

Part 1 スチュワードシップ活動

イントロダクション

スチュワードシップ活動における価値創造プロセス

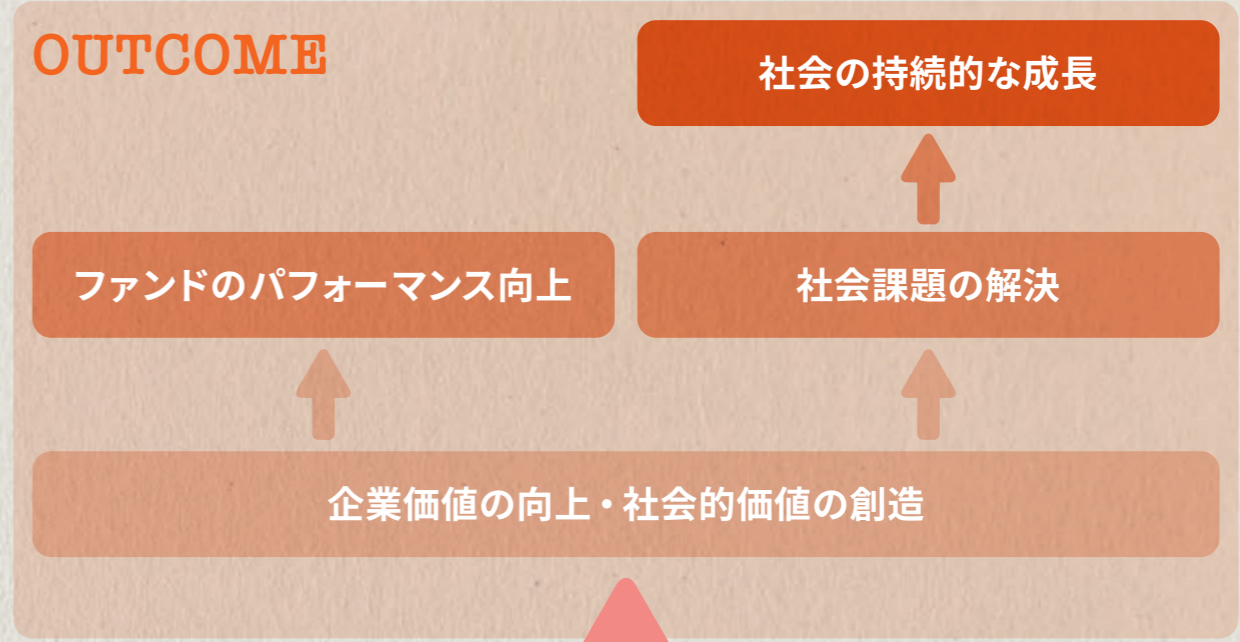
当社は、「三位一体のエンゲージメント」「知財への取り組み」「リンゲージメント」「議決権行使」「ESGインテグレーション」を強みとして、投資先企業の企業価値向上への取り組みを促進します。

INPUT

- エンゲージメント**
 - 企業調査チーム：14名
 - エンゲージメント・チーム：7名
 - スチュワードシップ・チーム：8名
- ESGスコア**
 - インハウスESGスコア
 - ドロッカー研究所スコア
- 議決権行使**
 - 監督委員会
 - スチュワードシップ委員会
 - 議決権行使基準の改定
- 外部機関**
 - ドロッカー研究所
 - グラス・ルイス社
 - MSCI社
 - サステナリティクス社
 - イニシアティブへの参画 など



- 活動方針 ▶ ベストプラクティス P.35
- 議決権行使方針 P.37
- スチュワードシップ活動方針 P.47
- ESG投資方針 P.48
- マテリアリティ P.48



OUTPUT

エンゲージメント P.11~

- エンゲージメント件数：1,377件
- エンゲージメント・チーム：4.4% / 61件
- 企業調査チーム：81.2% / 1,118件
- 環境・社会・ガバナンス(ESG)：27.9%
- ROE・資本コスト：18.3%
- 投資家との対話の方針・情報開示：25.7%
- 資本政策(キャッシュ活用・株主還元など)：28.1%

(注) 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。

議決権行使 P.37~

- 年間議決権行使件数：2,500件
- 賛成・反対比率
- 会社提案に関する議案(総数：23,601議案)
 - 賛成：21,490
 - 反対：2,111
- 株主提案に関する議案(総数：432議案)
 - 賛成：89
 - 反対：343
- スチュワードシップ委員会開催回数：40回
- スチュワードシップ委員会議案数：101議案
- スチュワードシップ監督委員会開催回数：2回
- 議決権行使基準の改定：2回

PRI年次評価 P.66

Signatory of: **PRI** Principles for Responsible Investment

項目	評価
投資、スチュワードシップ・ポリシー	★★★★★
上場株式会社におけるアクティブ運用	★★★★★
上場株式会社におけるパッシブ運用	★★★★★
国債・社債	★★★★★
証券化商品	★★★★★
外部委託におけるアクティブ運用	★★★★★

Part 1
スチュワードシップ活動

株式市場の投資環境とスチュワードシップ活動



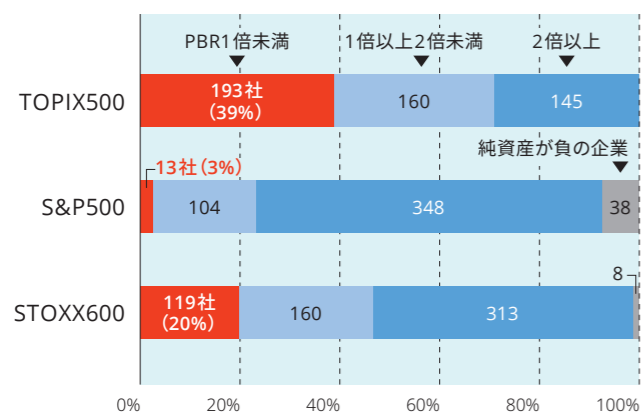
長野 吉納
調査部長

企業の意識変革と資産運用立国

2023年の日本の株式市場は大きく上昇しました。その背景として、2つの構造変化が指摘できるでしょう。第1の構造変化は、デフレからインフレへの転換です。デフレ下の経済活動は、消費や投資を今するより将来する方が安くなるため、縮小均衡に陥りがちです。しかし、インフレへの転換により縮小均衡志向が変化しつつあります。第2の構造変化は、資本コストを意識した企業経営への転換です。PBR（株価純資産倍率）1倍割れは、企業が投資家の期待（＝資本コスト）に見合った収益を上げていないためとの認識が広がりつつあります。

このような中、岸田内閣が「資産運用立国」を打ち出した

TOPIX500、S&P500、STOXX600 企業のPBRの分布



出所：経済産業省の資料を参考にBloombergデータより作成

のは、時宜を得た政策といえます。資産運用業界の変革と併せ、現預金として滞留している個人金融資産を活性化させることで、リスクを取れる資金を企業に供給し、企業がその資金を効率的かつ積極的に活用すれば（換言すると、資本コストを意識し業容拡大に投資すれば）、企業価値向上への好循環が構築でき、日本経済も成長力を取り戻すでしょう。

エンゲージメント活動の意義と当社の姿勢

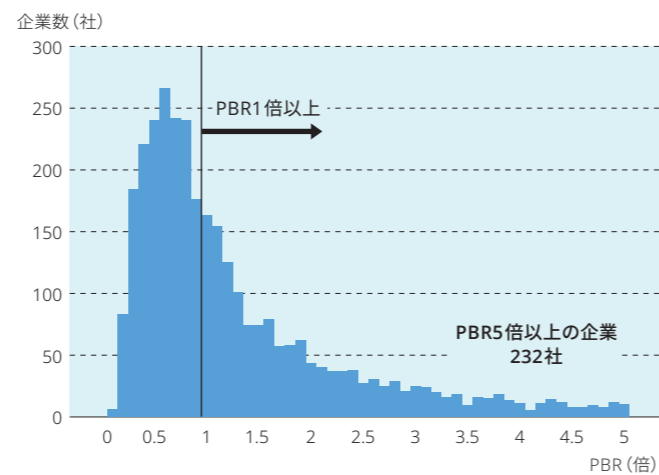
企業価値とは、資本コストを上回る収益を継続的に生み出す力と定義することができます。企業価値向上のために資産運用会社に求められている活動の一つがエンゲージメント（企業との建設的な目的を持った対話）です。企業と運用会社が価値向上に関して課題を共有し、課題解決に向けた方策を議論し、議論を踏まえた経営を企業が実行することで、企業価値向上を実現していく。こうした動きが近年強まっており、当社も積極的に取り組んでいます。

また、投資家によってはエンゲージメントから一歩進んで、株主総会での株主提案という方法を用いるケースも増えています。当社では内容を十分検討したうえで、企業の中長期的な価値向上に資すると判断できれば提案に賛同しています。

サステナビリティ向上への無形資産の重要性と当社の取り組み

中長期的な企業価値とは、つまり「サステナビリティ（持続可能性）」です。サステナビリティという言葉は、環境問題

東証上場企業のPBRの分布



出所：経済産業省の資料を参考にQuickデータより作成

で聞く場合が多いと思いますが、企業価値においても本質は同じです。人類のサステナビリティに貢献することは、ビジネス上のリスクを回避するとともに、チャンスをつねることであり、そのための適切な判断を行える経営体制を構築することが、中長期的な企業価値（サステナビリティ）の向上につながると考えられるためです。

中長期的な企業価値を計るうえで注目されているのが、「無形資産」です。従来、無形資産はブランドやソフトウェアの価値など限定的な意味で使われていましたが、最近では企業価値を生み出す有形資産以外のものといった広義で

用いられるようになってきました。つまり、経営力や人財力、企業文化など、企業の本質的な力を指しているといえるでしょう。

無形資産を把握するには財務データだけでは不十分です。当社では、非財務データの活用、ノウハウを持つ外部機関との連携、それらを踏まえたエンゲージメントによって無形資産を把握し、企業にその拡大や活用を働きかけることで、優れた資産運用パフォーマンスの提供と、企業価値向上への貢献を両立し、ひいては日本経済活性化の一翼を担うことができると考えています。

スチュワードシップ活動における調査部の役割

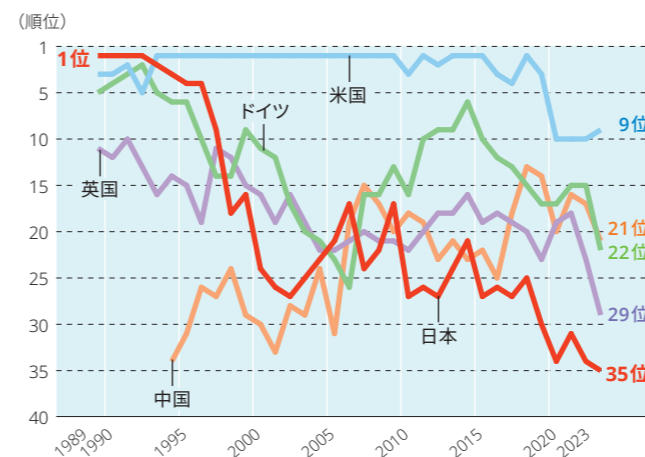
調査部は、グローバルな経済・市場環境を分析するエコノミスト／ストラテジストのチームです。メンバーは、その見解を社内の運用担当者のみならず、販売会社様やお客様に向けても発信しています。また、運用本部の一員として、マーケットの見地からスチュワードシップ活動についても側面サポートしています。グローバルでの地盤沈下が指摘されて久しい日本経済と日本企業ですが、スチュワードシップ活動の質・量そろった増進が日本再生への起爆剤となることを願っています。



Part 1

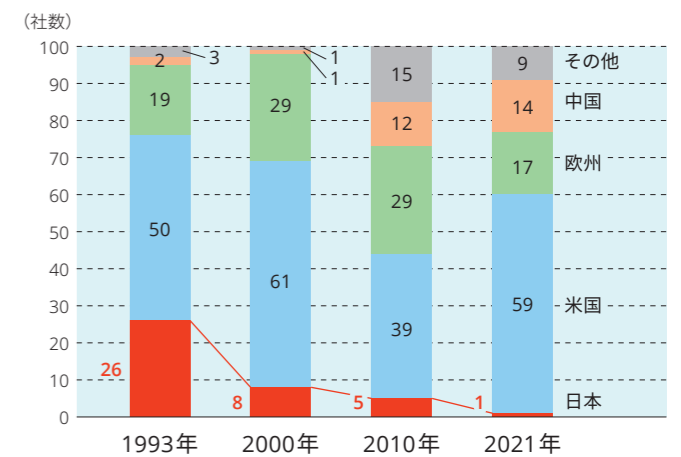
スチュワードシップ活動

世界競争ランキングの推移



出所：経済産業省の資料を参考にIMD「World Competitiveness Yearbook」等をもとに作成

世界の時価総額上位100社の企業構成



出所：経済産業省の参考資料 令和3年11月19日（資料5）より作成

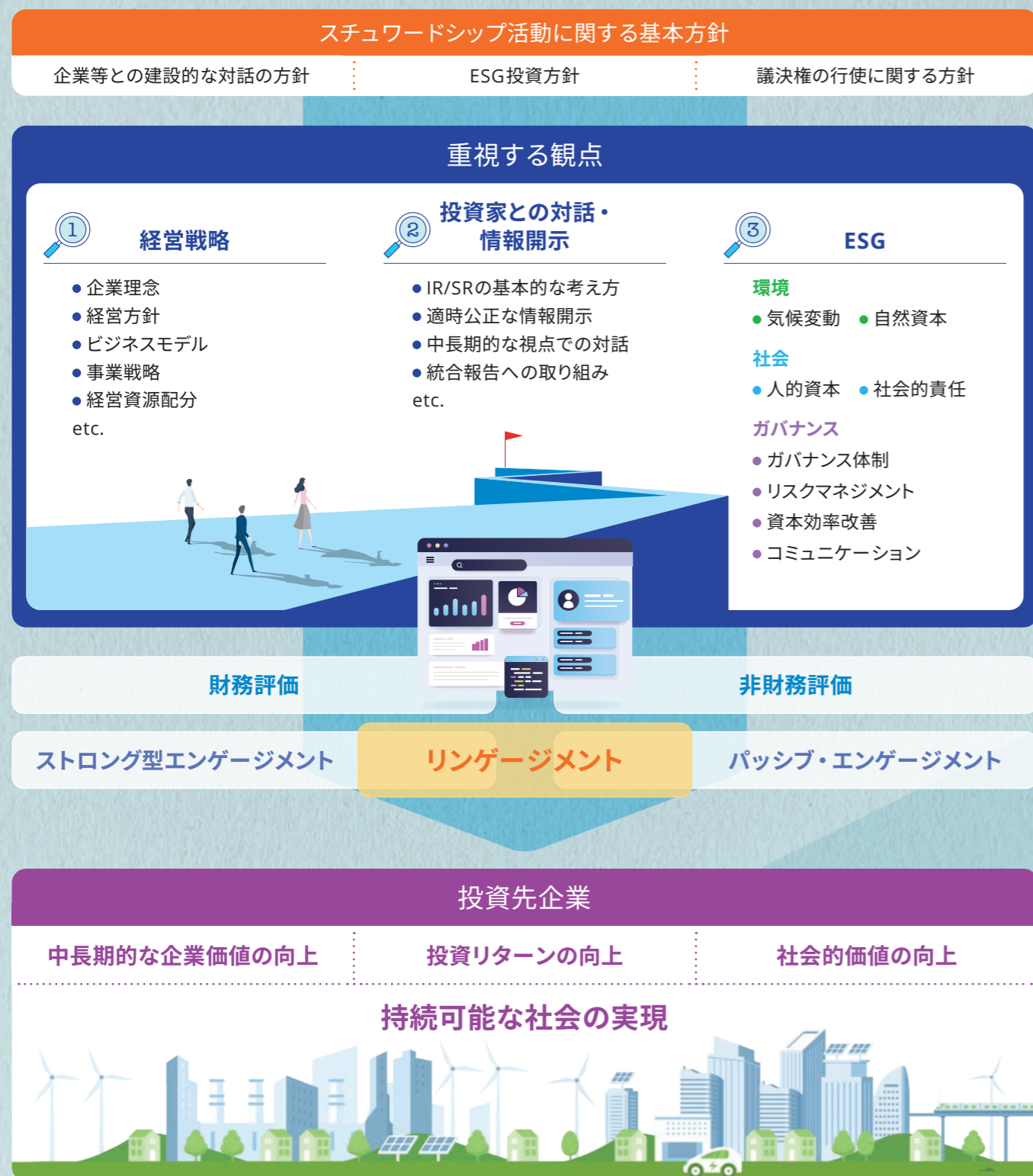
企業の変革を促すエンゲージメント



当社は、エンゲージメントを運用パフォーマンスの向上については受益者利益最大化のための重要な手段と位置づけています。企業が本源的価値を発現できていない背景を多

面的に調査し、企業と対等な立場でその問題を改善するための変革を促すことでWin-Winの関係を目指します。

エンゲージメント活動の全体像



エンゲージメント体制

以下3チームが「三位一体」となってエンゲージメントを行います。各チームの特性を活かしつつ、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みます。

「三位一体」で企業の変革を促すエンゲージメント

P.31~

エンゲージメント・チーム

アクティブ運用のファンドマネージャー
およびアナリストで構成

スチュワードシップ・チーム

責任投資部スチュワードシップ課の
スチュワードシップ・アナリストで構成

企業調査チーム


責任投資部ESG・リサーチ課の
アナリスト(アクティブ運用第二部兼務)で構成

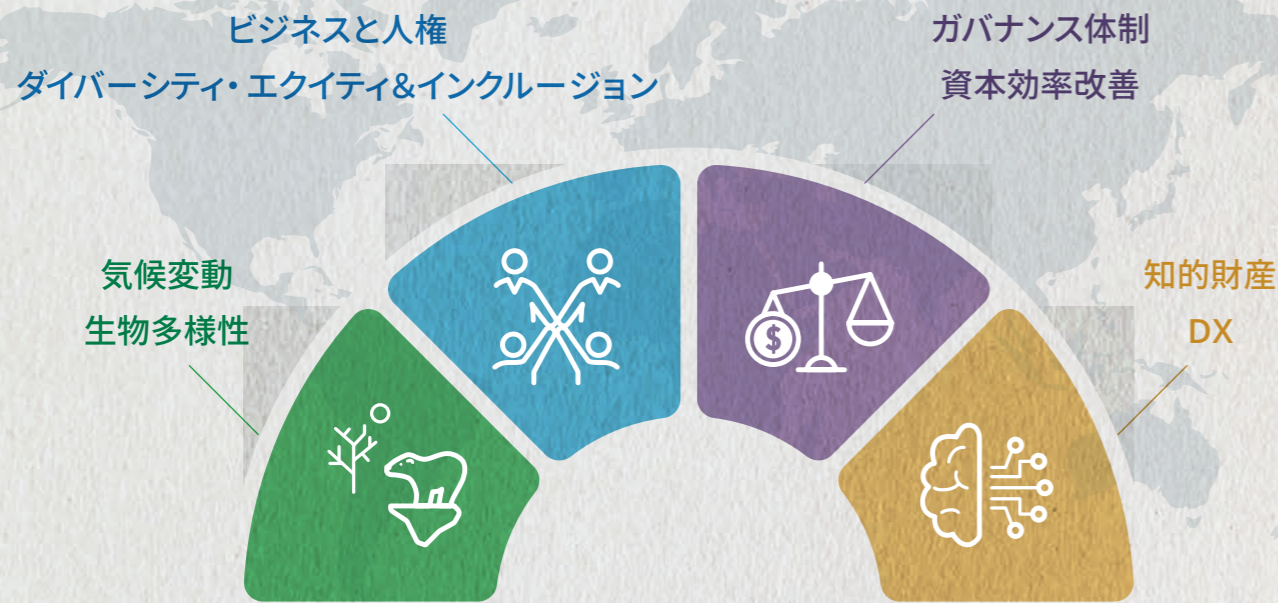
3つの重要ポイント

1. マテリアリティおよびベストプラクティスの共有

当社は、資産運用ビジネスを通じて、受益者の中長期的な資産形成に資することを目指しています。当社にとってマテリアリティとはこの目的を達成するために、投資先企業等の中長期的価値や持続可能性の向上と社会の持続可能


性の維持を目指して設定した重要課題です。エンゲージメントにおいては、これらの重要課題を各担当者が共有したうえで企業価値向上に向けた対話に臨んでいます。

マテリアリティの一例 (全体像は  P.48)



また、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) を定めています。あるべき経営の姿というのは人によって考え方が異なることもありますが、当社としての考え方を定め

ることでの担当者でも同じ方向を向いて対話することが可能になると考えています。当社はエンゲージメント等を通じて、投資先企業に対しこれらの取り組みを働きかけています。

ベストプラクティスの一例 (全体像は  P.35)

気候変動

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。

人的資本

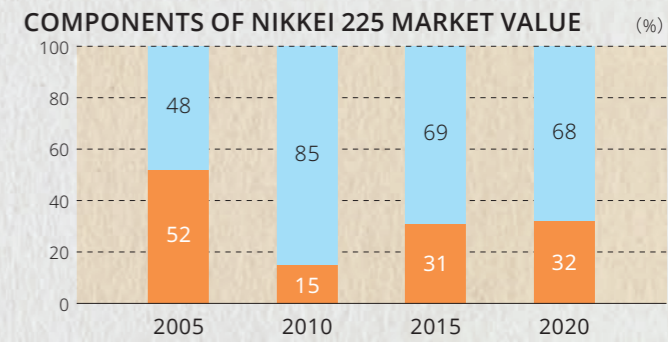
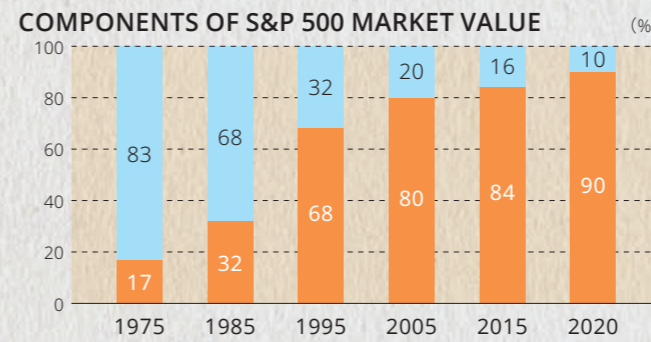
経営戦略と紐づいた人材戦略を策定する。また人材戦略の内容について、優秀な人材を確保・定着させるための取り組みや人材育成の仕組み・取り組み、従業員エンゲージメントを高めるための取り組みに関する施策が示されている。

2. 無形資産価値に注目したエンゲージメント

企業価値には、財務諸表に反映される財務価値と、財務諸表には反映されない非財務価値があり、昨今、非財務価値とりわけ無形資産 (知的財産、人的資本等) の割合が増加傾向にあるといわれています。日本企業の企業価値に占める無形資産の割合は諸外国に比べて低いという分析があり、

このような傾向がみられるのは日本企業の無形資産に関する開示や取り組みが不十分であるためと考えられます。その観点から、市場において企業価値が適切に評価されるため、あるいは企業価値を引き上げるために戦略的にエンゲージメントを行っていきます。

企業価値に占める無形資産割合の日米比較



出所：知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer2.0より作成

3. 知的財産の情報活用に関する取り組み

機関投資家にとって「社会のサステナビリティとの関連性を踏まえた企業評価・投資判断」の重要性が増しています。そこでの視点は、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ます。その際、企業が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高まると当社では考えます。

資本市場において、知財に対する関心は高まりつつありますが、企業価値評価や投資判断において、知財に関する分析が十分に組み込まれている段階ではありません。しかし、環境や人材がそうであったように、知財についても企業価値評価や投資判断に組み込まれていく流れができると考えており、当社としても適切な評価ができるよう研鑽を重ねていくとともに、企業の知財を含む非財務価値の向上を通じた企業価値拡大を促していきたいと考えています。

特許情報およびその活用度や戦略は、外部からみえにくいという特徴があることから、当社では、「知財戦略対話」という目的対話・エンゲージメントを積極的に行っています。同対話は、知財および研究開発部門の経営層を対象に、企業における知財部門の位置づけや特徴など基本的な情報を確認したうえで、具体的事例に基づいて「知財戦略」を理解するよう取り組んでいます。「知財戦略」が機能した要因を把握し、その背景にある戦略や体制を理解できれば、企業の「知財戦略」に対する信頼感は高まります。

証券アナリストジャーナルへの寄稿

証券アナリストジャーナル2023年10月号において、渡辺チーフ・アナリストが「機関投資家による『知財戦略』評価とエンゲージメント」という表題で論文を寄稿しました。そこで、機関投資家における「知財戦略」の評価の視点、企業と機関投資家の望ましいコミュニケーション、今後の「知財戦略」評価の展望について紹介しました。

知的財産についての座談会

大和アセットマネジメントでは、環境や人材がそうであったように、知財についても企業価値評価や投資判断に組み込ま認識しています。そこで、企業による知財・無形資産の投資・活用に関する取り組み・開示が、企業価値として顕在化する

れていく流れを想定していますが、それは総合的に適切な企業価値評価を行うという機関投資家としての重要な役割とための環境整備を目指し政策を推進している内閣府の池谷参事官をお招きし、座談会として意見交換の機会を持ちました。

Theme 1

「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」の意義と公表後の動き

尾崎: 2022年に「知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer.1.0」が公表されました。その意義と公表後の企業等の動向について、それぞれの立場からの認識をお聞かせください。

池谷氏: 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、そこに2021年のCGコード改定において、「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。ここで、重要だけれど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、ガバナンスしていくことで企業価値向上につながるのかという経営課題が浮き彫りになりました。そこで、具体的な考え方や行動を示すことがこのガイドラインの意義となります。

渡辺: アナリストの立場からは、「知財・無形資産」を活用して競争優位を獲得し、価値創造やキャッシュフローの創出に結びつけるビジネスモデルの実現において、欧米・新興国の先進的な競合相手の後塵を拝してきた、との認識を明確に示した点にも重要な意義があると考えます。「ゲームチェンジ」という言葉も使って、高付加価値で価格決定力のあるビジネスモデルを構築する必要があるというメッセージとなって、経営者・知財部門、そして株主・投資家の目線を改めて引き上げることになったと考えます。当社では目的対話を重視していますが、ガイドライン公表後は「知財対話」を企業に打診すると歓迎されるケースが増えました。

中山: 併せて、非財務情報の中核に位置する「人的資本」との関連性も重要な意義があると考えます。ビジネスモデルの核として「知財」を拡充し活用しようとしたとき、人材育成やモチベーションが重要な要素になります。このように、非財務資本全体を引き上げることにつながる契機になるのではと感じています。実際、これまで企業の中で知財部門はやや裏方の位置づけに感じられるケースがありましたが、ガイドラインを踏まえて、知財部門・R&D・事業部門の連携を強めたり、知財部門の人材育成を見直そうという機運も出てきています。

池谷氏: ガイドライン公表後は、企業の取り組み・開示がより実効性を持つために、投資家・金融機関の思考・評価ポイントを結びつけ、価値協創できるようなフレームワークが必要となりました。そこで2023年3月にVer.2.0を公表しました。

中山: ガイドライン公表後は「知財対話」において、技術系の役員に同席いただけるケースもあります。



池谷 巖氏
内閣府 知的財産戦略推進事務局 参事官

1997年東京大学経済学部卒業。2003年米国ダートマス大学経営大学院修了。1997年通商産業省(現 経済産業省)入省。中小企業庁、大臣官房、特許庁、資源エネルギー庁、在インドネシア日本国大使館参事官等を経て、大臣官房国会担当参事官、原子力損害賠償・廃炉等支援機構執行役員、特許庁秘書課長、通商政策局アジア大洋州課長を歴任。2022年7月より現職。

投資家・金融機関に期待すること、株主・投資家として取り組むべきこと

尾崎: ガイドライン公表を踏まえて、投資家・金融機関へ期待することをは何でしょうか。

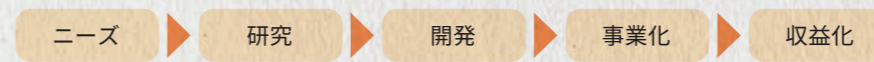
池谷氏: 「知財・無形資産」に対する取り組みと開示は企業側だけでなく、機関投資家も情報発信することが必要です。企業側からみると、機関投資家はそれぞれの立場によって情報の利用形態や情報に対するニーズが多様と映ります。したがって、「知財・無形資産」に関する情報や対話をどのように活用しようとしているのかを示すことで、ギャップを埋めていただきたい。また、情報や対話をチェックボックス的に用いるのではなく、「知財・無形資産」がどのように企業価値に結びつくのか、その再現性はあるのか、ビジネスモデルにつながるのか、という「因果パス」を見抜くという視点で企業と対話していただきたい。そしてその能力をさらに高めていただきたいという点が期待になります。

尾崎: アナリストとファンドマネージャーの立場から、株主・投資家としてどのように取り組むべきでしょうか。

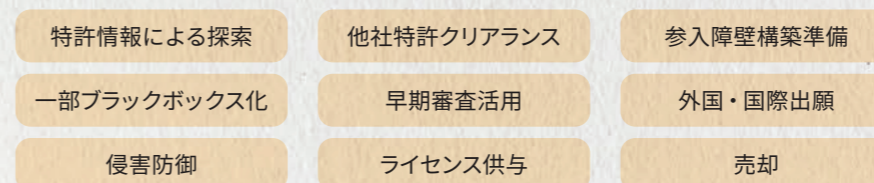
渡辺: 事業や製品の成功・失敗を単に目先の業績影響で捉えるのではなく、その要因・源泉を経営資源に遡って探求していく姿勢で企業に対峙することが重要だと考えています。その経営資源の中で、特許情報などの知財そのものは専門性が高く、知財の戦略についての情報開示も限られてきたことから、経営パフォーマンスや企業価値の要素として特定することが難しい面がありました。そこを、「知財対話」を通じて理解し、探求していくことが、池谷参事官のおっしゃる「因果パス」を見抜くということなのではないかと感じます。同じ製品を作っても収益性や効率性に大きな差があることはよくあります。その差を生んでいる要因を追求する中で、「知財」に着目することは欠かせません。わたしが「知財対話」を行う際には、以下の図を示し、外部からみえる研究開発・事業/製品開発・投資・成果のほかに、これらを支える知財およびその戦略について具体例で理解したいと伝えています。外部からは見えにくい知財およびその戦略が強靱であることを確認でき

事業の成功と特許に関する戦略の関係

【外部からみえる事業の成功】



【企業内部での特許に関する戦略の貢献例】



このような「知財戦略」の貢献を具体的に理解することで適切な知財戦略評価につながる。

出所：大和アセットマネジメント

Theme 2



渡辺 勇仁
アクティブ運用第二部 兼 責任投資部
チーフ・アナリスト



尾崎 美佳
責任投資部
課長代理
スチュワードシップ・アナリスト

Part 1

スチュワードシップ活動



議決権行使に関する投資先企業との対話において、知財は重要な論点になっていくと考えます(尾崎)



知財を論点としたエンゲージメントを積極的に行うとともに、各種研究会やセミナーにおいても、株主・投資家の視点で知財に関する意見を発信しています(中山)

れば、企業の研究開発・事業/製品開発・投資・成果に対する評価も自ずと変わってくるものだと考えているためです。

中山：知財分析は専門性が高く難しい面があり、機関投資家による企業価値評価や投資判断において知財に関する分析が十分に組み込まれている段階ではないと認識しており、また今後も企業の知財部門と同レベルの専門性で対話ができるとも考えていません。ただ、「知財・無形資産」が企業価値に十分反映されていないという認識を共有し、その要因と改善策を議論していくエンゲージメントが重要だと考えています。

池谷氏：株主・投資家の目的は、中長期での企業価値の向上にあると認識しています。よって、技術・特許そのものの理解・評価以上に、それらがなぜどのように差別化要素となり、ほかの経営資源といかに有機的に結びついて収益に反映されるのか、その持続性・再現性はどうか、このような視点で企業との対話を深めていただきたいと思います。技術・特許そのものの分析・評価については、主にコンサルティング会社や情報ベンダーなどの専門家に期待したい役割です。

尾崎：議決権行使方針やESG課題についての対話であるSRミーティングにおいては、「知財・無形資産」の投資・活用戦略や情報開示が主題となるケースは現時点では少ないのが実際です。それは、議決権行使方針に定める経営成績や資本効率や過去の実績を評価対象にしていることが背景にあると考えます。ただ、経営成績や資本効率は、「知財・無形資産」の投資・活用戦略の蓄積による成果という側面を踏まえると、SRミーティングにおいてもこのテーマはより深掘りして対話していくべきだと感じます。その点、「知財・無形資産ガバナンスガイドライン Ver.2.0」の全体像を示した概要図(下図)は、SRミーティングにおいて本テーマに対する対話を働きかける大変使いやすいツールだと感じます。

「知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer.2.0」の全体像

- 現状
- 競争力の源泉としての知財・無形資産の重要性の高まり(→デジタル化の進展、グリーン社会実現の要請)
 - 日本企業は、知財・無形資産の投資・活用において海外先進企業に後れ、PBR 1倍割れ、海外投資家等の日本株離れ

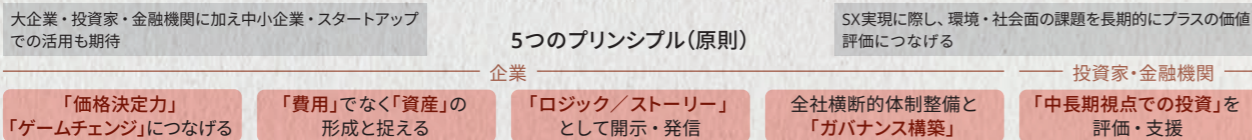
知財・無形資産の投資・活用の促進により、企業価値の向上、さらなる投資資金の獲得

- 企業の知財・無形資産の投資・活用戦略の開示・ガバナンスを強化
- 投資家・金融機関が企業の知財・無形資産の投資・活用戦略を適切に評価し、必要な資金を供給する資本・金融市場の機能強化

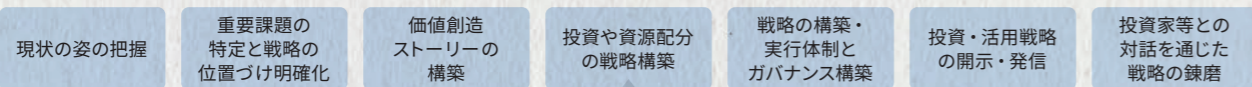
コーポレートガバナンス・コードの改定(2021年6月)により、
知財投資戦略の開示、取締役会による監督を明記
→上場企業は実施(comply)か説明(explain)が求められる
知財・無形資産の投資・活用戦略の開示・ガバナンスのあり方を分かりやすく示す

価値協創ガイダンス2.0
統合報告書、IR資料
経営デザインシートなど

知財・無形資産ガバナンスガイドライン

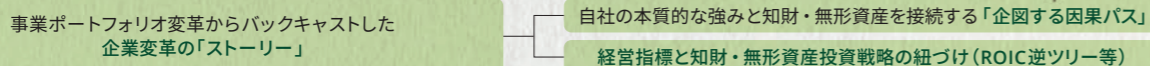


知財・無形資産の投資・活用のための企業における7つのアクション



スタートアップ等への経営資源提供・サプライチェーンとのパートナーシップ

Ver.2.0で追加 企業と投資家・金融機関のコミュニケーション・フレームワーク



※「知財・無形資産」のスコープは、特許権、商標権、意匠権、著作権といった知財権に限られず、技術、ブランド、デザイン、コンテンツ、ソフトウェア、データ、ノウハウ、顧客ネットワーク、信頼・レピュテーション、バリューチェーン、サプライチェーン、これらを生み出す組織能力・プロセスなど幅広い。
出所：内閣府「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」

「知財・無形資産」が一層重視される将来への展望

Theme 3

尾崎：「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」が契機となって、「知財・無形資産」に対する企業側の情報開示と機関投資家による探求やエンゲージメントが動き出していると感じます。そのうえで、現状の課題認識とこの動きの先にある将来への展望についてどのようにお考えでしょうか。

池谷氏：まず、現時点の課題として、まだ企業側の情報開示が十分進展しているとはいえないと感じています。また、「知財・無形資産」に関わる戦略を企業内のどの部門が旗を振って行うのか、という点が定まっていないケースも散見されます。機関投資家には、こうした課題も認識しながら企業に「気づき」を与えるような質の高い対話を進めていただきたい。情報開示という点では、2023年3月期から人的資本の有価証券報告における開示が始まりましたが、この制度開示の潮流が「知財・無形資産」にどのように波及してくるかという点にも注目しています。また、対話という点では、AIの発展によって機関投資家やコンサルティング会社や情報ベンダーなどの専門家の分析が進化することで、より有意義な対話につながる可能性についても注目しています。

渡辺：財務情報やマーケットデータは、様々な形で分析され企業価値に結びつくシステムが存在します。一方、企業の「知財・無形資産」の価値を測定するシステムは模索段階にあると認識しています。「ミエナイチカラ」を測定するシステム開発に取り組むことや企業価値評価モデルの中での「知財・無形資産」反映などを通じて、企業を取り巻くステークホルダーすべてが「知財・無形資産」の重要性を改めて認識し、それが取り組み・情報開示を通じて企業価値向上につながる、そんな流れができることを展望しています。

中山：優れた知財・技術を持っていても、ビジネスモデルとして確立できず、付加価値の創出につなげることができなければ、投資余力も高まりません。好循環のスパイラルに導くようなエンゲージメントを行っていきたくと考えます。その点、企業から知財の重要性と戦略に対する情報発信は徐々に進み、分析に向けた環境も整いつつあります。こうした情報発信は投資家との対話の糸口にもなり、企業と機関投資家の対話・エンゲージメントが進むことで、発信される情報および機関投資家による分析手法の開発が進み、環境や人材がそうであったように、知財についても企業価値評価や投資判断に組み込まれていく流れができると考えます。また、現在は特許情報が中心ですが、今後は意匠・商標などを含む広義の知財が分析・評価の対象になっていくのではないのでしょうか。こうした潮流を先導する意気込みで取り組んでいきたいと考えています。なお、企業による「知財・無形資産」の情報開示、さらには投資・活用戦略自体においても、企業間で大きな差があります。当社エンゲージメント・チームでは、企業との1対1の対話だけでなく、優れた情報開示や戦略を実践している企業(ベストプラクティス企業)を含めた1対n(多数企業)のミーティング機会を設定したり、ベストプラクティス企業を課題を有する企業に紹介し企業間で知の共有を促す機会を設定しています。当社ではこのような活動を「リンゲージメント」と呼んでおりますが、「知財・無形資産」分野については、「リンゲージメント」が特に有用な分野だと感じています。

池谷氏：このような株主・投資家としての活動が一つの原動力となって、企業における知財・無形資産の投資・活用戦略が活発化し、多くの日本企業が「ゲームチェンジャー」になることを期待します。



日本版ドラッカー研究所スコアを開発し、「ミエナイチカラ」の測定に取り組んでいますが、そこでも「知財・無形資産」が重要な要素となっています(渡辺)



機関投資家には、企業との間で「知財・無形資産」に着目した対話を行い、建設的な問いかけを行うことで、企業の持続的な成長を促すことが期待されます(池谷参事官)

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、すなわちエンゲージメント・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をストロング型エンゲージメントと呼んでいます。

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。

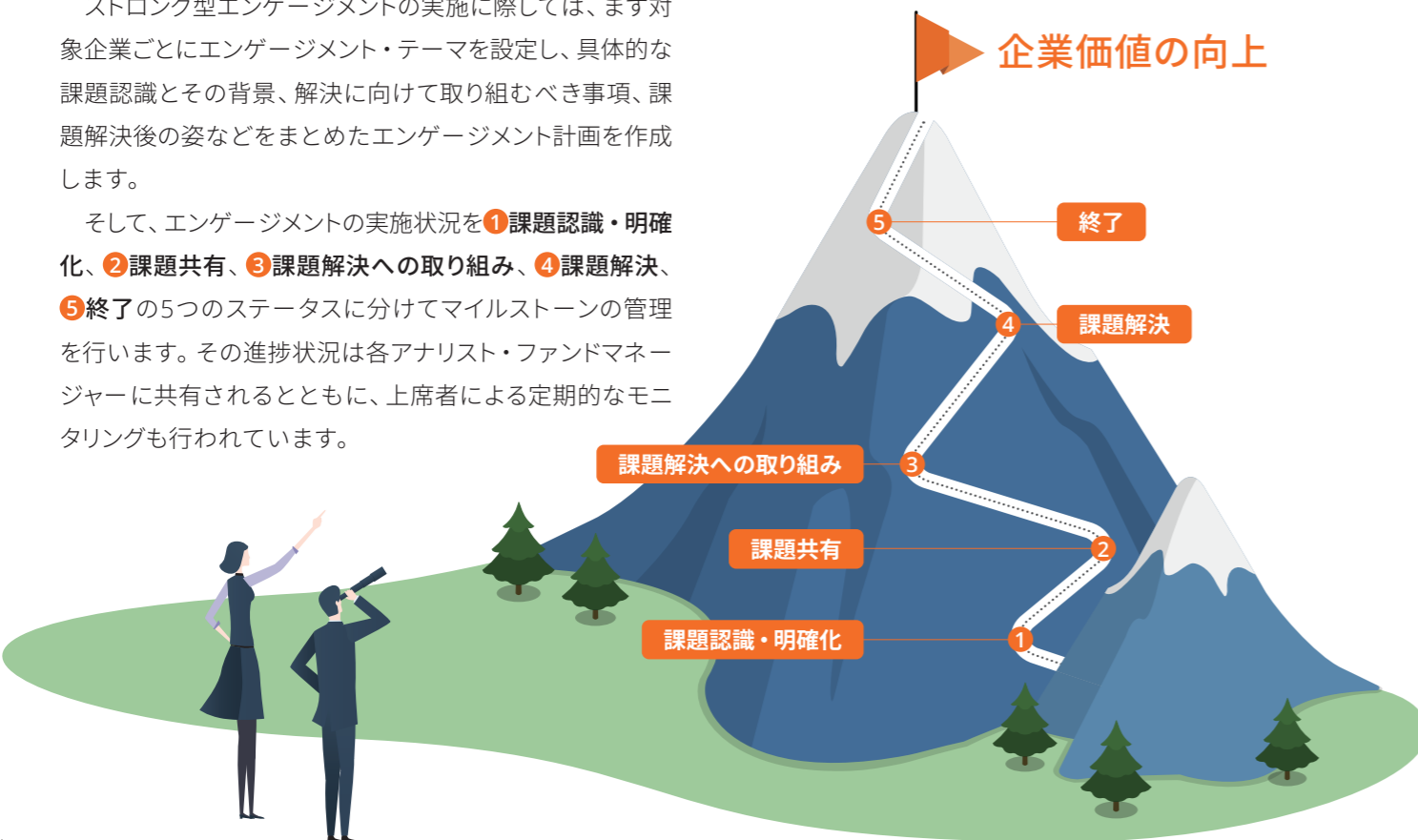
またエンゲージメント・チームのファンドマネージャーも、すべての投資対象企業について上記の視点に基づき対象企業の選定を行っています。



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

A社(化学) > 主な対話相手: 代表取締役社長

エンゲージメント・テーマ 資本効率改善とIRコミュニケーション拡充

[課題認識と背景]
 総還元性向50%方針や長期ビジョンに沿った大型設備投資を進めてきたが、保有キャッシュの水準は依然として過大。政策保有株式の縮減も進んでおらず、資本効率改善のアクションを積極化すべき。
 また成果が出始めた新製品およびその背景である研究開発力に関する説明力を高め、R&D型の高収益・高効率企業に向かう道筋を示す必要がある。

[解決に向けて取り組むべき事項]

- ① 政策保有株式の縮減加速と妥当キャッシュ水準の算定と開示。特に主要株主との持ち合い解消
- ② これまで実績が少なく開示方法が不慣れな新製品やR&Dに関する開示方法の確立
- ③ これまでIR部門を担当した取締役が社長に就任したことを契機としたIRコミュニケーションの改善

[課題解決後の姿]

- ・ 研究開発型企業らしい高効率企業への道筋鮮明化
- ・ 資本コスト低減、中長期成長期待の醸成、ROE引き上げによるPBR向上

対話時の企業側の反応
 株価は「株主資本コストが相当高い」「利益成長・ROE改善が期待されていない」状況を示していることを伝えたうえで、研究開発型企業の企業価値向上の好事例を示し、左記取り組むべき事項について対話したところ、提言に賛同し、好事例企業CFOに学ぶ機会を設定するとした。

対話後の企業のアクション
 好事例企業に学んだうえで、説得力のある資本効率改善策を示した。またスモールミーティングに研究開発責任者や社外取締役を同席させるなどの対応を進めた結果、株価はPBR1倍を超える水準まで上昇。

課題解決への取り組み 3

B社(小売業) > 主な対話相手: 代表取締役社長

エンゲージメント・テーマ 収益性改善・ROE向上による企業価値拡大

[課題認識と背景]
 収益性が同業他社と比べて大きく劣後しており、その格差の最大要因は顧客単価が低いことである。また、主力のB2B事業と比較してB2C事業の採算性が低いことも課題となっている。
 バランスシートについては手元キャッシュに余剰感があり、ROE向上のためには収益性改善に加え、資本の適正化にも取り組む必要がある。

[解決に向けて取り組むべき事項]

- ① 品ぞろえ・在庫商品拡充・レコメンド機能強化等による顧客単価上昇策の実施
- ② プラットフォームの統合等のコスト低減策の実施
- ③ B2C事業等の低採算事業の売却
- ④ M&Aや自社株買い等による余剰キャッシュの解消・資本効率の改善策の実施

[課題解決後の姿]

- ・ 現中計で掲げている財務目標の達成により、大幅な株価上昇が見込まれる

対話時の企業側の反応
 顧客単価が低いとの課題は認識しており、今後も品ぞろえや在庫商品の拡充に継続して取り組む。B2C事業についてはB2B事業とのシナジーを考慮し事業継続の方針だが、さらなるコスト削減には取り組む。また、キャピタルアロケーションの方針等を示し、バランスシート改革にも意欲的に取り組んでいく。

対話後の企業のアクション
 エンゲージメント・ミーティング後に、具体的な顧客単価上昇策やB2C事業のコスト削減策が示された。バランスシート改革についても今後具体的な対応策が示されると期待。

課題解決への取り組み 3

C社(食品)
主な対話相手: CEOおよびCFO

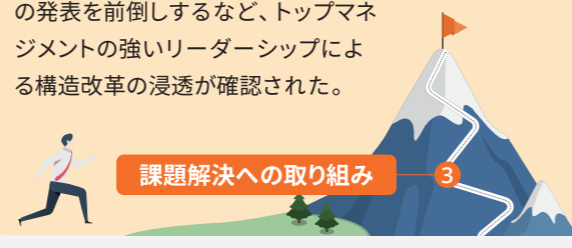
エンゲージメント・テーマ
経営資源の選択と集中、構造改革によるROEの向上

【課題認識と背景】
 現中計策定時よりもインフレによる原材料コスト上昇など外部環境は悪化しており、現在掲げている構造改革と成長戦略の実効性に疑問。また加工食品の定常的な利益率の低さ、および食肉市況に連動する利益ボラティリティが資本コストを上昇させる主要因となっている。

対話時の企業側の反応
 前任社長時に当方の課題意識を説明した当初は、課題を認識しているとしながらも不採算事業改善策の実行には及び腰だった。原材料市況の高騰を中心とするCOVID-19期間の混乱により過大事業の収益が加速的に悪化、その頃から株式市場との対話に前向きになってきている。

対話後の企業のアクション
 構造改革対象事業における具体的な課題や対策、会社全体の組織や風土に関わる根深い問題も変えないといけないという強いメッセージへ転換した。新中計の目標値の発表を前倒しするなど、トップマネジメントの強いリーダーシップによる構造改革の浸透が確認された。

【課題解決後の姿】
 ・ マージン改善と不採算事業撤退・縮小によるROE上昇、パリュエーションの向上



課題解決への取り組み

Column

企業変革エンゲージメント実現秘話

ある素材系企業の事業ポートフォリオに関するお話です。ここで問題となった事業は歴史のあるものですが、低収益率かつ景気や市況の影響を強く受けるがゆえにボラティリティが高い資本集約型の事業でした。また、同事業は環境負荷がほかの事業に比べて最も大きく、事業リスクは今後一段と高まる可能性があったため、エンゲージメントが必要と考えました。

エンゲージメントは、まずIR担当者との間で開始しました。上記懸念について分析結果をまとめて共有するとともに、中長期的な課題を放置すれば環境への注目が高まるとともに資本コストが上昇し、企業価値を毀損するリスクがあることを指摘しました。その後、取締役との対話を経て社長との対話を実現しました。しかし当初は、同事業の一部の製品は社会の環境要請を受けて成長が見込まれることや、顧客との関係を理由に、事業の継続によって企業価値が高まるという見解が示され、議論は平行線となりました。また、伝統ある事業に対する抜本的な構造改革の提言であったことから、ミーティ

ング後に同席された取締役から叱責も受け、失望する内容に終わりました。

それでも当社の主張に間違いはないという強い信念のもと、社長の反論に対する分析を開始しました。その中で、顧客企業に対する取材や顧客企業の同社株式保有状況の変化の調査なども行いました。また、成長製品の実際のトラックレコードや収益率の分析を行う中で、会社側の主張が合理的ではないことがより明らかになりました。これらの分析を踏まえて、会社側に一連の調査結果も含めて反論し、さらには市場環境が悪化し、奇しくも当社の主張に沿ったリスクが顕在化したことで、構造改革の必要性について認識が一致するに至りました。そして構造改革案立案に向けて、同社が契約した戦略コンサルタントと資本市場の評価や投資家が求める構造改革案についてディスカッションを行いました。

その後、同事業に対する抜本的な構造改革案の発表と実行がなされました。これまでの努力が実を結んだということで、感慨深いものがありました。

「エンゲージメント」から「リンゲージメント」へ

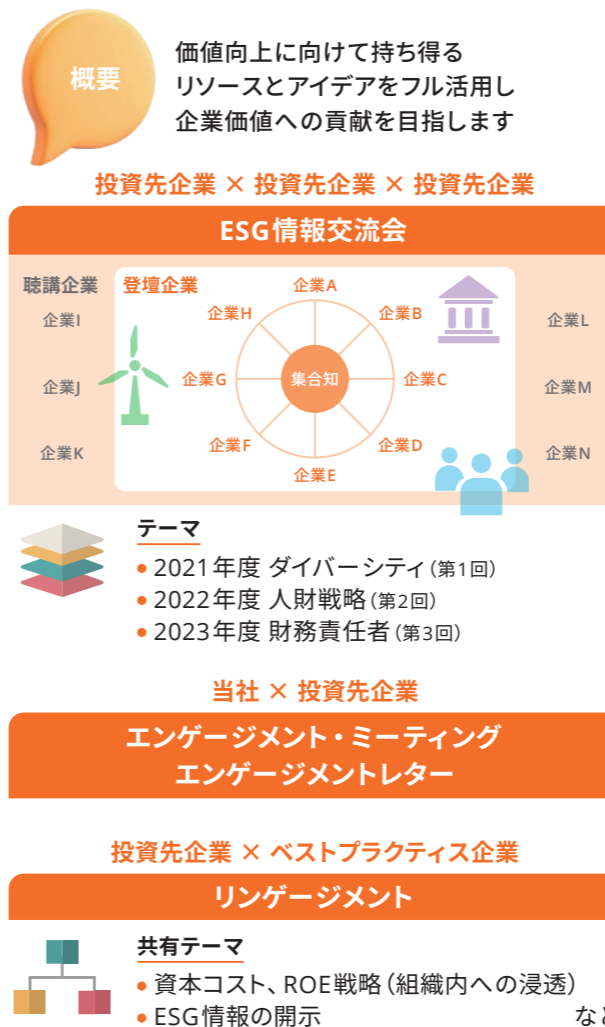
～投資先企業の企業価値向上のために、我々は働きます～



当社は投資先企業のことを深く理解するため分析を行います。技術など専門性を必要とする知見においてその理解には限界があり、投資先企業には及びません。一方で、様々な企業分析や対話の中で蓄積されたベストプラクティス、失敗の事例、企業間比較などの知見においては、投資家の本領が発揮できる領域だと考えています。また、当社の考えに共感いただき、これまで築き上げることができた多くの企業関係者やアカデミア、様々なコンサルタント、アナリスト、政府関係者などとのリレーションシップも投資先企業との対話において大きな強みです。こうした強みを活かして、課題を抱える企業経営者との

エンゲージメント・ミーティングの実施や、エンゲージメント・ミーティングでの共有事項等をまとめたエンゲージメントレターの発行を行っています。またESGの特定のテーマにフォーカスを当て、企業間の知を共有する場として「ESG情報交流会」の開催も行っています。加えて、企業価値向上の課題を抱えている企業に対し、同様の課題に向き合い解決の糸口を見出した企業をご紹介します。知の共有を進めていただく「リンゲージメント」にも力を入れています。このように持ち得る知見を最大限活用し、投資先企業との共通目標である企業価値向上に向けて、当社は投資先企業と伴走する株式市場でのパートナーを目指します。

リンゲージメントの概要と効果



投資先企業

ベストプラクティス企業と課題について共有し、解決に向けたプロセスに触れることで、自社の課題解決の糸口になると考えています。成功事例を持つ他社と意見交換する関係性を構築することで、取り組みの成果をより高めることを期待しています。

ベストプラクティス企業

他社との交流が自社の取り組みの一段の進展に向けた気づきにつながります。

ファンド

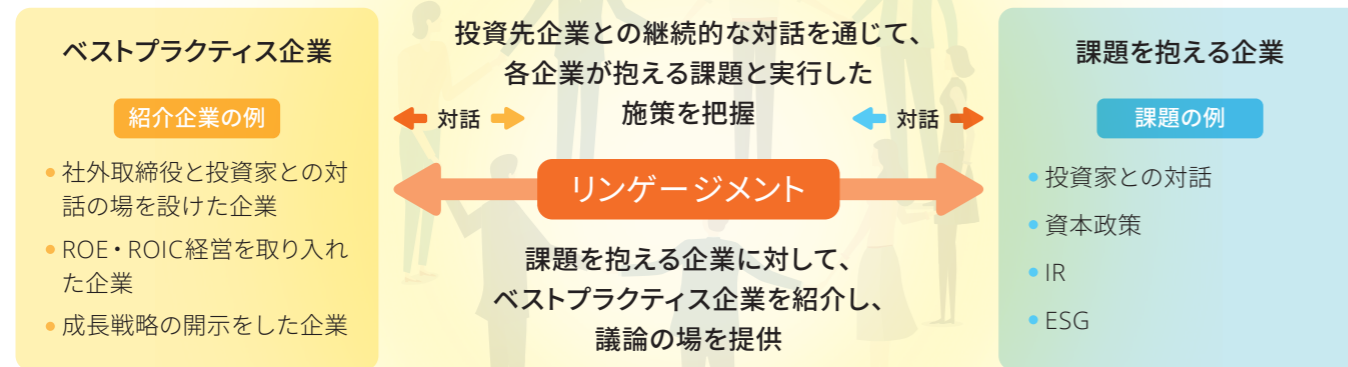
企業の持続的成長と企業価値向上を期待しています。

効果

コミュニケーションの範囲はテーマを離れ、実際のビジネスでの協業へ発展する事例もみられています。

リンゲージメント事例

リンゲージメントのイメージ



事例 1

三井化学株式会社 × 複数企業 (11社)

目的 社外取締役と投資家との対話ノウハウの共有

ESGの潮流は、要請への対応・開示といった段階から、企業価値向上に資する実効性を伴った取り組みへと注目が移りつつあります。例えば、ガバナンスについても、スキルマトリクスの開示や社外取締役や女性取締役比率などから、ガバナンスプロセスが企業価値向上にどのように資するかが重要になってきており、その中で、社外取締役と投資家との対話への関心も年々高まっています。社外取締役の一つの役割として、資本市場の代弁者としての位置づけであることを鑑みれば、歓迎すべき潮流であり、今後ますます要請が高まるものと考えます。

その一方で、事業会社の目線に立てば、外部から招聘した社外取締役に負担をかけることへの抵抗意識や、社外取締役自身に投資家との対話経験がほとんどないことなどから、対話の機会を設けることに二の足を踏む企業が非常に多いと感じています。

そこで、三井化学株式会社の「社外取締役と投資家のスモールミーティング」の開催実績やその経験によって気づいた知見などをほかの企業に紹介いただくことで、社外取締役を起点とした健全なるインベストメントチェーンの構築に貢献することを目指して、三井化学株式会社を主体とする複数企業とのリンゲージメントを開催しました。

その結果、参加企業の1社である日本瓦斯株式会社から、社外取締役と投資家との対話の重要性を改めて認識され、担当の専務執行役員から社内調整を試みとの見解をフィードバックしていただきました。後日、日本瓦斯株式会社は実際に「社外取締役と投資家のスモールミーティング」を企画され、当社に対しても参加の要請を頂きました。このように、三井化学株式会社の経験を軸としたリンゲージメントがきっかけとなり、実効性を伴った企業価値向上につながる取り組みのすそ野を広げることに貢献できたことを、当社としても大変嬉しく思います。



事例 3

C社 × D社 (ベストプラクティス企業)

目的 資本コストを意識した経営についての知の共有

C社はPBR1倍を大きく割り込んだ会社であり、100億円半ばの営業利益を稼ぐ会社にもかかわらず、現預金や有価証券などの換金性のある資産を時価総額から除いた事業価値が400億円前後にとどまっていた。技術オリエンテッドな会社であるがゆえに、バランスシートやキャッシュフローマネジメントに対する意識が極端に低かったことが背景となります。

しかしながら、当社とC社のマネジメント層との度重なるエンゲージメントを経て、資本効率に対する重要性が高まり始めました。ただ、これまで資本効率への意識が低

かったがゆえに、取り組むべき課題や課題に向けた解決策などに対する知見や社内コンセンサスの醸成についての知見が不足していました。

そこで、当社がリンゲージメントの提案を行い、C社の財務責任者に対してD社の専務執行役員を紹介し、社内コンセンサスの醸成や改善に向けたアプローチについてレクチャーいただきました。その結果、C社の社内改革に対する知見が深まり、今後の企業価値向上に期待が持てる変化へとつながりました。

事例 4

E社 × F社

目的 ビジネスマッチング

E社は新規事業として全固体電池の拡大を目指しています。エネルギー分野に長けた知見があるために、こうした新製品においては業界内のフロントランナー企業です。この製品の拡大に向けて、産業部門で実績を積み上げて、医療分野などほかの業界にも展開することを志向していました。

こうした中、E社より今後開拓を目指す企業の紹介を当社に頂きました。紹介された顧客リストの中には、当社がエンゲージメントを行っている企業も存在しており、リスト内にあった企業にコンタクトを取り、E社の商品の紹介を行いました。その結果、F社の事業部門の責任者とE社の責任者が商談する流れにつながり、ビジネスマッチングという形でリンゲージメントが実現しました。

／ CFO情報交流会の開催報告

2023年9月に投資先企業15社の財務責任者(CFO)に参加いただき「2023年CFO情報交流会」を開催しました。これはESG情報交流会の3回目という位置づけで、ガバナンスに関する議論では経営戦略と財務戦略の双方の視点を欠かすことはできないため、様々な課題と向き合う企業の財務責任者同士の交流を通じて、今後の取り組みの参考とさせていただくための機会を設けました。

当日のテーマは「PBR向上への取り組み」と題し、3つのグループに分かれて二部構成でグループディスカッションを行いました。

第一部ではROE向上への取り組みをサブテーマとして「ROIC」「キャッシュアロケーション」「株主還元」をキーワードに、第二部では資本コスト低減への取り組みをサブテーマとして「事業ポートフォリオ」「サステナビリティ」「対話・開示」をキーワードに各社の特徴的な取り組みの紹介やディスカッションを行いました。

参加いただいた企業からは好評を頂いており、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」の場を設けることで、企業価値向上に貢献していきます。

これだけ大規模な会とは思わなかった。また、その一社として声をかけてくれたのは大変ありがたかった。ネットワーキングの際には他社と名刺交換もでき、後日意見交換する約束が取れた。他社とのコミュニケーションを取る機会がないため、ありがたい。また声をかけてほしい。



参加企業からの
フィードバック

素晴らしい会であった。様々なステージの企業があって、他社の状況が分かったのは参考になった。今後の計画や東証開示要請に向けてどのようにするか考えていたため、良い機会となった。

Pick Up

エンゲージメント活動の外部評価

みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社が上場企業に対して実施している運用機関のステュワードシップ活動の評価に関するアンケートにおいて、「総合的に最も実効的なステュワードシップ活動を実施している運用機関」の項目をはじめ、エンゲージメント活動に関する項目を中心に企業から一定の評価を頂いています。

これは当社が進めてきたエンゲージメント体制の強化や対話ツールの拡充、リングエージメントなど独自の取り組みが評価されたものと考えています。当社は今後もエンゲージメントの質的向上に取り組んでいきます。

企業の統合報告書への参加

UBE株式会社(以下、UBE社)の「統合報告書2023」に、当社の渡辺チーフ・アナリストとの鼎談の記事が掲載されました。UBE社とはこれまでも構造改革からESG、知的財産など幅広いテーマについて何度も対話を行っていますが、今回は企業からの要請を受けて「スペシャリティ化学の成長を実現するための人財戦略」をテーマに代表取締役、社外取締役と3者対話を行い、その内容が統合報告書に掲載されました。

なお統合報告書が発行された後、渡辺はUBE社からの要請を受けて役員合宿において「株式市場における評価、期待、改善提案等」について講演や意見交換を行うなど、企業価値向上に向けた対話を継続しています。



UBE社「統合報告書2023」

パッシブ・エンゲージメント(マーケット全体の底上げ型)

／ 概要

当社はパッシブ運用においても積極的に受託者責任(フィデューシャリー・デューティー)を果たしていくため、エンゲージメント活動を重視しています。特に、当社の「議決権の行使に関する方針」でジェンダーの多様性が確保されていない、または政策保有株式を過大に保有していることで会社提案に反対となる企業等について、その課題に対する

取り組み状況の確認や意見交換を行うためにエンゲージメントを実施しています。一方で、投資対象企業の数が増え、2,300社以上と多いことから、直接の対話だけではなく、必要に応じて、「議決権の行使に関する方針」の改定やそのトピックに関する内容について、対象企業へ送付するなどの手法も併用しています。



／ 今後目指すスタイル

従来のパッシブ・エンゲージメントでは、具体的な問題意識を起点とした対話というよりも、投資先企業の面談依頼に応じた近況確認に近いような対話や、当社の要望をレター等で伝えるだけの一方通行な対話を中心でした。しか

し、現在はよりエンゲージメントの効果を高め、当社の運用パフォーマンス全体へプラスの効果波及させるために、パッシブ運用においても今まで以上に積極かつ双方向なエンゲージメントを行っています。具体的には、気候変動やダイバーシティ等に関する当社の「マテリアリティ」において改善の余地がある投資先企業をピックアップし、当社発で課題解決型のエンゲージメントを進めています。対象企業に対しては、継続的なアプローチによるフォローを行い、エンゲージメントを通じてESG課題の解決を促し、中長期的な企業価値向上をサポートしていきます。そして、マーケットからの評価を共に上げていくことで、当社の運用資産全体のパフォーマンス向上への貢献も目指していきます。



パッシブ・エンゲージメントの事例

投資先企業の経営戦略や資本戦略はもちろんのこと、当社における「マテリアリティ」の改善に注力したエンゲージメントも行っています。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、パッシブ運用においては、原則として保有銘柄の売却という選択肢がないため、サステナビリティかつ中長期的な企業価値向上の糸口になるような対話を行うことを心掛けています。

シブ運用においては、原則として保有銘柄の売却という選択肢がないため、サステナビリティかつ中長期的な企業価値向上の糸口になるような対話を行うことを心掛けています。

A社(ガラス・土石製品)

対話テーマ 気候変動対応

課題: CO₂高排出企業であるにもかかわらずGHG排出削減目標が低い。

背景: 高排出セクターに所属する企業が積極的に脱炭素化を加速させることで、気候変動を大きく遅らせることができ、その貢献がステークホルダー全体に波及して企業価値向上にもつながる。

解決策の想定: 政府目標と同じ基準を最低ラインとして、SBT認証の取得や時間軸での対策を明示したうえで、使用電力の再エネ化等の短期でできることは前倒しで取り組んでいく。

会社の反応

国内だけでなく海外の同業他社事例なども確認したうえで、さらなる脱炭素化に向けて自社で可能な取り組みを積極的に実施・開示していくことを検討すると回答があった。

B社(電気機器)

対話テーマ 従業員エンゲージメント

課題: 従業員エンゲージメント調査を実施したとのことだが、具体的な開示がまだない。

背景: 従業員エンゲージメントが高い企業ほど業績や生産性等も高くなる傾向にあるので、人的資本戦略の策定および実施にあたっての起点として、調査結果と今後の計画を積極的に開示すべき。

解決策の想定: 調査結果をKPI化してモニタリングするとともに、課題解決に向けた取り組みをPDCAサイクルで実施している様子分かるような開示を行っていく。

会社の反応

前年度の指摘を踏まえ、従業員エンゲージメントの改善を「マテリアリティ」および「中計目標」として設定するとともに、結果に対する取り組みを具体的に開示するようになった。

C社(石油・石炭製品)

対話テーマ 定款上の取締役の任期

課題: 取締役の任期が2年となっており、株主の声を毎年届けることができない。

背景: 経営責任について、毎年株主の信任を得ることでガバナンスに規律を持たせるべき。取締役の任期が2年の場合、非改選期に不祥事等が起きたとしても当年度中に株主が経営責任を問うことができない。

解決策の想定: 定款上の取締役の任期を1年に短縮する。

会社の反応

定款上の取締役の任期を2年から1年に短縮して「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」を更新した。

社外取締役とのエンゲージメント

社外取締役との対話を中心としたエンゲージメントも行っています。中でも、株主提案が含まれる株主総会に関するガバナンス・ミーティングにおいては、対話内容を議決

権行使判断の参考にするため、企業側の主張を中立的な立場から話ることができる社外取締役との対話を重視しています。

D社(機械)

対話テーマ 株主提案(ガバナンス)

事象: ガバナンス不全を指摘され、取締役選任等の株主提案を受けた。

対話内容: 提案株主が主張するように、現在の経営体制がガバナンス不全に陥っているといえるのか、コーポレート・ガバナンスの現況と会社としての将来ビジョンを確認した。

面談結果

経営体制の交代に伴い、取締役会議長に就任した新任の社外取締役と面談を行った。新任ではあるが、厳しい質問にも十分応えられるガバナンスに関する高い知見とコミュニケーションスキルを有しており、現在のガバナンス体制の適切性と将来ビジョンに対する信頼性を確認することができた。そのため、本件については会社提案に全面的に賛成した。

E社(小売業)

対話テーマ 株主提案(経営戦略&ガバナンス)

事象: 不採算事業を長年抱えコングロマリットディスカウントに陥っているにもかかわらず、事業の選択と集中を行わない現経営体制の信が問われ、取締役選任等の株主提案を受けた。

対話内容: 投資家からの長年の指摘を受け流している現状に対する体制不備や各種ステークホルダーとのコミュニケーション不足がないかを確認した。

面談結果

面談前は、株主提案に全面的に賛成する考えだった。しかし、担当の社外取締役が、当社からの指摘を否定することなく、現体制の不備を認めつつも、独立した立場で不採算事業の必要性をロジカルに説明した。これにより、会社側への信頼性が増したため、株主提案への賛成は一部にとどめた。

Part 1
ステュードシップ活動

債券運用におけるエンゲージメント

F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F社の社債を保有していますが、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ます。そこで、F社に対して気候変動対策に関するエンゲージメントを実施しました。

F社では、TCFD提言に準拠した開示をはじめ、2030年のGHG排出量削減目標とその達成に向けたロードマップ、2050年ネットゼロ目標などの開示は行われていますが、ロードマップのより具体的な内容と進捗状況、そして2030年に目指す電源構成が示されておらず、投資家の理解促進のためにも開示のさらなる充実が必要という提言を行い

ました。

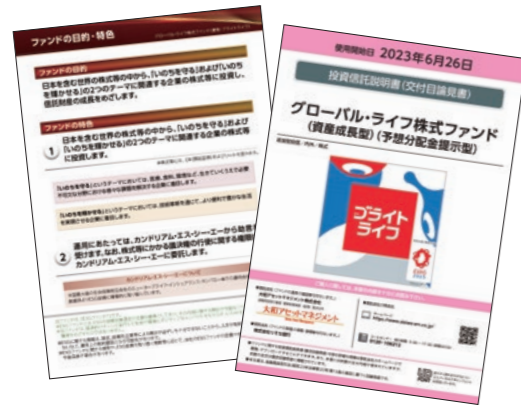
さらにアンモニアあるいは水素の混焼・専焼といった技術の開発やCCUSの活用に向けた研究開発など、2050年ネットゼロ目標に向けた取り組みを着実にしていることを示すためにも、変化や進展があればその都度情報開示を行うべきであることを伝えました。

これに対し、会社側からは国のエネルギー政策や制度に左右される面があり、将来の具体的な姿は示しにくいという問題はありますが、できることから開示の拡充を進めていきたいという回答を頂きました。

外部委託会社との共同エンゲージメント

概要

外部委託先であるカンドリアム社との提携により、一部ファンド(グローバル・ライフ)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が整っています。



目的

目的としては、カンドリアム社の知見を活かして、各種課題を抱える企業に対してグローバルな観点から、より専門的な対話を行うためです。これにより、当該ファンドのパフォーマンス向上を図り、受益者利益の最大化を追求することを目指しています。加えて、カンドリアム社と当社の双方の知見を合わせることで、国内外の幅広い企業に対応することを可能としています。



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、当社現地法人による直接エンゲージメントと、代行エンゲージメントによる間接エンゲージメントで対応しています。以下、代行エンゲージメントによる取り組みを紹介します。

代行エンゲージメント

概要

当社が利用している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」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。



2023 GSE クォーターレポート

目的

本エンゲージメントの目的は、企業がどのように各種インシデントに対処したかを検証するだけでなく、企業のポリシーや業務プロセスに変化をもたらし、将来の再発を回避するための適切な体制やプログラムを確保して、ESG情報開示を改善することにあります。

期待する効果

当社が直接行うエンゲージメントではありませんが、対象企業の問題点や対話履歴は共有しています。本件により、当社が保有する外国籍企業の風評リスクを管理し、環境や社会等に深刻な影響を及ぼす問題に適切に対処しています。加えて、各種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悪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ます。これにより、当社は受益者に対する受託者責任を果たすことができると考えています。

代行エンゲージメント事例

対象 Amazon.com, Inc. (米国)

課題 Forced Labour- Supply Chain

グローバル・スタンダード・エンゲージメントより抜粋

概要 Amazonは、サウジアラビアにおける自社オペレーションに関連する人権侵害の一連の告発に直面しています。Amazonの契約労働者へ取材した人権団体アムネスティ・インターナショナルが2023年10月に公表した調査によれば、2021年から2023年にかけて、AmazonのベンダーであるAbdullah Fahad Al-Mutairi Co. (AFMCO) およびその下請け業者であるBasmah Al-Musanada Co. (Basmah) によって雇われたネパール人移民労働者が、常に高額な手数料を人材紹介会社に支払われていたとされています。アムネスティの調査報告書には、ネパール人労働者に対する偽りの採用プロセスや、移動の自由を侵害する違反など、近代奴隷制に関するほかの事例が記載されています。

エンゲージメント内容 2024年1月、Sustainalyticsは、サウジアラビア(KSA)にあるAmazonのサードパーティベンダーで発生している強制労働事件に関するさらなる情報を求める初期の質問を、Amazonに送信しました。

2024年2月、Amazonはプレスリリースを出し、さらに我々が送信した質問に回答しました。それには、過去数カ月間にわたり、AFMCOがアムネスティの調査報告書で指摘された深刻な懸念点を解決し、それをAmazonが検証したこと、労働者の住居を改善するために進歩を遂げたことなどが書かれていました。より詳細には、AFMCOにおける生活環境の改善、個人の持ち物を入れるロッカーの提供、部屋ごとの居住者数の制限、火災安全システムのアップグレードなどが記載されており、Amazonの基準を満たしていることを保証する内容でした。また、AmazonはAFMCOの労働環境の改善と進捗状況を継続的に監視し続けることを約束しました。

投資先企業の皆様へのメッセージ

当社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、現在は以下のような「理想」と「現実」の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、このギャップが埋まれば、持続的な企業価値と株主価値の向上につながると考えており、対話を行う投資先企業の皆様には、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。

理想

- 双方向で充実した議論が行える
- 開示内容を裏付ける経営意思がある
- 対話の中で追加質問が生じる など

GAP

現実

- 資料の説明&一問一答に終始
- 開示内容に経営意思が感じられない
- 面談の最後に質問が出ない など

当社が期待していること

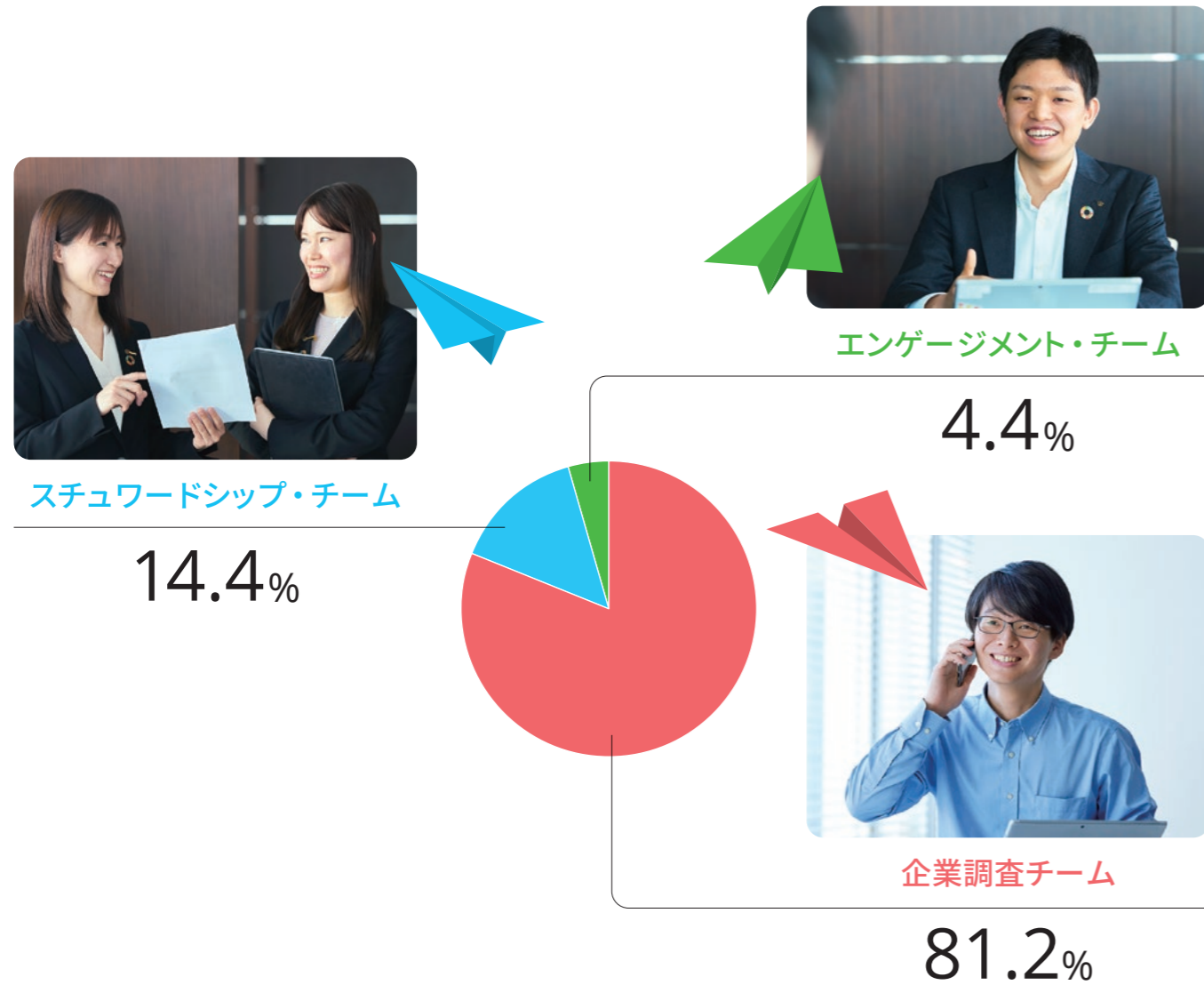
- 資料説明は最小限にして議論に時間を割く (例: 資料説明は10分程度)
- 開示内容の裏にある経営ビジョンまで説明する (例: Whyの説明にこだわる)
- 遠慮せずに積極的に質問を行う (例: 面談の感想や今後への期待を確認する) など



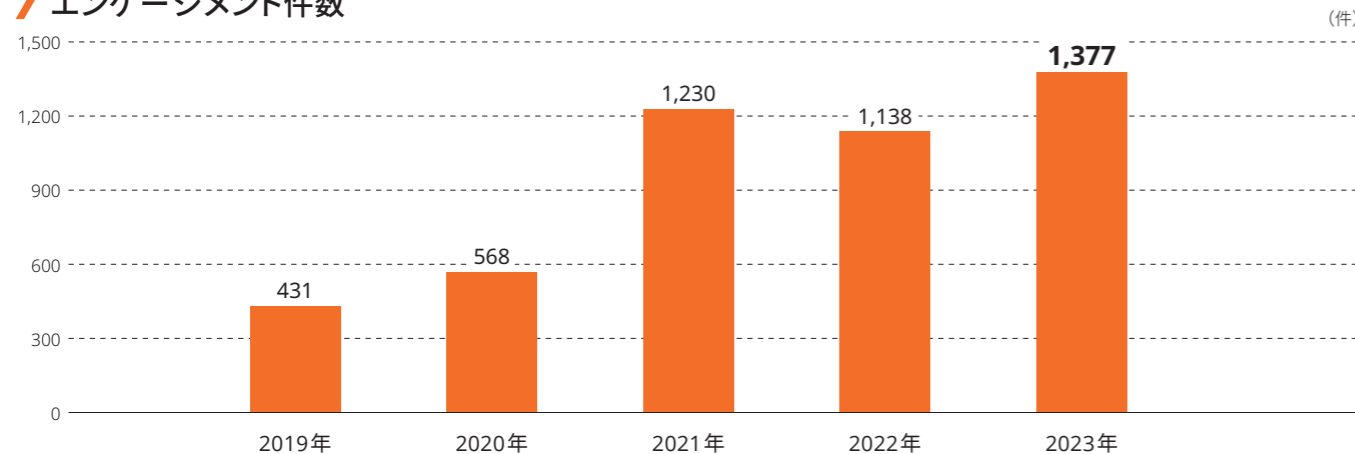
各チームのエンゲージメント活動状況

直接対話によるエンゲージメント活動

今期(2023年1月~2023年12月)は、投資先企業と1,377件のエンゲージメント活動を行いました。今期のチームごとの内訳とエンゲージメント件数の推移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・チーム

~中長期的な企業価値向上の視点に立った「経営トップ」との対話~

概要

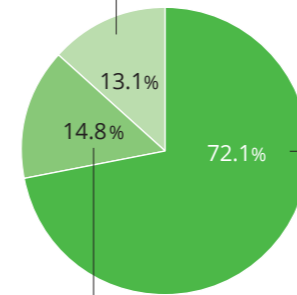
今期の活動状況

リンゲージメント

8件

E・Sに特化した
エンゲージメント・
ミーティング

9件



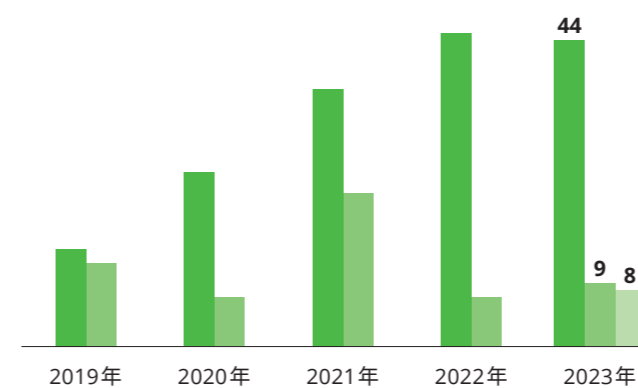
経営課題等に関する
エンゲージメント・
ミーティング

44件

注力点

エンゲージメント・テーマ別件数

(件)



■ 経営課題等に関するエンゲージメント・ミーティング
■ E・Sに特化したエンゲージメント・ミーティング
■ リンゲージメント

今期は、エンゲージメントの体制強化と手法の深化に注力しました。エンゲージメントに対する投下リソースを強化する中で、企業調査チームの企業分析力とエンゲージメント・チームの対話力が相乗効果を生み、より実効性の高いエンゲージメントが可能な体制となりました。それに伴い、投資先企業との間では、企業価値向上という共通目標に対して、以前にも増して、緊張感のある対話が増加しました。さらに、ノウハウの蓄積、企業経営層との関係構築により、当社独自のリンゲージメント*というアプローチを確立することもできました。来期は、このリンゲージメントを軸に、エンゲージメント活動を進化させていきます。

* リンゲージメントについては、P.22をご参照ください。



企業調査チーム

～企業価値の向上や持続的成長に向けた「建設的な対話」～

今期の活動状況

環境・社会・ガバナンス(ESG)

664件

ROE・資本コスト

438件

投資家との対話の方針・情報開示

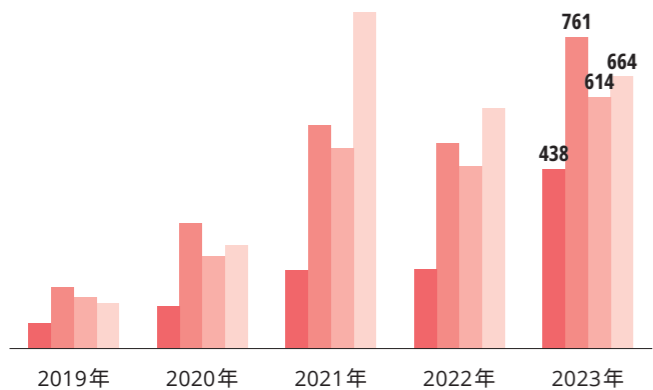
614件

資本政策
(キャッシュ活用・株主還元など)

761件

(注) 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。

エンゲージメント・テーマ別件数



■ ROE・資本コスト
■ 資本政策(キャッシュ活用・株主還元など)
■ 投資家との対話の方針・情報開示
■ 環境・社会・ガバナンス(ESG)

概要

当社の企業調査アナリストは、通常のアナリスト活動の一環として、企業価値の向上や持続的成長に資するためのスチュワードシップ活動を行っています。アナリストは、総員14名(2023年12月末現在)で、「コンシューマ・サービス」「エレクトロニクス」「マテリアル・インダストリアル」「ユーティリティ・フィナンシャル」の4チーム体制をとっています。「建設的な対話」の実践にあたっては、共通の基盤・ツールとして、①基本的姿勢・アナリスト活動の基盤となる知識をまとめた「アナリスト・ハンドブック」、②企業の経営戦略について分析した「経営戦略参考事例集」、③ESG主要項目に関して対話等に必要情報をまとめた「ESGマテリアリティ項目サマリー」、④企業の財務・非財務について、中長期的な視点から定性的に評価した「定性評価」、⑤中長期的な企業のフェアバリューを求める「長期企業価値モデル」を作成、活用しています。

注力点

企業調査チームでは、アナリストの活動として、エンゲージメント強化を大きな方針として取り組みました。具体的には、経営層に対し直接・能動的にその改善を促す「ストロング型」などのエンゲージメント分類を行ったうえで、すべてのエンゲージメント対象企業ごとにテーマ設定し、課題認識・課題共有・課題解決への取り組み・課題解決などのマイルストーン管理を進めました。エンゲージメントの進捗をファンドマネージャーと共有するインフラを整えたほか、朝会などで進捗や今後の取り組み方針を共有しています。また、エンゲージメント・チームとの連携も深め、企業調査アナリストとファンドマネージャーが共同でエンゲージメントに取り組む活動も進めています。



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～

今期の活動状況

環境・社会・ガバナンス(ESG)

192件

ROE・資本コスト

106件

投資家との対話の方針・情報開示

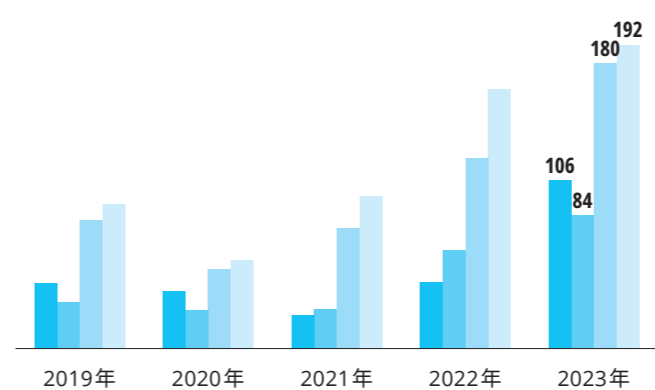
180件

資本政策
(キャッシュ活用・株主還元など)

84件

(注) 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。

エンゲージメント・テーマ別件数



■ ROE・資本コスト
■ 資本政策(キャッシュ活用・株主還元など)
■ 投資家との対話の方針・情報開示
■ 環境・社会・ガバナンス(ESG)

概要

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8名(2023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。

注力点

今期は、投資先企業の「社外取締役との対話」や「株主提案者との対話」を行うことに注力しました。社外取締役との対話では、取締役会の独立性と実効性が適切に確保され、少数株主の代弁者たる社外取締役がいかにして企業価値向上に貢献しているかなどの視点で対話を行いました。株主提案者との対話については、従来同様に企業側との対話を行うだけでなく、アクティビストと呼ばれるような株主提案者との対話も積極的に行うことで、より中立的な観点で中長期的な企業価値向上に資する議決権行使を行うように努めました。来期は、従来のパッシブ・エンゲージメントだけでなく、当社における「マテリアリティ」の改善に注力した課題解決型のエンゲージメントを積極的に行っていく予定です。

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
に定めています。引き続きエンゲージメント等を通じて、投資先企業に対しこれらの取り組みを働きかけていきます。

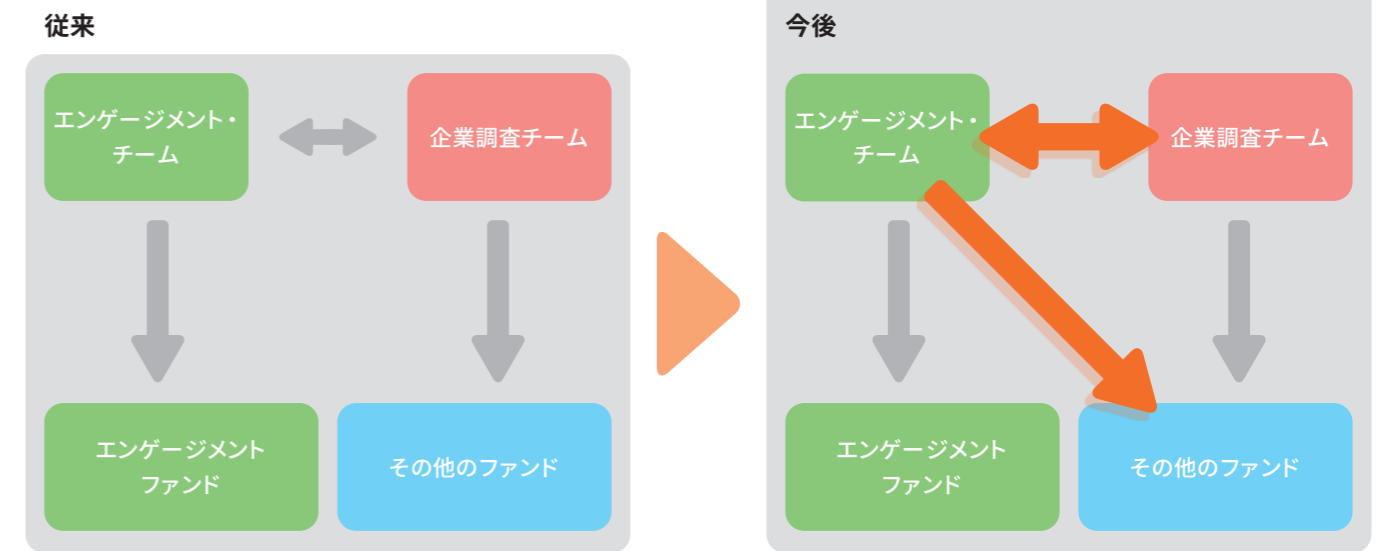
重視する課題	ベストプラクティス
環境	気候変動 <ul style="list-style-type: none"> TCFDの枠組みに沿って様々な気候変動シナリオを想定し分析することで、移行リスク、物理的リスク、事業機会が特定されている。 GHG排出量や原単位の実態および、想定されるリスクと機会を定量的に把握する。 2050年カーボンニュートラル達成までの具体的なロードマップ、マイルストーンを策定し、その進捗状況について毎年説明する。なお2030年の目標として、当社のNZAMI中間目標とも整合する50%以上の削減を目指すことが望ましい。 リスク・機会の両面を取り込んだ事業戦略を策定・実行し、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点検する。その把握した内容に基づいて、マテリアリティを特定する。 経営方針に自然資本への配慮が織り込まれている。
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。 サプライチェーン上のステークホルダーを含む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"> 経営戦略と紐づいた人材戦略を策定する。また人材戦略の内容について、優秀な人材を確保・定着させるための取り組みや人材育成の仕組み・取り組み、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。 女性活躍推進の取り組みをどのように進めているか具体的な施策を示すとともに、男女別の定量的な指標を持って男女差の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。 国籍、年齢、経験者採用などジェンダー以外の観点からも多様性確保に向けた取り組みや具体的な施策が策定されている。
ガバナンス	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成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。
	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。 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。 <ul style="list-style-type: none"> - 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を考え方を策定する。
	コミュニケーション <ul style="list-style-type: none"> 統合報告書やESG報告書等を作成し、また詳細な決算補足資料も作成する。その他、タイムリーな情報開示を行う。 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それぞれ年1回以上設ける。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。

次年度のエンゲージメント計画

／エンゲージメント・チームと企業調査チームの連携強化

これまでもエンゲージメント・チームのファンドマネージャーと企業調査チームのアナリストは必要に応じて連携をとっていましたが、現在その連携をより深化させる取り組みを行っています。これによりエンゲージメント・チームで実施しているエンゲージメントの質的向上を実現するとともに、エンゲージメント実施企業に対して当社全体としてより積極的に投資を行うことで、エンゲージメントによる

運用パフォーマンス向上効果をより大きく享受することを目指します。



／日本版ドラッカー研究所スコアの活用

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、その一環として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。この日本版ドラッカー研究所スコアを活用し、人的資本や知財など財務データでは「ミエナイチカラ」を定量化することでエンゲージメントの実効性を高めていきます。



／リネジメント強化とESG情報交流会の継続

リネジメントの取り組みとして、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年から実施しているESG情報交流会も継続して実施していきます。



／パッシブ・エンゲージメントの強化

前述のとおり、パッシブ運用においても運用パフォーマンスの向上については受託者利益の拡大を目指すため、積極的にパッシブ・エンゲージメントに取り組んでいきます。まずは当社マテリアリティに基づきESGリスクが高いと判断する企業に対し、その改善を促すことで中長期的な企業価値の向上を働きかけていきます。

議決権行使

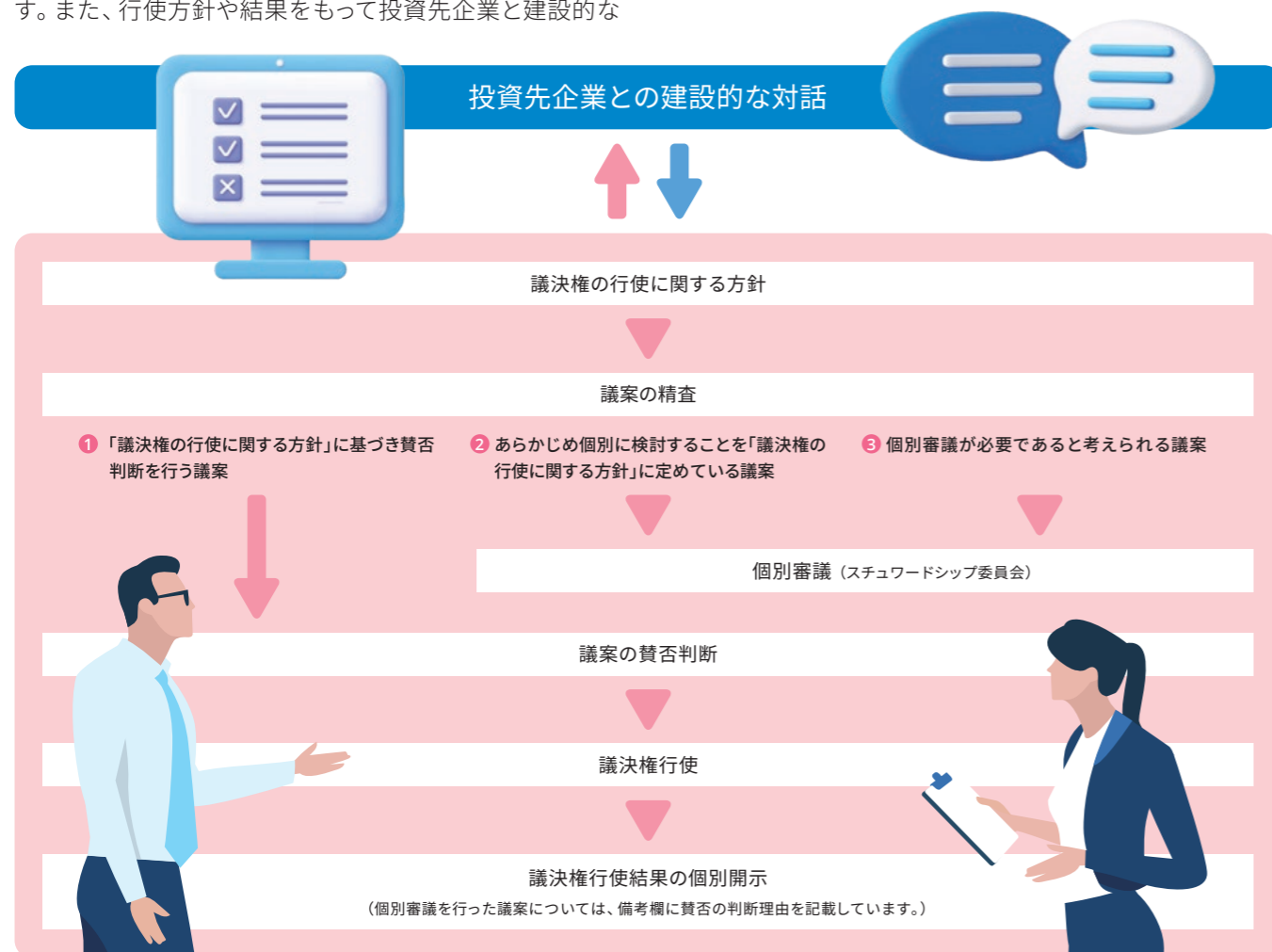
「議決権行使方針」の特徴

- 受託者責任を遂行し、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。
- 議案精査における業績判断基準として、投資先企業の実態により則したTOPIX17業種分類によって相対的な位置を考え、合理的な判断を行っています。
- 企業との建設的な対話（エンゲージメント）の結果を受け、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（エスカレーション戦略を含む）。

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知見を反映し、徹底した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。



株主提案に対する当社の考え・対応

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、2023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
- 政策保有株式売却（定款変更議案）：当該企業の株主資本活用状況を踏まえた、政策保有株式保有の合理性、縮減の方針、株主提案が求める売却期間、売却数量等の合理性等を勘案
- 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期経営計画、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。

- ① 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
- ② 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、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に努めています。2023年に双方と面談した事例は6件ありま

した。中でも特に多かった取締役選任議案に関連する事案をご紹介します。

事例1 A社

当社エンゲージメント参加者：
企業調査チーム、
スチュワードシップ・チーム

株主提案の概要

- 昨年のX社からのTOBに対し、潜在性を過小評価された水準の買付価格にて賛同しており、その背景はX社の取締役役に就任するという自己保身のためだけであり、株主提案者Y社は、同買付価格以上の株主価値を実現可能であると主張。
- 取締役会において十分な議論や機関決定も経ずに、意思決定がされており、社外取締役においても経営陣の意思決定を盲目的に支持しているだけと、ガバナンス不全を指摘。現経営陣は株主利益の最大化のための行動を怠っており、企業価値向上のためには取締役の再編が必要であるとの判断から取締役選任議案を上程している。

A社との面談テーマ

- 昨年のX社からのTOBに関して、今後のX社との関係について
- 代表2名が退任、社外取締役大幅入れ替えという大掛かりなガバナンス体制変更を行う背景について
- 取締役候補者の指名プロセスについて

株主提案者との面談テーマ

- 株主提案に至った背景とポイントについて
- 取締役候補者選定のプロセスについて

スチュワードシップ委員会での論点

論点1 A社の企業価値向上策を支持するか、またガバナンス不全であるといえるのか

- 会社が掲げる新中期経営計画やそれに伴う資本政策が評価され、TOB時よりも株価は上昇している
- 事業計画の具体性や実行力を考慮し、企業価値向上策については基本的に会社側を支持
- 株主提案者が主張するガバナンス不全について、明確かつ客観的な証拠はない

論点2 会社提案の取締役、株主提案候補者各々の保有するスキル・知見について。今後の成長のために必要な候補者は誰か

- 株主提案候補者の中には今後の会社の成長に必要なとされる深い知見・スキルを持つ人物がいると評価できる
- 取締役会の人数を大幅に増やすことは経営判断の機動性を損なうおそれがあるため、スキルセット等を踏まえ会社提案候補者の一部に反対する
- スキルマトリクスや開示されている経歴、スキルを確認

行使判断のポイントおよび結果

多様性確保の観点や新事業分野への知見等会社への貢献期待から株主提案の候補者3名へ賛成
また、取締役会の人数を肥大化させるべきではないという判断から、スキルマトリクスを考慮のうえ会社提案の候補者3名に反対

事例2 B社

当社エンゲージメント参加者：
企業調査チーム、
スチュワードシップ・チーム

株主提案の概要

- 株主提案者は、創業家が同社株式の30%以上を保有し、最高顧問、会長、社長、副社長といった要職を専占していることから、創業家が大きな影響力を持つことを指摘。指名・報酬委員会の設置等少数株主利益保護のための任意の仕組みが導入されていないことから、より高い独立性を持つ社外取締役の招聘を提案した。
- また、創業家への新株予約権の発行において、同社は株主総会の決議もなく、事実上は役員報酬としての性質が疑われる形で取締役会による手続きにて実施したことから、社外取締役が過半数を構成する指名・報酬委員会を設置し、取締役指名および報酬決定の手続きの独立性、客観性と説明責任を強化すべきであると提案した。

B社との面談テーマ

- 社外取締役の選任プロセス、社外取締役が対談に応じない理由、指名・報酬委員会の設置の具体的な時期
- 数年前に発行のストックオプションの発行理由と対象者の確認、公正価格からの大幅なディスカウント、および行使価格を直近株価水準で設定したことについての説明、意図的に業績修正を行い株価操作を行ったのではないかの疑念について
- W氏の取締役登用の理由、株主提案に対する経営の受け止め方

株主提案者との面談テーマ

- 現社長のZ氏と現副社長のY氏へのストックオプションの発行問題
- W氏の独立性に関する問題
- 後任者・事業の継続性に関する問題、再任の社外取締役の独立性について

行使判断のポイントおよび結果

社内取締役に対する判断

- 論点1より早急なガバナンス体制の改善・強化の必要性が高いと考える。
- 論点2について、これが事実なら一般株主への背信行為で重大な問題だが株主提案者による状況証拠の積み上げにとどまっており確証はない。ただ経営トップに対して株主総会決議を経ずに有利な条件が疑われるSOを発行することはガバナンスが機能していない証左であると考えられる。

判断1 同社のガバナンス不全是深刻であると想定され、当該責任について経営トップに問うべきと考え、代表取締役のZ氏に反対。

スチュワードシップ委員会での論点

論点1 ガバナンス体制の問題点について

- 任意の指名・報酬委員会を設置していない。
- プライム市場上場企業に求められる、英文開示・TCFD開示を行っていない。
- スキルマトリクスを開示していない。
- 役員は株主・投資家との1on1面談に原則対応しない方針である。
- 役員に対するトレーニングを一切実施していない。
- 社外役員の報酬は1人当たり年3百万円程度で、任意の委員会もないため十分な監督機能を果たしているとは考えにくい。

論点2 数年前のストックオプション(以下、SO)発行について

- 数年前に、現社長のZ氏と現副社長のY氏に対して11.1%の希薄化となる規模のSOを発行。発行理由は「経営に対するコミットメントの増加」だが、両氏はすでに創業家としてそれぞれ10%強の株式を保有している。かつ経営者であるにもかかわらず役員報酬ではないという判断のもと、取締役会決議のみで発行している。
- 上記SOの公正価値は1株当たり2,073円だが、実際の発行価格は15円。大幅なディスカウントについて会社側は業績等の行使条件が厳しいためと説明。
- SO発行前の決算で下方修正を実施して株価は大幅に下落し、その株価水準で行使価格が設定されている。しかしその後、通期決算では期初計画を上回る着地となっている。なお会社はHD体制になって以降、このとき以外に業績修正を行っておらず、また下方修正した計画の前提も実際の販促キャンペーン施策と整合していない。



- 数年前に発行したSOは、①発行済株式数の11.1%に相当し大幅な希薄化を伴う、②これを行使することで創業家の持分比率が上昇し拒否権を持つ(3分の1を超える)ことになる、という少数株主にとって重要な内容であるにもかかわらず、株主総会決議を経ずに取締役会決議のみで発行されている。
- また、そもそも経営に対するコミットメントの増加を発行理由としているが、すでに一定の株式を保有する創業家の2名のために大量に付与することについて合理的な説明がなされていない。

判断2 当該SOを取締役会決議のみで発行したことは少数株主利益を軽視した重大な問題であると考え、当時の取締役会決議に参加した取締役について反対。

社外取締役に対する判断は右記の表を参照 →

B社の重要な経営課題と社外取締役に求められるスキル・知見

重要な経営課題

- 少数株主保護を含むガバナンス体制の強化
- 社外取締役の独立性・実効性の向上
- 取締役による、株主・投資家との対話姿勢・機会の確保
- 中期経営計画の取り組みを推進
- ESGに関する取り組み・情報開示の強化



社外取締役に求められるスキル・知見

- 上場企業のコーポレート・ガバナンスに関する深い知見
- 株主との対話の重要性への理解と、資本市場に対する知見
- 事業戦略の推進をサポートする、事業・業界に関する知見
- ESG経営に関する深い知見

社外取締役候補者と会社への貢献が期待されるスキル・知見の優先順位

氏名	提案者		保有するスキル・知見		スキル	所見	判断
S氏	会社	再任	小売業経営	上場企業経営	①	大株主の経営者であり独立役員ではないことから、当社議決権行使基準に基づき反対。	反対
T氏	会社	再任	弁護士		①	ほかの上場企業の社外役員を複数経験しており、上場企業のガバナンスについて一定の知見を持つと考える。しかし、当該SOを取締役会決議のみで発行したことは少数株主利益を軽視した重大な問題であると考え、当時の取締役会決議に参加したT氏に反対。	反対
U氏	会社	再任	会計士		①	ほかの上場企業の役員経験はないが、会計士の立場からのガバナンス・経営監督への貢献は期待できる。	賛成
V氏	会社	再任	企業経営	製薬業界	①	製薬会社の経営者という立場でガバナンスや事業戦略に関して貢献が期待できる。	賛成
W氏	会社	新任	調剤薬局経営		③	調剤薬局を経営しており、調剤併設率向上という中計推進に一定の貢献は期待できるが、その優先順位は高くない。元従業員かつ社内取締役とのつながりから独立性への懸念もあるため反対。	反対
X氏	株主	新任	M&A	上場企業役員	① ③	ほかの上場企業で社外役員を務め、ガバナンスへの一定の知見あり。株主提案者で完全な独立性があると考えられることから、ガバナンス改善への貢献が期待できる。	賛成

スチュワードシップ委員会委員との座談会

～ガバナンス改革に期待すること～



高尾 憲久
アクティブ運用第二部長

松本 純
ベータ・ソリューション運用部長

嶋田 由香
取締役 兼 執行役員
運用本部 スチュワードシップ・ESG担当
兼 海外ビジネス副担当

佐口 文章
責任投資部長
スチュワードシップ・アナリスト

大和アセットマネジメントでは、議決権の行使に関する方針において、個別に判断することをあらかじめ定めている議案や、個別審議が必要であると考えられる議案については、スチュワードシップ委員会にて審議を行っています。スチュワードシップ委員会では、委員からの様々な意見が飛び交い、毎回、白熱した議論が展開されています。今回は、スチュワードシップ委員会の委員4名でいくつかの総会議案を振り返りながら、企業価値向上の要となる取締役会の実効性について語っていただきます。

株主提案に対する賛否判断について

佐口：日本企業のガバナンス改革が期待される中で、2023年は過去最多の株主提案が行われ、スチュワードシップ委員会においても多数議論いたしました。

株主提案について、どのように賛否判断をしていますか（株主提案に賛成するのはどのような理由からか）。論点となるところについてお聞かせください。

嶋田：その株主提案が、投資先企業の中長期的価値や持続可能性の向上につながるか、また、少数株主利益を毀損するものではないかが重要な判断基準となります。

また、最近増えてきている、ESG課題に関する情報開示の拡充や取り組みの強化を求める議案は、株主価値向上につながるものではありませんが、企業の取り組み状況等を勘案し判断しています。

役員選解任議案における、取締役会の実効性、社外取締役の独立性評価について

佐口：株主提案では役員選解任議案が多く上程され、社外取締役の独立性の強化や、企業価値向上に資するスキルを備えた役員の選任議案といった、ガバナンスの強化に注目した提案が目立ちました。また、経営成績に問題がない企業に対しても取締役会のガバナンス不全を指摘するケースもありましたが、取締役会のガバナンスを確立するにあたり、何が必要であると考えますか。

高尾：取締役会の機能には大きく分けて「意思決定」と「監督」があり、特に後者を機能させるためには取締役会に適度の緊張感が保たれていることが重要と考えています。その観点では社外取締役の人選と、数的バランスに注意を払う必要があり、社外取締役には経営トップの素行などの問題も含め、企業の経営に問題が生じた場合、独立して調査を行い、場合によっては経営トップの更迭を行うまでの能

力が求められます。経営成績に関わらず、ガバナンス強化を目指した株主提案に一定の合理性がみられるような場合には、社外取締役を増員するなどの取締役会内部の数的バランスを変えることも必要と考えます。

佐口：当社では多くのパッシブファンドを運用していますが、パッシブ運用の観点から議決権行使において重視されているポイントは何でしょうか。

松本：パッシブ運用では取り扱う銘柄数が非常に多く、現実的には全社の取締役会における人員構成を個別に議論することは困難ですし、連動を目指すインデックスに採用されている限り、ガバナンス不全を理由に売却を行うこともできません。取締役会の構成や実効性については、社外取締役比率や多様性等、外形的に判断せざるを得ず、基準を満たさない場合には会社に対し議決権行使を通じた意思表示を行い、改善を促すこととなります。賛否判断の基準として考えられるのは、前述した独立社外取締役の割合やダイバーシティの確保等定量基準のほか、資本効率の観点や不祥事が発生した際の原因および対応にみる企業文化等、定性的な判断です。

佐口：ガバナンスを確立するにあたり、社外取締役の人選や、取締役会に占める割合が重要とお話がありましたが、社外取締役について求められるものは何であるとお考えですか。

嶋田：客観的な経営の監督が可能となる独立性と、多様な属性や専門性による取締役会の多様化への貢献であると考えます。専門性について期待するのは、執行への介入で

投資先企業へ期待すること

佐口：ジェンダー・ダイバーシティの確保や独立社外取締役比率の上昇など取締役会のガバナンス向上は外形的には充足される傾向にありますが、問題となるのはその実効性です。実効性を高めるにあたり投資先企業へ求めることは何ですか。

高尾：現在は、経営経験を中心に構成されることが多い社外取締役のスキルについて、今後は、アクティビストをはじめとするラディカルな投資家への対応など、資本市場に対する知見を有する人材を確保することも重要ではないかと考えます。

また、社外取締役と機関投資家との対話も積極的に推進していただきたいと考えています。真に独立し十分なスキルを有した社外取締役であれば、機関投資家との対話にも十分に対応可能であると判断していますし、投資家に

はなく、あくまでも監督という観点からスキルを活かし、ガバナンスの向上を図ることです。

佐口：社外取締役選任議案の独立性を判断するうえで重視することは何ですか。

高尾：社外取締役については、形式上は独立性基準を満たしていたとしても、その候補者選定において会社提案・株主提案の双方とも基本的に提案側のバイアスがかかっている可能性があるという前提で考えており、とりわけ会社、株主双方から社外取締役候補者が上程されている場合などでは、その可能性は一段と高まると思われます。そうした状況下で真の独立性を判断するには、時間の許す限り社外取締役候補者と対話を行い、当該企業や株主提案に関する考え方などを把握することが肝要と考えます。

佐口：株主提案による取締役選任議案において、コーポレート・ガバナンス向上の観点から、候補者のスキル等も考慮し一部に賛成票を投じるケースもありました。取締役の持つスキルを確認するための手段として、スキルマトリクス的重要性についてどのようにお考えですか。

高尾：取締役会を正しく機能させるうえで取締役会が保有すべきスキルが整理されているかや、そのスキルが社内外取締役会にどうカバーされているかをチェックするファーストステップという意味においては重要です。ただ、スキル保有の表示については妥当性・客観性が疑われるケースもあり、スキルマトリクスのみで評価することは難しいと考えています。

によるエンゲージメント活動の実効性も高まると思われます。

嶋田：わたしも、社外取締役との対話の機会を求めます。その中で、企業に関する知識や理解は十分か、期待される役割は理解しているかや、監督機能を発揮するにあたって、どのように企業と向き合っているか等を確認させていただきます。

また、企業自身が、社外取締役の実効性アセスメントを実施し、把握した課題に対応することで実効性を高めていくことが重要であると考えます。

松本：アクティビストとの積極的な対話も期待します。また、取締役会において十分に議論することが可能となる取締役会開催回数確保も実効性を高めるうえで重要であると考えます。

議決権行使の結果

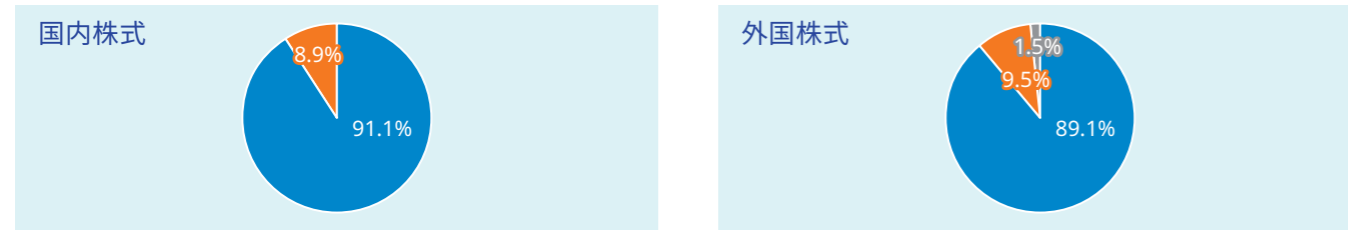
2023年は2,412社の日本企業、3,171社の外国企業に対し議決権を行使しました。議案ごとの行使状況は以下のとおりです。

■ 賛成 ■ 反対 ■ 保留*1

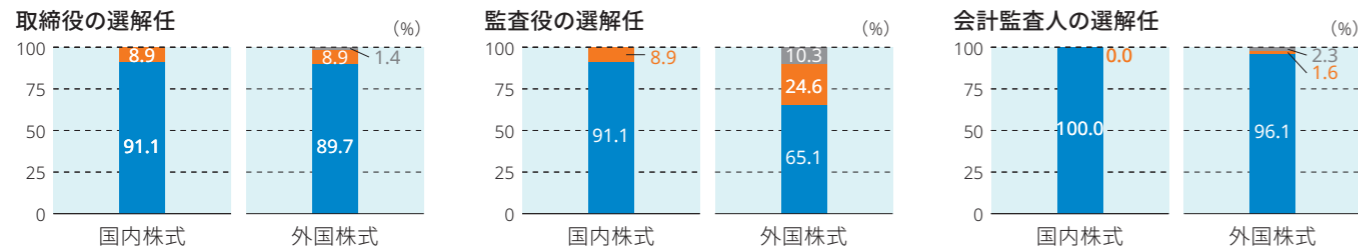


会社提案に関する議案

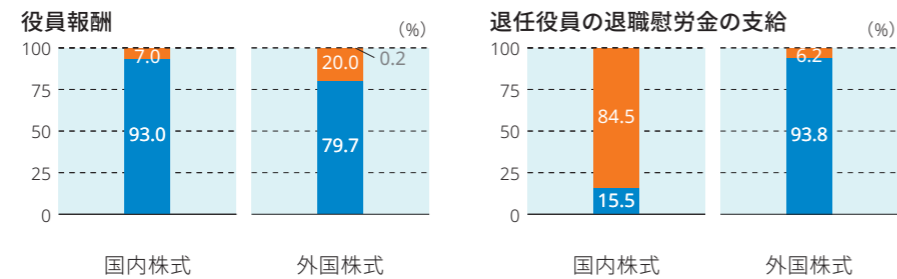
総数



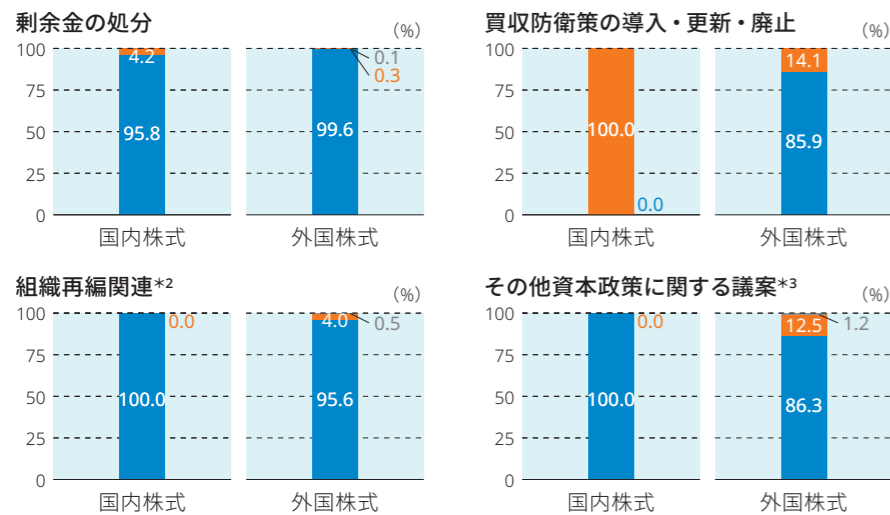
会社機関に関する議案



役員報酬に関する議案



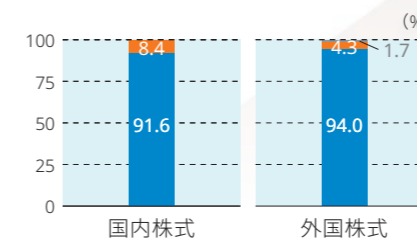
資本政策に関する議案



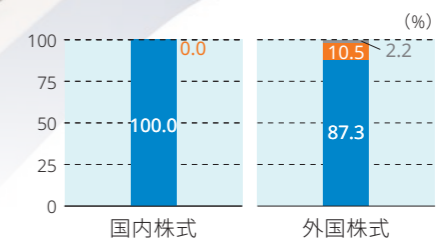
国内株式に関しては、事前導入型買収防衛策の導入・継続については反対。有事導入型買収防衛策については、内容を精査し、スキームや買収者と投資先企業双方の企業価値向上プラン等を考慮したうえで賛否の判断を行っています。

*1 外国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

定款に関する議案

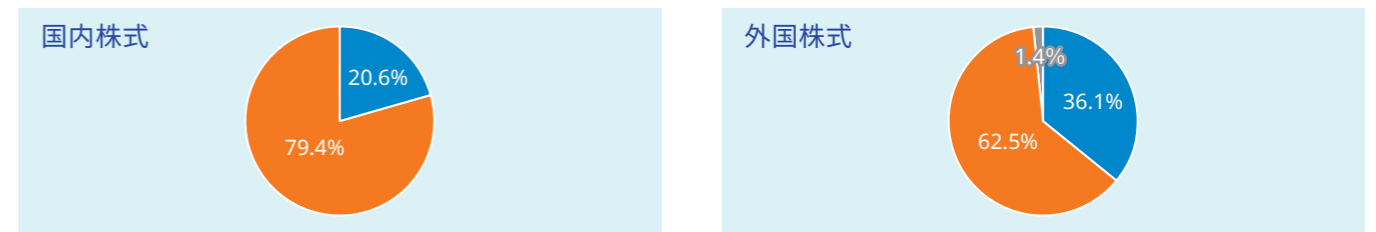


その他の合計



株主提案に関する議案

総数



Column

業績基準の考え方

議決権行使を通じて、投資先企業の中長期的な価値および持続可能性の向上を目指します。

山野井 徹
取締役 兼 常務執行役員
運用本部長



当社の国内株式に関する議決権行使において、会社提案への反対率は8.9%となりました。2022年の行使実績と比較して2%弱の上昇となりましたが、ほかの機関投資家の議決権行使実績と比較して反対率が低いのではというご指摘を受けることがあります。

会社提案の大部分は取締役の選任議案および剰余金処分案ですが、当社は、同一業種内で比較し3期連続でROEが振るわない投資先企業の取締役再任候補者に対し、原則として反対としています。

一般的に、機関投資家の議決権行使基準ではROE等業績基準について同一の閾値を用いています。しかし当社は、個々の企業の状況や業種ごとの特性をみて判断すべきとの考えのもと、上記基準を方針としているた

め、再任取締役候補者に対する反対行使比率が相対的に低くなる傾向があります。

一方で、昨今増加している株主提案については、会社提案と同様に、個々の企業の状況を精査し、中長期において企業価値向上につながるべく賛否判断を行った結果、アクティビストを含む機関投資家による株主提案に対する当社の賛成比率は20.9%と2022年比4.2%上昇し*4、ほかの機関投資家と比較しても高くなっています。

賛否比率は個別議案を精査した結果であり、比率自体のコントロールを目的としていないため今後も上下することと思われませんが、個々の企業の状況や業種の特性を精査し、真に企業価値向上に資するとの判断に基づいた議決権行使を継続してまいります。

*4 日本シェアホルダーサービス株式会社による集計

前年(2022年)との比較

2023年5月の議決権行使方針の改定により、女性役員1名以上選任の基準をTOPIX500構成企業からプライム市場に拡大、また、企業への基準適用を厳格化した結果、反対数が増えました。

✕ 女性役員基準抵触を理由に代表取締役に反対

6 議案

147 議案

今後の検討課題

議決権の行使に関する方針(国内株式)における今後の検討課題として、一部をご紹介します。

ESG課題への取り組み

(ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン)

当社では、企業がダイバーシティ・エクイティ&インクルージョンの取り組みや情報開示を充実させることは、企業価値向上に資するとともに、未使用の潜在的な経営リソースの活用による企業経営の効率化にも寄与すると捉えており、重要なエンゲージメント・テーマと認識しています。

現在議決権行使基準において、プライム市場上場企業に対して役員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。将来的には適用範囲や人数要件の拡大を検討していきます。

政策保有株式

当社は、政策保有株式の持ち合いによるガバナンス機能の低下、また、その保有に伴い資本効率の低下を招くことから基本的に政策保有株式は売却していくべきものと考えます。一方で、現在の保有額が大きい企業が急激に保有を減らすことも難しいと認識しているため、純資産の20%以上を過大保有の基準値にしていますが、今後数値基準の引き下げも検討します。併せて、取引先等に自社の株式の保有を求める、あるいは自社株式の売却の打診を断る行為は問題であると認識しており、そのような企業に対してはエンゲージメントを通じて改善を求め、今後議決権行使基準に盛り込むことも検討します。

+ WEB 詳細・その他検討課題につきましては、下記をご参照ください。

📄 <https://www.daiwa-am.co.jp/company/managed/revguideline.pdf>

また、社外取締役の人数要件の判断に際して、当社基準の独立要件を満たした、独立社外取締役の人数での判断に変更し、反対数が増えています。

✕ 独立社外取締役の人数・構成比不足を理由に代表取締役に反対

226 議案

369 議案

個別開示の工夫

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。

専用サイトを設け検索しやすい環境づくり

グラス・ルイス社のプラットフォームを利用し、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となっています。また、過去の行使結果も併せてご覧いただけます。

グラス・ルイス社のプラットフォームを活用した議決権行使結果開示ツール

銘柄	コード	名称	議決権	開示日
東日本旅客鉄道	9020	東日本旅客鉄道株式会社	賛成	2023/04/20
東武鉄道	9021	東武鉄道株式会社	賛成	2023/04/20
東武東上線	9022	東武東上線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9023	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9024	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9025	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9026	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9027	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9028	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9029	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20
東武東横線	9030	東武東横線株式会社	賛成	2023/04/20

📄 <https://viewpoint.glasslewis.com/WD/?siteId=DaiwaAM>

Excelファイルによりダウンロード可能

Excelファイルをダウンロードしていただくことで、議決権行使結果の集計や分析にお使いいただけます。

スチュワードシップ委員会

スチュワードシップ委員会委員長メッセージ



エンゲージメントに注力し、投資先企業の価値向上・各運用ファンドの中長期リターンの向上を目指します。

金森 比左志

取締役 兼 専務執行役員
運用本部管掌 兼 CIO 兼 海外ビジネス担当

2023年は、東証より「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請」が出されたことを契機に、改めて企業の資本効率性や市場での評価が注目される年となりました。ROEやPBRの向上について具体的な対応策を公表する企業も多くあり、資本コストやROE、PBRに対する意識が投資家、企業共に従前に増して高まりました。今後も企業側の積極的な取り組みが期待されますが、機関投資家にとっても投資先企業の変革を積極的に後押しする手段として、スチュワードシップ活動の重要性が増しています。

当社では、従前より、スチュワードシップ活動のうち、投資先企業と直接コミュニケーションを取るエンゲージメント(建設的な対話)がその根幹であると考え、積極的に取り組んでまいりました。企業が抱える課題に対し、適切な内容・手法によるエンゲージメントを実行することで、本来の企業価値を阻害する要因を解明・排除することができ、企業価値向上につながると考えています。

特にアクティブ運用においては、投資対象企業に対してROE、PBRといった単に数字の改善だけでなく、企業文化の見直しや、自社の強みを活かした新たな事業領域の開拓といった、事業ポートフォリオの改革等にまで踏み込んだ意見交換を行い、企業の変革を促しています。例えば、企業価値向上の課題を抱えている企業に対し、同様の課題に向き合い解決の糸口を見出した企業をご紹介し、知の共有を進めていただく交流会を開催する等、「リングエージメント」の取り組みも実施しています。

より幅広い投資先企業を対象として主に市場全体の企業価値向上を目的としたエンゲージメント(パッシブ・エンゲージメント)も実施しています。パッシブ・エ

ンゲージメントでは、当社がESGに関して重要視するマテリアリティや、当社がコーポレート・ガバナンス全般についてベストと考える企業の取り組みを整理したベストプラクティスをもとに、主にリスクの軽減、排除を目指しています。

保有銘柄に対する議決権行使については、エンゲージメントと併せ、企業価値向上に資する機関投資家としての重要なツールであると捉えています。議決権行使基準を策定あるいは改定する際には、エンゲージメント時に得た知見も活用し、当社のコーポレート・ガバナンスに対する考え方を反映すべく、社内での十分な議論を重ねています。また、当該企業に対するエンゲージメントを通じて、議決権行使基準ごとの賛否判断が適していないと判断する場合には、社内での議論を経て個別判断を行うこともあります。

当社は2022年7月に米ドラッカー研究所と業務提携を行い、同12月にはドラッカー研究所スコアをベースに当社独自の分析モデルを用いた「ドラッカー研究所米国株ファンド(資産成長型)」を設定、運用しています。2024年3月には、日本株を対象とした日本版ドラッカー研究所スコアを共同開発いたしました。日本株運用への活用はもちろんのこと、日本企業に対する無形資産に着目したエンゲージメントのツールとして応用することを検討してまいります。

今後も、ドラッカー研究所スコアや当社が独自に算出しているESGスコア等のツールも活用することで、企業価値向上による投資家の皆様のリターン向上を目指したエンゲージメント、スチュワードシップ活動を展開していきたく考えています。

スチュワードシップ活動体制

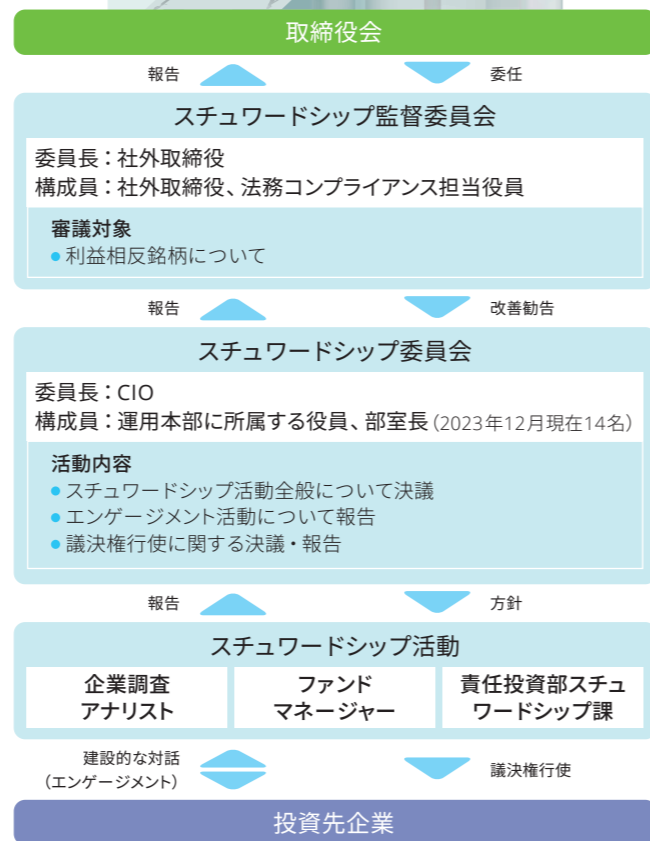
実務方針などの意思決定はスチュワードシップ委員会が行い、スチュワードシップ監督委員会ではスチュワードシップ活動における利益相反管理の監督を行っています。

スチュワードシップ委員会は、利益相反の懸念を払拭するため販売会社とのリレーションを統括するマーケティング本部、および大株主との折衝を担当する経営企画部のいずれかを兼務する者はメンバーから除外しています。

当委員会では、企業との建設的対話の情報や今後の方針、議決権行使方針、ESGを含むサステナビリティに関する調査や投資の方針、および気候変動や人権に関する国際的イニシアティブなどについて情報共有を行い、方針等の改定、イニシアティブへの参加について、審議、決定しています。

スチュワードシップ監督委員会は、社外者が過半を占めることから、当社経営とは独立した立場で議決権行使を含むスチュワードシップ活動における利益相反管理を監督し、取締役会への報告や必要に応じて利益相反管理に関して改善勧告等を行う体制としています。

体制図



利益相反管理

利益相反管理方針

当社は、大和証券グループの一翼を担う資産運用会社として、受託者責任(フィデューシャリー・デューティー)を重視し、日々の業務を遂行しています。資産運用業務を行うにあたっては、当社または大和証券グループ各社と、当社が設定・運用する投資信託等の受益者(以下、受益者)との間で利益相反が生じる可能性があることに留意しています。このような状況を踏まえ、当社では、受益者の皆様の利益が不当に害されることを防止するため、利益相反の可能性のある取引等を管理する体制を整えています。

当社は、受益者の皆様に安心して当社のファンドをご利用いただけるように「利益相反管理方針」を策定し、その概要をウェブサイトで公表しています。

+ WEB 詳細は、下記をご参照ください。

- 利益相反管理方針(概要)
<https://www.daiwa-am.co.jp/company/policy/interest/index.html>
- 議決権の行使に関する方針
https://www.daiwa-am.co.jp/company/managed/guideline_03.pdf

議決権行使における利益相反管理

スチュワードシップ委員会は、当社と資本関係を有する企業(大和証券グループ本社等関連会社)や営業上の関係を有する企業(当社投資信託の販売会社およびその親会社)に対する議決権行使を、利益相反が生じ得る特定の場合として管理します。これらの企業の議案のうち、当社の賛否判断基準において「個別に検討する」と定められている議案にあつては、外部の専門機関(グラス・ルイス社)の助言に従って議決権を行使することにより、利益相反の排除と、行使判断の中立性を確保します。ただし、スチュワードシップ委員会において、企業価値および少数株主利益の向上の観点から当該推奨に従うことが適切でないと判断した場合には、独自に賛否を決定することとします。利益相反管理対象企業の議決権行使内容については、定期的に「スチュワードシップ監督委員会」に報告します。なお、スチュワードシップ委員会における個別審議または賛否の決定前に、監督委員会の助言を受けることができるものとします。

サステナブルインベストメント

ESG投資方針

当社は、資産運用ビジネスを通じて、受益者の中長期的な資産形成に資することを目指しています。この目的を達成するためには、株式や債券といった投資対象資産の適切な選択だけでなく、それらを発行している企業や団体(以下、企業等)の中長期的価値や持続可能性の向上が不可欠であり、同時に社会の持続可能性の維持が前提となります。

企業等が中長期的価値および持続可能性を高めるためには、適切なガバナンス(G)のもと、環境(E)や社会(S)と良好な関係を構築することが必要であり、それは持続可能性の高い社会の実現にも貢献するものであると考えています。

当社では、受益者、および企業等と共にインベストメントチェーンの一翼を担うにあたって、ESGの要素を重視した取り組みを行います。

ESG投資方針

- 資産運用ビジネスを通じ、ESGやSDGs課題に対して積極的に取り組んでいる企業等への投資機会を提供するとともに、持続可能性の高い社会の実現に貢献することを目指します。
- 企業等のESGに対する取り組みを、中長期的な成長力拡大とリスク低減の両面につながるものと捉え、投資判断に活用します。
- 建設的な対話を通じて、企業等に対してESGに対する積極的な取り組みを求めるとともにESG課題を共有することで、企業等の中長期的価値や持続可能性の向上の一助となることを目指します。

また、上記方針に基づき、当社では以下の事項をESG重要課題であると考えており、企業等だけではなく業界全体の状況の的確な把握と認識の共有に努めます。

マテリアリティ

環境・社会・ガバナンス(ESG)に対する観点

重要課題		具体的な注目点	
情報開示			
環境	気候変動	<ul style="list-style-type: none"> 温室効果ガス排出 エネルギー転換 	<ul style="list-style-type: none"> 気候変動リスク対応
	自然資本	<ul style="list-style-type: none"> 環境汚染 生物多様性 	<ul style="list-style-type: none"> 資源保全
社会	社会的責任	<ul style="list-style-type: none"> ビジネスと人権 サプライチェーンマネジメント 	<ul style="list-style-type: none"> 健康・安心社会への貢献
	人的資本	<ul style="list-style-type: none"> 人的資本の価値向上 ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン 	
ガバナンス	企業価値向上への取り組み	<ul style="list-style-type: none"> ガバナンス体制 資本効率改善 	<ul style="list-style-type: none"> リスクマネジメント コミュニケーション

その他サステナビリティ全般に対する観点

重要課題	具体的な注目点		
その他サステナビリティ	<ul style="list-style-type: none"> 知的財産 	<ul style="list-style-type: none"> DX 	<ul style="list-style-type: none"> AI

ESGインテグレーション

コアマテリアリティ(目的・施策)

コアマテリアリティを当社の投資・事業活動に統合

当社は、サステナビリティ上の視点、長期リターンにつながる視点の2軸でマテリアリティを分析し、両者共に高いコアマテリアリティを特定しています。そして、特定したコアマ

テリアリティをエンゲージメントや議決権行使、投資判断に反映しているほか、商品開発や営業戦略を含めた当社の幅広い事業活動へ適用しています。

気候変動

温室効果ガス(GHG)排出量や気候変動リスク・機会を把握し、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・評価を実施することを求める。



コアマテリアリティ

DE & I

(ダイバーシティ・エクイティ&インクルージョン)

企業のあらゆるステークホルダーにおけるダイバーシティと機会均等、差別とハラスメントをなくすことを求める。

エンゲージメント、議決権行使

ESGインテグレーション

商品開発・営業戦略

資本効率改善

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ことを求める。

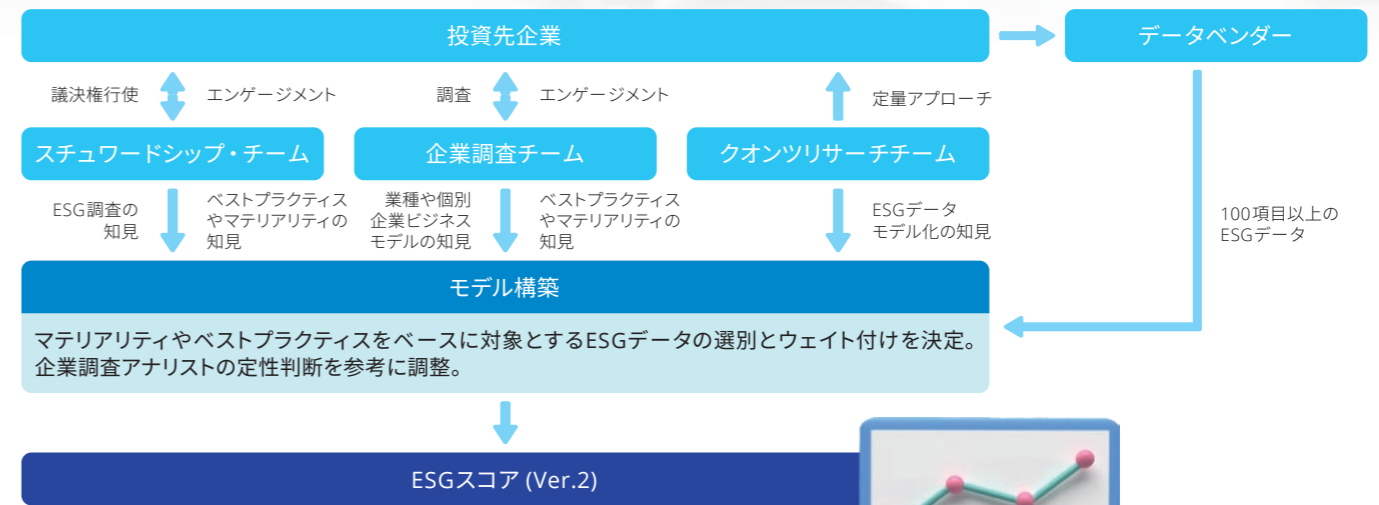
ガバナンス体制

機関設計や取締役会の実効性、社外取締役の役割、役員報酬制度等についてのガバナンス体制の整備を求める。

インハウスESGスコア

企業のESGに関するリスクや機会を多面的に捉え投資判断などに活用する目的で、当社では独自のESGスコアを算出しています。2023年春には既存のESGスコアを改良し、Ver.2を完成させました。

新しいスコアではESGデータの定量評価からモデルを構築しています。旧スコアに比べて大幅にデータ項目数を増やすことで、より実態を踏まえたスコア付けができるようになりました。

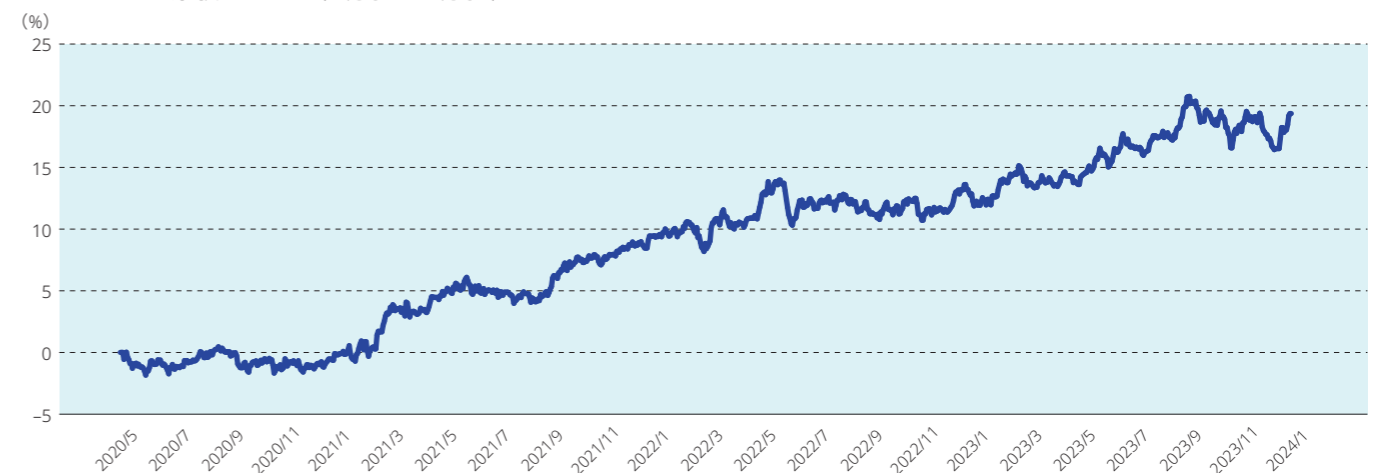


ESGスコアとパフォーマンス

当社で作成しているESGスコアによりユニバースの銘柄群を5組に分け、1分位(高スコア)と5分位(低スコア)のそれぞれの銘柄群のパフォーマンス差を分析しました。計測

期間では1分位が5分位を概ね安定的にアウトパフォーマンスしており、当社ESGスコアが高いほど平均的にパフォーマンスが高いことがわかります。

ESGスコアの累積リターン(1分位-5分位)

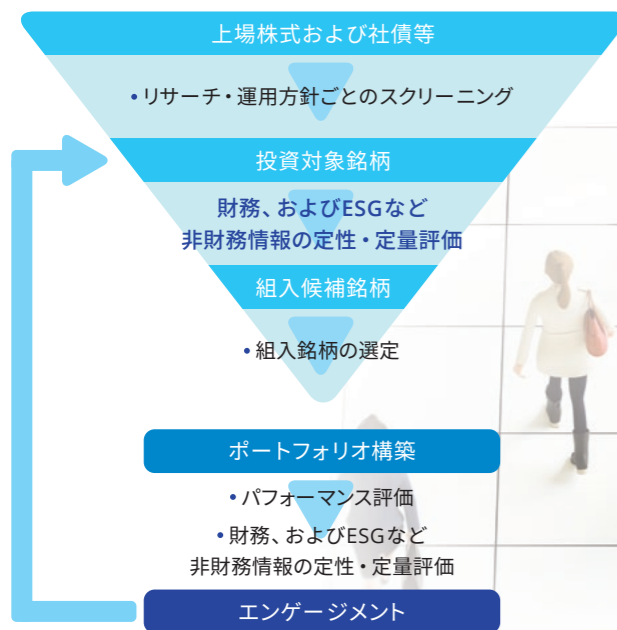


※ 銘柄ユニバースはTOPIX1000。毎月の等金額リバランスの際、当社独自の業種分類による中立化を実施。

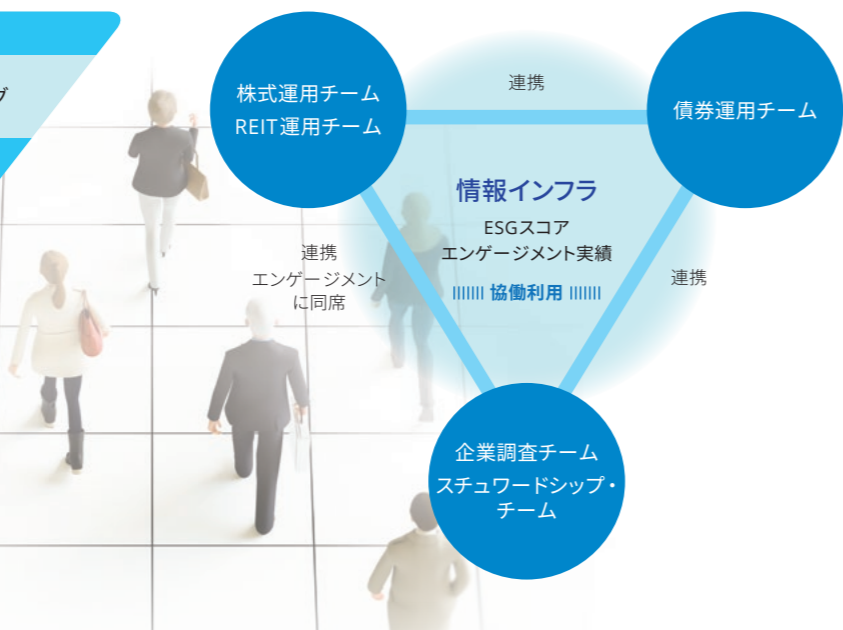
ESGスコアなど非財務情報の運用プロセスへの統合と情報インフラを介した協働利用

ESGスコアや企業との対話内容は社内の情報インフラに蓄積され、すべての運用関係者が活用できる体制になっています。株式運用だけでなく債券運用でもこれらの情報を活用し、クレジット分析の高度化が行われています。

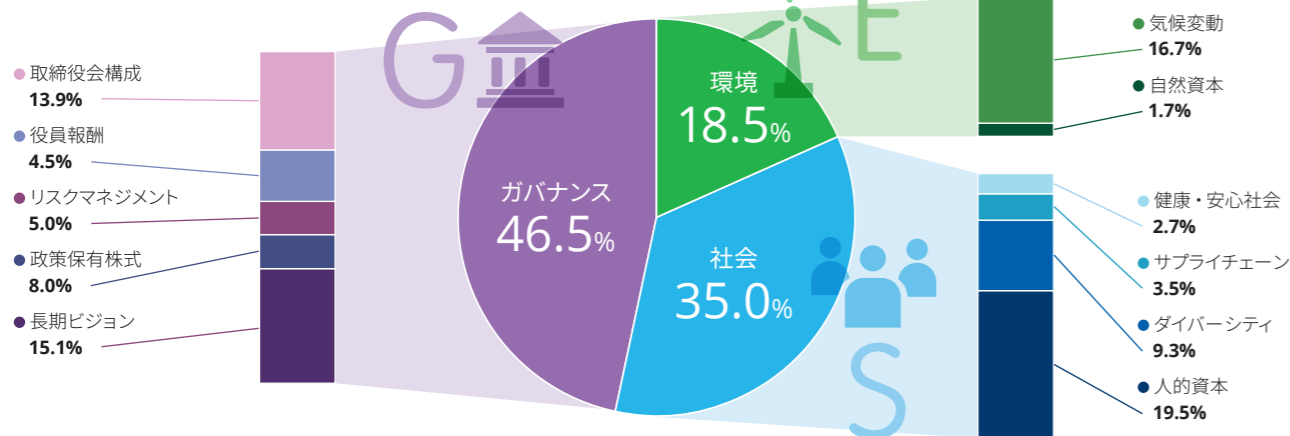
ファンドの運用プロセス



情報の協働利用



ESGに関するエンゲージメントのテーマ内訳



対象期間：2023年1月～12月

E (環境)、S (社会)、G (ガバナンス) の大分類では、Sに関するエンゲージメントのテーマ割合が減少 (40.9%→35.0%) し、代わりにG (40.9%→46.5%) とE (18.2%→18.5%) が増えています。

より詳細な分類では、地球温暖化が大きなトピックであり気候変動 (15.5%→16.7%) が引き続き主要なテーマとなっています。このほか、有価証券報告書で開示が始まった人的資本 (10.9%→19.5%)、当社が議決権行使基準を厳格化した政策保有株式 (6.8%→8.0%) などでは、情勢を踏まえてタイムリーに対話の機会を増やしました。

一方、新型コロナウイルスの流行による混乱が一旦収束したことなどから、サプライチェーン (15.1%→3.5%) は減少しています。

各アセット・プロダクトでの取り組み

国内株式



磯辺 孝弘
 アクティブ運用第二部
 シニア・ファンドマネージャー

「リンゲージメント」による知の共有を推進

当社のエンゲージメントは、投資先企業の中長期的な企業価値向上を主眼として、様々な経営課題 (エンゲージメント・テーマ) を投資先企業の経営陣と共有し、課題解決の促進と必要なサポートの提供を行っています。ESG (環境・社会・ガバナンス) をはじめとして、不採算・低採算事業の再編やROEおよび資本コストの改善、さらには事業変革を伴う成長戦略の策定など多岐にわたるテーマの中から投資先企業にふさわしいものを選定し、社内のアナリストチームを中心に社外のアナリストや有識者の知見も活用して解決策を提案します。

また当社独自の取り組みとして、エンゲージメントとリンケージ (結合) を掛け合わせた造語である「リンゲージメント」という活動を通じて、投資先企業同士の情報交換および対話の場を積極的に提供しています。特定のエンゲージメント・テーマについて、ベストプラクティスとなる取り組みを行っている企業を、同じ課題を抱える企業に紹介し、直接的に経験やノウハウなどを共有することでより効率的な課題解決を目指します。2023年9月には上場企業10数社の最高財務責任者 (CFO) を集めて「PBR向上への取り組み」をテーマとしたリンゲージメントを実施しました。当社をハブとした「知の共有」により、投資先企業はもとより日本企業全体の価値向上を目指します。

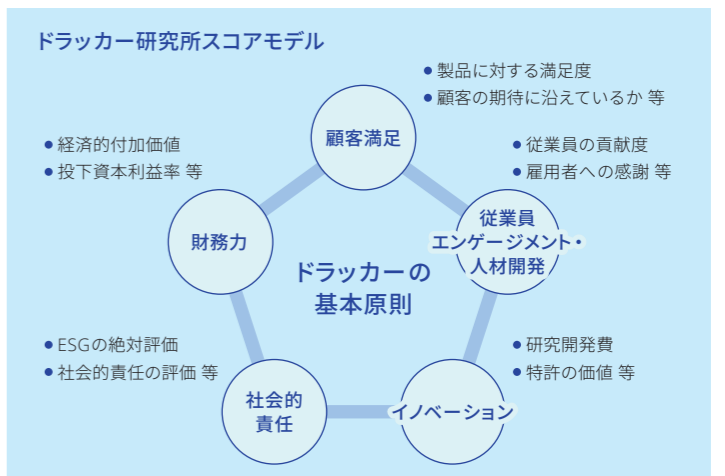
Point

ドラッカー研究所スコアが捉える無形資産価値

ピーター・F.ドラッカーは20世紀を代表する経営学者です。「20世紀最大の哲人」「マネジメントの父」と称され、多くの経営者が影響を受けています。ドラッカー研究所はドラッカーのアイデアと理想を受け継ぎ、米国クレアモント大学院大学に設立された研究機関です。ドラッカーの哲学を広めるとともに、ドラッカーの提唱する基本原則の定量化 (スコア化) を実施しています。

ドラッカー研究所スコアは、従業員エンゲージメントや、イノベーションなど財務諸表では把握できない無形資産を定量的に捉え、真の成長企業の発掘を目的としています。

当社では、ドラッカー研究所と協働し、米国株に続き日本株でもそのスコアを中核に据えたファンドの立ち上げを計画しています。



債券



佐伯 圭祐
アクティブ運用第一部 債券チーム
チーフ・ファンドマネージャー

債券運用におけるESGインテグレーション

債券投資は、株式投資等とは異なり、リターンの上昇が限定的である一方で、ダウンサイドリスクが存在する資産特性があり、このリスクをいかに抑制させるかが、投資パフォーマンスの向上の鍵となります。このような観点から、債券運用においてもESG要素を含む非財務情報の重要性について認識のうえ、その情報を各発行体の投資判断に活用することが不可欠と考えています。

信用力の分析においては、投資の時間軸が短ければ直近で得られる財務情報が重要となりますが、投資の時間軸が長ければ長いほど非財務情報の重要性が高まります。このため非財務情報は将来の財務情報の基盤であると認識して、ESG課題への企業の取り組みの成否が財務情報に影響を与えるとみています。

各発行体が、ESG課題にどのように対応しているかの確認と分析を実施のうえ、これが将来の業績やバランスシートに与える影響を評価し、リスクに見合ったリターンが確保されるかという視点を軸に、投資の意思決定を行っています。

発行体の財務情報の分析に加え、非財務情報の評価を信用リスク分析プロセスに組み入れることにより、リターンのダウンサイドリスクの抑制、リスク/リターンの改善、ひいては投資パフォーマンスの向上を目指していきます。

インデックスファンドとESG投資

当チームでは、ESG評価を組み込んだ指数に連動するファンドを提供し、投資家の皆様により低コストで手軽に始められるESGへの投資機会を提案していきたいと考えています。インデックスファンドにおけるESG投資のメリットは、低コストで、透明性の高い明確なルールに基づいた運用が可能であることです。現在ESGファンドとして、ETFを含む5本のファンドを提供しています。また、国内外の機関投資家様向けに、ニーズに合ったESG関連ファンドをご提供できるよう取り組みを進めています。

エンゲージメントに関しては、投資先企業に対して当社の「議決権の行使に関する方針」等の送付を行い当社のスチュワードシップ活動についてお知らせしています。また、ESG格付けや炭素排出量などのESG情報について、指数ベンダーへの働きかけも含めてより分かりやすい情報開示を目指していきます。

ESGインデックスファンド

ファンド種別	回次コード	ファンド名	設定日	備考
公募ファンド	3470	iFree 全世界株式 ESGリーダーズ・インデックス	2022/5/10	
ETF	3510	ダイワ上場投信－MSCI 日本株人材設備投資指数	2016/5/18	
ETF	3513	ダイワ上場投信－FTSE Blossom Japan Index	2017/9/25	GPIF採用指数
ETF	3514	ダイワ上場投信－MSCI ジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	2017/9/25	
ETF	3515	ダイワ上場投信－MSCI 日本株女性活躍指数 (WIN)	2017/9/25	GPIF採用指数

インデックス



大野 恵莉子
ベータ・ソリューション運用部
ベータ運用チーム
シニア・ファンドマネージャー
サステナビリティ・リーダー

外部委託



大河内 正子
アドバイザー運用部
サステナビリティ・リーダー

運用委託先に対してESGに関するモニタリングを実施

● 運用戦略の選定時

初回デューデリジェンスにおいては、委託先のESGに関する社内体制やポリシー、各種イニシアティブとの連携などを確認しています。特にESG投資の場合、ポートフォリオ構築プロセスにおいてESGリスク・機会をコントロールしていることやその具体的な開示が可能であること、または、ファンドとして経済的・社会的リターンの獲得を商品性格上の主たる特色とし、そのリターンについての具体的な開示が可能であることを重点的に確認しています。

● ファンド設定後の継続モニタリング

ファンドの設定後は、継続デューデリジェンスなど定期レビューにおいて委託先とミーティングを実施し、刻々と変化するESG関連の問題にどのような見解を持ち、対応するかなどについて意見交換を行っています。

また、インパクトファンドの場合はパフォーマンスだけでなく、組入銘柄がどのように社会的リターンの実現に貢献していくのか、意見交換を行い、モニタリングをしています。インパクトレポートの発行時には、インパクト目標の達成状況の確認に加え、委託先へ開示情報の充実化を働きかけています。

さらに、エンゲージメント成果や議決権行使結果について、定期的に委託先とのモニタリングおよび意見交換を実施する方針です。

Pick Up

環境省「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」受賞

当社とカンドリアム・エス・シー・エーは共同で、環境省が主催する第5回「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」の投資家部門（アセットマネージャー部門）において、選定委員長賞（銅賞）を受賞しました。



受賞理由

カンドリアム社から助言を受けて運用しているESGファンド「カーボンZERO」のコンセプトが、GHGを削減し気候変動の緩和に資する企業に投資を行うと明確で、かつ信託期間が2050年までと長期投資であり社会的意義があると評価されました。また、両社の連携ではそれぞれの強みを最大限に活かそうとする工夫がある点や、発行しているインパクトレポートが国内の個人投資家にもESG投資への参加を促す内容で、市場の拡大に貢献する姿勢が明確である点も評価されました。今後、カンドリアム社とのさらなるシナジー効果の発現が期待され、受賞に至りました。

ESGファンド認定プロセスの厳格化

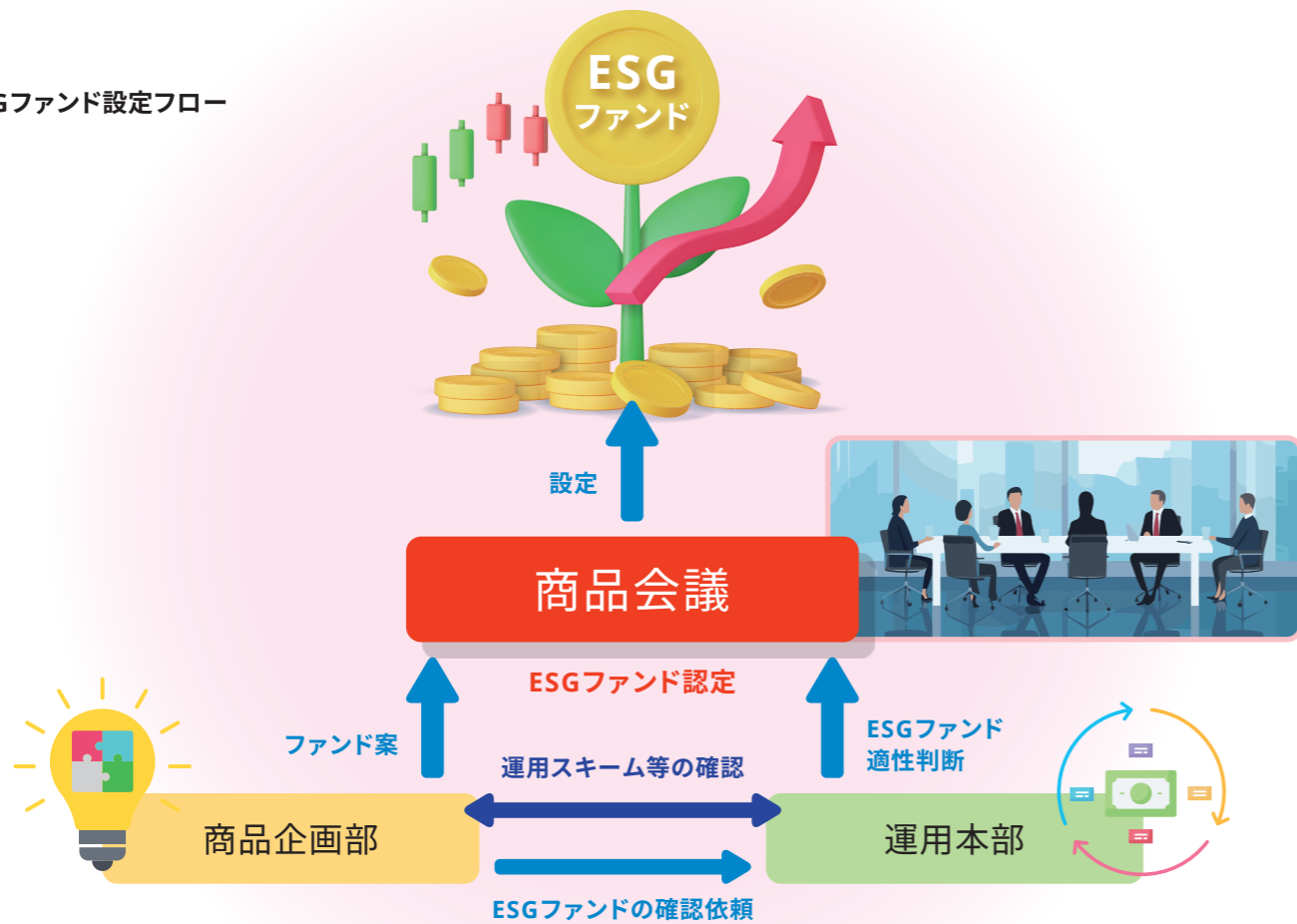
「ESGウォッシュ」と呼ばれる実体が伴わないにもかかわらず環境や社会に配慮した取り組みをしているように装う投資行動が問題になっており、世界各国でESG投資に関連する規制の強化が進んでいます。日本においても金融庁が2023年3月に監督指針を公表し、ESG投信の範囲や、それに関して拡充すべき情報開示項目などを示しました。

当社ではこれらを踏まえ、お客様に安心して購入していただける公募ESGファンドをご提供すべく、体制を整備しています。

下図では、ESGファンドの立ち上げプロセスにおいてESGウォッシュを防止するための施策をご説明しています。

ファンド案は商品企画部から運用本部に対して確認依頼を行い、運用本部では運用スキームとして問題がないかということや当社が定めたESGファンドの基準を満たしているかなどの確認を行います。確認結果は経営陣が出席する商品会議に上程され、審議のうえ、ESGファンドとして認定されます。認定を受けたファンド案は設定され、公募ESGファンドとして運用が開始されます。

ESGファンド設定フロー



ESGインデックスプロバイダ等のモニタリング

当社では独自のESG評価スコアを作成していますが、このほかに当社ESGインデックスファンド等の運用プロセスにおいて第三者が提供するESG評価スコアを使用しています。安心して購入していただけるESGファンドをご提供す

るため、当社ではこれらのESG評価スコアに関してESGインデックスプロバイダ、もしくはESG評価・データ提供機関に対して、順次状況をヒアリング、および意見交換を行っています。

ESGファンド定義、および当社ESGファンド

当社では、お客様に安心して購入していただけるESGファンドをご提供するため、当社ESGファンドの定義を明確化し、基準を策定することでESGファンド認定を行っています。なお、当該基準策定にあたっては金融庁の監督指針をベースに、また海外主要監督機関の指針も参考にすることで定めています。



以下のように2種類のESGファンドの基準を定めており、これらにそれぞれ適合するファンドを下表のように認定しています。これらのESGファンドについては特に、実際の運用がファンド認定基準と齟齬がないかをモニタリングするとともに、お客様に分かりやすく伝えられるよう情報開示の充実を図っています。

当社ESGファンド	
<p>ポートフォリオ全体でのESGリスクの管理、あるいはサステナブルな社会への移行に向けESGやSDGs目標達成などに取り組む企業への投資など、ESGを投資対象選定の主要な要素としており、その内容に関する開示が可能であること。</p>	<p>【インパクトファンド】 経済的リターンならびに社会的リターンの獲得を主たる特色の一つとし、社会的リターンについての具体的な開示が可能であること。</p>

当社のESGファンド

インパクト ファンド該当	回次コード	ファンド名
●	2785	脱炭素テクノロジー株式ファンド(愛称:カーボンZERO)
●	2790	脱炭素テクノロジー株式ファンド(予想配分金提示型)(愛称:カーボンZERO(予想配分金提示型))
	2800	世界水資源関連株式ファンド
	3256	女性活躍応援ファンド(愛称:椿)
	3356	つみたて椿(愛称:女性活躍応援積立ファンド)
	3388	社会課題解決応援ファンド(愛称:笑顔のかけはし)
●	3410	クリーンテック株式&グリーンボンド・ファンド(資産成長型)(愛称:みらいEarth成長型)
●	3411	クリーンテック株式&グリーンボンド・ファンド(予想配分金提示型)(愛称:みらいEarth分配型)
●	3417	クリーンテック株式ファンド(資産成長型)(愛称:みらいEarth S成長型)
	3470	iFree 全世界株式ESGリーダーズ・インデックス
	3488	グローバル・ライフ株式ファンド(資産成長型)(愛称:ブライトライフ(資産成長型))
	3489	グローバル・ライフ株式ファンド(予想配分金提示型)(愛称:ブライトライフ(予想配分金提示型))
	3510	iFreeETF MSCI日本株人材設備投資指数
	3513	iFreeETF FTSE Blossom Japan Index
	3514	iFreeETF MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数
	3515	iFreeETF MSCI日本株女性活躍指数(WIN)
	3711	DC・ダイワSRIファンド

TCFDおよびTNFDへの取り組み

TCFDの推奨する開示フレームワークに沿ってスチュワードシップ活動を通じた気候変動課題への取り組みをご紹介します。また、今回は新たに取り組んでいるTNFDの推奨する自然資本関連の開示も同時に行います。

開示項目

ガバナンス

当社では「スチュワードシップ委員会」で取り決めた「スチュワードシップ活動に関する基本方針」やサステナビリティの考慮を含む「ESG投資方針」等に従って気候変動や自然資本に関するリスクを含むESG課題に取り組んでいます。活動内容や方針については「スチュワードシップ委員会」で審議・モニタリングを行います。TNFDで指摘されている、先住民、地域社会、その他のステークホルダーに関する組織の人権方針とそれらに関する企業とのエンゲージメント活動については本格稼働に向けて現在準備を行っています。ポートフォリオのTCFDおよびTNFDに関するモニタリング状況については、スチュワードシップ委員会から取締役会に報告します。

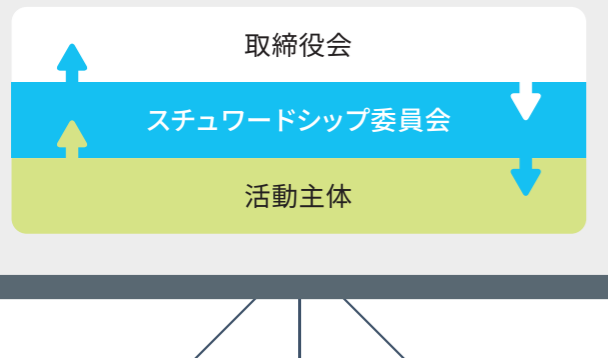
戦略

把握した気候変動や自然資本に対するリスクや機会は企業評価モデルに反映し、投資先企業の選定に利用しています。また、エンゲージメント活動によって企業を脱炭素やネイチャーポジティブ経営に導くことで投資先企業の企業価値向上を目指しています。特に気候変動関連についてはCVaR等の指標でシナリオ分析を行いポートフォリオのリスクやレジリエンスの確認を行っています。自然資本については、自然資本毀損時のリスクを特定し、投資先企業を持つリスクの分析、把握を目指します。

リスク管理

当社は、企業の開示情報に加え、外部ベンダーのデータや独自のリサーチ、企業との対話などを通じて、投資先企業の気候変動や自然資本のリスクと機会を把握しています。また、外部ベンダーのデータをもとにファンドごとや資産別にGHG排出量の測定や気候変動リスクのシナリオ分析を行える体制を整えており、定期的に分析を行うことでリスクの把握と管理を行っています。自然資本に関しては現状得られるデータは少ないものの、TNFDのガイドライン等で推奨される様々な情報ソースを活用して、リスクと機会の現状把握に努めています。

体制図



特定した気候変動リスクと機会を企業価値評価に反映

移行リスク		物理リスク		機会	
法規制リスク	環境に関する法規制の厳格化	急性リスク	洪水や台風などによるリスク	資源効率	リサイクル技術などの需要増
テクノロジーリスク	再エネなどのテクノロジーの進歩に乗り遅れる	慢性リスク	長期的な気候パターンの変化によるリスク	エネルギー源	再生可能エネルギーなどの需要増
市場リスク	化石燃料資産などの需給が変化			製品・サービス	環境負荷低減商品などの需要増
レピュテーションリスク	消費者からの評価・評判が低下			レジリエンス	レジリエンス確保に向けたエネルギーの多様化

★ 企業価値評価に反映 ★

自然資本毀損時のリスク

自然資本



生態系サービスを提供

生態系サービス

遺伝物質	花粉媒介	ろ過機能	気候変動抑制
地下水	換気機能	分解機能	伝染病抑制
地表水	水量調節機能	希釈機能	洪水抑制
			害虫抑制

自然災害リスク	自然資源供給の減少	感染症発生リスク
<ul style="list-style-type: none"> 建物や工場を保有する企業の資産価値が低下 企業のサプライチェーンが寸断されることによって収益が減少 保険会社では支払保険金が増加するリスクなど 	<ul style="list-style-type: none"> 自然資源に依存度の高い農業、食品、製薬などのセクターにおける原材料供給の減少による収益の減少 自然資源が減少することで原材料の価格が上昇 	<ul style="list-style-type: none"> 生態系が毀損されることで特定の病原菌がパンデミックを起こす可能性 自然資源が減少することで新たな感染症への対策がとれなくなるリスク

指標と目標

当社は、気候変動に関してファンドごとや各運用資産のGHG排出関連指標としてポートフォリオの総GHG排出量、カーボンフットプリント、炭素強度などをモニタリング・分析しています。また、自然資本についても現時点で当社が得ら

れる情報に基づいて、リスクと機会に関するモニタリング・分析を行っています。これらのデータや独自のリサーチに基づいた企業とのエンゲージメント活動によって企業の脱炭素やネイチャーポジティブ経営を促進していきます。

気候変動 — GHG総排出量等主要指標の分析

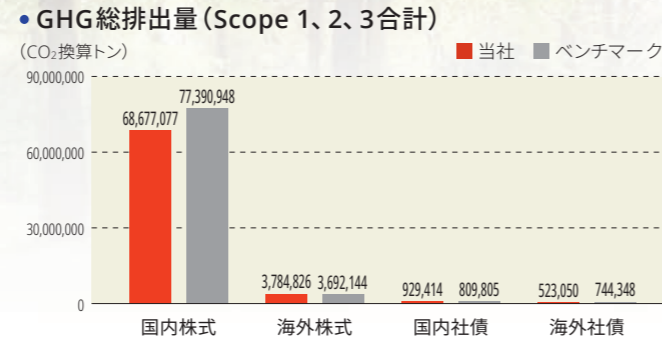
当社が運用する各資産の総炭素排出量、カーボンフットプリント、加重平均カーボンインテンシティを各ベンチマークと比較しました。カーボンフットプリントはポートフォリオの規模（時価総額）に対する排出量をみるもので、カーボンインテンシティは投資先企業の売上規模当たりの炭素排出量をみる指標になります。それぞれモニタリング・分析を行うことで適切に気候変動関連のリスク管理を行っています。次ページの図にあるようにScope3を上流と下流で分類し、それぞれ該当する排出量を算出し記載しました。投資先企業の総炭素排出量をScope1、2、3、特に3を細かく把握することで投資先企業とのエンゲージメント活動等に活用し、サプライチェーン全体の脱炭素化を促進していきます。

海外株式のカーボンフットプリントや加重平均カーボンインテンシティがベンチマークと比較して大きくなっていますが、これは、インド企業の株式への投資エクスポージャーが拡大したことが影響しています。国内社債については、ベンチマークより高いウェイトで電力会社の社債をポートフォリオに組み入れていることが影響していますが、前年に比べて、ベンチマークとの差異が縮小し、加重平均カーボンインテンシティの数値も減少しています。国内外の高配出企業に対しては、当社および運用委託先を通じたエンゲージメントを行い、削減を促しています。今後もエンゲージメント活動等を通じて、投資先企業の気候変動に関する取り組みを促していきます。

ポートフォリオの総炭素排出量

● Scope 1、2 (CO₂換算トン)

	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	6,987,943	8,313,973	-16%
海外株式	721,398	513,356	41%
国内社債	240,028	89,429	168%
海外社債	45,898	110,696	-59%
合計	7,995,266	9,027,455	-11%



● Scope 3 上流 (CO₂換算トン)

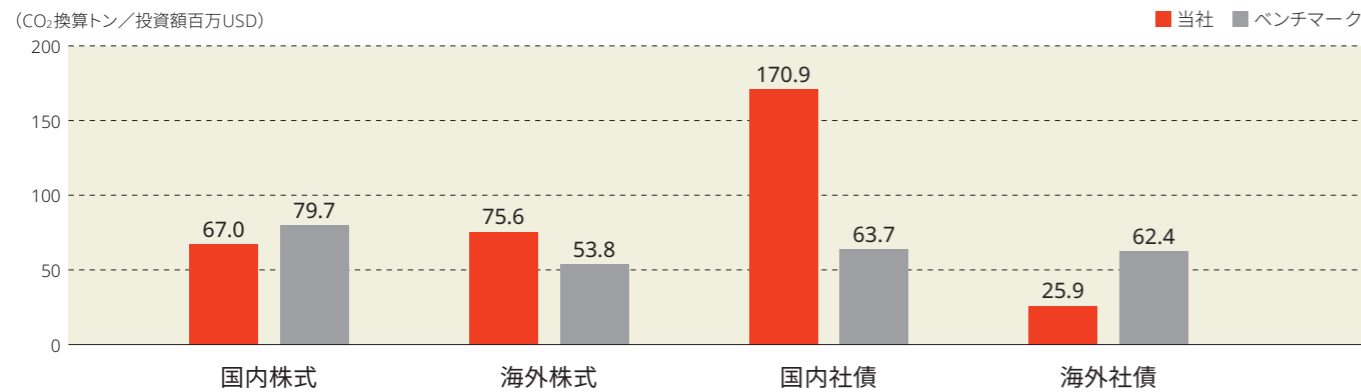
	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	22,097,292	23,971,727	-8%
海外株式	896,617	910,126	-1%
国内社債	298,559	246,728	21%
海外社債	119,330	197,487	-40%
合計	23,411,797	25,326,067	-8%

● Scope 3 下流 (CO₂換算トン)

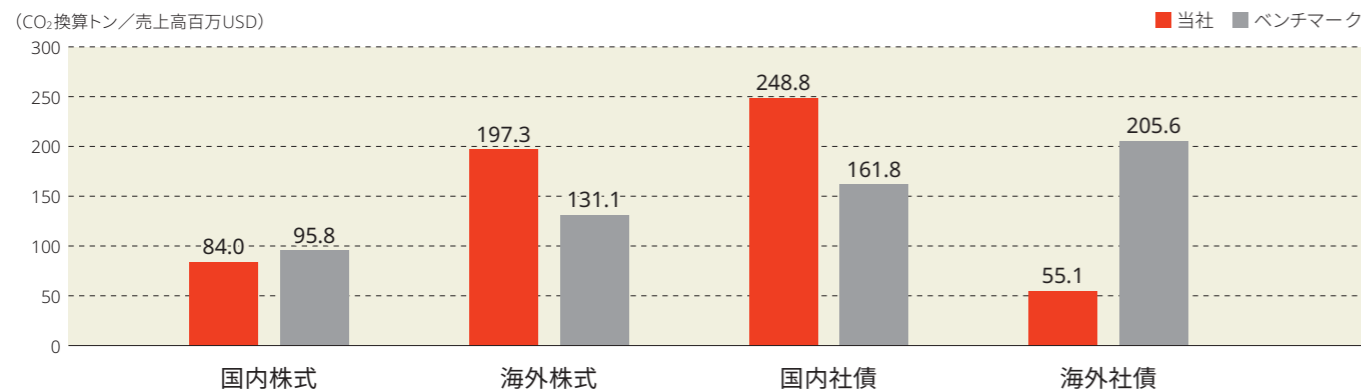
	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	39,591,843	45,105,248	-12%
海外株式	2,166,811	2,268,662	-4%
国内社債	390,827	473,648	-17%
海外社債	357,823	436,166	-18%
合計	42,507,304	48,283,724	-12%

※ ベンチマーク
 国内株式：TOPIX (配当込み)、海外株式：MSCI ACWI ex Japan Index、国内社債：Bloomberg Asian-Pacific Japan Corporate TR Index Value Unhedged JPY、
 海外社債：Bloomberg Global Aggregate ex-JPY- Corporate TR Index Unhedged USD
 出所：一部の情報は© 2024 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

ポートフォリオのカーボンフットプリント (Scope 1、2)



ポートフォリオの加重平均カーボンインテンシティ (Scope 1、2)



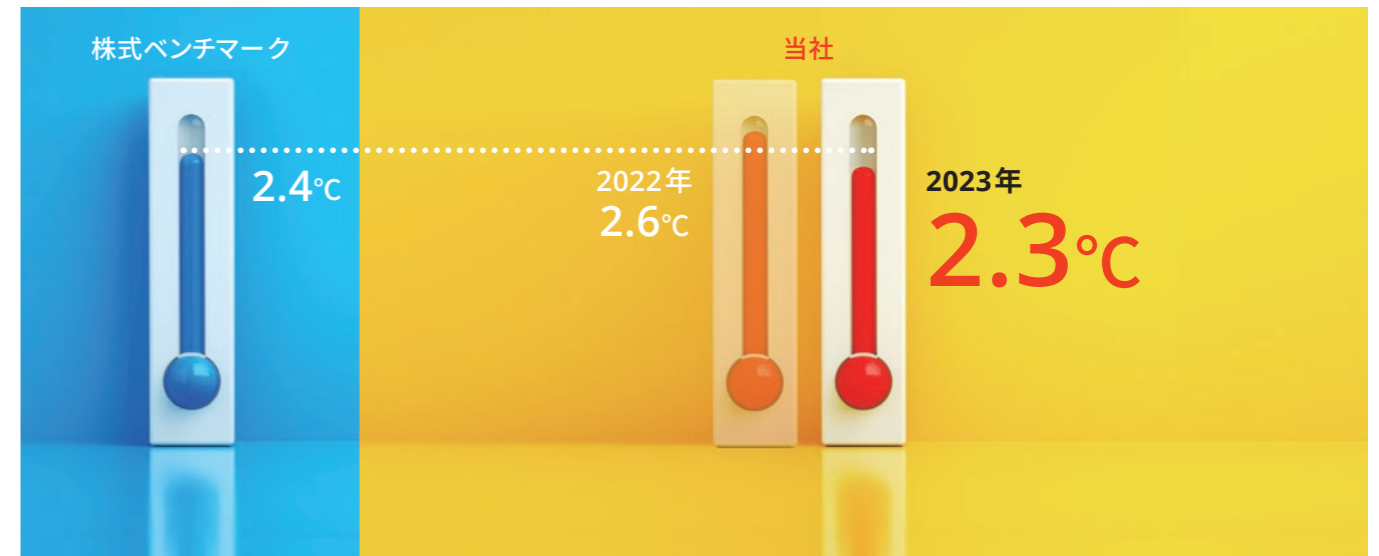
※ ベンチマークは前項のポートフォリオの総炭素排出量と同様
 出所：一部の情報は© 2024 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

ウォーミングポテンシャル分析

この分析では、現在の投資ポートフォリオにおいて企業が行うと予想される事業活動によって、2100年までに世界の平均気温をどの程度上昇させるかを表しています。現在のポートフォリオがパリ協定の「2100年までの世界の気温上昇を産業革命前と比較して2°Cよりも十分低く抑え1.5°C

を目指す」という目標にどれだけ整合しているかを確認することができます。当社が保有する全株式の仮想ポートフォリオをベンチマークと比較した結果、ベンチマークより優れていることが確認できました。また、前回のデータと比較しても、-0.3°Cほど前進がみられました。

ウォーミングポテンシャル



温室効果ガス削減目標 (SBT 認証)

下図はポートフォリオ構成銘柄の中でSBT認証を取得した企業の割合です。SBT認証とは、Science Based Target initiative (科学と整合した削減目標イニシアティブ)が行う認証で、企業は世界の平均気温の上昇を1.5°C未満に抑えるため、科学的な知見と整合した削減目標を設定しています。当社が保有する全株式の仮想ポートフォリオをベンチマークと比較した結果、6.1ポイント程度ベンチマークより多くの企業が認証を取得していることが確認できました。また、前回のデータと比較してもその割合が上昇していることを確認しています。

SBT 認証を取得した企業の割合

	当社	ベンチマーク	前回(当社)
全株式	46.6%	40.5%	39.2%

潜在的なCO₂排出量分析 (化石燃料由来)

この分析では、企業の化石燃料の貯蔵量をベースにして、化石燃料由来の潜在的なCO₂排出量をみるすることができます。ベンチマークと比べて化石燃料由来の潜在的なCO₂排出量が概ね少なくなっており、ポートフォリオの気候変動リスクが低いことが分析によって確認できます。

(CO₂換算トン/投資額百万USD)

	当社	ベンチマーク
国内株式	691.7	863.6
海外株式	1,497.7	1,331.9
国内社債	117.1	1,070.8
海外社債	466.3	743.8

※ ベンチマークは前項のポートフォリオの総炭素排出量と同様
 出所：一部の情報は© 2024 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

自然資本ーリスク分析

自然資本を取り巻く環境

自然資本、特に生物多様性の損失は、世界経済フォーラム(WEF)の「2024年グローバルリスク報告」において、今後10年間の発生可能性と影響が高いリスクの上位に位置づけられており、社会や経済へのインパクトの視点から重要な課題として認識されています。また、WEFによると世界的に自然資本が毀損され続けた場合の経済損失は44兆ドルと試算されています。

一方で、WEFは世界が自然資本の損失を止め、ポジティブな方向にシフトさせる「ネイチャーポジティブ経済」に移行する場合は2030年までに年間10兆ドルのビジネスチャン

特定セクターへのエクスポージャー

当社は、TNFD金融機関向けガイダンスのAnnex1に示されている自然資本関連リスクの高いセクターへの日本株ポートフォリオのエクスポージャーを算出しています。37.73%という数字の水準感の参考値として、下にMSCI ACWIのエクスポージャーも算出しました。この2つを比較すると当社の日本株ポートフォリオはACWIよりも自然資本関連リスクが高いものと思われるが、この分析の重要な点は当社がどの自然資本関連リスクの高いセクターへのエクスポージャーが高いのかを把握し、情報収集や、エンゲージメント活動を行うヒントを得ることにあると認識しています。今回、自動車、半導体、医薬品、化学など業種のエクスポージャーが高いことが分析により明らかになりました。企業の自然への影響や依存度の大きさを金融機関が把握するためのツールであるENCOREが提供するインパクトマテリアリティなどを活用し、実際のどのような事業活動に自然資本関連リスクがあるのかを確認しました。今後はさらなる情報収集とエンゲージメント活動に取り組んでいきます。

センシティブエリアへのエクスポージャー

自然関連にセンシティブなエリアへのエクスポージャーをMSCI社が提供するデータに基づいて算出しました。この分析ではどのような企業がセンシティブエリアで事業展開を行っているかを把握することができます。上記の特定セクターへのエクスポージャーと合わせて、ポートフォリオの自然資本関連リスクをモニタリングするうえで重要な分析であると考えていますが、個別企業の開示が進まない現状においては暫定的な大まかな把握にとどまっており、潜在的

すと約4億人の雇用を生み出すとしています。日本においては、ネイチャーポジティブ経済へ移行した際の経済効果は波及効果も含めると、約125兆円、雇用効果は約930万人と試算されています。このように自然資本はリスクだけでなく機会として捉えることもできます。

下記では今回、TNFDが金融機関向けに出しているガイダンスに基づいて、2つの指標から当社の日本株ポートフォリオの自然資本関連リスクを分析しています。金融機関は投資先企業の開示の充実を待つ必要があるため、暫定的な簡易リスク指標と捉えています。

特定業種へのエクスポージャー

日本株エクスポージャー	40.67%
ACWIエクスポージャー	31.00%

※ データは2023年12月末時点、業種分類はTNFD推奨に基づいてGICS6桁分類

特定業種内の内訳

業種名	比率
半導体・半導体製造装置	17.83%
自動車	13.81%
医薬品	12.21%
化学	11.71%
家庭用耐久財	8.84%
食品	4.88%
不動産管理・開発	4.80%
陸上運輸	4.51%
その他	21.42%

なリスクとして、情報収集やエンゲージメントの指針と認識しています。

センシティブエリアへのエクスポージャー

日本株エクスポージャー	37.73%
ACWIエクスポージャー	69.70%

※ データは2023年12月末時点

出所：一部の情報は© 2024 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

NZAMi

Net Zero Asset Managers initiativeとは

2020年12月に、2050年までに温室効果ガス排出量をネットゼロにすることを旨とする世界の運用会社のイニシアティブ「Net Zero Asset Managers initiative (NZAMi)」が発足しました。2024年2月現在、世界で315社以上が参加

しており、合計運用資産残高は57兆ドルに達し、多くの日本の資産運用会社も参加しています。当社も2021年12月から賛同し、参加しています。

Net Zero Asset Managers initiative 3つのコミットメント

- 2050年までに全運用資産においてネット・ゼロ・エミッションを達成するという抱負(アンビション)に基づき、アセットオーナーである顧客と協力して脱炭素化目標に取り組む。
- 2050年までにネット・ゼロ・エミッションを達成するために、中間目標(全資産に対する割合)を設定する。
- 少なくとも5年ごとに中間目標を見直し、全運用資産の100%においてネット・ゼロ・エミッションが達成できるよう目標を段階的に引き上げる。

当社の中間目標と進捗

2030年の中間目標	▶ AUM (2022年10月末時点：約23兆円)の67%、その単位当たり温室効果ガス排出量を2019年比半減(50%削減)すること
2019年時点の単位当たり温室効果ガス排出量	▶ 93 tCO ₂ e / \$mn revenue (売上原単位)
2023年時点の単位当たり温室効果ガス排出量	▶ 97 tCO ₂ e / \$mn revenue (売上原単位)
エンゲージメント活動	▶ 当社は投資先企業との気候変動に関するエンゲージメントを推進しており、対象企業との対話を行った。

Advance

Advanceは、2022年12月1日に発足しました。ESG課題のうち、人権問題を中心とした「社会(Social)」の課題をテーマに、協働エンゲージメントを通じて企業の取り組みを促進することを目的として設立された機関投資家のイニシアティブです。人権リスクが高い企業に対し、対話を通じて人権尊重に向けた取り組みを促進しています。

Advanceの概要

- 265社の投資家が支持
- 合計運用資産残高は35兆ドル
- 115社の投資家が企業とエンゲージメントに従事
- 対象は現在39社

その他賛同するイニシアティブ

- ESG ESG全般
- E 環境
- S ダイバーシティ・人権
- G ガバナンス

ESG 2006 国連責任投資原則 (PRI)

国連責任投資原則 (PRI) は、機関投資家が投資の意思決定プロセスや株式等の保有方針の決定に際してESG課題の視点を組み込み、受益者のために長期的な投資成果を向上させることを目的とする責任投資に関する世界共通のガイドラインです。当社はPRI主催のカンファレンス等へ参加しています。



ESG 2011 21世紀金融行動原則

持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則 (21世紀金融行動原則) は、国内の金融機関が、世界の環境・社会問題を解決し、持続可能な社会を形成するために必要な責任と役割を果たすための行動指針として策定されました。



E 2014 Statement on Fiduciary Duty and Climate Change Disclosure

Statement on Fiduciary Duty and Climate Change Disclosure は、気候変動による企業の業績や投資パフォーマンスへの影響が今後も高まっていくとの認識のもと、企業に対し、年次報告書等の開示書類において、包括的で比較可能な気候変動情報の開示を促すことを目的としています。

S 2020 30% Club Japan Investor Group

30% Club Japan Investor Groupは、アセットオーナー、アセットマネージャーからなるグループで、投資先企業との建設的な対話等のスチュワードシップ活動を通じて、組織のあらゆる層におけるジェンダー・ダイバーシティとジェンダー平等の重要性を共有することなどを目的としています。エンゲージメントにおけるベストプラクティス策定のワーキンググループに参画しました。



E 2021 Climate Action 100+

Climate Action 100+は、2017年に設立された投資家による国際的なエンゲージメントイニシアティブです。GHG排出量の多い大企業に協働エンゲージメント等を通じ、改善を働きかけています。当社は日本の鉄鋼、電機等の企業との協働エンゲージメントへコラボレーション投資家として参加しています。



E 2021 Investor Agenda

Investor Agendaは、2018年に設立された機関投資家グループによる活動であり、機関投資家や各国政府が気候変動への取り組みを加速させるための提言を行っています。当社はCOP26開催に向けたグローバル投資家による声明文へ賛同署名を行いました。

G 2021 国際コーポレートガバナンスネットワーク (ICGN)

ICGN (International Corporate Governance Network) は、1995年に設立された国際的イニシアティブであり、効率的なグローバル市場と持続的な経済の促進に向け、実効的なコーポレート・ガバナンスの構築と投資家のスチュワードシップの醸成をミッションに掲げています。当社はICGN主催のカンファレンス等へ参加しています。



ESG 2022 ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ (JSI)

ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ (JSI) はスチュワードシップ活動の深化・高度化に資するため、2019年に設立されたイニシアティブです。



S 2022 人的資本経営コンソーシアム

人的資本経営コンソーシアムは、日本企業および投資家等による、人的資本経営の実践に関する先進事例の共有、企業間協力に向けた議論、効果的な情報開示の検討を通じて、日本企業における人的資本経営を実践と開示の両面から促進することを目的として設立されました。



S 2022 女性のエンパワーメント原則 (WEPPs)

女性のエンパワーメント原則 (WEPPs) とは、女性の活躍推進に積極的に取り組むための行動原則で、2010年に国連グローバル・コンパクトとUN Women (国連女性機関) が共同で作成しました。




活動報告

2023年の主な取り組み

1月	▶ 議決権行使結果の翌月開示を開始
2月	▶ 第2回「Asset Management Women's Forum」を開催 ▶ 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) の策定
3月	▶ スチュワードシップ活動レポート2022発行
4月	▶ スチュワードシップ活動レポート2022 英語版発行 ▶ Bloomberg ESG投資コンテストの審査
5月	▶ ESGファンドの定義を改定 ▶ 議決権の行使に関する方針を改定 ▶ 議決権行使結果のエクセル開示を開始
6月	▶ 全国3カ所で7,124本を植樹 ～ファンドの残高に応じて植樹活動へ寄付するプロジェクト～ ▶ グラスゴー金融同盟 (GFANZ) 日本支部に参画
7月	▶ 「FDSF Global Conference 2023、サステナブルな未来創造を目指して」の準備協力、およびパネリスト登壇 ▶ 日本知的財産協会「知財問題研究会」向け勉強会講師：渡辺CA
8月	▶ 渡辺CAがUBE社の統合報告書にて鼎談「スペシャリティ化学の成長を実現するための人財戦略」
9月	▶ 「2023年CFO情報交流会」の開催 ～PBR向上への取り組み～ (P.25参照)
10月	▶ 議決権の行使に関する方針を改定 ▶ 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) の改定 ▶ 渡辺CAが証券アナリストジャーナル(10月号)へ寄稿「機関投資家による『知財戦略』評価とエンゲージメント」 ▶ 渡辺CAがUBE社全役員研修にて講演「株主・投資家からみたUBE」 ▶ 渡辺CAが「知財・無形資産ガバナンス入門」(中央経済社)を共著者として執筆
11月	▶ 日経統合報告書アワードの審査
12月	▶ 内閣府池谷参事官との鼎談 (P.15-18参照) ▶ TNFDに賛同 ▶ Springにエンドーサーとして参加 (P.65参照)



社内向けの取り組み



社内研修風景

社内向けの取り組みとしてはスチュワードシップ・ESG関連の理解向上を目指して開始した「ESG勉強会」に加えて、ESG関連の掲示板を立ち上げ情報共有に努めています。また、新たにサステナビリティに関する一定水準以上の知見を有する社員であることを証明する資格を導入し、社外に対して当社の取り組み等の説明力の向上を図っています。そのうちのひとつである「サステナビリティ・リーダー研修」では各部から責任投資部にトレーニーとして配置されハイレベルな知見獲得を目指しています。

新井 修平
責任投資部 課長代理
スチュワードシップ・アナリスト

Pick Up

Pick up
1

責任投資原則 (PRI) の世界最大カンファレンス PRI in Person 2023 にスポンサーとして参加

世界中の機関投資家が集まるPRI in Person 2023が、東京で10月3日から5日まで、3日間にわたり開催されました。大和アセットマネジメントは、共同スポンサーとして大会開催をサポートしました。カンファレンスバッグを作成するとともに、ブースも設営し当社のESGに関連する商品を広く紹介しました。

当カンファレンスは、金融庁のJapan Weeksにも組み込まれ、岸田首相が来場してスピーチを行う一大イベントとなり、42カ国から1,300人以上が参加しました。開催日当日は、すべての来場者へ大和アセットマネジメントのロゴの付いたカンファレンスバッグが支給されました。

当社は2006年5月にPRIが発足した際に署名したオリジナルメンバーです。今後も責任投資に対する積極的な取り組みを行います。



PRI Exhibition会場にて(左から荻野上席課長代理、堀地主事、社外取締役小野塚恵美氏、石井シニア・ファンドマネージャー、日向次長)



八芳園でのPRIレセプションにて(左から、PRI COO Esther Teeken氏と当社代表取締役社長小松幹太)



メイン会場のすべての椅子に準備された「Daiwa Asset Management」ロゴ入りのバッグ

Pick up
2

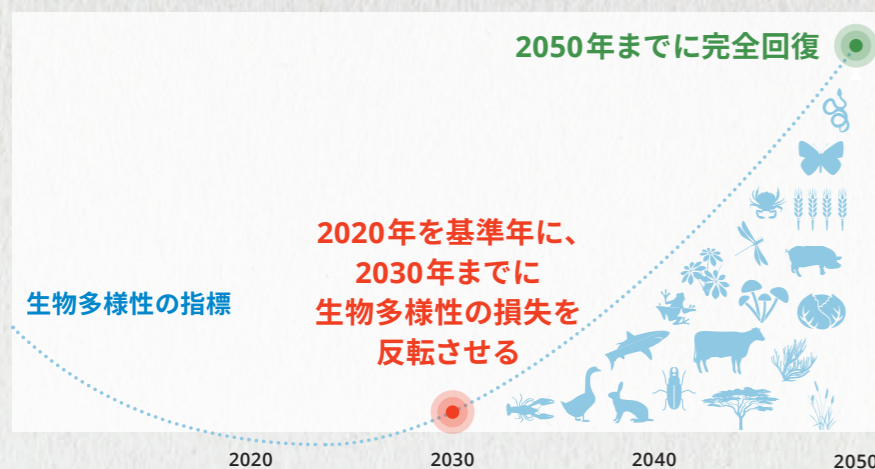
「Spring」にエンドーサー (賛同者) として参加

Springは「2030年までに生物多様性の損失を止め反転させる」という目標を掲げ、PRI (国連責任投資原則) が運営などのサポートを行う新しい協働エンゲージメント・イニシアティブです。2024年1月19日まで初期のエンドーサー (賛同者) を募集していました。生物多様性分野は、企業が持

続可能な成長を実現するための重要な課題です。

当社はSpringにエンドーサー (賛同者) として参加し、投資家グループの一員として企業との協働エンゲージメントを通じて生物多様性損失への取り組みを推進することで、投資先企業の企業価値向上に貢献していきます。

2030年までのネイチャー ポジティブに向けた自然のための測定可能な世界目標



責任投資原則 (PRI) 評価結果2023

10項目中9項目で最高評価「5つ星」獲得

当社は、国連責任投資原則 (PRI) による2023年の年次評価において、10項目中9項目で最高評価である「5つ星」を獲得しました。また残りの1項目においても、「4つ星」を獲得しました。

PRI署名機関は、毎年、各分野の責任投資の取り組み状況に関する報告書をPRIへ提出する義務があり、その報告書をもとにPRIが年次評価を行います。今回の評価は

2022年の活動を対象としており、各項目のスコアにおいてもそれぞれの中央値を大きく上回る結果となっています。当社は2006年5月PRIに署名後、一貫して責任投資に取り組んでおり、今回の評価獲得はこうした取り組みを積み重ねてきた結果であると考えています。

今後も機関投資家としての社会的責任を果たすべく、投資先企業の企業価値向上に取り組んでいきます。



2023年PRI年次評価

評価項目	当社評価	当社スコア	中央値		
投資、スチュワードシップ・ポリシー	★★★★★	97	60		
上場株式	アクティブ・ファンダメンタル	★★★★★	96	71	
	アクティブ・クオンツ	★★★★★	96	65	
	パッシブ	★★★★★	100	42	
インハウス運用	その他	★★★★★	96	51	
	国債等	★★★★★	98	59	
	債券	★★★★★	100	68	
債券	社債	★★★★★	100	68	
	証券化商品	★★★★★	89	64	
外部委託運用	上場株式	アクティブ	★★★★★	96	57
当報告書の検証体制			★★★★★	100	80



+ WEB 詳細は、下記をご参照ください。
 PRIアセスメントレポート2023
https://www.daiwa-am.co.jp/company/pdf/20240221_02.pdf
 PRIパブリック・トランスパレンシーレポート2023
https://www.daiwa-am.co.jp/company/pdf/20240221_01.pdf

Part 1
スチュワードシップ活動

自己評価

当社は、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の実施状況を定期的に自己評価しています。原則ごとの取り組み内容は以下のとおりです。



原則 1

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

当社は、『責任ある機関投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》の趣旨に賛同し、「スチュワードシップ責任に対する当社の取り組み方針」を策定・公表しています。また、スチュワードシップ責任を果たすにあたり、「スチュワードシップ活動に関する基本方針」を定め、当該基本方針に基づき、「ESG投資方針」「企業等との建設的な対話の方針」「議決権の行使に関する方針」を策定し当社ウェブサイト公表しています。「議決権の行使に関する方針」については、毎年2回改定を行い、その詳細を公表しています。



原則 3

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

当社は、企業等に関するリサーチは、資産運用業者にとっての核心的業務の一つと考え、企業調査アナリストを中心に、社内外の情報網を活用して情報を常時、幅広く収集し、企業等の状況を的確に把握に努めています。投資先企業との対話で得られた情報や知見等は、当社内のデータベースで管理・共有しており、企業価値を毀損するおそれのある事項についても早期に把握する仕組みを整えています。また、当社のESGに関する考え方にに基づき、マテリアリティをベースとした独自のESGスコアを算出し、投資判断やリスク把握の参考としています。

原則 2

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

社外取締役を半数以上とする「スチュワードシップ監督委員会」を設置し、利益相反を管理する体制を継続しました。また、当社と資本関係を有する企業や営業上の関係を有する企業に対する議決権行使のうち、当社の議決権行使基準において個別判断となる議案について、原則として外部の専門機関の助言を適用しています。



原則 4

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

当社では、投資先企業との「企業等との建設的な対話の方針」を定め、ESG重要課題を含む当社が対話において重視する観点を明記しています。2023年10月に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)を改定しました。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・チームは、当該方針に基づき、それぞれの立場で企業等との対話を行い、その結果得られた知見等を当社内で共有しています。

また、Climate Action 100+、PRI Advanceに参画することで、協働エンゲージメントも行っています。



原則 5

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

2023年10月に「議決権の行使に関する方針」を改定しました。同時に検討中の議決権行使方針や投資先企業に対する期待も公開し、より企業等との対話に役立つ開示への工夫も行っています。また、議決権行使結果についても、総会月の翌月開示を基本とし、理由をより詳しく記載し、分かりやすい開示を行うよう努めています。2022年8月総会開示分より、全面的に開示フォーマットを改良し、利便性を高めました。

原則 6

機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

2023年4月に、スチュワードシップ活動の主な内容をまとめた「サステナビリティレポート2022」を公表しました。

原則 7

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

当社は、当社の行動指針に「持続可能な社会に貢献する」ことを掲げており、社会の持続的成長に資するべく、組織的に取り組んでいます。

責任投資部には企業調査アナリストがアクティブ運用第二部との兼務で在籍しており、投資先企業との対話によって得られた情報を共有しています。また、得られた知見は、インハウスのESGスコア算出や企業価値評価に活用しています。

また、2023年9月に、投資先企業15社の財務責任者(CFO)との「CFO情報交流会」を開催し、当社と投資先企業の対話だけでなく、投資先企業同士の情報交換の機会を提供しました。