

対話から始まる変革

③ Proxy Voting

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

議決権行使の方針と特徴

議決権行使の主な方針

議決権行使方針を定めて議決権を行使しています。主な方針は以下のとおりです。

- 受託者責任（フィデューシャリー・デューティー）を遂行し、投資先企業の中長期的価値や持続可能性の向上を目指すと同時に、少数株主利益にも配慮した議決権行使を行います。
- 原則として行使権限を有するすべての投資先企業の株式について、アクティブ運用とパッシブ運用で区別することなく、議決権を行使します。
- 議決権行使における賛否は、スチュワードシップ委員会において定めた基準（以下、「賛否判断基準」）に基づき、当社自身が主体的に判断します。また、具体的な賛否判断基準を策定し公開しています。
- 企業との建設的な対話（エンゲージメント）の結果を受け、エスカレーション戦略として個別検討により賛否判断基準とは異なる賛否判断を行うケースもあります。

議決権行使方針における当社の特徴

また、当社独自の方針として、以下の特徴があります。

業績

ROEの業種別相対比較

資本コストは業種やビジネスモデルによって差があることから、投資先企業の実態により近いTOPIX17業種分類における業績の相対的な位置を踏まえて取締役選任議案の判断を行っています。



IR未実行

IR未実行基準を設定

上場企業として株主・投資家への説明責任を果たすことの重要性に鑑みて、決算説明会を実施していない企業の代表の再任に反対する基準を設定しています。



委員会設置

指名・報酬委員会 設置基準を設定

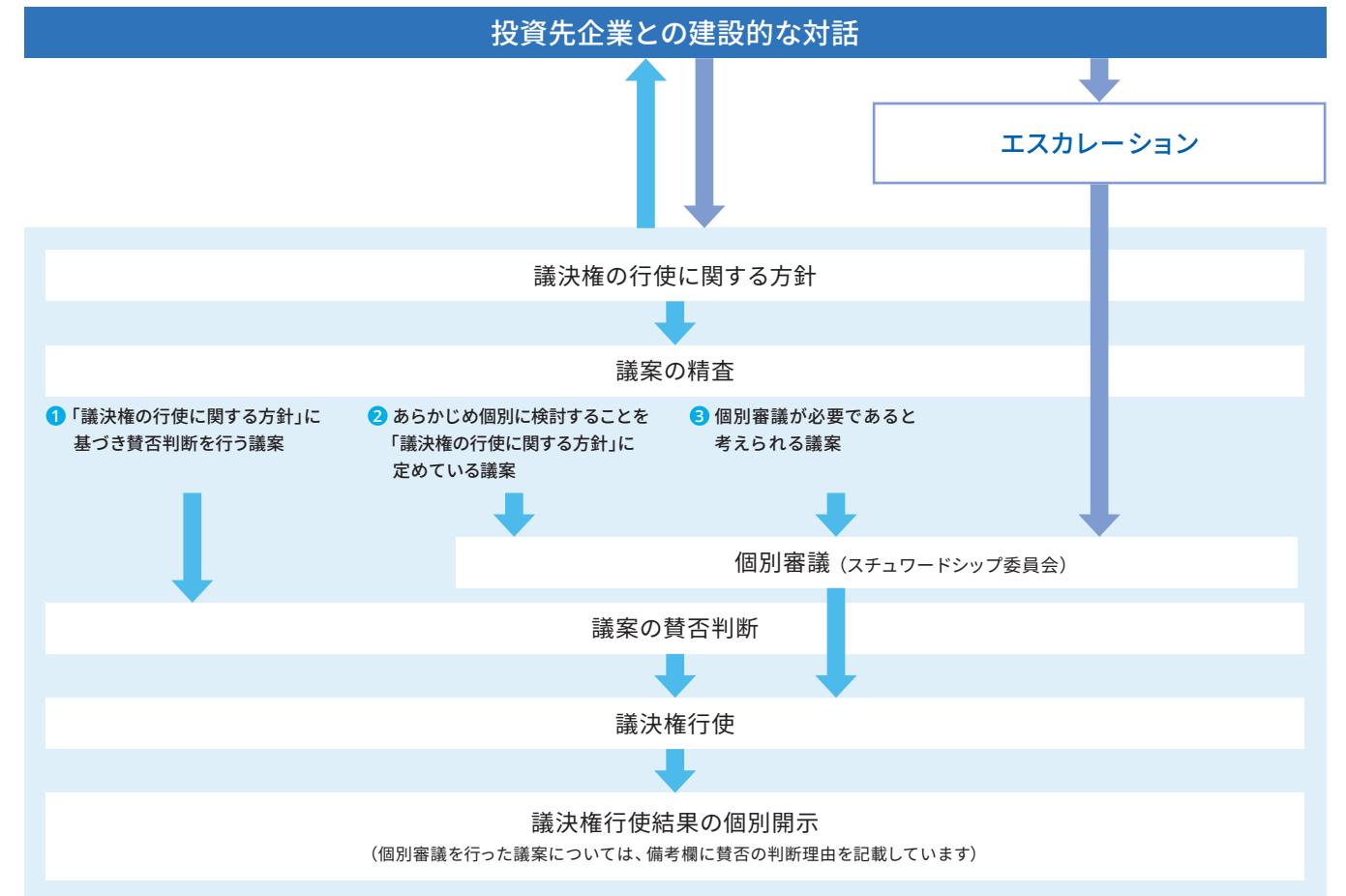
指名・報酬委員会の設置（任意を含む）は経営者の選解任・報酬という重要方針の決定プロセスの透明性を高めるもので、少数株主利益保護の観点からも重要な役割を持っていることから、指名・報酬委員会の設置を求め、代表の再任に対する基準を設定しています。



議決権行使プロセス

投資先企業との建設的な対話を通じて得られた情報を反映し、以下のプロセスのもと議決権行使を行っています。また、行使方針や結果をもって投資先企業と建設的な対話を行

うことで相互理解を深め、投資先企業の価値向上に貢献していきます。



エスカレーション

エスカレーション戦略

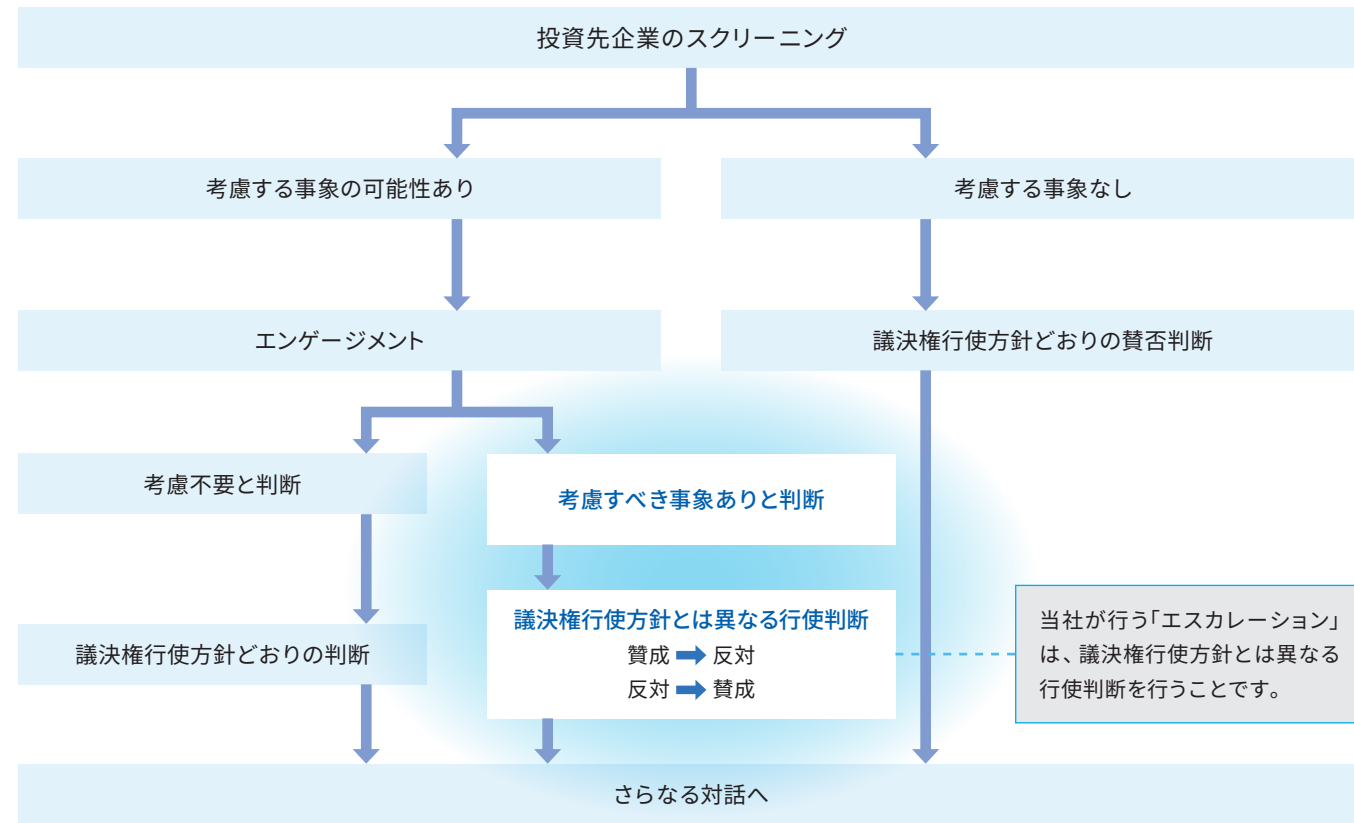
当社では、投資先企業とのエンゲージメントと議決権行使行動を一体化して運営するよう努めています。これは投資先企業との対話内容や当該企業の状況等を評価し、当社の議決権行使に反映させる取り組みです。

投資先企業の株主総会における会社提案の議案が当社の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企業の行動等から、当該議案の可決が企業価値にマイナスに作用すると判断する際は、エスカレーション戦略に基づ

き、当該議案に反対します。また、当社の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や当該企業の取り組み等を受けて賛成する場合もあり、当社では、これらを含めてエスカレーション戦略と定義しています。

議決権行使方針を拘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。

エスカレーションプロセス



N社(陸運業)

エンゲージメントテーマ
ガバナンス体制の強化

エスカレーション事例(賛成 → 反対)

課題認識
 同社は持分法適用会社の収益貢献や株式売却益の寄与により、表面的には好業績が続いていました。しかし、これが同社が抱えるガバナンスに関する課題を見えにくくしており、好業績の持続性に疑念があることも踏まえ、取締役会や指名・報酬委員会の実効性や情報開示姿勢など、早期にガバナンス体制の強化が必要な状況にあると考えました。

対話内容
 エンゲージメントにおいては、役員報酬制度の仕組み、指名・報酬委員会の開催状況、不祥事発生時の情報開示方法などについて議論しました。また、当時策定中であった次期中期経営計画についても、株主・投資家として期待する内容を伝えました。さらに、情報開示についての問題点を指摘し、改善するよう促しました。

企業側対応と議決権行使への反映
 決算説明会にて新たな中期経営計画が公表されましたが、その内容は投資家が期待する内容と大きく乖離したものであり、発表後に同社株価は急落しました。また、ガバナンス関連および情報開示姿勢についても、特段の改善は見られませんでした。これらを受け、当社の議決権行使方針に形式的には反する事項はないものの、ガバナンス体制に問題があると判断し、経営トップ(代表取締役社長)の再任議案に反対することとしました。

今後の方針
 今回の当社の議決権行使の内容について、会社側にフィードバックを行いました。今後も同社とのエンゲージメントを継続し、ガバナンス体制の強化を促していく方針です。

O社(電気機器)

エンゲージメントテーマ
政策保有株式の縮減、ROEの向上

エスカレーション事例(反対 → 賛成)

課題認識
 ここ数年、同社の業績は低迷しており、ROEは低下傾向にありました。事業の「選択と集中」への取り組みが遅れたことでビジネス領域が膨張し、多くのノンコアビジネスを抱えてしまったこと、高コスト体質による競争力および収益力の低下などが業績低迷の要因でした。また、多額の政策保有株式を抱えていたこと、極端に安全性を重視する財務戦略により、自己資本が大きく積み上がったこともROEの低下要因になっていました。

対話内容
 当社からは、上記の課題認識を共有するとともに、まずは株主資本コストについての議論を行い、同社の株主資本コストの水準について共通認識を確認しました。次いで、目指すべきROE水準を明確にすることを要望しました。また、収益性改善のためには事業ポートフォリオの見直しが必要であり、高コスト体質からの脱却が急務である、との当方認識を伝えました。さらに、ROEの向上のためには政策保有株式を含むバランスシート改革も重要であることを指摘しました。これに対して会社側は、どのような取り組みおよび開示内容が議決権行使の判断材料になり得るか具体的に示してほしいと要望し、当社からは、政策保有株式については純資産対比で20%未満まで縮減する大胆な縮減方針を明示すること、ROEについては株主資本コストを上回る具体的な目標を設定し、事業ポートフォリオ改革やコスト削減の具体的かつ投資家が納得し得るROE改善施策を開示することが必要との見解を示しました。当初、会社側は、会社のフィロソフィーとして人員削減には消極的であること、保有する政策保有銘柄は事業の立ち上げから手掛けてきた「思い入れ」の強い会社であることなどを訴えましたが、会社の現状等を踏まえて、迅速な取り組みの必要性を訴えたことで、会社側の理解を得られました。

企業側対応
 決算説明会等において、会社側は目指すべきROE水準を明示するとともに、ノンコアビジネスからの撤退を含む事業ポートフォリオの見直し方針や採用抑制による人件費コントロールなどのコスト削減施策を打ち出しました。また、政策保有株式についても、長期的な目標を含む具体的な削減計画が示され、その後、大規模な売却実績も公表されました。

議決権行使への反映
 政策保有株式については、保有残高は大きいものの、縮減への取り組みが確認できたと判断し、当社の議決権行使方針には抵触しないと評価しました。また、業績については基準に抵触するものの、会社側が事業ポートフォリオの見直しやコスト削減施策などの構造改革に踏み出したことをエンゲージメントなどを通じて確認できたことから、今回は基準適用を見送り、取締役の再任議案に賛成することとしました。

今後の方針
 今後の目指すべき方向性については、会社側との認識共有がなされました。その共通認識に沿った取り組みが行われているか、その取り組みのスピード感および効果が期待どりの水準か、などをモニタリングするとともに、必要に応じてさらなる取り組みの強化を会社側に促すため、当社では同社に対するエンゲージメントを継続していきます。

株主提案に対する当社の考え方

株主提案に対する賛否判断について

昨今、株主提案が増加傾向にあり、2025年においても様々な議案が上程されました。
株主提案につきましては、当社「議決権の行使に関する方針」の適用を原則とし、以下の考え方で賛否判断を行いました。

主な株主提案への考え方

- 剰余金処分：会社提案と比較し、中長期的な企業価値および株主価値向上の観点から判断
- 自己株式取得：当該企業の株主資本の活用状況およびキャッシュフロー等を勘案
- 資本コストの開示（定款変更議案）：当該企業の資本コストを意識した中長期の経営計画、資本政策、成長戦略等の開示状況（エンゲージメントを含む）を勘案
- 気候変動問題への対応を求める提案（定款変更議案）：当該企業の気候変動に対する取り組みおよび開示状況を勘案

定款変更議案に対する考え方

定款変更議案として上程された株主提案については、以下の観点も併せて判断しました。

- 提案内容を定款に記載することで、当該企業の事業展開の妨げとならないか
- 提案の趣旨が企業価値向上に資するもので、かつ定款に記載することがふさわしい内容であるか

株主提案を受けた企業とのエンゲージメント事例、行使判断のポイント

当社では可能な限り、株主提案を受けた投資先企業、株主提案者双方と面談を行い、双方の考えを確認したうえで行使判断を行います。2024年7月～2025年6月の1年間で、双方と面談した事例は15件ありました。

株主提案の判断事例

Q社 (食品)

エンゲージメントテーマ

経営戦略、ガバナンス

株主提案の概要

提案は、気候変動リスク対応とネットゼロ目標の実現のため、P社定款に「気候変動関連リスク管理」の新たな章を設け、高排出セクターの顧客に対する移行計画の評価と情報開示を義務付ける内容です。

P社との面談テーマ

- 株主提案者が求める情報開示の内容について
- トランジション評価フレームワークやエスカレーションプロセスなど、カーボンニュートラル実現に向けた取り組みについて

スチュワードシップ委員会での論点 ➡ 定款への記載の必要性

Point 1

気候変動への対応は十分か

Point 2

気候変動への取り組みを定款に明記することにより、経営の制約にならないか

同社では、トランジション評価フレームワークを活用して顧客の移行状況を把握し、その方法や結果の開示は実施済み。移行計画の有無のみで資金提供の制限や財務リスク評価は未実施だが、エスカレーションプロセスや気候変動リスク管理の枠組みはすでに導入済み。

情報開示強化の観点から株主提案には一定の理解を示せるものの、気候変動といった特定課題を定款に明記することで、企業全体の経営バランスが損なわれ、企業価値に悪影響を及ぼすおそれがある。

行使判断の結果

同社の取り組みや情報開示の状況を踏まえ、定款への記載は不要と判断し、株主提案に反対。

Part 1 スチュワードシップ活動

Part 2 コーポレートサステナビリティ

1 Materiality

2 Engagement

3 Proxy Voting

4 Sustainable Investment

5 Stewardship

6 Stewardship Activity

株主提案の判断事例

Q社 (食品)

エンゲージメントテーマ

経営戦略、ガバナンス

株主提案の概要

提案は、Q社の経営改革の推進とガバナンス強化に向け、取締役会の知見・スキルを拡充するため、重要な経営課題であるグローバルおよび資本政策に精通した社外取締役2名の選任を求める内容です。

Q社との面談テーマ

- 今後の事業戦略、資本政策について
- 取締役の選定基準、取締役会のスキル・マトリックスについて

スチュワードシップ委員会での論点

Point 1

現在の取締役会メンバーの構成は十分か、不足している知見・スキルはあるか

Point 2

株主提案の候補者の知見・スキルは、企業価値向上への貢献が期待できるか

Q社のビジネスにおいて、グローバル事業の重要性は高いが、現行の取締役会メンバーには、会長と社長を除き、海外経験を持つ人材が不在である。また事業ポートフォリオの見直しなど、資本効率の改善が必要な状況下にあるが、資本市場やキャピタルアロケーションに精通した人材も不足している。

株主提案の候補者2名は、資本市場への理解や豊富な海外経験を有しており、社外取締役としての独立性も担保されている。グローバル事業の展開や資本効率の改善といった経営課題に対して、有用な経験と専門性を有する人材であると考えられるので、中長期的な企業価値向上への貢献が期待できる。

社外取締役候補者のスキル・マトリックス

氏名	提案者	経歴	企業経営	財務・会計	法務・コンプライアンス	マーケティング・営業	品質・生産・研究開発	グローバル	ESG・サステナビリティ	資本市場	判断
A氏	会社	大学教授				●					賛成
B氏	会社	銀行業経営	●	●							賛成
C氏	会社	小売業経営 農業組合	●			●					賛成
D氏	会社	弁護士			●				●		賛成
E氏	株主	グローバル経営 資本市場関係者	●	●				●		●	賛成
F氏	株主	グローバル経営 食品業経営	●	●			●	●			賛成

行使判断の結果

株主提案の候補者2名の知見・スキル等が、中長期的な企業価値向上とガバナンス強化に資すると判断し、株主提案に賛成。

65

SUSTAINABILITY REPORT 2025 66

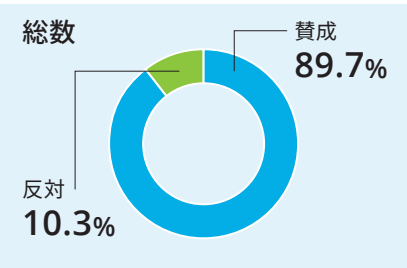
議決権行使の結果

2025年は2,068社の日本企業、3,432社の海外企業に対し議決権を行使しました。
議案ごとの行使状況は以下のとおりです。

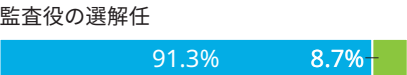
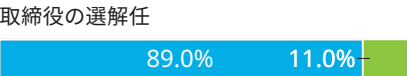
■ 賛成 ■ 反対 ■ 保留*1

国内

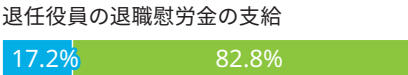
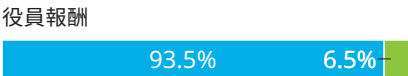
会社提案に関する議案



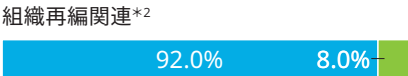
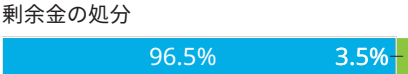
● 会社機関に関する議案



● 役員報酬に関する議案



● 資本政策に関する議案
(定款に関する議案を除く)



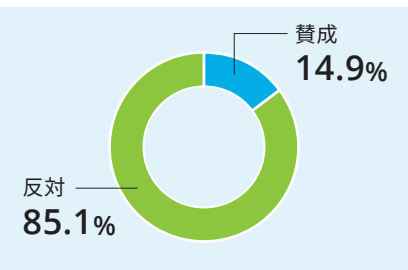
● 定款に関する議案



● その他の合計

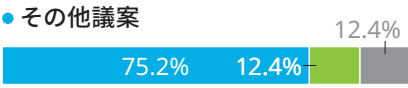
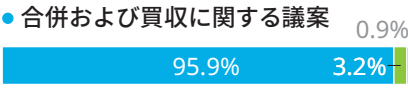
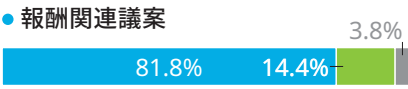
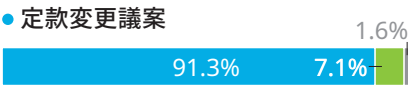
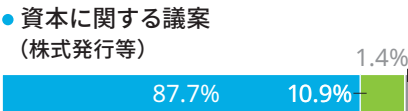
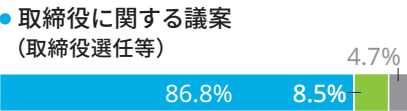
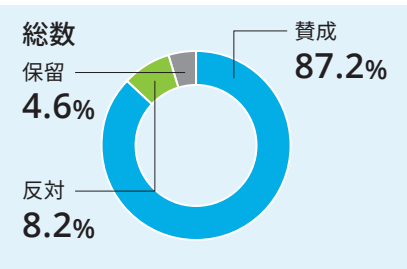


株主提案に関する議案

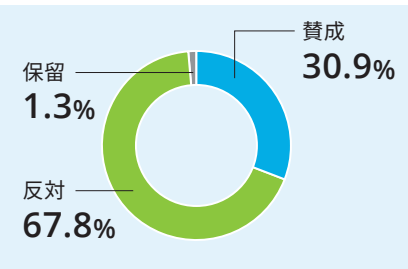


海外

会社提案に関する議案



株主提案に関する議案



*1 海外株式の行使判断において、株主価値向上の観点から「保留」を選択することがあります
*2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等
*3 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

行使結果の分析

当社は、受託者責任の遂行を通じて、投資先企業の中長期的な企業価値および持続可能性の向上を目指すとともに、少数株主の利益を重視した議決権行使を行っています。近年は、ガバナンスの「実効性」を重視した議決権行使方針の改定を継続的に進めてきた結果、反対率は上昇傾向にありました。しかし、2025年6月の株主総会では、会社提案への反対率が前年の10.48%から8.97%へと減少に転じました。この要因は、主に以下2点によるものと考えられます。

まず、2022年の市場区分再編を契機に始まったTOPIX構成銘柄の見直し、2025年1月末に第1段階を完了し、構成銘柄数は約2,200社から約1,700社へと減少しました。これに伴い、当社が保有するTOPIX構成銘柄もこの1年間で数百社減少し、反対率が相対的に高い企業群がTOPIXから除外されたことが反対率低下の一因になったと考えられます。

次に、企業側の対応が進化したことも大きな要因です。2023年3月に東京証券取引所が企業に対し「資本コストや株価を意識した経営」を促したことを受け、資本効率の改善、事業ポートフォリオの見直し、人的資本・無形資産への投資など、財務・非財務両面での改革が進みました。その結果、ROE・ROIC・PBRなどの指標改善に向けた取り組みが広がり、当社の議決権行使方針に抵触する企業も減少しました。

加えて、コーポレートガバナンス・コードに基づく体制整備の進展も背景にあります。プライム市場の上場企業では、

独立社外取締役の3分の1以上の選任、女性役員の登用、指名・報酬委員会の設置などが推奨され、多くの企業がこれに対応しています。これにより、外形的なガバナンス体制は整い、安心して経営を任せられる企業も増加しました。

もっとも、こうした形式的な整備は出発点到過ぎません。今後は、取締役会の実質的な機能発揮や経営陣への適切な監督・助言といった「実効性」の向上が求められます。ガバナンスの実効性は、ESG全体の質的向上にも直結し、持続的な企業価値向上の基盤となります。

日本企業のガバナンス体制はこの数年で大きく前進し、株価もバブル期を超える水準に達しましたが、グローバル基準ではようやくスタートラインに立った段階ともいえます。資本コストを意識した資本配分の最適化などにより各種指標は改善傾向にありますが、本質的には「稼ぐ力」の強化が重要であり、それには生産性向上と中長期的な成長戦略の着実な実行が不可欠です。

当社は、議決権行使において定量的な基準に加え、今後はガバナンスの実効性を踏まえた定性的な判断をより重視していきます。投資先企業には、独立社外取締役の構成やダイバーシティを意識した体制のもと、適切なアクセルとブレーキを踏む経営を期待しており、当社は責任ある投資家として、企業の持続可能な成長を後押しする議決権行使を継続していきます。

個別開示の工夫

議決権行使は、株主が企業経営に意見を直接反映させる唯一の機会であり、投資先企業の健全な経営や持続可能性を促進するための重要な手段です。また、その結果を詳細に開示することで、議決権行使の透明性や投資先企業への説

明責任も果たされます。
当社では行使結果の個別開示に際して、以下のような工夫を取り入れています。

早期開示	株主総会が開催された月の翌月末に、個別の投資先企業および議案ごとの賛否判断を開示しています
専用サイト	総会日での絞り込みや、銘柄名での検索等、行使結果を検索しやすい環境を提供しています (https://viewpoint.glasslewis.com/WD/?siteId=DaiwaAM)
Excelファイルのダウンロード機能	Excelファイルをダウンロードして、議決権行使結果の集計や分析に利用できます

投資先企業の皆様へのメッセージ

当社はエンゲージメントを通じて、投資先企業の「サステナブルな価値創造」を支援したいと考えています。そのために、企業との対話では単なる情報交換ではなく、相互理解を深める、建設的で双方向なコミュニケーションを望んでいます。企業と投資家が対等に向き合い、価値創造という共通目標に向けて意見を交わすことこそが、エンゲージメントの本質です。

しかし、理想と現実の間にはまだまだ多くのギャップが存在しています。例えば、対話がQ&A中心で一方通行な場合や、

資料説明に時間を費やし、お互いの期待や懸念が十分に反映されないケースもあります。こうしたギャップも、継続的な対話を通じて少しずつ解消されれば、企業価値や株主価値の向上につながるはずです。それは、日本の資本市場全体の健全な発展にも寄与するものと捉えています。

このような思いから、わたしたちは投資先企業の皆様に、現状のギャップ解消に向けた具体的な行動を以下のとおり期待しています。

当社が期待していること

期待 1	「 面談≠目的 」 	面談自体が目的化し表面的な対話にとどまってしまうことがあります。特に、対話テーマの設定を投資家側に委ねてしまうと、企業起点での積極的な議論とはなりません。エンゲージメントは、企業と投資家が相互理解を深め、企業価値向上につなげるための重要な仮説検証の場でもあります。だからこそ、面談では企業側が率先して対話をリードし、前向きな姿勢で議論を深めていただくことを期待しています。
期待 2	「 簡潔な説明 」 	面談では、限られた時間内で自社の取り組みや強みを的確に伝えることが重要です。しかし、説明が長くなり、かえって企業の魅力が上手く伝わらず、経営への期待が高まらないケースも見受けられます。その結果、対話の焦点がぼやけ、お互いに十分満足できる建設的な意見交換に結びつきにくくなります。こうした背景を踏まえ、当社では、アピールポイントを明確に整理し、簡潔かつ要点を押さえた説明を期待しています。
期待 3	「 積極的な意見交換 」 	エンゲージメントは「対話」であり、双方向型のコミュニケーションが不可欠です。しかし、資料説明や質問に時間を費やし、一方通行となる場面が少なくありません。これでは企業の意欲が十分に伝わらず、対話の本質が損なわれかねません。反論や逆質問を通じて、価値観や意思決定の背景を共有することが、対話の質を高め、関係の深化につながります。だからこそ、対話の前後・最中を問わず、積極的な意見交換を期待しています。
期待 4	「 課題の明確化 」 	企業が抱える課題は欠点ではなく、成長余地であると考えています。なぜなら、課題の解消は、企業価値の向上に直結するからです。改善策とセットで課題を開示いただければ、前向きな視点でエンゲージメントを進めることができます。また、現状の問題点を隠さず開示する姿勢は、信頼関係の構築においても重要です。そのため、現時点における良い点だけでなく、将来に向けて解決すべき課題も含めた透明性のある情報開示を期待しています。
期待 5	「 PDCAの見える化 」 	各種経営活動におけるPDCA（計画・実行・評価・改善）のサイクルがどのように機能しているか、明確な開示をお願いします。このサイクルが可視化されていれば、業績等が芳しくない状況でも、継続的な改善努力を踏まえ、前向きに評価することが可能です。特に、取締役会の実効性評価を含め、ガバナンスの枠組みの中でPDCAがどのように機能しているかは、リスク管理や透明性の観点から重要であり、一段高いレベルの期待を寄せています。
期待 6	「 対話成果の開示 」 	初めの場合を除き、対話を通じ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。過去のエンゲージメントがどのような成果をもたらしたのか、具体的な変化を共有いただくことは、対話の目的を再確認するうえで重要です。対話成果の開示は、信頼関係の構築に寄与し、今後の対話の質を高める基盤となります。だからこそ、過去の対話を踏まえた変化や取り組み状況について、積極的な開示を期待しています。



スチュワードシップ・チーム

本年の議決権行使方針の主な見直し

① 社外役員の独立性要件の厳格化

社外役員の独立性要件の一つとして、10%以上を保有する大株主またはその親子兄弟会社の出身者ではないことを求めています。これは特定の大株主出身者は一般株主の立場で経営の監督や監査を行うという役割を果たせるか懸念があると考えたためですが、保有比率が10%未満であっても株式の持ち合いや事業の関係等でその懸念が大きいケースも散見されることから、大株主の基準値を5%以上に引き下げることにしました。

② 取締役の任期

監査役会設置会社の取締役の任期は会社法上2年以内と定められていますが、上場企業の取締役は毎年株主総会で信託を諮るべきと考え、監査役会設置会社の取締役の任期1年を求める基準を新設しました。

③ 補欠の社外役員候補者の独立性要件

補欠の社外役員候補者に求める独立性要件は、従来は金融商品取引所が定める独立役員の要件を満たしていることのみでしたが、補欠の候補者も有事の際には実際に社外役員として活動することから、通常の社外役員と同様の独立性要件を求めることにしました。

議決権行使方針の今後の改定に向けて

当社では、投資先企業の中長期的な企業価値向上に資する議決権行使方針のあり方について継続的に検討しており、さらなる改善を目指して毎年改定を行っています。現在は特に「取締役会の実効性向上」を大きなテーマとして、ガバナンス体制の強化に資する方針の導入・改定について様々な角度から検討を行っています。具体的に検討を行っている課題として、以下にいくつか例を列举します。

① 取締役会のジェンダーの多様性

上場企業全体として女性取締役の登用は進んできましたが、まだ多様性が十分確保されているとはいえない状況です。現在はプライム市場の上場企業に対して取締役が複数のジェンダーで構成されていることを求めています。今後、多数派ではないジェンダーの構成比率の要求水準は引き上げていく方針です。

② 政策保有株式

政策保有株式の縮減についても上場企業全体として着実に進んでいますが、いまだ道半ばにあると考えています。また過大保有の基準としている純資産対比20%未満がゴールではなく、継続的に縮減していくものであることから、今後過大保有の基準値の引き下げについて検討していきます。

③ 指名・報酬委員会の独立性強化

指名・報酬委員会は、経営トップのサクセッションプランから取締役候補者の選定、業績連動報酬や株式報酬の構成比率・その指標など重要事項を審議する場として非常に重要であると考えており、その審議プロセスの客観性を高めていくためにも、当該委員会の委員長は社外取締役が務めるべきであると考えます。今後、任意設置も含めて指名・報酬委員会の委員長に関する方針の導入も検討していきます。