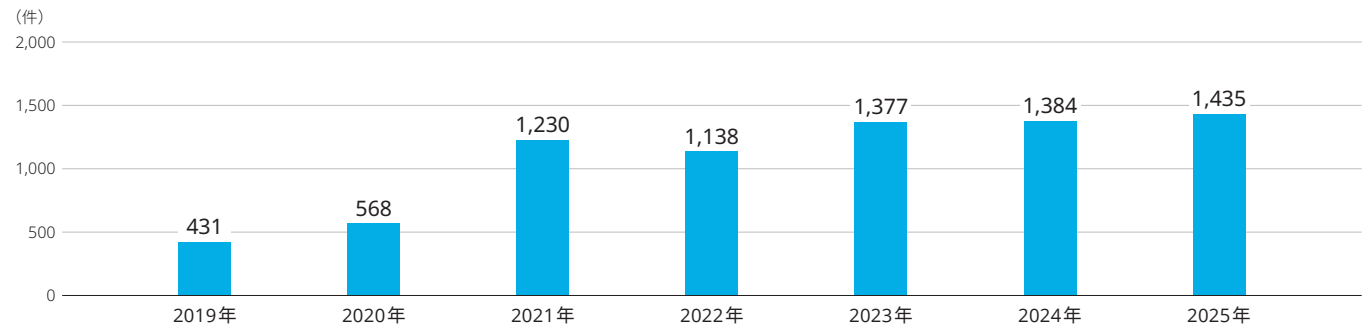
これまでのエンゲージメント件数の推移と今期のテーマ別割合は以下のとおりで、エンゲージメント件数は増加傾向にあり、主要な4つのテーマについてバランス良くエンゲージメントを行っていることが確認できます。

#### エンゲージメントテーマ別割合

(内側: 2024年、外側: 2025年)



#### エンゲージメント件数



※本レポートでの集計期間は2024年7月～2025年6月です。

### エンゲージメントの全体像と当社の特長

#### スチュワードシップ活動に関する基本方針

企業等との建設的な対話の方針	ESG投資方針	議決権の行使に関する方針
<b>経営戦略</b> <ul style="list-style-type: none"><li>企業理念</li><li>経営方針</li><li>ビジネスモデル</li><li>事業戦略</li><li>経営資源配分</li></ul> <b>投資家との対話・情報開示</b> <ul style="list-style-type: none"><li>IR/SRの基本的な考え方</li><li>適時公正な情報開示</li><li>中長期的な視点での対話</li><li>統合報告への取り組み</li></ul>	<b>重視する観点</b> <ul style="list-style-type: none"><li>ESG</li><li>環境</li><li>社会</li><li>ガバナンス</li><li>etc.</li></ul> <ul style="list-style-type: none"><li>気候変動</li><li>人的資本</li><li>ガバナンス体制</li><li>ステークホルダーとの対話</li><li>etc.</li></ul> <ul style="list-style-type: none"><li>自然資本</li><li>社会的責任</li><li>リスクマネジメント</li><li>資本効率改善</li></ul>	
財務評価		非財務評価

三位一体のエンゲージメント体制	企業調査アナリスト	ファンドマネージャー	スチュワードシップ・アナリスト
-----------------	-----------	------------	-----------------

ストロング型エンゲージメント	セミストロング型エンゲージメント	パッシブ・エンゲージメント
リンゲージメント® 知財・無形資産のエンゲージメント		

投資先企業		
中長期的な企業価値の向上	投資リターンの上向	社会的価値の向上

## 持続可能な社会の実現

## Strong point ① 三位一体のエンゲージメント

### 概要

当社のエンゲージメント体制の特徴の一つとして、三位一体体制があげられます。これは、個別の企業やセクターが置かれる環境に精通した「企業調査アナリスト」、マーケット状況や業界横断的な分析に秀でた「ファンドマネージャー(クレジットアナリストを含む)」、ガバナンスをはじめとするESG関連の高度な知見を有する「スチュワードシップ・アナリスト」が相互に連携をとりつつ、様々なアプローチで投資先企業との

対話を行う体制を指しています。

各チームの知見や特性を活かしつつ、対象企業の状況や要望に応じて、最適なチーム編成でエンゲージメントに臨むこととしており、それぞれが強みを有する領域を深堀りしつつ、各主体が連携をとることで有意義で効果的なエンゲージメントの実施が可能となる体制を構築しています。

### 各チームの概要

#### 企業調査アナリスト

企業調査アナリストはセントラルリサーチとしての機能を有しており、全業種をカバーするフルカバレッジ体制を構築しています。そのうえで時価総額や経営のクオリティから選定した主要調査対象銘柄については通常のファンダメンタルズ分析に加え、ESG評価や議決権行使の意見形成までを一貫して行っています。

投資先企業との対話では、財務・非財務を含めた経営課題の議論を行い、企業に変革を促し、企業価値向上を通じた超過収益獲得を目指す取り組みを重視しています。

また、主要調査対象銘柄には結果として業界を代表する企業群が選定されており、これら企業に対するエンゲージメントを通じて、市場全体の底上げを目指す取り組みも行っています。

企業評価においては、企業との対話等をもとに財務・非財務について中長期的な視点で評価した「定性評価」や当社オリジナルの「ESGスコア」を組み込んだ「長期企業価値モデル」を活用しています。

#### ファンドマネージャー

ファンドマネージャーは企業調査アナリストがカバーしていない中小型銘柄を中心に、エンゲージメントを行っています。

このうちエンゲージメント・チームでは、資本コストの低減やIRの改善などを主要テーマに、投資先企業に行動変容を促しています。エンゲージメントの対象は、企業の取り組み変化により企業価値の大幅な向上が期待できる銘柄を中心に選定しています。対話は、経営トップとの対話を重視し、テーマの明確化を心掛けています。また、エンゲージメントの進捗管理を徹底し、社内のほかのファンドマネージャーとの情報共有も積極的に行っています。

債券エンゲージメントにおいては、企業調査チームのセントラルリサーチ機能を活用しつつ、債券固有のテーマについて、クレジットアナリストやファンドマネージャーが連携してエンゲージメントに取り組んでいます。

#### スチュワードシップ・アナリスト

投資先企業のコーポレート・ガバナンスや議決権行使を主要なテーマとしたミーティングについては、主に責任投資部のスチュワードシップ・アナリストが担当しています。

スチュワードシップ・アナリストは、投資先企業の議決権行使の判断に必要な情報を収集するとともに、対話において、当社の議決権行使の方針や投資先企業に期待する事項を説明し、認識の共有に努めています。

また、企業調査アナリストがカバーしていない各種課題を有する投資先企業に対して、ESG関連の取り組みに加え、経営戦略や財務戦略を含めた対話を実施しています。

企業調査アナリストとの関係では、両者の役割分担を明確化しつつ、必要に応じて相互に連携する体制を構築しています。これにより対話テーマの拡大に対応するとともに、対話内容の高度化を図り、企業価値向上の取り組みの加速を促すことに注力しています。



## Strong point ② リンゲージメント®

### 概要

「リンゲージメント®」とは、Linkage「リンケージ(連携)」とEngagement「エンゲージメント(対話)」を組み合わせた当社独自の造語であり、投資先企業が直面する課題に対してベストプラクティス企業の担当者やマネジメント層との議論の場を提供し、今後の企業価値向上の参考としていただく取り組みです。

当社は、「エンゲージメント」を通じて築き上げたネットワークや知見を最大限活用し、「リンゲージメント®」を積極的に推進、知の共有を促すことで、より多くの投資先企業の企業価値向上を後押しし、社会の持続的な成長に貢献していきます。

### リンゲージメント®のイメージ

#### ベストプラクティス企業

##### 紹介企業の例

- 社外取締役と投資家との対話の場を設けた企業
- ROE・ROIC経営を取り入れた企業
- 成長戦略の開示をした企業

## 大和アセットマネジメント

投資先企業との継続的な対話を通じて、各企業が抱える課題と実行した施策を把握

対話

リンゲージメント®

対話

課題を抱える企業に対して、ベストプラクティス企業を紹介し、議論の場を提供

#### 課題を抱える企業

##### 課題の例

- 投資家との対話
- 資本政策
- IR
- ESG

### リンゲージメント®事例

#### 事例 1 A社(電気機器) × 大学教授 × 大和アセットマネジメント

##### テーマ 知財戦略の整備と情報開示

A社は、エレクトロニクスの特定分野で世界トップレベルの技術と知財を有しており、AIエンジンの自社開発、知財の収益化などの特徴を持っていた。そのうえで、知財戦略を整備し、情報開示を進化

させることで企業価値向上につなげたいとの考えから、大和アセットマネジメントと知財共同研究契約を締結している大学教授を交えた意見交換を行った。その後、A社では、株主・投資家およびアカデミアの視点も加味し、より実効性のある知財戦略の構築と情報開示を検討している。

#### 事例 2 B社(化学) × 知財コンサルティング会社 × 大和アセットマネジメント

##### テーマ 知財戦略の経営パフォーマンスおよび企業価値への反映

B社は、人的資本・知財などの優れた経営基盤を有しながら、経営パフォーマンスは停滞し、企業価値への結びつきが弱い状況にあっ

た。そこで、知財戦略を経営パフォーマンスにつなげ、企業価値向上に結びつけることを目的に、知財コンサルティング会社を交えた意見交換を行った。その後、B社の知財戦略部門は、IR部門と連携し、企業価値を強く意識した戦略構築を進めている。

#### 事例 3 C社(化学) × コンサルティング会社

##### テーマ IRの進化

中堅素材メーカーのC社は、高収益ながらも成長性が低く、成長投資も抑制気味であったことからキャッシュが積み上がり、企業価値向上に向けての株主提案などを通じた外部からのプレッシャーが高まっていた。そこで、成長投資を積極化するとともにバランスシートの改善にも取り組み始めたが、IR活動が年2回の決

算説明会と取材対応にとどまっていたこともあり、認知度は高まらなかった。そのような状況下でC社は大和アセットマネジメントが主催する「情報交流会」に参加。事業会社とハンズオンのIRを進化に導くスタイルのコンサルティング会社のアドバイスを心得、成長分野の事業説明会や工場見学会を開催するなど、IRの進化に踏み出している。

### 情報交流会

#### 開催概要

2025年11月28日に、5回目となる情報交流会を開催しました。本交流会は、特定のテーマにフォーカスし、企業間で知見を共有する場を提供するものです。今回は「高ROE実現に向けて ～知財・イノベーション拡充と企業価値への反映～」とのテーマに基づき、ベストプラクティス企業や課題を抱えつつも前向きに取り組んでいる企業の知財・イノベーションに関連するキーパーソンや外部有識者に登壇いただきました。

企業価値評価において「ミエナイチカラ®」の重要性は高まっており、その中でも知財はすべての資本と密接に関連する中核的資本であり、企業業績との連動性が高い資本である

#### ディスカッション内容

各社の知財・イノベーションの取り組みを紹介いただき、その後、知財部門の役割と企業価値向上への貢献、イノベーションの進化、情報開示およびコミュニケーション、課題認識と展望についてディスカッションを行いました。

今回登壇いただいた、知財・イノベーションに関して先進的な取り組みを行っている企業や、知財と経営戦略の結びつ

と認識しています。また、2022年には「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」が公表され、企業による開示も進みつつありますが、株主・投資家と企業との間で認識や知見のギャップが大きいことも知財の特徴となっています。

日米のPBR格差についても、知財が支えるイノベーション格差という側面が大きいと認識しています。しかし、「東証要請」への対応を含め、企業側の取り組みは、ROEやROICを直接的に高めるアクションが多くなっています。持続的な企業価値向上の観点からは、「ミエナイチカラ®」の中核である知財とイノベーションの重要性を、さらに強く認識する必要がありますと考え、今回、「知財・イノベーション」を本交流会のテーマとしました。

きを強く意識している企業では、知財戦略が機能し、イノベーションの創出が軌道に乗ることで、株主・投資家からの認識・評価が高まり、結果として高ROE・高PBRの実現につながるとの共通認識が醸成されています。こうした背景から、本交流会では「知財・イノベーション」に関する戦略・取り組み・方針を中心としたディスカッションを行いました。

#### 参加企業からのフィードバック

“ 他業界の知財に関する取り組みを聞ける良い機会となった。特に、知財リッチとは考えにくい業種においても、知財がビジネスモデルや資本政策と結びつき、企業価値向上につながっているというストーリーに感心した。 ”

“ 知財部門の役割が大きく変化する中で、他社および有識者とのコミュニケーションを通じて、今後の知財戦略推進や情報開示を改めて考える機会となった。 ”

“ 知財部門と研究部門が一体となって活動してイノベーションを創出している他社の事例に触れ、今後の経営戦略の参考にしたいと感じた。 ”



グループディスカッションの様子

#### 今後の方針

当社では本交流会を「リンゲージメント®」の中核的活動と位置づけ、当社独自の取り組みとして、毎年、開催しています。参加企業からも数多くの肯定的なフィードバックをいた

だいており、当該取り組みが参加企業同士の「知の共有」の場となり、企業の課題解決につながると考えています。

今後も「情報交流会」を継続的に開催することで、投資先企業の企業価値向上に貢献していきたいと考えています。



## Strong point ③ 知財・無形資産

### 現状認識

産業構造の変化とともに企業における競争力の源泉として知的財産（知財）・無形資産の重要性が高まっていると認識しています。米国では、マグニフィセント・セブンと呼ばれる大型テクノロジー企業が大きく成長し、生成AIにおいても世界をリードして企業価値を高めています。日本企業は、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が進みTOPIXのPBRは1.3倍（2025年9月）まで改善しましたが、米国S&P500の5.0倍程度と比較して水準が低だけでなく、過去3年間の改善幅においても小幅にとどまります。

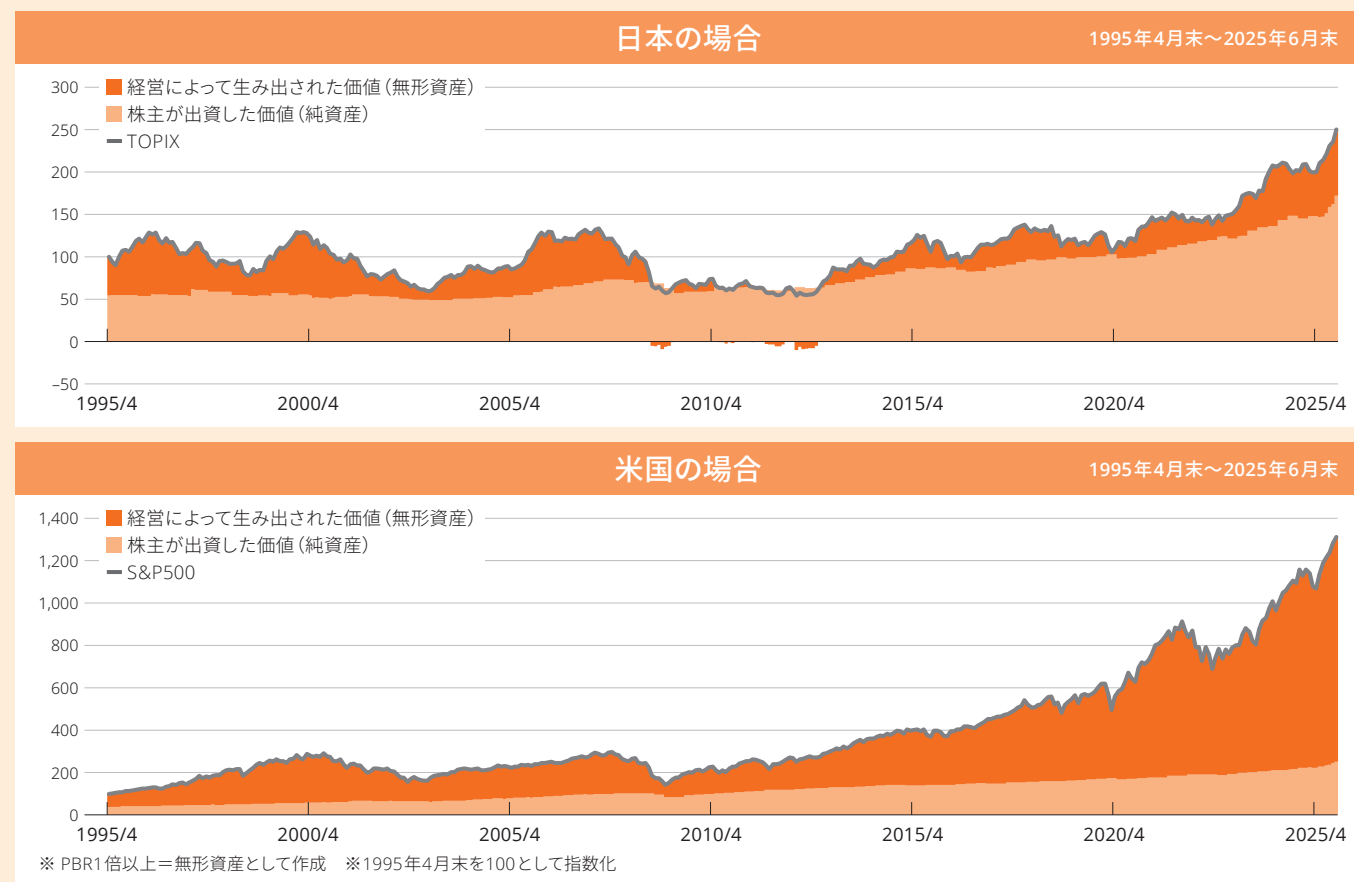
日本企業は依然として内部留保の拡大が株価上昇のけん引役である一方、米国は財務諸表に計上されていない無形資産への評価が株価上昇のけん引役となり、より大きな株価上昇を実現しています。これは、グローバルでの情報・資本移動が活発化する中で、相対的に有形資産による参入障壁が低くなり、逆に、知財・イノベーションなどの無形資産による差別化が相対的に価値を増している可能性を示しています。

地球環境の課題や社会経済システムの課題を考えても、それを解決する方向に導くには、脱炭素・エネルギー転換、サプライチェーンの見直し、といった大掛かりなシステムの変更

が必要です。そこでは、発想の大転換を伴うイノベーションによる競争環境の激変（ゲームチェンジ）も想定され、企業がゲームチェンジを主導したり同期化したりできるかが重要となり、その際には、これまで積み上げてきた製造資本や財務資本以上に、知財や研究開発力とこれを担う人的資本、そしてそれらが活躍する土壌である企業風土といった無形資産の重要性がさらに高まります。

企業経営者、投資家、金融機関それぞれが「知財・無形資産」が競争力の源泉として重要な経営資源であるとの認識を持っていたと考えられますが、2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂において、「知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。」とされました。そのうえで、重要なながらも一般論で終わりがちであった「知財・無形資産」について、企業がどのように投資・活用戦略を開示し統治することが企業価値向上につながるのかという課題に対し、内閣府より「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」が示されました。

### PBRから見る日米の無形資産の違い



### 当社の考え方とアプローチ

一般に、「知財・無形資産」と表現されるものを、当社では「知財・イノベーション」や「知財・研究開発力」という枠組みで捉えています。人的資本、知財・研究開発力、社会関係資本など経営基盤として企業が保有する価値創出源の呼称として、「非財務資本」が多用され、その性格から「将来財務資本」「未財務資本」と呼称されることもあります。ただし、人的資本、知財・研究開発力、社会関係資本などの経営基盤となる資本には、財務資本として計上されているものもあります。また、会計基準には「無形資産」の定義もあります。当社では、経営基盤として企業が保有する価値創出源の評価は財務計上の有無にかかわらず行うことが必要と認識しており、その総称を「ミエナイチカラ®」と表現しています。このうち、人的資本やブランドなどと並んで重要なチカラとして知財・イノベーション・研究開発力を捉えています。

こうした定義のもとで、「知財・イノベーション」などをテーマとした目的対話（当社では「知財戦略対話」と呼称）を重視してきました。株主・投資家として、企業の「知財・イノベーション」について、何を・どうして知りたいのかを明確に示すことで、企業側にとって馴染みのなかった「知財戦略対話」を重ねることができるようになりました。

また、「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」を策定した内閣府やグループ会社である知財コンサルティング会社（IP

Bridge）との意見交換、一般社団法人日本知的財産協会での講演、企業の知財部門が集うグループミーティングへの参加、論稿や関連書籍への執筆などで、株主・投資家としてインプットしながら、発信にも努めてきました。また、当社が「リンゲージメント®」の中核的活動と位置づけている「情報交流会」は、2025年のテーマを「知財・イノベーション」として開催しました。

ここ数年で知財に関する企業の情報開示は進展しつつありますが、まだ課題は多いと認識しており、当社自身の知見も高めながら、企業との目的対話や各ステークホルダーへの発信にも引き続き注力していきます。

### 取り組み事例：一般社団法人日本知的財産協会での講演



### エンゲージメント事例 D社（繊維製品）

#### 課題認識と背景

- 同社は新経営体制のもとで、有力顧客とのパートナーシップ（共創）により長期・持続的な高収益事業を確立することを「勝ちパターン」として明確化した。
- ただし、その「勝ちパターン」に模倣・追従が困難な参入障壁が内在しているのか、外部からは評価しにくく、株主・投資家からの評価・期待につがっていない。
- その要因として、環境（E）のサステナビリティ開示は積極的だが、知財・イノベーション・人的資本などの経営基盤に関する情報発信が弱いことがあげられる。

#### エンゲージメント内容

- 「勝ちパターン」について、知財・イノベーション、人的資本などの経営基盤との関連で説明し、模倣・追従が困難な参入障壁をイメージしやすくする情報開示を行うべきである。

#### 会社側の取り組み

- 統合報告書において、上記に関し説明力の高い開示を行うとともに、「技術ブランド」という特徴ある知財戦略についても説明した。

#### 今後の期待

- 知財・イノベーション、人的資本などの経営基盤との関連で「勝ちパターン」の持続性を確保するとともに後続事例を創出し、それを持続的な企業価値向上への軌道に乗せる。

## 国内株式のエンゲージメント

### エンゲージメント区分

当社では、国内株式における投資先企業とのエンゲージメントを、超過収益の獲得を目指すストロング型エンゲージメント、市場全体の底上げを目指すパッシブ・エンゲージメント、その中間に位置するセミストロング型エンゲージメントの3種類に分類しています。

ストロング型エンゲージメントは、企業調査アナリストやファンドマネージャーが主体となり、投資先企業に大きな行動変容や経営改革を働きかけるエンゲージメントです。

一方、パッシブ・エンゲージメントでは、企業調査アナリス

トやスチュワードシップ・アナリストが主体となり、投資先企業が有する課題の解決に向けて、建設的な対話を行っています。ストロング型エンゲージメントはパッシブ・エンゲージメントと比較して、周辺調査を含む事前準備などの1件あたりの対話コストが大きくなる傾向があります。

すべてのエンゲージメントにおいて、各主体が各々の有する知見を活かしつつ、対象企業の状況に応じて、最適なチーム編成でエンゲージメントに臨むこととしており、これにより効果的かつ効率的な目的の実現を目指しています。

#### エンゲージメントの区分

区分	目的	主体			1件あたりの対話コスト
		企業調査アナリスト	ファンドマネージャー	スチュワードシップ・アナリスト	
ストロング型エンゲージメント (企業変革エンゲージメント)	超過収益獲得	◎	◎	－	大
セミストロング型 エンゲージメント	超過収益獲得/ 市場全体の底上げ	○	△	△	中
パッシブ・エンゲージメント	市場全体の底上げ	○	－	◎	小

### ストロング型エンゲージメント

アクティブ運用におけるリターン獲得を目的とするエンゲージメントは、その深度に応じて「ストロング型エンゲージメント」と「セミストロング型エンゲージメント」に分類しています。

ストロング型エンゲージメントは企業変革エンゲージメントとも呼び、エンゲージメントテーマに基づき、経営層への直接的かつ積極的な提言・働きかけを通じて、運用パフォーマンスの飛躍的な向上を目指すアプローチです。

ストロング型エンゲージメントの対象企業は、当社の企業調査アナリストまたはエンゲージメント・チーム等に所属するファンドマネージャーが選定し、課題解決に至るまでマイルストーン管理を実施します。

一方、相対的に深度の浅い「セミストロング型エンゲージメント」は、超過収益獲得に加え、市場全体の運用パフォーマンス向上を目指す側面も有しています。

### パッシブ・エンゲージメント

市場全体の運用パフォーマンス向上を目指すパッシブ・エンゲージメントは、「当社がマテリアリティへの対応状況を踏まえて投資先企業へ働きかけるケース」と「課題を持つ企業からの要請に基づき応じるケース」の2つに分けられます。

前者では、GHG排出量が多い企業や、ジェンダーダイバーシティおよびガバナンス体制に課題を抱える企業などを対象に、株式保有状況なども考慮しながら対象企業を選定しています。

一方、後者の投資先企業からの要請によるエンゲージメントでは、経営戦略や資本政策にとどまらず、ESGやサステナビリティに関する幅広い課題がテーマとなります。投資先企業が抱える課題は多様かつ複雑で、解決が困難な場合もありますが、中長期的な企業価値向上や持続可能性強化を目指し、建設的な対話に注力しています。

### エンゲージメントレターの送付

当社では、パッシブ・エンゲージメントの一環として、投資先企業に対してエンゲージメントレターを送付しています。このレターは単なる形式的な通知ではなく、各企業の課題や特性を十分に考慮した内容となっている点が特徴です。直近では、取締役会の多様性への対応が不十分だと判断した企業や、取締役会の実効性を高めるために制度面で改善の余地が大きいと考えられる企業に対して、エンゲージメントレターを送付しました。

当社が送付するレターは議決権行使方針に基づいた内容となっており、該当企業に対して早期の対応を促しています。

当社は、エンゲージメント活動と議決権行使を一体的に運営する方針のもとで取り組みを行っており、多くの投資先企業に対して効率的なアプローチが可能であることが、エンゲージメントレターを活用する最大のメリットです。また、これらのレター送付先企業に対しては、積極的に対話の機会を提供しているほか、当該企業との対話はテーマが明確化されていることもメリットとなります。即ち、対話の量的拡大および質的向上が期待でき、これらの活動が投資先企業の中長期的な企業価値の向上と持続可能な成長に寄与することに期待しています。

### マイルストーン管理の概要

当社が行うエンゲージメントは、リターンの源泉として超過収益の獲得を目指すものと、市場全体の底上げを目的とするものに大別されます。このうち国内株式におけるストロング型およびセミストロング型エンゲージメントは超過収益獲得を目指すエンゲージメントに含まれ、これらについてはマイルストーン管理を行っています。

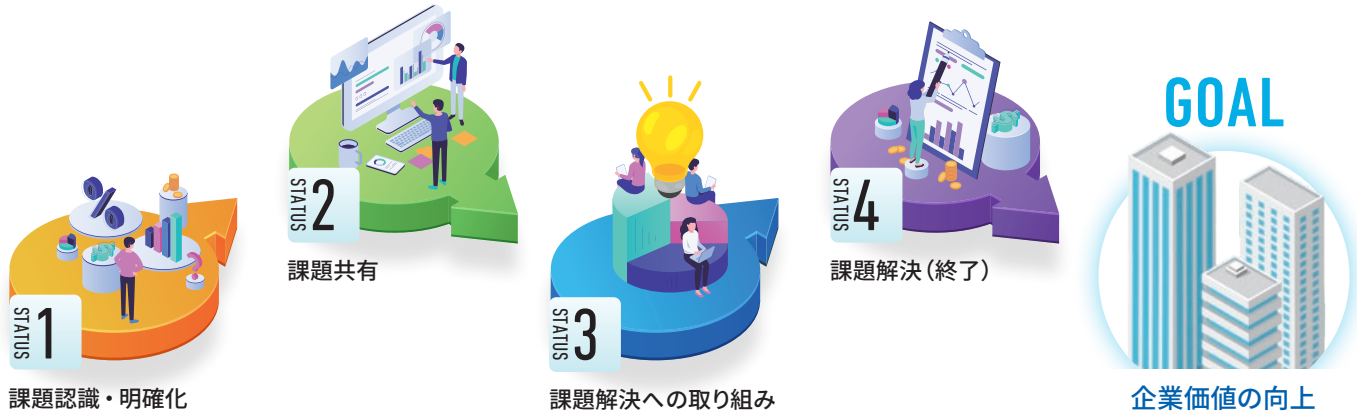
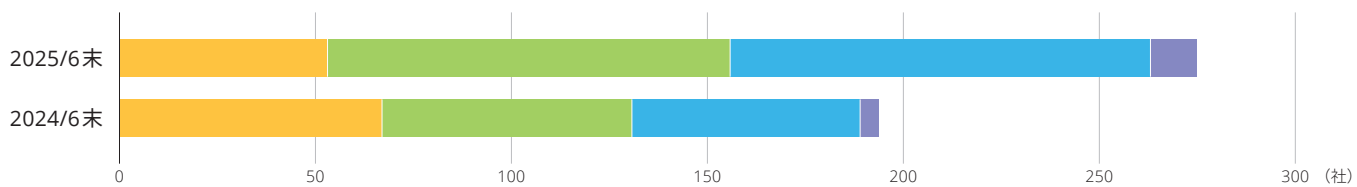
エンゲージメントを行う際は、まず企業が有する課題をもとにエンゲージメントテーマを設定します。その際、その課題が生じている背景、解決に向けて取り組むべき事項、課題解決後の姿などをまとめたエンゲージメント計画を作成し、エンゲージメントを進めていきます。

エンゲージメントの進捗については、課題認識・明確化、課題共有、課題解決への取り組み、課題解決のステータスに分けて管理を行っており、これらは各アナリスト、ファンドマネー

ジャー、スチュワードシップ・アナリストで共有されます。また、上席者による定期的なモニタリングも実施し、今後の各企業とのエンゲージメント方針の見直しなどに利用しています。

投資先企業とのエンゲージメントについては、GHG排出量の削減や事業ポートフォリオ変革など、テーマによっては企業に長期にわたる取り組みを求めるものもあります。また、企業側の対話姿勢等を理由にエンゲージメントを打ち切る場合があるほか、下表には新たにエンゲージメント対象に選定した企業も含まれています。しかしながら、少なくとも直近1年のマイルストーンの進捗状況を見る限りにおいては、エンゲージメント実施企業の多くで企業変革が着実に進展している様子がうかがえ、当社のエンゲージメント活動には一定の効果があると評価しています。

#### 国内投資先エンゲージメントのマイルストーンの進捗





ストロング型エンゲージメント事例

主な対話相手 代表取締役社長

エンゲージメントテーマ

資本効率向上とIRコミュニケーション拡充

F社

(非鉄金属)

マイルストーンの現在地

1. 課題認識

2. 課題共有

3. 課題解決への取り組み

4. 課題解決(終了)

課題認識と背景

- 自動車事業をはじめ情報通信事業、電力事業など複数の事業を展開。自動車事業の受注採算改善やAI投資拡大の事業環境の追い風もあり業績面では最高益を更新するなど好調に推移している。
- 一方で株価バリュエーションは投資家とのコミュニケーション不足もあって低下傾向にある。またコングロマリットディスカウントもあり業績変化に比べて株価上昇は限定的にとどまっている。

課題解決に向けて  
取り組むべき事項

- 自動車事業において、EV化等の外部環境変化の影響や採算性改善への姿勢等を示すことで事業の持続性への期待値を高める。
- 非自動車事業において、研究開発を含めた高い技術優位性や事業環境等についての情報開示を充実させる。
- 株主還元の積極化により、資本効率を向上させる。

課題解決後の理想像

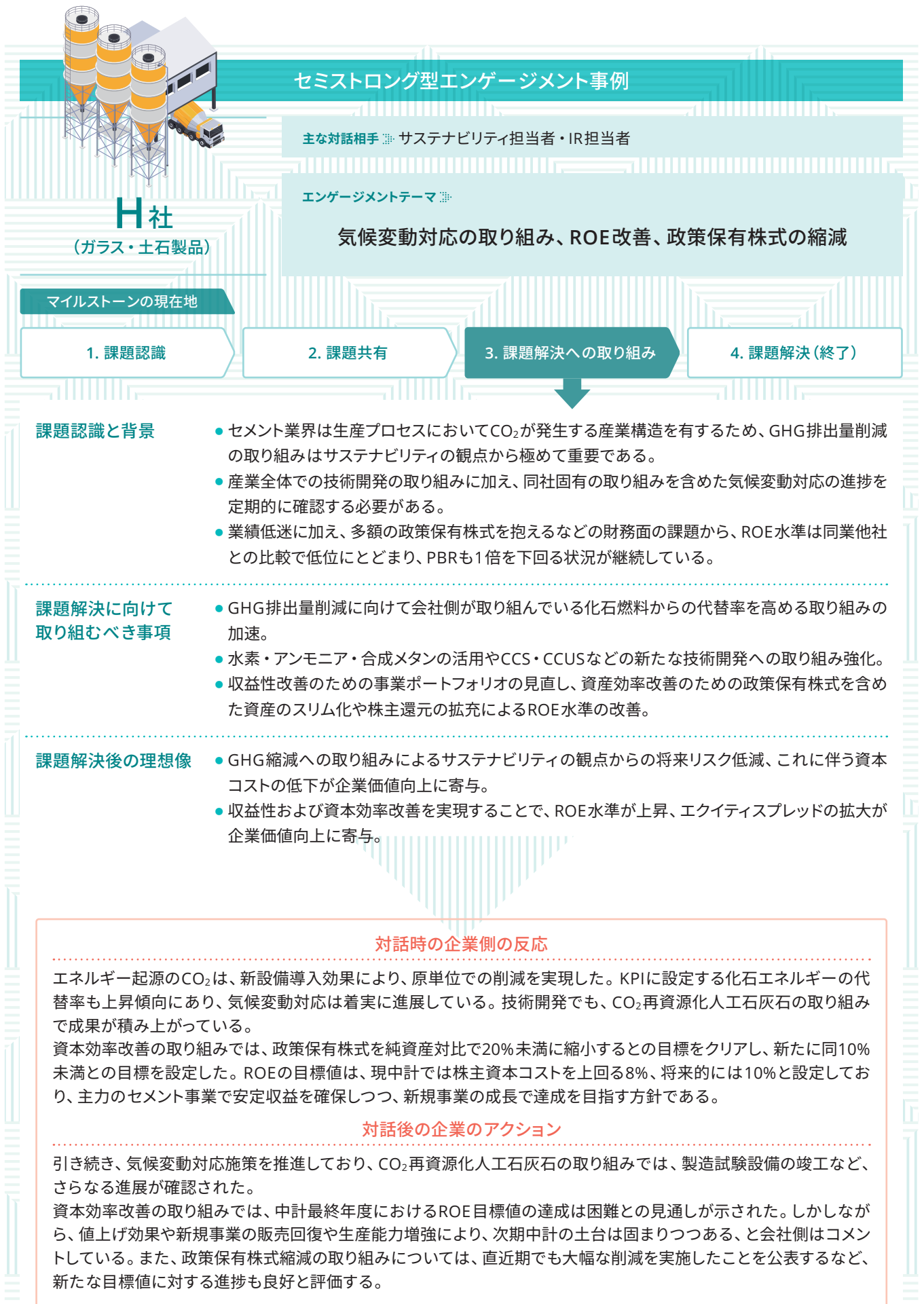
- 中長期での持続的な利益成長期待の高まりや、ROE改善に向けた株主還元の積極化等により、株価のディスカウントが解消されてバリュエーションが上昇する。

対話時の企業側の反応

投資が成果に結びつかず、それが企業価値に大きく影響してきたと会社側は認識している。そのうえで、ROIC経営に大きく舵を切った。また、株式市場との対話も改善余地があると認識し、経営トップと株主・投資家との直接対話を積極化しており、有意義だと認識している。

対話後の企業のアクション

新経営トップが就任した際に、ROIC経営方針を明確化した。その後、ROIC経営に基づく構造改革や収益性向上策を迅速に実行している。また、非事業資産の整理などB/Sマネジメントも進めている。さらに、経営トップと株主・投資家との直接対話機会が増えただけでなく、経営課題に関して深いディスカッションができるようになった。







セミストロング型エンゲージメント事例

主な対話相手 代表取締役専務

エンゲージメントテーマ

ガバナンス体制の改善

マイルストーンの現在地

1. 課題認識

2. 課題共有

3. 課題解決への取り組み

4. 課題解決（終了）

課題認識と背景

- 同社は専門商社でありながらメーカー機能も有する「製販一体」を特長としており、この特殊性を考慮すると、高いレベルでのガバナンス体制の構築、取締役会によるモニタリング機能の強化が求められる。
- 同社の取締役会の構成は、取締役7名のうち過半となる4名を社外取締役が占めるものの、このうち2名は取締役としての在任期間が長期にわたっており、社内取締役との同質化が懸念される。
- 取締役がすべて男性で構成されており、取締役会の多様性の観点から問題がある。
- 上場企業は、毎年、株主からの信託を受けるべきとの当社の見解を背景に、取締役任期を2年としていることも課題と考える。

課題解決に向けて取り組むべき事項

- 長期間在任する社外取締役の入れ替えなどにより、独立性のある社外取締役の比率を高める。
- 女性取締役を積極的に登用することに加え、将来的には社内からの女性取締役の登用が実現するよう人材プールの充実を図る。
- 取締役任期を1年に短縮する、または取締役会の機関設計をモニタリングボードに変更する。

課題解決後の理想像

- ガバナンス体制の改善により、取締役会のモニタリング機能の向上が見込まれる。
- 最適な資本配分などの議論を通じて資本効率の改善が進展し、事業ポートフォリオの見直しの効果なども加わり、企業価値向上が期待される。

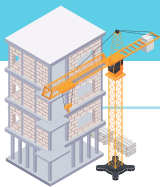
対話時の企業側の反応

長期間在任している社外取締役は存在するが、馴れ合いはなく、会社のことを熟知していることが強みになるとの考えもある。ただし、女性取締役の登用、社外取締役の在任期間については、ほかの株主からも同様の指摘を受けており、今後の検討課題と認識している。また、監査等委員会設置会社への移行についても、今後、検討していくこととしたい。

対話後の企業のアクション

2025年3月開催の定時株主総会を経て、監査等委員会設置会社に移行し、監査等委員ではない取締役の任期が1年となった。また、これまで社外監査役であった女性1名が監査等委員である取締役となり、新たに1名の新任の女性社外取締役が登用されたことで、女性取締役は2名となった。在任期間が20年を超えていた2名の社外取締役も任期満了により退任となり、形式的な体制は整備されたと評価する。

パッシブ・エンゲージメント事例



J社（建設）

エンゲージメントテーマ

GHG排出量削減目標の前倒し

課題

2030年のGHG排出量削減目標を直近実績ですでにクリアしているが、それに関する言及や目標の修正がないため、実態や今後の方向性が不明である。

背景

過去に打ち出した目標値と実績値の推移から、情報の読み手が持つであろう疑問に対するメッセージが打ち出せていない。

対話の内容

GHG排出量削減の取り組みが前倒しで進んだことにより目標を早期に達成したのであれば、目標値の上方修正を行うなど排出量削減の取り組みを手を休めることなく進めていく姿勢を示すべきである。

→ 会社の反応

目標値の上方修正は行っていないが、まだ開示できていないスコープ3の開示に向けた準備は進めている。またその削減に向けた方向性も今後示していきたい。



K社（食品）

エンゲージメントテーマ

持続可能な原材料調達

課題

製品の原材料となる農作物の多くを輸入に依存しているが、調達に関わるリスクやトレーサビリティの情報開示が十分に行われていない。

背景

海外で生産される農作物は、労働環境や気候変動に関するリスクが比較的高いと考えられるため、情報開示の強化が求められている。

対話の内容

持続可能な調達や人権リスクに関する説明を充実させることは、資本コストの低減や企業価値の向上につながるため、トレーサビリティの確保、人権デューデリジェンスの実施、リスク管理などの取り組みと情報開示の強化が望ましい。

→ 会社の反応

データベースやアンケートを活用してトレーサビリティを確保しており、現時点でリスクの高い地域はないと判断しているが、より詳細な説明と情報開示を進めていきたい。



L社（小売）

エンゲージメントテーマ

取締役会の実効性

課題

ここ数年で社外取締役比率は上昇しているが、形式面だけを整えている懸念があり、取締役会の実効性が高まっているか不明である。

背景

取締役会の実効性評価を毎年行っていないほか、統合報告書においても社外取締役の声が伝えられておらず、実効性が高まっていることを示す情報開示がなされていない。

対話の内容

取締役会の実効性評価は単に実効性が確保されているかの確認だけでなく、そこであがった課題に対しどのような取り組みを行い次回の改善につなげるかを示すことで継続的なガバナンス強化のツールとして用いることが望ましい。

→ 会社の反応

当社としてはガバナンス強化を進めてきたと自己評価しているが、それを対外的に示すためにも、さらなる取り組みと情報開示の充実を検討したい。

エンゲージメントの効果測定

当社では、企業価値の向上を通じて運用パフォーマンスに貢献することを目的にエンゲージメントを実施しています。ただし、テーマや会社側の対応次第では、この成果を享受するのに、相応の時間が必要となります。また、短期的な効果の顕在化を目指すための対象企業の選定も行っていない。

しかしながら、効果的なエンゲージメントを実施できているか、エンゲージメント対象の選定や手法の見直し余地はないか、などの確認や検討のため、エンゲージメントの効果測定を実施しています。

具体的には、当社で行ったエンゲージメントの効果を統計的に測定し把握するため、下記の条件で「差分の差分法」による分析を実施しています。この分析手法は、介入群（エンゲージメント実施群）と対照群（未実施群）で事前事後の差を取り、

それを比較することでエンゲージメント効果を推定する手法です。時間固定効果と企業固定効果を利用し、できる限りエンゲージメントによる効果のみを抽出しています。

下表の6項目を被説明変数として効果分析を行った結果、「ROE」と「トービンのQ」の2項目において、当社がエンゲージメントを実施した後の改善効果が確認できました。なお、「独立社外取締役比率」と「PBR」においても改善効果が確認できたものの、事前のトレンドを考慮すると、当社のエンゲージメントによる効果とは言い切れないと結論づけました。

今後も、効果検証の取り組みを深化しつつ、継続的に検証を重ねることで、エンゲージメント活動のさらなる高度化を目指していく方針です。



※ 当分析においては、データの制約上、2020年度を初めてエンゲージメントを行った年度として効果を測定していますが、2020年度以前から投資先企業へのエンゲージメントは行っていること、データが取得できない企業は除外して測定していることには注意が必要です。

Sun, Liyang・Abraham, Sarah (2021)「Estimating dynamic treatment effects in event studies with heterogeneous treatment effects」Journal of Econometrics, 225(2), 175-199.

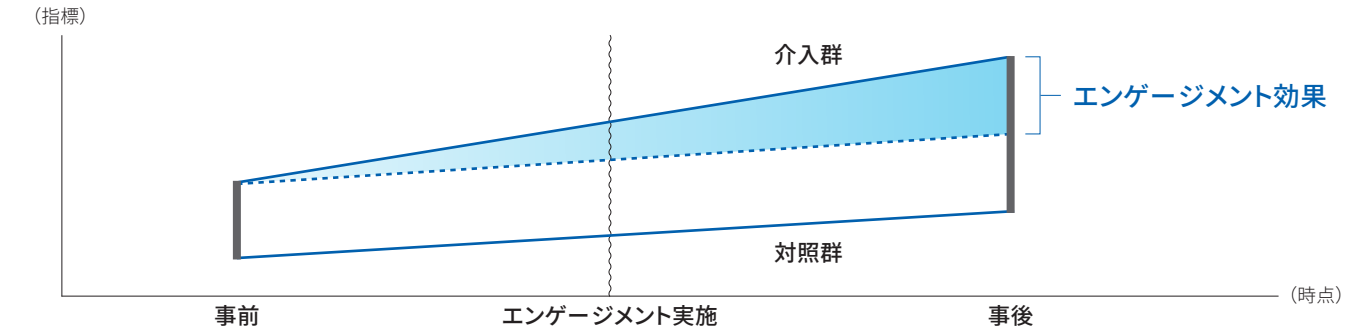
効果測定の条件

分析対象	TOPIX1000採用銘柄
分析対象期間	2020年度から2022年度の3年度に行ったエンゲージメント
効果測定期間	エンゲージメント後2024年度まで
分析手法	差分の差分法（Sun・Abraham (2021)） 有意水準10%で検定

効果測定の結果

被説明変数	効果の有無
女性取締役比率	—
独立社外取締役比率	—
ROE	○
PBR	—
トービンのQ	○
配当性向	—

●「差分の差分法」の考え方



海外株式のエンゲージメント

全体像

海外株式に関するエンゲージメントについては、海外現地法人でのエンゲージメントと、外部ベンダーを活用した代行エンゲージメントを行っています。また、外部委託先との提

携により、一部ファンドにおいては、投資先企業に対して共同でエンゲージメントを行う体制を整えています。

海外現地法人でのエンゲージメント

シンガポール現地法人では、2022年に定めたESG責任投資方針に基づき、投資先企業の中長期的な企業価値向上のため、エンゲージメント活動を積極的に行っています。シンガポール現地法人が担当するアジア地域には、ESGの浸透がまだ十分とはいえない国も含まれますが、企業経営陣のESGに対する関心は高く、活発に議論しています。

E（環境）については、特に石油・ガス産業の企業にとって重要な観点と認識しており、グリーンプロジェクト計画を確

認しています。また、金融関連企業との対話では、グリーンファイナンスを重視しています。S（社会）については、強制労働排除などサプライチェーンマネジメントへの取り組みについて注目しています。G（ガバナンス）については、情報開示、経営陣の少数株主への対応、資本政策に着目しています。また、アジアでは信頼できるESGに関する情報の入手が困難な場合も多いことから、ESGレポートの定期的な発行を企業に働きかけています。

海外株式の代行エンゲージメント

当社では、海外株式に関するエンゲージメントとして、サステナリティクス社の「グローバル・スタンダード・エンゲージメント」、およびグラス・ルイス社が提供するカスタム代行エンゲージメントサービスを利用しています。

前者は、国連グローバル・コンパクト原則やOECD多国籍企業行動指針などの国際的な基準に対して、重大かつ組織的な違反が行われた企業またはリスクが高い企業に焦点を当てたインシデント主導型の代行エンゲージメントです。これを利用することで、当社が保有する外国籍企業のインシデントリスクを管理し、深刻な環境・社会的影響を及ぼす問題に対処することができます。また、金融関連のニュースのモニタリングだけではカバーされない、当社のポートフォリオに影響を与える可能性のある事件を深く理解することが期待

でき、受益者に対する受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）を果たすことができると考えています。

後者は、当社が保有する海外株式の中から、ESGリスクが高いと考えられる企業を抽出し、グラス・ルイス社に代行エンゲージメントの実施を依頼するものです。当該サービスにおいては、当社が設定するマテリアリティに基づいてエンゲージメントテーマを決定し、会社側の取り組み状況や当社の保有状況等を勘案して対象銘柄を選定します。現在はGHG高排出企業、ビジネスと人権の取り組みに課題がある企業、ガバナンス体制に問題がある企業等を対象企業として選定し、エンゲージメントを行っています。なお、エンゲージメントは事前に設定したマイルストーンに沿って実施・管理され、その進捗状況等は、随時、当社と共有されます。



## グラス・ルイス社によるカスタム代行エンゲージメント事例

## Reliance Industries

エンゲージメントテーマ

GHG Emissions、Water Stewardship

マイルストーンの現在地

1. 課題認識

2. 課題共有

3. 課題解決への取り組み

4. 課題解決(終了)

## 概要

石油精製、石油化学、燃料小売で収益を上げるコングロマリット企業の代表と面談しました。同社では、スコープ1・2のカーボンニュートラルを2035年までに達成することをコミットメントしていますが、スコープ3排出量に関する目標設定は行われていませんでした。そこで、スコープ3排出量の開示を要請するとともに、野心的な目標設定を提案しました。また、ウォータースチュワードシップ(水資源管理)に関しても、水ストレス地域の特定や該地域の水リスク評価および水管理計画の策定などについて議論しました。

## エンゲージメント内容

会社側は、スコープ3排出量の目標設定について、インド市場の動向を見極めながら判断したいとの意向でした。また、データ収集の課題についても認識しており、第三者と連携してバリューチェーン・パートナーへのトレーニングやモニタリングを強化する方針を打ち出しました。当社は、こうした進捗を公開する重要性や、具体的な目標設定が積極姿勢と透明性の表れとなることを強調しました。

水資源管理については、現時点で会社側は、同社の1カ所の施設が水ストレス地域にあるとの公表にとどまっています。これに対して当社は、今後高い水消費が予想される地域や将来的な水ストレスが見込まれる拠点の特定に向けた包括的な水リスク評価についての公表も行うべきであると指摘しました。また、該地域の水リスク評価および水管理計画の策定についても要望しました。

## The Indian Hotels

エンゲージメントテーマ

Board Gender Diversity

マイルストーンの現在地

1. 課題認識

2. 課題共有

3. 課題解決への取り組み

4. 課題解決(終了)

## 概要

取締役会および従業員レベルでのジェンダーダイバーシティについて、現在の目標、方針、多様性促進の施策に焦点を当てて意見交換を行いました。同社の取締役会の構成は、現在、6名の取締役のうち女性が1名のみですが、2030年までに25%へと引き上げることを目標としています。なお、従業員全体の多様性推進については、直近の女性管理職比率20%、従業員全体の女性比率22.9%を、2025年度までにそれぞれ25%に引き上げるとの目標を掲げています。

## エンゲージメント内容

2030年の目標達成に向けて会社側は、取締役の入れ替えの機会に合わせて女性取締役の任命を進めていくことで達成可能との認識を示しました。女性取締役の登用数については、3名との目標値を確認したことから、これを正式な目標として設定するよう会社側に促しました。また、従業員全体の女性比率向上の目標に向けては、採用・定着に重点を置いたフレームワークで支援しており、これまでの進捗は良好とのことでした。主な施策としては、女性向けの特化採用プログラム、セカンドキャリア機会の提供、女性教育機関でのリクルート活動、柔軟な働き方、託児支援、従業員の安全のための送迎、無意識のバイアス解消キャンペーン、リーダーシップ育成の取り組みなどが説明されました。当方からは、企業の幅広い取り組みや、成果と課題の双方に関する透明性を評価し、多様性を考慮した取締役選任プロセスや、DE&I施策の具体的な成果について、さらなる情報開示を促しました。

## 「グローバル・スタンダード・エンゲージメント」による代行エンゲージメント事例

## Alphabet Inc.

エンゲージメントテーマ

Anti-Competitive Practices

## 概要

グーグルの親会社であるAlphabet Inc.は、グーグルの市場支配を巡り米国やEUなどで反競争的行為の疑いが指摘されており、各国において調査や制裁が強化される傾向にありました。同社は規制当局との対話を続けていますが、その対応は業務改革よりも法的な訴えを中心としたものでした。同社は、排他的慣行やプラットフォーマーの優位性への対処について明確な開示を行っておらず、分割などの救済策提案に対して抵抗することは構造改革を追求する意欲が限定的であることを示唆していると考えられました。

## エンゲージメント内容

上記の問題について、ビジネス慣行の見直し、規制当局との関わり方、独占禁止法上のリスクを管理するためのガバナンスメカニズムの進化に焦点を当ててエンゲージメントを行っています。米国での判決や新興市場での新たな調査などは世界的な取締りの機運の高まりを反映しており、より積極的な取り組みがなければ、風評被害や経営上のリスクを増大させるだけでなく、規制当局や市民社会からの圧力をエスカレートさせるリスクを負うことになるためです。同社においても市場行動に関連する規制リスクに対する社内の認識が高まっており、その軽減に取り組むための初期段階を踏んでいると評価しています。

外部委託ファンド、クリーンテックより  
「アクサ・インベストメント・マネージャーズ」によるエンゲージメント事例

## Schneider Electric SE

エンゲージメントテーマ

Corporate Governance

## 概要

CEOの突然の解任を受けて、取締役会議長と面談を行いました。また、新たに任命されたCEOの報酬方針について、取締役会事務局と協議しました。これらの面談は、前CEOに支払われた退職金の算定方法についての意見の相違を明確にし、新CEOの報酬パッケージについて議論する重要な機会となりました。さらに、CEOの長期インセンティブプランにおける目標設定が例年に比べて低水準であったことに対する懸念を伝えた結果、会社はより実態に即した2024年の新たな目標を発表しました。これらは一連の取り組みの成果であり、今後も同社の各代表者と継続的にエンゲージメントを行い、ガバナンスに関する対話を重ねていく予定です。

## 概要

エンゲージメントを通じて、2026年までにすべてのスコープで科学的根拠に基づく目標を設定すべきだというわたしたちの要望に対し、同社が順調に進捗していることを確認しました。また、同社は自社ソリューションがもたらす省エネルギーに関連するKPIの集計値を開示しない理由について説明し、その代替となるKPIを開示することを約束しました。

一方で、業種別エクスポージャーの開示については、現時点では十分な対応がなされていません。しかし、同社はこの分野の情報開示の改善に着手しており、自動車業界向けエクスポージャーの開示やヘルスケア業界に関するガイダンスの提供を進めています。今後も同社の情報開示の改善に向けて、エンゲージメントを継続する予定です。

## NVIDIA Corp

エンゲージメントテーマ

Climate Change



# TOPICS

## インドの脱炭素への取り組み

インドはGHG排出量が世界で3番目に多い国となっています。1人当たりGHG排出量は世界平均に比べ4割程の水準にとどまり、今後の高い経済成長やライフスタイルの欧米化が見込まれる中で、当面は排出量増加が続くでしょう。同国政府は2070年までのネットゼロを宣言していますが、多くの国が目標としている2050年よりも達成時期が遅く、政策の実効性が問われています。

今回、当社ではインドを訪問、政府レベルおよび民間企業での脱炭素の取り組みについて取材し、投資先企業と、その取り組みについて建設的な対話を行いました。

対話を通じて国の取り組みが2070年目標より前倒して進められているとの感触を得ました。また、民間企業の取り組みでは国よりもさらに早い時期のネットゼロを目指した動きが確認できました。一方、経済安保などの政策が重視される中で、電力消費ピークアウト後に温存する石炭火力発電を削減できるのかなど、引き続き国や民間の施策について対話が必要と感じられました。

### インドGHG排出量と脱炭素目標

GHG排出量	41.4億CO <sub>2</sub> eトン(2023年世界シェア8%)
ネットゼロ目標時期	2070年
中間目標	2030年までにGDP当たりCO <sub>2</sub> 排出量を45%削減(2005年比) ※発電設備容量の50%を非化石燃料電源化

(出所) インド政府、UNEP

### インドのセクター別GHG排出量

セクター	排出量(億CO <sub>2</sub> eトン)	割合(%)
発電	11.7	39.4
道路輸送	2.7	9.1
動物の腸内発酵	2.2	7.5
鉄鋼	1.5	5.1
住宅	1.5	5.0
セメント生産	1.4	4.6
その他	8.7	29.2

※ 2020年。土地利用、土地利用の変化、林業を除く  
(出所) インド隔年更新報告書(BUR-4)

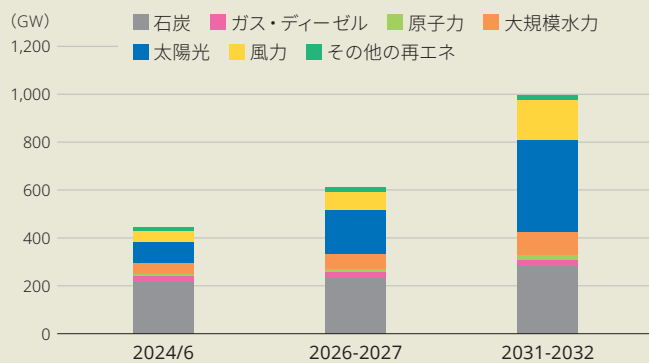
## 電力エネルギー政策

インドのセクター別GHG排出量では発電が39.4%と最大になっており、GHG削減のためには化石燃料の使用削減と再生可能エネルギーの使用拡大を行うなど電源構成の最適化を行う必要があります。

発電設備容量はインド全体で現在485GWであり、うち50%が非化石燃料電源です。これに関しては、COP26でコミットした2030年目標を5年前倒しで達成したとインド政府が発表しています。ちなみに日本は直近で4割弱の達成度です。

さらに、国家電源計画では2031年度までに総発電容量を約1,000GWとし、うち約69%は非化石燃料電源とする方針としています。電源別では、太陽光や風力などの再生可能エネルギーの急速な増加を見込んでいます。

### インドの電源構成(発電設備容量)



(出所) インド中央電力庁

## インドの企業向け電力事情

2022年に電力法が改正され、企業が再エネ電力をPPA(電力購入契約)で購入する場合の最低需要が100kWに引き下げられました。また、PPAを利用するにあたり一定の条件を満たせば、既存の配電網で電力を送るための託送料が減免される優遇策なども設けられました。電力を購入する企業にとっては石炭火力を主力とする従来の電力料金より安いコストでの電力購入が可能となっており、こういったことも再エネ電力の需要拡大の大きな要因となっています。

## 脱炭素ソリューションに取り組む企業

### 大阪ガスの取り組み

大阪ガスはインドでエネルギー事業に取り組んでおり、都市ガス事業に共同で出資しています。国土の約1割にあたる約32万平方kmのエリアで都市ガス事業拡大を行っており、CNG(圧縮天然ガス)ステーションや都市ガス導管網などのインフラの整備を進め、交通用を中心に、家庭用・業務用・産業用向けに都市ガスの販売を拡大する方針です。

インド政府が天然ガスの利用拡大を推進しており、ガソリン車に比べ低炭素であるCNG車の需要が近年大幅に増加しています。このためCNGステーションでの販売などを通じて低炭素化への貢献が期待できます。

第二の柱として今後期待されるのが再生可能エネルギー事業であり、リーディングカンパニーであるClean Max Enviro Energy Solutionsが開発・運営する、インドでの再エネ事業への参画を発表しています。

日系合弁会社を通じて、Clean Max社が保有する再エネアセットの一部300MWを取得し、追加で100MWを2年以内に開発す

## GHG多排出企業における取り組み

セメント生産はGHG排出量でインドの約5%を占める多排出産業であることから、排出削減の取り組みが注目されています。今後、需要拡大が見込まれるインドのセメント企業2社と脱炭素の取り組みについて対話を行いました。インド政府が国のネットゼロ達成時期を2070年に設定する中で、これらの企業は2050年までの達成を目指しており、意欲的な取り組みを確認することができました。

## JSW Cement

セメントの国内市場シェアはまだ5%未満の模様ですが、グリーンセメントと呼ばれる低CO<sub>2</sub>セメントを強みとしています。グループ企業の強みを活かしJSW Steelで発生する高炉スラグを従来の石灰石の代わりに使用し、二酸化炭素排出を大幅に削減しているとの取り組みを説明されました。インド国内で最も低いCO<sub>2</sub>排出原単位である約258kg/トンを実現したとの開示を行っています。

さらに、焼成工程などで使用する電力の63%を再生可能エネルギーで賄う目標を掲げており、2050年までにネット・ゼロ・コンクリートを目指すとしています。

## エネルギー安全保障や海外企業の誘致

こういった再エネの優遇策については、エネルギー安全保障のために輸入石炭への依存度を引き下げる目的や、脱炭素に取り組むグローバルのテクノロジー企業やデータセンターの誘致のためのカーボン・ニュートラル電源のアピールなどの目的がうかがえます。

る予定です。

大規模再エネ発電所建設におけるESGリスクについても意見交換を行いました。発電所建設に伴う環境や人権への配慮に加えて、発電所建設地における地元政府などに対する贈収賄リスクの回避にも慎重に対応しているという話を聞くことができました。



Clean Max社の太陽光・風力ハイブリッド発電所

グリーンセメントを購入する顧客層については、通常のセメントよりプレミアムを払ってまで購入する顧客はあまり見られないが、大手デベロッパーや外資系企業はグリーンビルディング認証などの取得のためグリーンセメントを選ぶ傾向があるという話を聞くことができました。

## UltraTech Cement

セメント生産では国内最大手です。同社はセメント・コンクリート産業の脱炭素化などを推進するGCCA(グローバルセメント・コンクリート協会)の創立メンバーとして活動しており、自社ビジネスにおいても脱炭素化に力を入れています。

2050年までのネットゼロを目指すとしており、再エネ使用拡大(RE100に準拠)、農業廃棄物などによる燃料代替を進めています。2030年までに総エネルギー源における再エネの割合を85%に増やすことを計画しています。

また、原料由来のCO<sub>2</sub>を回収して再利用する技術(CCU)を産学連携で開発中のほか、石灰石の脱炭酸反応に燃烧プロセスでなく電気化学的プロセスを使うことで高純度のCO<sub>2</sub>を回収する技術の実証プラント建設を公表しています。



## 債券運用におけるエンゲージメント

### 債券運用におけるエンゲージメントの基本方針

債券運用においては、投資対象となる社債等を発行している企業等の中で、保有額やマテリアリティ、財務情報、非財務情報、信用格付けなどの複合的な観点からエンゲージメント対象先を選定しています。これらエンゲージメント対象先のリストは企業調査アナリストと共有し、アナリストが実施するエンゲージメントには必要に応じて同席することとしています。当社は企業調査アナリストによるセントラルリサーチ体制をとっており、企業とのエンゲージメントには企業調査アナリストのリソースも有効に活用する方針としています。また、議決権を持つ株式投資家の方が経営陣に直接声を届けやすいのが実態であるため、そのアクセスを活用して債券投資家の声を届けられる点も、企業調査アナリストと協働する

メリットであると考えています。

中長期的な企業価値の向上を促すという視点でいえば、株式運用と債券運用それぞれの立場で対話の際に意見が相反することはありませんが、短期的な財務戦略・株主還元などの視点では意見が異なることも考えられます。そのため、株式と債券の運用担当者がエンゲージメントに同席する際の利益相反管理ガイドラインを設けており、事前に対話内容についての打ち合わせを行うこととし、相反する内容を企業へ伝える可能性がある場合にはエンゲージメントへの同席は行わないこととしています。その場合は、クレジットアナリストを中心とした債券運用担当者が主体となって、改めてエンゲージメントを行います。










#### エンゲージメント事例（M社）

M社は、素材産業に所属しており、加えて電力事業なども手掛けていることから固定資産の比重が大きく、もともと自己資本比率は低くなる傾向にあった。加えて、過去には市況変動などを受けて業績が安定していなかったこともあり、財務体質は同業他社と比べても見劣りする状況が続いていたが、ここ数年は収支改善の取り組みが進む中で業績の安定度が増し、財務体質も着実な改善が見られる状況にあった。しかし、今後は将来の成長のための投資のみならず、脱炭素対応も含めて多額の設備投資が必要になると想定されることから、今後の投資

と財務健全性のバランスをどのように考えていくのかについて対話を行った。M社は、企業としての持続可能性を高めていくうえでは脱炭素対応は必要不可欠であると認識するものの、投資回収が見込めるものを選別しながら、あるいは、一部計画を後ろ倒しにしつつ投資を行っていく方針であるとのことだった。そのため短期的には投資先行で財務指標が悪化する局面が仮にあったとしても、将来の利益や資本を極端に犠牲にする意図はなく、中長期的な財務健全性はしっかりと確保していく前提で投資を行っていくという考え方を確認することができた。

## 次年度エンゲージメント計画

### 前回計画の振り返り

前回計画	取り組み事項	参照
企業調査チームと スチュワードシップ・チームの 連携強化	● 議決権行使方針の改定、マテリアリティやベストプラクティスの見直しに際してのディスカッションを強化。 ● 連携強化によりエンゲージメント活動と議決権行使行動の一体運営が確立し、議決権行使におけるエスカレーション件数が大幅に増加。	 P.18  P.38  P.62-64  P.70
カスタム代行エンゲージメント サービスの活用による海外企業への エンゲージメント強化	● グラス・ルイス社のサービスを活用し、当社のポートフォリオに内包される課題の解決に向けたエンゲージメントを開始。 ● 当社スチュワードシップ・アナリストも当該ミーティングに同席し、エンゲージメントのノウハウを習得。 ● 年間で31社・49件のテーマについて、エンゲージメントを実施。	 P.54-56
特色あるエンゲージメント活動の 強化・継続	● リンゲージメント®の一環として「情報交流会」を実施。有識者や聴講企業等を含め、昨年度を上回る29の企業・団体の方々が参加。 ● ネットワーキング等を通じて、各社の知見・ノウハウの共有を推進。	 P.40-44
パッシブ・エンゲージメントの強化	● 当社が設定したコアマテリアリティに対する取り組みが不十分な企業に対するエンゲージメントを強化。 ● スチュワードシップ・アナリストによるエンゲージメントの件数が大幅に増加。	 P.39  P.45-46  P.50-52

## 今後のエンゲージメント計画

### エスカレーション戦略と一体化したエンゲージメントの拡充

エンゲージメントの効果を最大限に引き出すためには、エンゲージメント活動とエスカレーション戦略を一体的に進めることが重要です。

当社では、議決権行使方針を画一的に適用するのではなく、投資先企業ごとの個別事情を考慮しながら、企業価値向上に資する取り組みをサポートするよう努めています。そのため、企業調査アナリストが持つ業界知識や個別企業に関する情報、スチュワードシップ・アナリストが有するサステナビリティの知見を活かしたエンゲージメントが不可欠です。

### 各エンゲージメント主体の連携強化

投資先企業とのエンゲージメントにおいて、当社はこれまで、企業調査アナリスト、ファンドマネージャー、スチュワードシップ・アナリストが三位一体となって活動を推進してきました。今後も、各エンゲージメント主体の役割分担をより明確にし、それぞれの強みを活かした連携をさらに深化させることで、エンゲージメント活動の一層の高度化を目指します。

その一環として、企業調査アナリストとスチュワードシップ・アナリストではディスカッションの機会を増やし、マテ

投資先企業とのエンゲージメントを重ねても、企業側の対応が十分ではない場合には、さらなる変革を促すために議決権行使を活用します。一方で、議決権行使方針に抵触する場合でも、現経営陣の取り組みが評価できると判断すれば、その評価を議決権行使に反映させます。投資先企業の個別事業を十分に把握し、適切に評価するためには、パッシブ・エンゲージメントも含め、投資先企業との深いエンゲージメントを実施することが重要であると考えています。

リアリティや議決権行使方針の見直しに反映させていくほか、共同で企業と対話する機会を拡充していきます。

また、各業界や個別企業の事業環境に精通した企業調査アナリストの知見をエンゲージメント・チームのファンドマネージャーが活用することで、企業変革エンゲージメントの質的向上を図ります。さらに、両チーム共同の取り組みを強化し、エンゲージメント実施企業に対する投資を積極的に行うことで、運用パフォーマンス向上の効果をより幅広く享受することを目指します。

### 債券エンゲージメントの強化

債券投資においても投資先企業との対話は重要視されており、当社では、株式投資と同様にエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動の強化に取り組んでいます。

エンゲージメント体制については、セントラルリサーチ機能を有する企業調査アナリストの業界知識、スチュワードシップ・アナリストのESGに関する知見などを、債券運用部に属するクレジットアナリストやファンドマネージャーが有する債券固有のノウハウと融合することで、株式投資

と同様に、三位一体の体制を構築しています。

組織的なエンゲージメントを実施することで、財務やESGなど多角的な観点から企業価値向上を促すことやリスク管理を行うことが可能となり、債券投資の質的向上、受益者利益の拡大につながります。今後、債券エンゲージメントの領域についても、さらなる強化の取り組みを継続する方針です。

### 特色あるエンゲージメント活動の深化

エンゲージメントにおける当社固有の取り組みであるリンゲージメント®については、投資先企業間の交流の場の提供や、ベストプラクティス企業の紹介などの取り組みを引き続き進めていきます。さらに、その一環として2021年から続けている情報交流会についても、新たなテーマを設定のうえ、継続して実施していく方針です。

また、当社は2022年に米国のドラッカー研究所と包括

的な業務提携を行い、その後、日本企業に対する日本版ドラッカー研究所スコアを共同開発しました。自社開発したオリジナルESGスコアに加え、この日本版ドラッカー研究所スコアを投資先企業との対話に活用することで、人的資本や知財などの「ミエナイチカラ®」やESG課題への対応などをテーマとするエンゲージメントの実効性をさらに高めていくことを目指します。