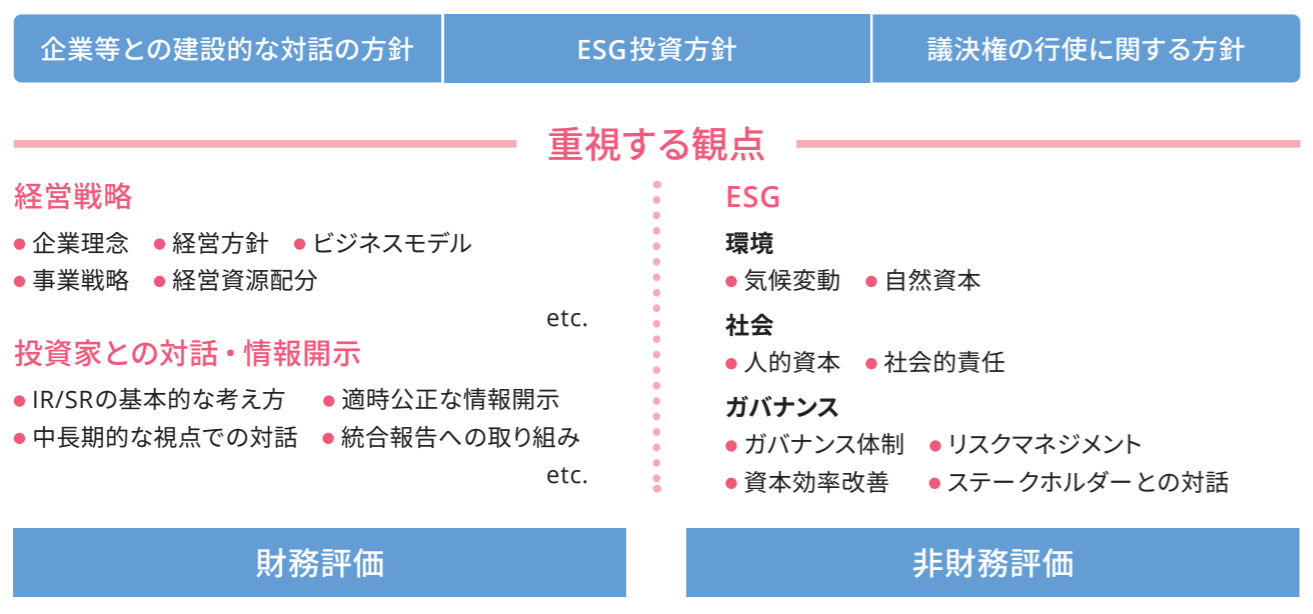


エンゲージメント

エンゲージメントの全体像

スチュワードシップ活動に関する基本方針



ストロング型エンゲージメント

概要

当社では、エンゲージメントをその深度に応じて分類しています。その中でも最も深いものを「ストロング型エンゲージメント」と呼んでいます。これは、エンゲージメント・テーマを特定して、経営層に対して直接・能動的にその改善を促すことで、運用パフォーマンスの大幅な向上を目指すものです。

ストロング型エンゲージメントの対象企業は、企業調査アナリストあるいはエンゲージメント・チームのファンドマネージャーが下記の選定基準に基づいて選定し、課題の解決までマイルストーン管理を行います。

対象企業の選定方法

企業調査アナリストは、担当セクターの中で、① 重要な経営課題を抱えている企業で、② 対話を通じて課題の改善および解決が期待され、③ その課題の解決により企業価値の向上が見込まれる、という観点でエンゲージメント対象企業を選定します。その中でも特に、課題の解決に、より大幅な企業価値の向上が見込まれる企業を、ストロング型エンゲージメントの対象企業としています。

またエンゲージメント・チームのファンドマネージャーも、上記の視点に基づき対象企業の選定を行っています。



マイルストーン管理

ストロング型エンゲージメントの実施に際しては、まず対象企業ごとにエンゲージメント・テーマを設定し、具体的な課題認識とその背景、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ます。そして、エンゲージメントの実施状況を① 課題認識・明確

化、② 課題共有、③ 課題解決への取り組み、④ 課題解決、⑤ 終了の5つのステータスに分けてマイルストーンの管理を行います。その進捗状況は各アナリスト・ファンドマネージャーに共有されるとともに、上席者による定期的なモニタリングも行われています。



エンゲージメント事例

F社(鉄鋼)



マイルストーンの現在地: STATUS 1 → 2 → 3 課題解決への取り組み → 4 → 5

主な対話相手: 経理部長

エンゲージメント・テーマ 収益性改善・資本効率向上

課題認識と背景

同社は大手自動車グループに属する素材企業として、主要顧客であるグループ企業に対する安定した製品供給を最重要視してきた。その一方で、企業価値向上や収益性改善、資本効率向上に取り組む意識が低く、同業他社と比べて収益性が著しく劣後している状況にある。そのため、販売価格の見直しや生産性向上などの収益性向上策を積極的に進めていく必要がある。

また、グループ会社間での持ち合いを含めた政策保有株式など、本業とは直接関連せず経済合理性があるとは考えにくい資産を多く保有していることや、これまで安定した製品供給のために財務健全性を優先し自己資本を過大に積み増してきたこともROEの低下要因となっている。そのため、自社株買いや配当性向の引き上げなど株主還元を積極化し、資本効率を改善させる必要がある。

これらの点に加えて、今までIR活動も積極的に行ってきたが、また成長戦略に関する説明も十分行っていなかった。このような状況を受けて、株式市場ではかなり低いPBRでの評価が常態化している。

対話時の企業側の反応

同社内でも株価が低いことへの問題意識が高まっており、今後投資家と対話の機会を増やし、投資家の意見を経営に反映させていく姿勢が感じられた。事業の収益性が低いことへの課題は認識しており、サーチャージ制度の導入・拡大や価格改定の取り組みを強化し、顧客との交渉にあたっている。自己資本の適正化については、短期での解消・解決は難しいとしたが、あるべき姿について社内で議論を進め、キャッシュアロケーションの方針を打ち出すことなどにより、中長期的な時間軸で資本効率の改善を進めていく方向性を示していく。

対話後の企業のアクション

直近の決算期では、顧客企業の自動車生産台数の減少を受けて製品販売数量が減少する厳しい事業環境だったが、通期の利益見通しの上修正を発表するに至るなど、製品の収益性改善が進んだ点を確認できた。過剰資本の解消については、次期中期経営計画において具体的な方向性を打ち出す方針である。なお、それとは別に企業価値向上に向けて政策保有株式の縮減などの方針が示された。

解決に向けて取り組むべき事項

- 1 受注時における採算性重視の姿勢の強化や低採算製品の値上げ依頼などによるベースマージンの改善、原材料価格や電力を中心としたエネルギーコストの変動を自動的に製品価格へ転嫁するサーチャージ制度の適用の拡大。また一般流通向け製品における採算性を重視した販売の実施。
- 2 グループ企業を含めた政策保有株式の見直しと売却を行い、その売却資金を電動化対応製品など将来性の高い分野へ積極的に投資する。
- 3 適正な自己資本比率などバランスシートのあるべき姿について社内で改めて考え方を整理したうえで、過剰資本の解消に向けた配当方針の引き上げや自社株買いの実施など株主還元を強化する。
- 4 上記の収益性改善策や成長戦略、資本政策に関して積極的な情報発信を行う。

解決後の理想像

ROEの向上や中長期的な成長期待の高まりにより、常態化した低PBRが解消し、株価が大幅に上昇する。

G社(機械)



マイルストーンの現在地: STATUS 1 → 2 → 3 課題解決への取り組み → 4 → 5

主な対話相手: 取締役常務執行役員(経営企画本部長)

エンゲージメント・テーマ 企業価値の向上策

課題認識と背景

企業実態に市場評価が追い付いていない。同社は一定の成長率や資本効率があり、βおよび資本コストも低い。しかし、PBRの反応は鈍く、2022年以降は1.0倍を挟んだレンジで推移している。

原因は、ROEの低下傾向にあると考えられる。2010年代前半は2桁を優に超えていたが、資本の積み上がりによる財務レバレッジの低下や資産回転率の低下によって、2010年代後半以降は下落が続いている。

改訂コーポレートガバナンス・コードへの取り組みも遅く、明確な成長戦略や資本政策が示されないことで、投資家の相対的な関心が低下したことも株価低迷の一因と見られ、セルサイドアナリストのカバーも2010年代と比べて減少していた。

解決に向けて取り組むべき事項

- 1 資本政策(財務戦略)の明確化。市場に同社の戦略意図を伝えるため、キャッシュアロケーションの全体像を開示する。
- 2 IRの積極化&株主還元の拡大。決算説明会やスモールミーティング、事業・ESG説明会の開催数を増やす。
- 3 成長戦略の積極化。業界トップの優位性や豊富なキャッシュを活かしたM&Aの実施。

解決後の理想像

同社の企業実態を適切に反映した企業価値評価モデル並みの市場評価の顕在化。

対話時の企業側の反応

2010年代からエンゲージメントを継続しており、企業価値向上への方向性については同意を得た。IR活動の改善についても、説明会資料の充実やスモールミーティングの回数増加に表れてきていた。

対話後の企業のアクション

2024年5月に「新中計」と「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を発表して、成長戦略とキャッシュアロケーションを示した。株主還元については「これ以上キャッシュを積み上げない」方針とし、積極的な定量目標も開示されたが、ROE目標は株価評価の観点からは物足りない感が残った。

2024年11月に「政策保有株式の縮減方針に関するお知らせ」を発表。中計で示した2024年3月末残高に対する当初目標の倍額以上を売却するとして修正。これを主な原資として株主還元(配当&自社株買い)の拡大を図り、ROE目標も上昇修正された。



エスカレーション戦略

当社は、投資先企業とのエンゲージメントと議決権行使行動を一体化して運営するよう努めています。これは投資先企業との対話内容や当該企業の行動等を評価し、当社の議決権行使に反映させる取り組みであり、エスカレーション戦略と呼ばれています。当社ではエスカレーション戦略に基づき、株主総会議案が議決権行使方針に抵触しない場合でも、企業との対話内容や行動等を受けて企業価値にマイナスに作用すると判断する際は株主総会議案に反対します。加え

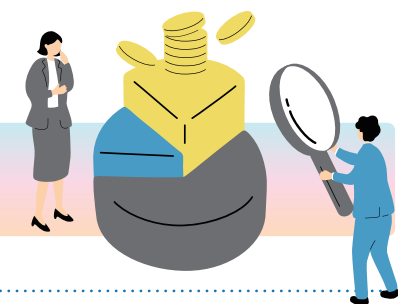
て、議決権行使方針を機械的に適用すれば反対となる議案であっても、エンゲージメントの内容を受けて賛成する場合もあり、これらを含めて当社ではエスカレーション戦略と定義しています。議決権行使方針を杓子定規に適用するのではなく、投資先企業との対話や議決権行使行動を通じて、企業価値向上に資する取り組みをサポートするよう心掛けています。

エスカレーション戦略の事例

H社
(繊維製品)

対話テーマ

事業構造改革・資本効率改善



課題認識
ブランディング戦略・海外事業戦略に課題があり、コスト構造・資本効率において改善余地が大きいと判断。マネジメント改革を含む抜本的な事業構造改革が、業績低迷局面からの脱却には必要である。

対話内容・企業側行動
数年前より上述の課題認識に基づく企業変革エンゲージメントを実施してきた効果もあり、会社側は経営陣の入替え、経営改革およびバランスシート圧縮等に着手した。新年度まではリストラ関連費用等で厳しい業況を余儀なくされる見通しだが、すでに業績回復局面入りの兆しが見えつつあり、来年度以降は業績回復が期待できる。

議決権行使への反映
これまでの業績水準は、当社が設定する下限値を下回っており、議決権行使方針を適用すると、一部取締役の再任議案には反対が原則となる。しかしながら、エンゲージメントにより現経営陣による経営改革に相応の成果が見受けられ、今後、さらなる改善が見込まれることを評価し、当該取締役の再任には賛成することとした。

I社
(機械)

対話テーマ

財務戦略・資本効率改善



課題認識
同社は潤沢な手元資金・自己資本を有しているにもかかわらず、資金使途および目的が不明瞭なエクイティファイナンスを実施した。これを受けて株価は大幅に下落した。

対話内容・企業側行動
会社側は当該ファイナンスの目的を株式の流動性向上と説明し、資金使途についてはM&A・不動産取得・設備投資に充当する方針とした。現状の財務状況等を勘案すると、会社側の説明では納得できないことを当方は主張したものの、議論は平行線を辿った。その後、会社側は好業績により必要資金が確保できたとして新株予約権の一部の買入れ・消却を行っている。

議決権行使への反映
当社の業績や表面的なガバナンス体制は当社の議決権行使方針に抵触しないものの、財務戦略について十分で納得できる説明を得られなかったことを勘案し、財務戦略を担当する取締役の再任に反対することとした。

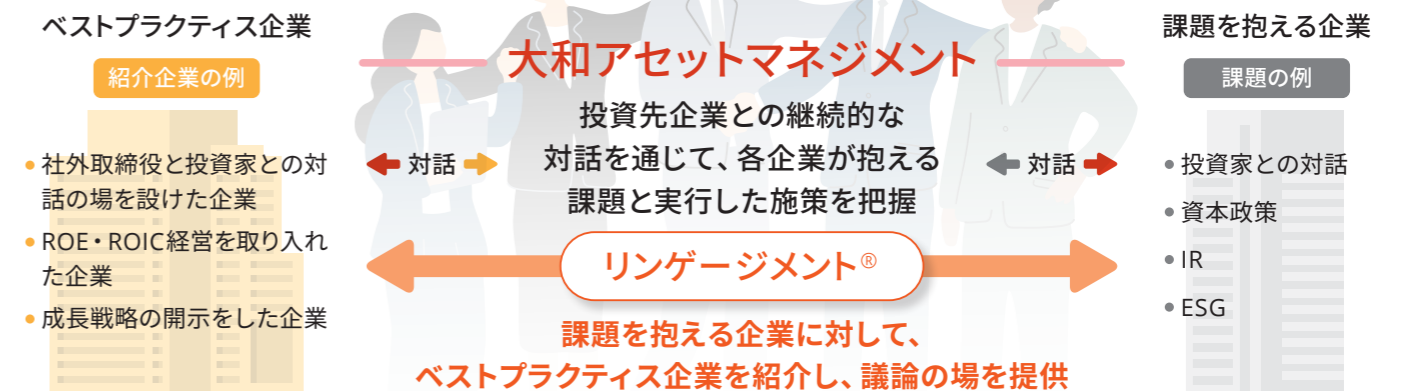
リンゲージメント®

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



リンゲージメント®事例

【目的】 研究開発型企業としての企業価値向上に向けた知見の共有

J社
J社は、効率的な研究開発によって高い収益性を継続しているものの、キャッシュフローに見合う投資案件がなく、結果としてキャッシュが積み上がり、また、政策保有株式の縮減も進めていないことから、高収益の割に資本効率(ROE)が高まらない状況でした。こうした状況への課題認識はありながら、J社は資本戦略の全体像を打ち出せず、買収リスクに対しては買収防衛策を継続していました。

K社(ベストプラクティス企業)
K社は、汎用品事業から撤退し、2000年頃から研究開発力を基盤とした高付加価値型事業に大きく転換し、その成果によって高い収益性を継続するとともに、CFO主導による資本戦略を構築し、保有キャッシュの目安を設定し、資本コストを上回る投資と株主還元バランスを取ることで、資本効率(ROE)を業界トップ水準に引き上げ、結果としてPBRも業界トップ水準となりました。

当社ではJ社に対し、早期に資本戦略の全体像を打ち出し、資本効率を高める道筋を示し、企業価値向上につなげるべき、とのエンゲージメントを行っていました。

一方、K社とは、資本効率と企業価値向上を主導したCFOの退任にあたり、CFOとしての改革の取り組みを振り返り、今後も資本効率の高い研究開発型企業としての発展を継続できるようエンゲージメントを行っていました。

そこで、K社の元CFOの経験をJ社に共有することで、J社が適切な資本戦略を打ち出し、資本効率の高い研究開発型企業としての発展に向けた道筋を描くことができると考え、

K社の元CFOとJ社の社長を含む役員・幹部とのミーティングを設定しました(当社はアレンジのみでJ社とK社の対話内容には関知していません)。

J社は、その後、明確な資本戦略を示し、余剰キャッシュ縮減というアクションも行いました。J社の示した資本戦略およびその開示内容、また資本戦略に連なる事業戦略は、東証要請への本質的な対応となっており、東証による好事例としても取り上げられました。その後もJ社の情報開示はさらに進化しており、こうした開示は研究開発型企業としての発展と企業価値向上につながるものと期待されます。

情報交流会

開催概要

2024年11月29日に、4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「PBR1倍その先へ～人的資本が高める企業価値～」とのテーマに基づき、ベストプラクティスを有する企業7社の人的資本に関わるキーパーソンにご登壇いただきました。また、外部有識者5社から専門家の意見も頂戴し、他の参加企業を含め、知見を深める機会となりました。

今回、人的資本をテーマとして選定したのは、企業価値評価において「ミエナイチカラ([参照 P.52](#))」の重要性が高まっ

ており、人的資本はすべての資本と密接に関連する中核的な経営資本であると考えていることが理由です。企業は人的資本の充実に取り組み、株主・投資家は適切な評価に努めています。2023年から有価証券報告書における人的資本開示が制度化されたほか、今後の日本版サステナビリティ開示においても、人的資本が対象になることが想定されます。「東証要請」への対応として、ROE・ROICを直接的に高めるアクションが多くなっていますが、持続的な企業価値向上の観点からは、「ミエナイチカラ」の中核である人的資本の重要性をもう一段強く認識する必要があると考えます。

情報交流会参加企業

ベストプラクティス企業(7社)
リンクアンドモチベーション
パーソルホールディングス
日清食品ホールディングス
三井化学
東京応化工業
中外製薬
日本瓦斯

(証券コード順)

有識者(5社)
アクロポリス・アドバイザーズ
オープンワーク
サステナビリティ基準委員会(SSBJ)委員
サーバントコーチ
Unipos

(五十音順)

聴講企業(14社)

ディスカッションの内容

まずは、各社の人的資本の取り組みについてご紹介をいただき、その後、①エンゲージメント、②人材力、③エンゲージメントと人材力にまたがる仕組み、④情報開示や株主・投資家との対話、についてグループディスカッションを行いました。

今回も、人的資本に関して模範的な取り組みをされている企業や、人的資本と経営戦略の結びつきについて高い意識をお持ちの企業のキーパーソンの皆様にご登壇いただきましたので、「人的資本と生産性・業績の関係や、中長期的な企業価値との関連については、共通的な理解」との前提で議論を進めました。

具体的テーマ

- ① エンゲージメント
- ② 人材力
- ③ エンゲージメントと人材力にまたがる仕組み
- ④ 情報開示や株主・投資家との対話



グループディスカッションの様子



情報交流会の資料

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開催しています。今後もこうした「情報交流会」を継続的に開催し、企業同士の「知の共有」の場を設けることによる企業の課題解決を通じて、企業価値向上に貢献していきます。

これまでの情報交流会テーマ

第1回(2021年2月)	「ジェンダーダイバーシティ」
第2回(2022年5月)	「人財戦略」
第3回(2023年9月)	「PBR向上への取り組み」
第4回(2024年11月)	「PBR1倍その先へ ～人的資本が高める企業価値～」

参加企業からのフィードバック



ネットワーキングの様子

“各社の取り組みを聞ける良い機会であり、皆様ご苦労されていることや、それに対し様々なアプローチからチャレンジされている旨をお聞きし、大変勉強になりました。”

“グループディスカッションに登壇したいずれの企業も、信念を持って取り組んでおられるのが非常に印象的でした。聴講企業の皆様も、先進事例から学ぼうと真剣に話を聞いておられました。”

“ディスカッション内容も大変豊富で、「人的資本経営に対する注目度の高さ」を感じる機会となりました。”

パッシブ・エンゲージメント

概要

当社では市場全体の底上げによる運用パフォーマンスの向上を目的とするパッシブ・エンゲージメントにも注力しています。パッシブ・エンゲージメントは、当社が設定したマテリアリティに対する取り組みが不十分と考えられる投資先企業

に当社側からアプローチして実施するエンゲージメントと、各種課題を抱える企業側からのアプローチに応じて実施するエンゲージメントとに大別されます。

マテリアリティに基づくエンゲージメント

当社では、サステナビリティ上の視点、および長期的リターンの視点で重要度が高いマテリアリティをコアマテリアリティとして設定しており、これらに対する取り組みが遅れている投資先企業に対しては、重点的に当社側からのアプローチによるエンゲージメントを行っています。2024年は、GHG排出量の大きい企業、ジェンダーダイバーシティの取り組みが遅れている企業、ガバナンス体制の構築が不十分と思われる企業等に対してエンゲージメントを実施しました。なお、対

象企業の選定においては、当社における株式保有状況等も考慮して決定します。

これらマテリアリティに基づくエンゲージメントでは、各投資先企業の各エンゲージメントテーマについて、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)、の4つのステータスに分けてマイルストーン管理を行い、社内での情報共有、および定期的なモニタリングを実施しています。



マイルストーン管理の一例

CODE	XXXXX		
銘柄名	XXXXXXXXXXXXXXXXXX		
テーマ	女性取締役の登用	取締役任期の短縮	女性管理職比率の向上
ステータス	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> 課題取り組み中	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> 課題共有	<input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> 課題共有
2024/9/17 ディスカッション履歴	○	△	△

(○: 前向きな回答・取り組み、△: 具体策や目立った改善なし、×: 議論なし)



企業側からのアプローチに対応するエンゲージメント

投資先企業からの依頼を受けたエンゲージメントにおけるテーマは、経営戦略や資本戦略はもちろんのこと、ESGやサステナビリティに関するものまで多岐にわたります。投資先

企業が抱える課題は多種多様であり、解決の難易度が高いものも多数ありますが、中長期的な企業価値の拡大、持続可能性の向上の糸口となる対話を行うよう心掛けています。

パッシブ・エンゲージメントの事例



L社(海運)

対話テーマ

脱炭素に向けた取り組み

課題 海運会社の脱炭素には大規模な設備投資や新技術開発などが必要であるため、より具体的なロードマップを示すことが市場の理解促進につながる。

背景 大規模な設備投資を行うには、顧客の理解を前提にコストアップが適切に運賃に反映される必要があるが、顧客との対話の状況や価格転嫁の進展は外部からは見えない。

対話の内容 投資計画が1年で大きく変動しているが、その背景にはどのような動きがあるのか、脱炭素の取り組みによるコストアップは価格転嫁で吸収できているのか、大きな流れで良いので状況を示してほしい。

会社側の反応

顧客にもよるが、自動車業界を中心にScope 3を意識したCO₂削減への理解は進んでおり、LNG燃料船への投資が積極的にできる環境になりつつある。投資計画のアップデートは定期的に行うが、内容の変更についてより詳細に説明できるようにしたい。

S社(SOCIAL)

対話テーマ

ジェンダーダイバーシティ

M社(ガラス・土石)

課題 女性管理職比率や女性の平均勤続年数が低い。

背景 もともと製造現場の技術系社員は理系女子が少ないため女性比率が低くなるのはやむを得ないが、管理職に上がる前に退職する女性社員も多く、人事制度面の問題もある。

対話の内容 女性社員が退職する要因として、十分な教育制度がないことや働き方の多様性が確保できていないこと(テレワーク制度がない、転勤あり等)が問題と考えられる。制度面の改善とともに、中途採用も含めたロールモデルの増加、キャリアデザインを描くためのサポートなどを充実させることが望ましい。

会社側の反応

人事制度面の問題については認識しており、テレワーク制度や転勤のない職種の導入、教育制度の充実などの対応が必要と考えている。

N社(建設)

対話テーマ

政策保有株式の縮減

課題 政策保有株式の残高が純資産対比で20%を大きく上回っているが、その縮減のペースは緩やかである。

背景 過去からの業界慣行で取引先との株式持ち合いの残高自体が大きい。そして相手先との話し合いに時間を要していることで売却ペースが上がらない。

対話の内容 業界として保有株の売却が取引に影響しないと明言する相手先も多いので、資本効率改善の観点からも売却ペースを加速させると同時に、純資産対比20%未満に向けた目標設定を行うべき。

会社側の反応

売却については引き続き相手方とていねいに話し合いを重ねながら実施したいが、目標設定については検討させていただきたい。

社外取締役とのエンゲージメント事例

当社では社外取締役に対して、少数株主の代弁者として高い独立性を保ちつつ客観的な立場から経営を監督する役割を期待しており、その観点から社外取締役とのエンゲージメントを重視しています。



O社(証券・商品先物)

対話テーマ ガバナンス体制の強化について

形式的には社外取締役が過半数を占めているが、任意の指名報酬委員会の開催回数が少ないことや取締役会実効性評価の開示内容が限定的であることなどを踏まえ、実効性の面でどのような問題意識を持っているかについて社外取締役と対話を行った。社外取締役からは、これまでの株主・

投資家との対話で得られた課題意識も踏まえて、指名報酬委員会ではCEOのサクセッションプラン等の議論を活発に行うようになったこと、実効性評価も質問内容の変更など応えやすくなる工夫が行われていることが紹介され、ガバナンス強化の取り組みが進展していることが確認できた。



P社(化学)

対話テーマ 不祥事発覚後の社長の対応について

子会社の製造現場で長年にわたり不正行為が続いていたが、その発覚から社長の対応、再発防止策の策定に至る一連のプロセスを、その事業に知見の深い社外取締役が説明した。これを受けて、不祥事と認定される事案ではあるものの、社長は前年に就任したばかりで本件行為について直接

的な責任を問うことには疑問があり、また不正行為発覚後の積極的な開示や実効性のある再発防止策の策定といった適切な対応を行ったこと、再発防止策の実施・社内浸透のけん引役として社長の役割は重要であると判断し、社長の再任議案に賛成した。

社外取締役との対話で求めること

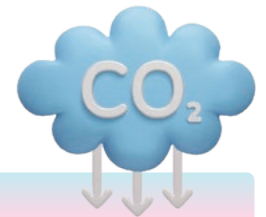
- 1 まずは、社外取締役の中でも経営戦略や財務戦略、資本市場の視点などについての知見が高い方に、株主・投資家との対話を担当していただきたいと考えます。これにより、ある程度目線が合い、ほかの投資家との対話経験を持つことで深度のある対話が可能になるためです。
- 2 社外取締役の方には現在取り組んでいる業務内容や普段感じていること、持っている課題意識などを、同席している社内の方に遠慮せず率直に話していただきたいと考えています。これは独立かつ客観的な立場にある社外取締役が

感じることは、株主・投資家の感覚に近く、その率直な感覚は重要だと考えるためです。そして、その問題意識の内容が、少数株主の立場で経営を監督するという責任を果たしているかを確認する一助にもなると考えています。

- 3 社外取締役は業務執行の立場ではないものの、経営計画の立案に携わったり進捗状況を監督するという役割を果たす以上は、経営計画の内容についての十分な理解は不可欠です。そのため、経営計画についても自分の言葉で忌憚らない意見をお話いただくことを期待しています。

債券に関するエンゲージメント

債券運用では、株式と同様に将来のリスクにつながる可能性がある課題への企業の取り組みについて対話するとともに、債券特有の観点としての財務戦略や起債方針等についてもエンゲージメントを行っています。



Q社(電力会社)との脱炭素に関するエンゲージメントの事例

当社は、国内債券運用において複数の電力会社の社債を保有しているが、そのウェイトの上昇が国内社債におけるGHG排出量のベンチマーク対比での増加要因となっている。当社では複数の電力会社と脱炭素に関するエンゲージメントを行っているが、Q社は毎年継続的にエンゲージメントを実施している企業の一つである。

Q社では、2050年ネットゼロ目標や2030年中間目標およびその達成に向けたロードマップを開示しているが、火力発電の比率が高いため、将来的なGHG排出量の削減・ネットゼロ目標を達成するにはアンモニア混焼やCCS活用など現在未確立の技術の実用化が大前提となる。一部の技術は試験運用で良好な結果が出ているものもあり、そのような技術開発の進展についてはロードマップとのつながりを踏まえ

た形で適時開示を行ってほしいと要望した。また、現在目標としているGHG排出量は海外事業を含んでいないが、特にメジャー出資の発電所についてはネットゼロ目標に含めることが望ましいと伝えた。

これに対しQ社からは、適時開示はこれまでも随時行っているが今後も分かりやすく適切に行っていくこと、海外事業のGHG排出量が目標に含まれていない点は自社でも問題意識を持っており、今後は主な出資国ごとにロードマップを示すなど、開示を拡充する意向であるとの回答を得た。これらの対話の内容がこの先の開示等に反映されていくかをしっかりモニタリングし、Q社とのエンゲージメントは今後も継続的に行っていく方針である。

外部委託会社との共同エンゲージメント

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。また、外部委託先との共同エンゲージメントのみならず、投資先企業と当社が直接エンゲージメントすることもあります。以下、2024年において実施した直接エンゲージメントの事例を紹介します。



R社(欧州の再生可能エネルギー会社)とのエンゲージメントの事例

R社は、欧州を中心に水力発電や洋上風力発電、太陽光発電等の再生可能エネルギーの発電および送配電ネットワークのインフラ提供を行う企業である。R社は、欧州を中心に脱炭素政策が進むことやデータセンターの増加などに伴う電力需要の拡大により世界的にクリーンエネルギーへの投資拡大の流れが続くと予測しており、日本についても洋上風力などを中心にビジネスチャンスのある市場と見ている。

一方、米国では反ESGの流れも一部で見られるが、規制の多くは連邦レベルではなく州レベルで行われること、米国ではネットワークビジネスがメインであることから、大統領選挙等の政治動向でR社の米国ビジネスが大きな影響を受けないであろうことが確認できた。

また収益性の面でも、再生可能エネルギーの販売価格は世界的な供給増加によって低下してきたが、送配電ネットワーク提供による安定収益源があることや、長期契約の構成比率が高いことで安定した収益確保が可能となっている。さらに余剰電力は蓄電能力を用いることで、価格変動を見ながら短期スプレッドを取りにいくという形で利益を確保することもできている。

今後も世界的なクリーンエネルギーシフトの潮流の中で、収益性をしっかり意識しつつ投資を継続していくことで、中長期的な企業価値の向上を目指す方針が確認できた。

外国株式についてのエンゲージメント

外国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。以下、それぞれの取り組みについて紹介します。

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。

代行エンゲージメント

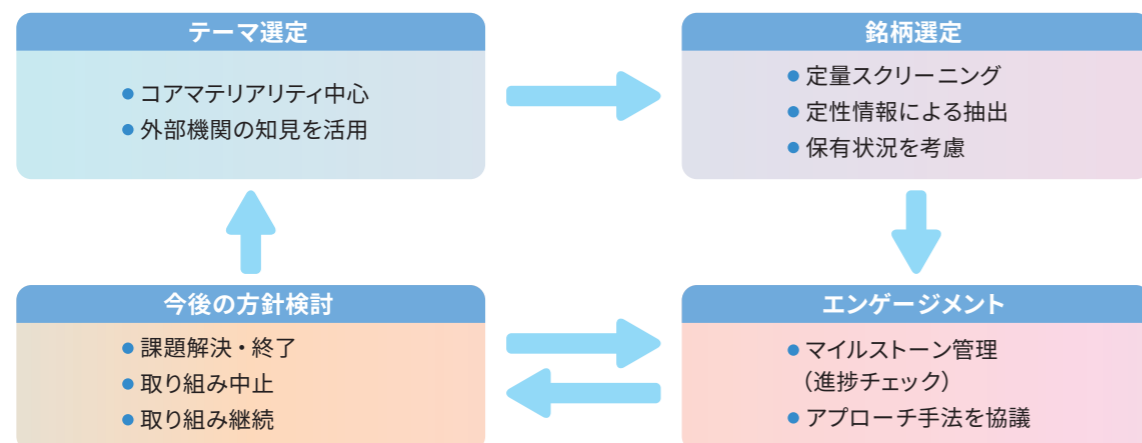
当社では、外国株式に関するエンゲージメントとして、サステナリティクス社の「グローバル・スタンダード・エンゲージメント」、およびグラス・ルイス社が提供するカスタム代行エンゲージメントサービスを利用しています。

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風評リスクを管理し、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、当社が保有する外国株式の中から、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、両社で共有されます。

以下、カスタム代行エンゲージメントの流れと、「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の事例を紹介します。

カスタム代行エンゲージメントの流れ



「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

対象：Uber Technologies, Inc. 課題：Data Privacy and Security

【概要】 Uber Technologiesは、複数のサイバー攻撃を受けたことで、顧客とドライバーの個人情報を流出させてしまいました。Uber Technologiesのグローバルなプライバシーおよびデータ保護に関する方針は十分ではないことから、プライバシーおよびデータ保護に関する法律の遵守はもちろんのこと、顧客のプライバシーの尊重、データセキュリティ強化、データの適切な処理と使用を確保・監視するための措置の実施を含む、規制要件および国際規範に沿ってプライバシープログラムを改善する必要があります。同時に、その改善に向けた進捗状況の透明性を確保するために、情報開示を改善する必要があります。

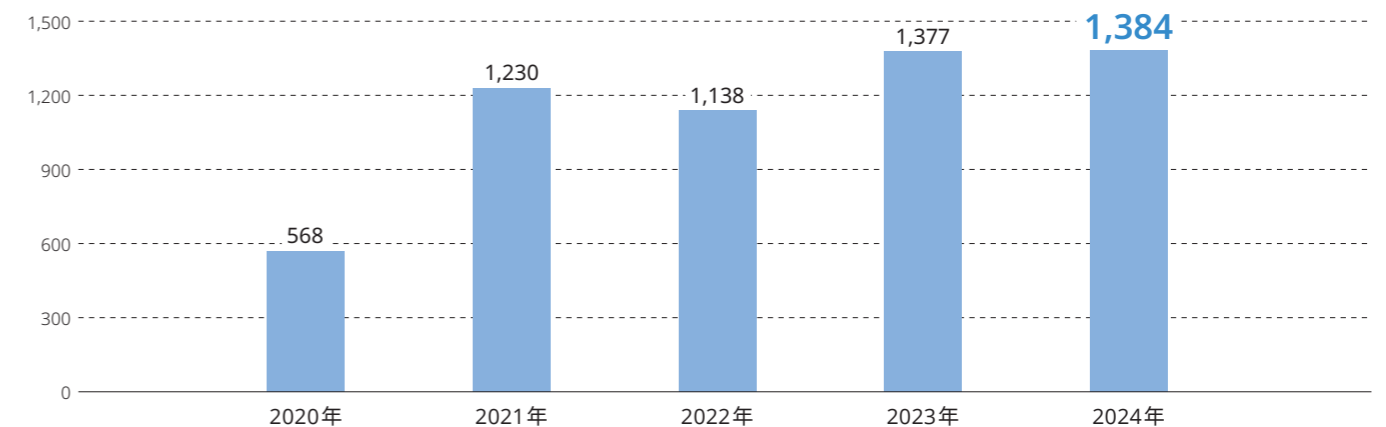
【エンゲージメント内容】 上記の問題について対話を重ねたうえで、Uber Technologiesは改善計画を実行し、その後、ビジネス倫理関連の問題に関して、ガバナンス、運用AML、リスク管理、コンプライアンス文化に変更を加えました。そして2024年に改善プログラムの最終報告書を開示し、説明責任が果たされていることを確認しました。

三位一体のエンゲージメント活動状況

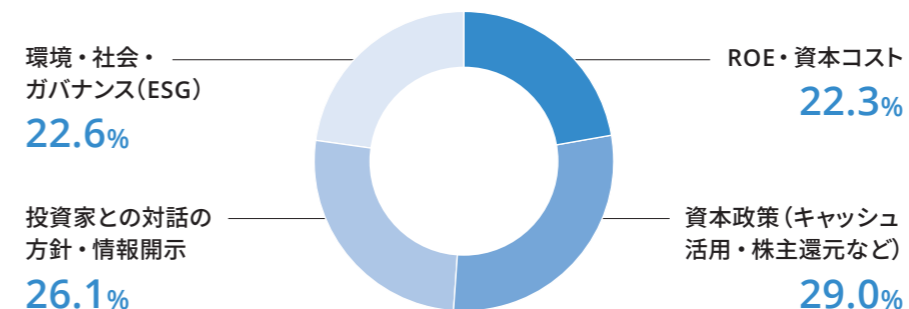
直接対話によるエンゲージメント活動

当社は「企業調査チーム」「エンゲージメント・チーム」「スチュワードシップ・チーム」による三位一体のエンゲージメント体制を取っています。今期（2024年1月～2024年12月）は、3チームの合計で投資先企業と1,384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す。

エンゲージメント件数



エンゲージメント・テーマ別割合



※ 1回のミーティングで複数の観点から対話をする場合があるため、重複計上しています。





企業調査チーム

～主要調査銘柄についての「一貫体制」と「エンゲージメント」～

当社の企業調査アナリストは、①全業種をカバーする「フルカバレッジ」、②主要調査銘柄について調査～ESG評価～議決権行使の意見形成まで行う「一貫体制」、③企業の経営課題について経営層への提言も行う「エンゲージメント」、この3つを特徴としています。セクターおよびサブセクターを代表する銘柄などで構成される全業種の主要調査銘柄について、財務データおよび産業データ等を用いた定量的な企

業分析に加え、ESG評価～議決権行使の意見形成まで行う「一貫体制」の中で、「エンゲージメント」を通じて経営層に対し直接・能動的にその改善を促すことを重視しています。「エンゲージメント」にあたっては、エンゲージメントテーマを設定し、マイルストーン管理を行っており、その進捗は社内プラットフォームでの共有に加え、ファンドマネージャーとのディスカッションにも活用しています。



エンゲージメント・チーム

～テーマに沿ったエンゲージメントと社内外情報の活用～

当チームのエンゲージメントの対象は、企業調査アナリストがカバーしていない企業を中心としています。「資本コスト低減」や「IR改善」などのテーマに沿った参考資料を作成し、企業の変革を促しています。「エンゲージメント」にあたっては、エンゲージメントテーマを設定し、マイルストーン管理を行っており、その進捗は社内プラットフォームでの共有に加え、他運用チームのファンドマネージャーとのディスカッションにも

活用しています。また、エンゲージメントに着目したファンドの運用にあたっては、企業調査アナリストのエンゲージメント情報を中心に利用していますが、当チームファンドマネージャーによるエンゲージメント銘柄の比率も高めていく方針です。さらに、企業のガバナンスを取り巻く状況変化にも注意を払い、企業と株主・投資家との対話動向を踏まえた運用も行っています。



スチュワードシップ・チーム

～議決権行使やサステナビリティ課題の解決に向けた対話～

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、主に責任投資部スチュワードシップ課の総員9名(2024年12月末現在)が担当しています。スチュワードシップ・チームは、投資先企業について、議決権行使の判断に必要な情報を収集するとともに、投資先企業との対話の中で、議決権行使の方針やコーポレート・ガバナンスに関して企業に期待する事項について説明し、

当該企業と認識の共有を図っています。近年、対話の内容が中長期的な経営戦略や資本戦略、ESGに関する取り組みなど多岐にわたる内容になっており、議決権行使やガバナンス以外のテーマにも対応しています。また、企業調査チームとの役割分担を明確化する一方で必要に応じて相互に同席するなど、スチュワードシップ・チームと企業調査チームが協働して投資先企業と対話を行う体制としています。

当社が求める投資先企業のあるべき経営の姿

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
環境	気候変動	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 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NZAMi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。 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。
	自然資本	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 資源・製品の価値の最大化、資源消費の最小化、廃棄物の発生抑制等により、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。
社会	社会的責任	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 人権デューデリジェンスや監査を継続的に実施し、デューデリジェンス結果、および課題と改善策を策定している。
	人的資本	<ul style="list-style-type: none"> 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。 人材戦略については、働きやすさだけでなく、働き甲斐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、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。 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な施策が策定されている。 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。 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(人材がプールできる)体制が整備されていることが望ましい。
情報開示 網羅性・重要性	ガバナンス体制	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 買収防衛策を導入しない。 役員報酬制度の根拠をなす基本的な考え方や哲学を示す。またマウス条項・クローバック条項を導入する。 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。なお社外取締役に対しても、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。 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。 上場企業である以上、取締役は、毎期、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。
	リスクマネジメント	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 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。 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。 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。
	資本効率改善	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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を策定する。 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。 資本効率の低い事業もしくは資産について、改善の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。 あるべき資本構成や株主還元の方針を策定する。
	ステークホルダーとの対話	<ul style="list-style-type: none"> 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。 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。 経営理念(パーパス)、長期ビジョン、経営計画が一貫して、ステークホルダーが共感できる。 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。 IR担当者が投資家と対話するうえで必要な情報を十分に把握している。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。 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。

(改定日: 2024年11月20日)

投資先企業の皆様へのメッセージ

わたしたちがエンゲージメントに求めるものは「建設的な双方向コミュニケーション」です。しかし、現在は理想とは程遠い様々なギャップを感じています。エンゲージメントを重ねることで、このギャップが徐々に埋まれば、企業価値と株主価値の持続的な向上につながり、わが国の資本市場のさらなる発展にも寄与すると考えています。

以上のような思いがあるからこそ、対話を行う投資先企業の皆様には、現状のギャップ解消に向けて以下のような行動を期待しています。



当社が期待していること

期待①



アピールポイントの端的な説明

エンゲージメントの冒頭にて、アピールポイントを絞った説明を求めても、資料をすべて説明する企業が多いのが現状です。自社の取り組みを端的に説明できないようであれば、会社の本当の良さは伝わらないし、経営への期待値も下がり、対話の論点も迷走しかねません。それ故に、自社のアピールポイントの端的な説明に期待しています。

期待②



臆することのない積極的な意見交換

エンゲージメントは「対話」であり、コミュニケーションの「双方向性」が重要です。しかし、現実には当社からのQAに終始する一方通行な状況が多いです。資料の説明や質問への回答だけでは「建設的な対話」とは言えません。ときには、反論や逆質問も必要です。だからこそ、対話の前後最中を問わず、積極的な意見交換に期待しています。

期待③



対話を踏まえた変化のアピール

初回のエンゲージメントでない限り、対話を踏まえた変化に期待しています。投資家は、対話が企業価値向上につながると信じています。もしも、対話から何も得られなければ、それはお互いにとって時間の浪費でしかありません。したがって、対話の目的を再確認し、その結果生じた変化をアピールしていただきたいと考えています。

期待④



面談自体が目的化していない対話

面談自体が目的化していると感じることも多々あります。いきなり「ご質問どうぞ」と求められる場合などです。わたしたちは対話目的を踏まえ事前に資料を読み込んでいますが、直接伝えたいメッセージもなく面談を始めることには違和感を感じます。自社の企業価値向上を目的に、意欲的な対話姿勢を期待しています。



スチュワードシップ・チーム

次年度のエンゲージメント計画

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

これまでも当社の特色である三位一体のエンゲージメントを推進してきましたが、各チームの連携をさらに深化させることで、様々な形態のエンゲージメントの質的向上を図っています。その一環として、企業調査チームとスチュワードシップ・チームとのディスカッションの機会を数多く設定し、

その結果をマテリアリティ、ベストプラクティス、議決権行使方針の改定などに反映させました。今後もノウハウの共有を含めた連携強化により、さらなるエンゲージメント力の向上を目指します。



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

外国株式に関するエンゲージメントについては、当社現地法人による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。このうち代行エンゲージメントについては、これまで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」を利用してきましたが、今回、これに加えて、新たにグラス・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の利用を開始しました。グラス・ルイス社が提供する当該サービスは、当社のマテリアリティに沿ったカスタムエンゲージメントが可能であるため、海外企業へのエンゲージメント強化につながり、企業価値向上を通じた運用パフォーマンスの向上と社会課題解決の両立に寄与すると考えます。

特色あるエンゲージメント活動の強化・継続

エンゲージメントに関する当社固有の取り組みであるリングエージメント®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。また、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、継続して実施する方針です。

パッシブ・エンゲージメントの強化



市場全体の底上げを目指すパッシブ・エンゲージメントについても、引き続き、積極的に取り組む方針です。特に、当社が定めるマテリアリティの中でも「サステナビリティ上の視点」と「長期的リターンにつながる視点」の2軸で分析して選定したコアマテリアリティに対する取り組みが遅れている企業については、重点的にエンゲージメントを実施しています。今後も、当該企業群に対してはマイルストーン管理に基づく働きかけを継続する予定です。