

PART2 スチュワードシップ活動

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・無形資産への取り組み」「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。

コアマテリアリティ

- 温室効果ガス排出
- 気候変動リスク・機会
- 生物多様性
- サーキュラーエコノミー
- 人的資本経営
- DE & I
- ビジネスと人権
- 資本効率改善
- ガバナンス体制

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： 6名
- スチュワードシップ・チーム： 9名

ESGスコア

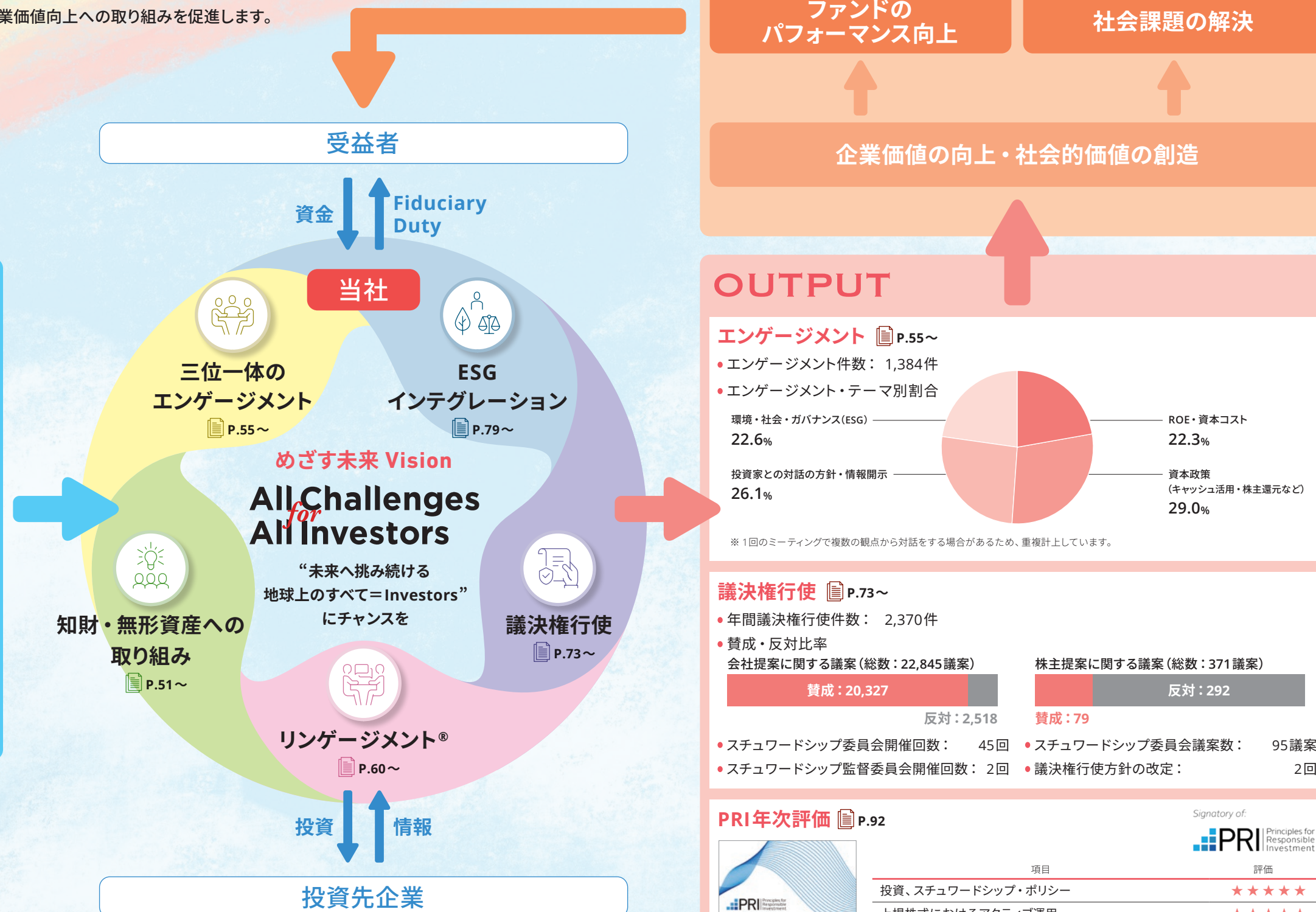
- インハウスESGスコア
- ドロッカー研究所スコア

議決権行使

- スチュワードシップ監督委員会
- スチュワードシップ委員会
- 議決権行使方針の改定

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
- S&P社
- イニシアティブへの参画 など



OUTCOME

社会の持続的な成長

ファンドの
パフォーマンス向上

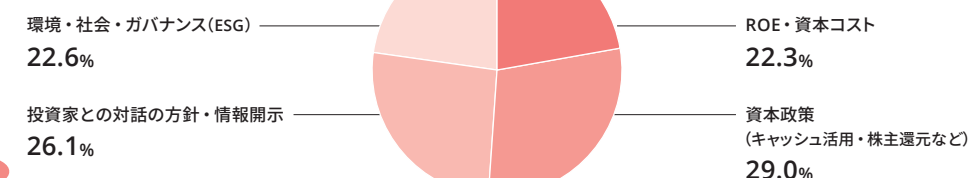
社会課題の解決

企業価値の向上・社会的価値の創造

OUTPUT

エンゲージメント P.55~

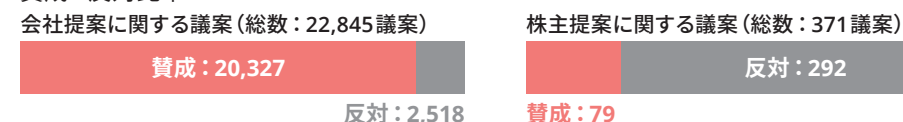
- エンゲージメント件数： 1,384件
- エンゲージメント・テーマ別割合



※ 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。

議決権行使 P.73~

- 年間議決権行使件数： 2,370件
- 賛成・反対比率



- スチュワードシップ委員会開催回数： 45回
- スチュワードシップ委員会議案数： 95議案
- スチュワードシップ監督委員会開催回数： 2回
- 議決権行使方針の改定： 2回

PRI年次評価 P.92



項目	評価
投資、スチュワードシップ・ポリシー	★★★★★
上場株式におけるアクティブ運用	★★★★★
上場株式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	★★★★★

活動方針 ▶ ベストプラクティス

P.70

議決権行使方針

P.73

スチュワードシップ
活動方針

P.88

ESG投資方針

P.79

マテリアリティ

P.31

Focus かんぽ生命との協業

～運用面における目的と期待する効果～

2024年5月に公表した「かんぽ生命と大和証券グループの資産運用分野における資本業務提携」を受け、2024年10月、かんぽ生命から大和アセットマネジメントに阿部運用副本部長が着任しました。今回は、金森運用本部長兼CIOと阿部運用副本部長に「運用面における協業の目的と期待する効果」について語っていただきます。



金森 比左志
代表取締役副社長
運用本部長 兼 CIO

阿部 啓一
取締役 兼 常務執行役員
運用副本部長 兼 運用本部 運用企画担当

運用面における協業の意義はビジネスの拡張と相乗効果の獲得

金森： 両社の資本業務提携から数カ月が経過しましたが、運用面における今回の提携の意義を当社の視点から改めて考えてみました。まず、協業の効果として最も期待できることは、当社のビジネスモデルの変革です。具体的には、これまでの当社のビジネスは、伝統的資産中心かつ公募投信中心でしたが、今回の協業によるアセットオーナーとしての知見の獲得等により機関投資家向けビジネスの拡大が見込まれます。また、オルタナティブ投資のノウハウ吸収などによるビジネス領域の拡張にも期待しています。

阿部： 新NISAのスタートや資産運用立国への貢献が求められる事業環境のもと、かんぽ生命としても収益の多

様化や運用の高度化が図れる今回の協業の意義は大きいと考えています。また、当社に来て感じたことですが、両社の企業カルチャーには共通点が多いことが分かりました。両社とも資産運用会社ということで非常に近い価値観を有しており、この結果、スピード感を持って協業を進めることが可能となり、早い段階から相乗効果を得られるであろうと感じています。

金森： 両社の運用における「強み」「弱み」が異なることから、相互に補完しあえることも、今回の協業の意義としては大きいと思います。言い換えると、今回の協業は双方にとってのベストパートナーの組み合わせであると評価できるでしょう。

スチュワードシップ活動のさらなる強化を目指す

金森： グローバルでの評価が低いことなどを背景に、東証が「株価や資本コストを意識した経営」を要請するなど、日本企業は変革を求められています。資産運用会社も、投資先企業の企業価値の向上や資本市場の成長に貢献するため、エンゲージメントや議決権行使を通じたスチュワードシップ活動の強化が求められます。

阿部： スチュワードシップ活動強化の観点においても、今回の協業の意義は大きいと思います。両社の顧客資産を合算すると国内有数の資産運用会社となります。投資先企業に対して変化・改善の働きかけを行うなどのスチュワードシップ活動に両社が協働して取り組むことも、選択肢になり得るでしょう。

金森： 今回の提携によりアセットマネージャーの視点にアセットオーナーの視点が加わることで、スチュワードシップ活動のさらなる強化が見込まれます。これにより大きな効果、すなわち、運用パフォーマンス向上や社会的リターンへのさらなる貢献が期待できます。



阿部： かんぽ生命が強みを有するオルタナティブ投資やインパクト投資においても、スチュワードシップ活動は重要です。特に、インパクト投資については、投資リターンだけではなく、社会的インパクトを示すことも重要視されるため、投資先企業に対するエンゲージメント力のさらなる強化が必要となります。両社の協業の成功が、他のアセットオーナーの当該ビジネスへの参画を促すことにも期待します。

世界で戦える運用会社に向けて



金森： 国内株式運用や海外債券運用など、伝統的資産の運用についてはすでに協業を進めており、今後はオルタナティブ投資やインパクト投資の領域で協業の深化に取り組む方針です。その中でも、インパクト投資について

は、かんぽ生命が国内のトップランナーの地位にあると評価しており、当該ビジネスにおける今後の事業展開、協業の成果には期待していただきたいと思います。

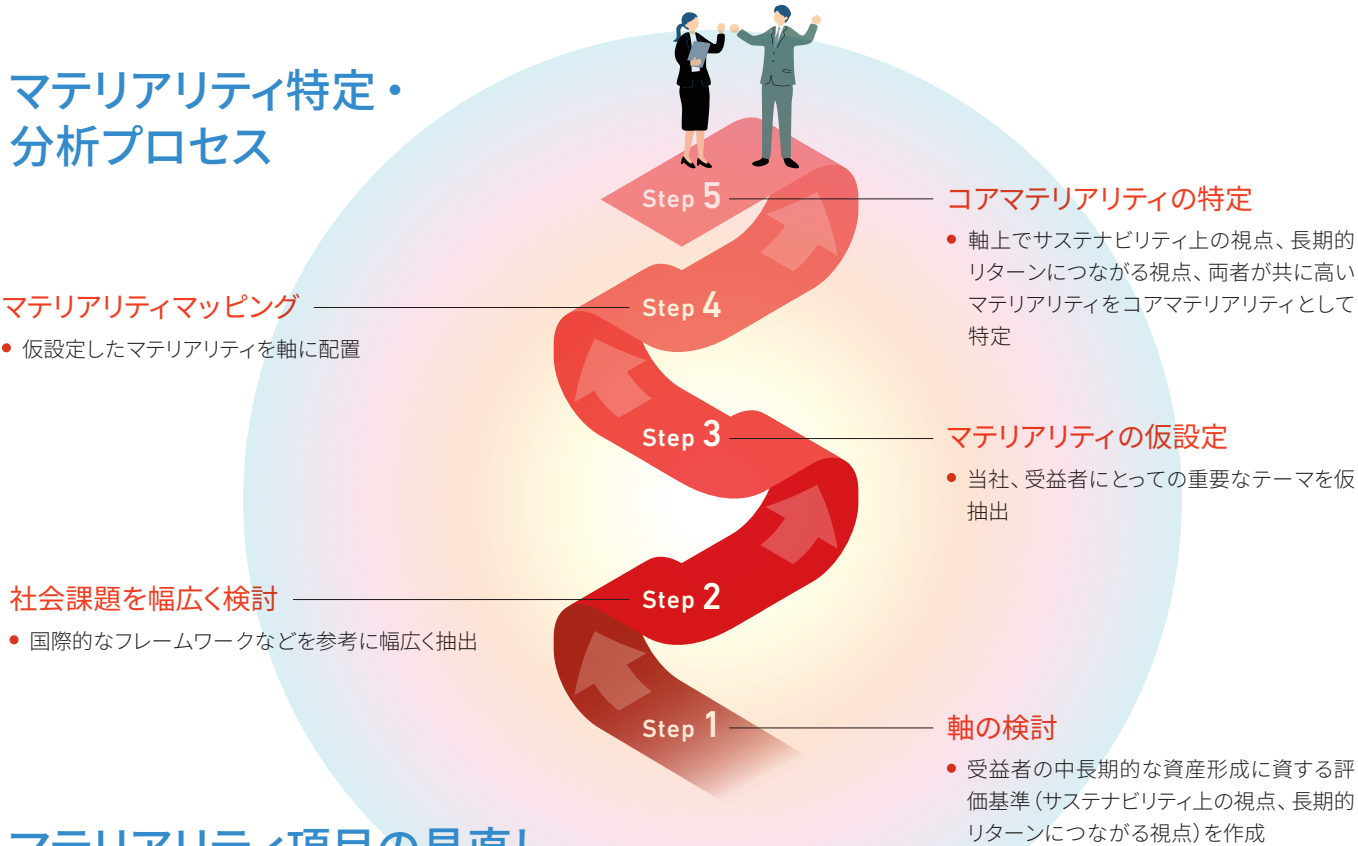
阿部： わたしたち資産運用会社は、運用力を高めて世界で戦える実力をたくわえることが重要です。そのため、運用会社の最大の財産であり差別化要素でもある「人材」の育成は最重要課題と位置づけられます。すでに両社間での資産運用人材の相互交流を始めており、知見・ノウハウの共有等に取り組んでいます。機関投資家ビジネスの拡大、ビジネス領域の拡張、海外における協業の強化、顧客の期待に応える運用商品の組成等に加え、人材育成の成果としての運用力の向上により、世界で戦える運用会社としての土台が整いつつあると感じています。

運用におけるマテリアリティ

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、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的として設定した重要課題です。企業等だけではなく業界全体の状況的確な把握と認識の共有に努めています。運用におけるマテリアリ

ティは、ESG全般を含むサステナビリティに関する観点から構成されています。そしてこのマテリアリティをサステナビリティ上の視点、長期的リターンにつながる視点の2軸で分析し、両者とも高いマテリアリティをコアマテリアリティと特定しています。

マテリアリティ特定・分析プロセス



マテリアリティ項目の見直し

2024年11月にマテリアリティ項目およびマテリアリティマップの見直しを行いました。企業等の持続可能性や競争力に影響を与える可能性のある要因について、長期的な観点

から新規項目を追加し、またマテリアリティの趣旨をより明確化するために一部名称の変更を行いました。

新規追加

具体的注目点	理由・背景
気候変動以外の自然災害への対応	自然災害が増加・基大化している環境を踏まえ、これらへの対応が企業価値に大きく影響する
ウェルビーイング	従業員の健康・幸福度への取り組みが人的資本の向上・生産性改善等に寄与する
サイバーセキュリティ	AI活用のルールづくり、サイバー攻撃への対応等がリスクマネジメントにおいて特に重要
タックスガバナンス	タックスコンプライアンス・タックスプランニングのモニタリング・対話について、経産省からヒアリングを受けるなど注目度が高まっている
腐敗・汚職	企業不祥事の発生が企業価値を大きく毀損する事例が散見される
国際的な規制・市場変化への対応	激しく変化する規制・市場環境などの事業環境の変化を把握し、柔軟な経営戦略を立てて対応することへの重要性が高まっている

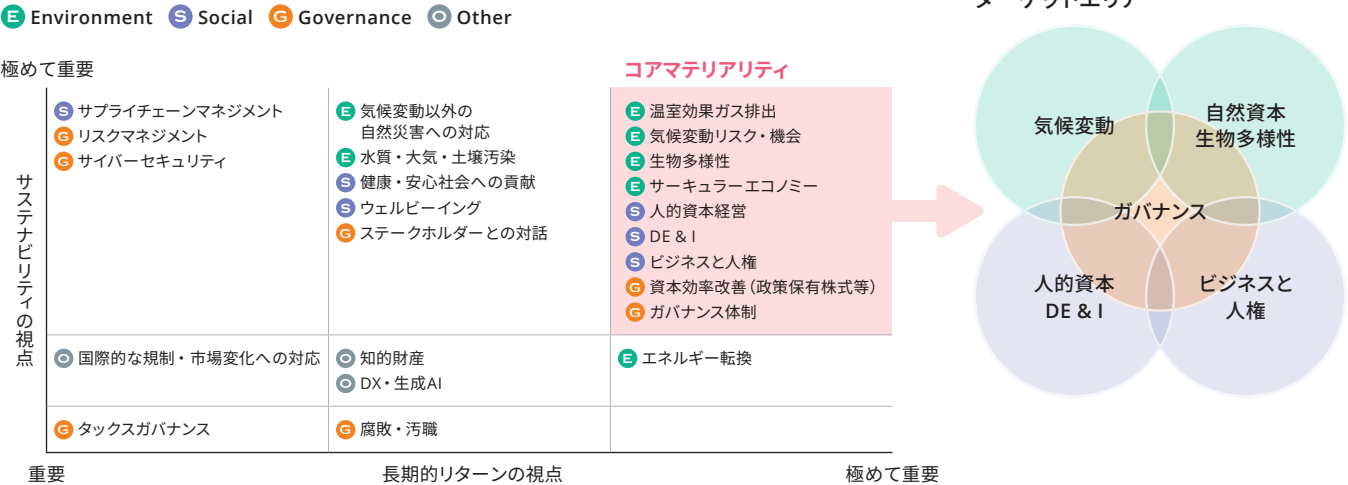
変更

旧	新	理由・背景
気候変動リスク対応	気候変動リスク・機会	リスク対応のみならず、対応製品・技術の開発などの機会も企業価値向上に資する
資源保全	サーキュラーエコノミー	化石資源等の保全が目的ではなく、循環型社会の実現こそが持続可能性に寄与すると判断
環境汚染	水質・大気・土壌汚染	生物多様性の観点等から優先度の高い環境資源を明確化するため
人的資本の価値向上	人的資本経営	人的資本価値向上を経営戦略と連携・統合することが重要
コミュニケーション	ステークホルダーとの対話	コミュニケーションを強化すべき対象を明確化することで、より積極的な取り組みを促すため

マテリアリティ

重要課題の領域	具体的な注目点
情報開示	
気候変動	温室効果ガス排出 ● 気候変動リスク・機会 ● エネルギー転換
自然資本	生物多様性 ● サーキュラーエコノミー ● 気候変動以外の自然災害への対応 ● 水質・大気・土壌汚染
社会的責任	ビジネスと人権 ● 健康・安心社会への貢献 ● サプライチェーンマネジメント
人的資本	人的資本経営 ● DE & I ● ウェルビーイング
企業価値向上	ガバナンス体制 ● リスクマネジメント ● サイバーセキュリティ ● 資本効率改善(政策保有株式等) ● ステークホルダーとの対話 ● タックスガバナンス ● 腐敗・汚職
その他	知的財産 ● DX・生成AI ● 国際的な規制・市場変化への対応

マテリアリティマップとターゲットエリア



投資・事業活動への統合

特定した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くほか、商品開発や営業戦略を含めた幅広い事業活動へ適用していきます。エンゲージメントを行っても改善に向けた動きが見られない企業に対しては、議決権行使において取締役の選任議案に反対票を投じること等も検討します。



→ コアマテリアリティに対する取り組み

① 気候変動

課題認識

現在、気候変動対応が地球規模で急務となっています。2015年に採択されたパリ協定に基づき、各国は温室効果ガス(GHG)排出量の削減目標を設定し、世界の平均気温上昇を「産業革命以前に比べて2℃より十分低く保ち、1.5℃に抑えること」に努め、持続可能な社会の実現を目指しています。

しかし、世界気象機関(WMO)によると、2023年時点において世界の平均気温はすでに1.45℃上昇したと報告され、2024年は観測史上初めて1.5℃を超えました。気候変動に関する政府間パネル(IPCC)が2021年に公表した『第6次評価報告書』に基づく、最悪の場合、今世紀末には最大5.7℃上昇する可能性も指摘されています。

異常気象による豪雨や干ばつ等の自然災害も年々増加しており、気温上昇とともに激甚化リスクも高まっています。もはや地球温暖化は生態系や人命の危機にまで発展しており、気候変動対応を加速させることは避けられません。

新技術の開発を含めあらゆる角度から対策を取る必要性

がありますが、優先すべきは、再エネや省エネ技術の今までの利用拡大です。特に、エネルギー部門等に属するGHG高排出企業の排出量削減には時間軸も重要になるため、既存技術を最大限活用し、現在できる最善を追求する姿勢の有無が、今後の気候変動を左右すると考えます。

投資家としては、投資先企業がGHG排出量の削減に努め、気候変動リスクを低減するとともに、その対応から新たなビジネスチャンスを獲得することで、持続可能な企業価値向上を目指すことに期待しています。そのために、TCFD等の気候変動関連の情報開示の充実化はもちろん、GHG削減を加速させるためにも、「移行計画」の策定と具体的なアクションに今まで以上に注目しています。

当社は「経済成長」と「脱炭素化」の両立は可能だと考えています。持続可能な社会の実現を通じて、次世代により良い地球環境を引き継ぐためにも、責任ある投資家として投資先企業の取り組みを今後とも積極的にサポートしていきます。

当社の考え方とアプローチ

当社は、気候変動対応においても「エンゲージメント」が最も重要だと考えています。なぜなら、社会の脱炭素化という高難易度かつ長期的な変革を促すためには、理想論の追求だけでなく、投資先企業の個社事情を反映した「移行計画」を踏まえ、投資家と企業が粘り強く対話することで、実効性を伴う解決策が導けると考えているからです。

そのために、当社ではGHG高排出企業とのエンゲージメントを積極的に行い、脱炭素化の実現に向けた建設的な対話を通じて、中長期的な企業価値向上とサステナブルな経営への転換を促しています。

加えて、各種ESGファンドの設定・販売を通じて、気候変動

対応に貢献する企業への投資を積極的に行い、革新的な技術開発とその普及を後押しすることで、着実な脱炭素社会の実現を目指しています。

また、気候変動に関する各種イニシアティブへ積極的に参画することで、当社自身の行動にも責任と目標を課しています。例えば、Net Zero Asset Managers initiative (NZAMi)においては、GHG排出量の削減目標を設定し、具体的な行動計画を策定しています([参照 P.40](#))。

今後は、GHG高排出企業に対するエンゲージメントのさらなる強化を図り、国内だけでなくグローバルな視点でカーボンニュートラルの実現に貢献していきます。

エンゲージメント事例

テーマ 気候変動対応のブラッシュアップ



課題と背景

1. GHG高排出企業であり、相応の対策は行っているが、脱炭素に向けた「ロードマップ(移行計画)」のスケジュール感が粗く、現状のままでは計画遂行の不確実性が高い。
2. 「削減貢献量」という形で、脱炭素への取り組みを加速させようとしているが、計測値以外の開示がなく、具体的な算定式がないため、開示に対する説得力が弱い。



解決策の想定

1. タイムスケジュールの「精緻化」を行う。現状は、2030年と2050年のマイルストーンしかないが、経営計画との整合性を高めつつ、脱炭素化への取り組みの確度を上げるために、2030年までの目標を年単位にブレイクダウンして開示するべき。そうすれば、計画遂行の不確実性を抑えることにつながり、マーケットからの評価も高まる。
2. 主力製品の「削減貢献量」について、具体的な算定式まで開示する。これにより、削減根拠が外部からも理解されやすくなり、製品への信頼性と削減貢献量をベースとした経営計画の妥当性に説得力が増す。



会社側の反応

1. 数年以内に大型投資を控えていることから、すぐには対応できないが、その投資案件の先行きにおおむねめどが付いたら、移行計画の精緻化も検討するとの回答を得た。
2. 製品別の削減貢献量を開示する予定はなかったが、今回の対話を踏まえ、具体的な算定式を含めた開示方法の改善を検討するとの回答を得た。

関連するイニシアティブ



グラスゴー金融同盟 (GFANZ)



Net Zero Asset Managers initiative (NZAMi)



気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD)



Climate Action 100+

② コアマテリアリティに対する取り組み

② 生物多様性・サーキュラーエコノミー

課題認識

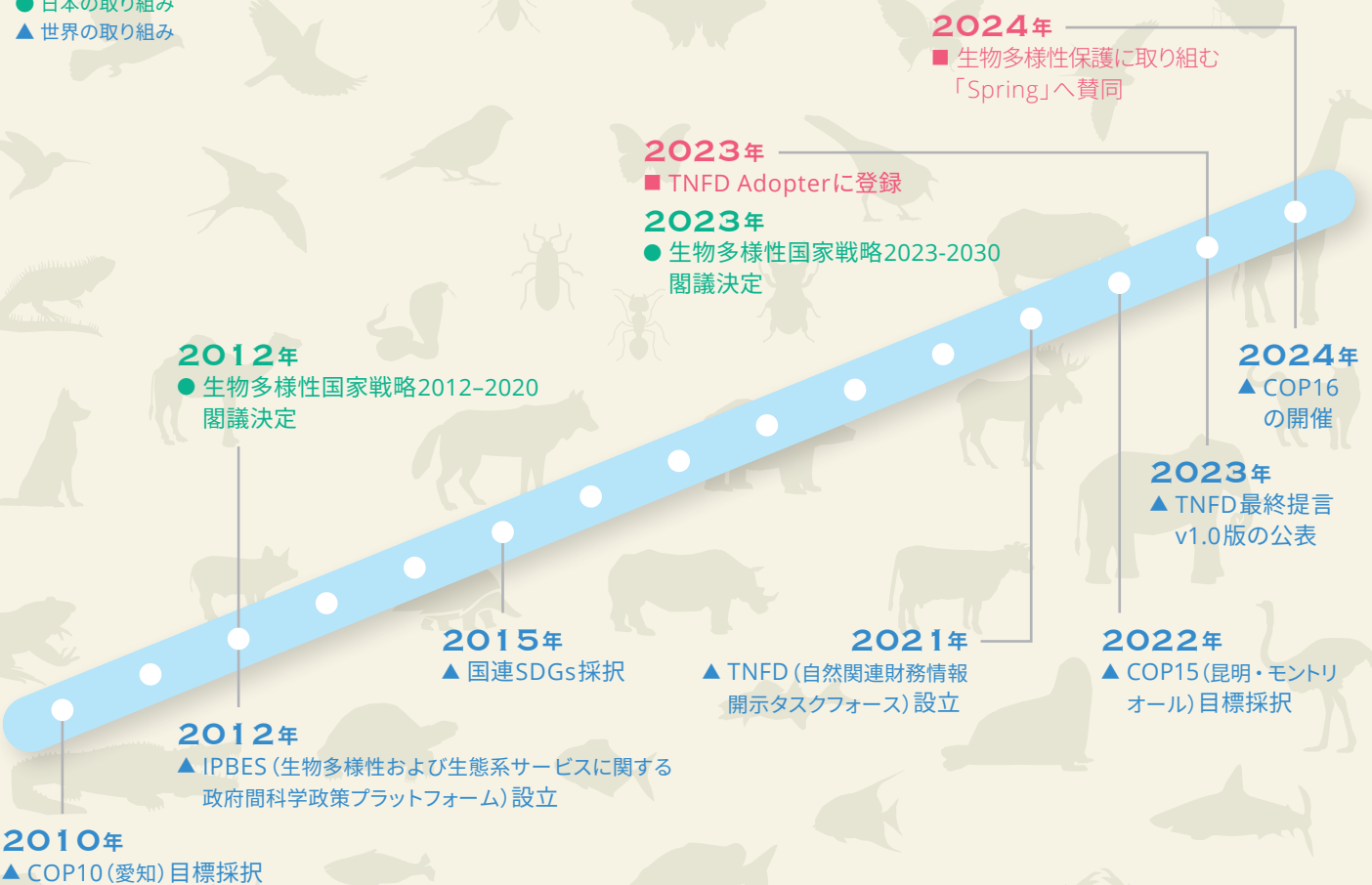
多くの企業等は、事業活動を通じて国内外の生態系に依存し、また生態系に大きな影響を与えています。生物多様性保全への取り組みは、生物資源に依存しているビジネスのリスクと不確実性を低減し、事業活動のレジリエンスを高め、さらに新技術の開発などこれまでになかった活動領域に踏み込むことで、新たなビジネスチャンスを生む好機にもなると考えられます。

世界経済フォーラム(WEF)の報告書においても、生物多様性の損失と生態系の崩壊は気候変動に次ぐ深刻な危機であると示されています。一方で、自然資本の損失を止め、プラスの状況へ転換する「ネイチャーポジティブ経済」への投資と移行により、2030年までに3.9億人の雇用創出と年間10兆ドルのビジネスチャンスが生まれるとされています。日本における市場規模についても、約47兆円から最大で約104兆円ともいわれており、これは日本のGDPの16.5%に相当します。

2022年12月開催の生物多様性条約第15回締約国会議(CBD-COP15)では、ネイチャーポジティブに向けた新たな国際目標、「昆明・モントリオール生物多様性枠組(GBF)」が採択されました。これに伴い、日本政府においても生物多様性国家戦略を策定し、日本の持続可能性を確保する重要戦略と位置づけ、取り組みを強化しています。また、2024年10月開催のCOP16では、期待されていた国際的な資金調達に関する広範な合意や、GBFの進捗状況のモニタリングに関する枠組みや指標等の設定について最終合意がなされなかったものの、2030年までに自然保護と回復のための総資金を年間2000億ドルに増やすことはすでにGBFに示されています。当社は、今後の規制対応による利益の減少を最小限に抑え、新たな成長機会を創出するためにも、投資先企業が早期に生物多様性保全や循環型経済(サーキュラーエコノミー)への移行に取り組んでいくことが重要であると認識しています。

生物多様性に関する動き

- 大和アセットマネジメントの取り組み
- 日本の取り組み
- ▲ 世界の取り組み



当社の考え方とアプローチ

気候変動対応(参照 P.33、34)、生物多様性保全への取り組みには、サーキュラーエコノミーへの移行の概念が欠かせないものと考えています。

大量生産・大量消費型の経済社会活動は、天然資源の枯渇や、大規模な資源採取による生物多様性の損失等を引き起こすことが考えられるため、天然資源の無駄な消費を抑制することは、生物多様性の保全に貢献します。

サーキュラーエコノミーでは、資源を廃棄せずに循環させることで、自然が本来持っている再生力をサポートし、環境の保持と改善を図ります。

我々は、責任ある投資家として投資先企業に生物多様性保全への取り組み、サーキュラーエコノミーへの貢献に向けた統合的な取り組みを促していきます。

2024年には、生物多様性との接点が多い業種、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が高い企業を中心に、生物多様性保全(ネイチャーポジティブ)に対する取り組みや開示、それらの課題についてのエンゲージメントを実施しました。

企業がいかにして自然資本の損失回避・サーキュラーエコノミーへの移行に貢献するのかとともに、それらを企業価値向上に結びつけていくのが、重要なテーマであると考えます。

エンゲージメント事例

テーマ 先進企業との情報共有

先駆けてTNFDの推奨するLEAPアプローチ*を実施し、枠組みに沿った開示を行っている先進企業とのエンゲージメントを通して、現状の課題の把握と、リスク管理だけでなく、機会としてどのように捉えていくのかについて建設的な対話を実施

* LEAPアプローチについては、P.41をご覧ください

現状の取り組みについて

- 2010年より、天然資源に関するリスク把握を開始
- 持続的な原材料調達のため、事業の依存性が高い資源、代替性の低い資源について優先的に、TNFDの推奨するLEAPアプローチに基づき、開示を実施

今後の課題認識

- サプライチェーンにおいて自然(生物保全)に配慮した取り組みを実施し、外部機関による認証を得たとしてもそれが原材料価格(農家)の価値に反映されていない現状があるため、いかにその点を価値化して価格に反映できるかが、ネイチャーポジティブを進めていくうえでの課題
- 生物、環境問題に対応可能な社内人材の育成

＼ PICK UP /

その他、先進企業2社における海外調達先での取り組みに関して、現地視察を行いました(参照 P.43、44)。

関連するイニシアティブ

TNFD Taskforce on Nature-related Financial Disclosures

自然関連財務情報開示タスクフォース(TNFD)

spring

自然に関するスチュワードシップイニシアティブ(Spring)

🔄 コアマテリアリティに対する取り組み

③ TCFDおよびTNFDへの取り組み

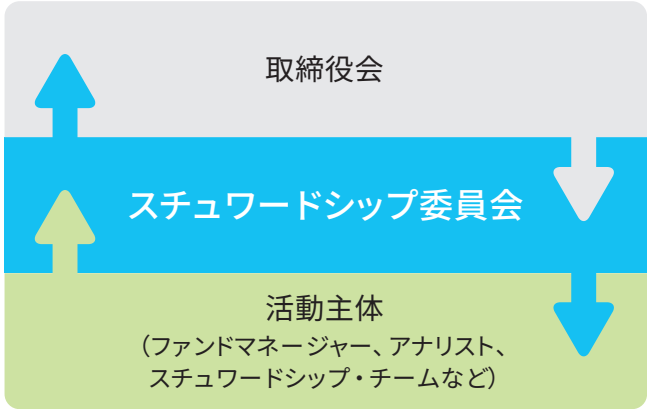
TCFDの推奨する開示フレームワークに沿って、スチュワードシップ活動を通じた気候変動課題への取り組みをご紹介します。また、TNFDの推奨するLEAPアプローチに沿って自然資本関連の開示も同時に行います。

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。

体制図



戦略

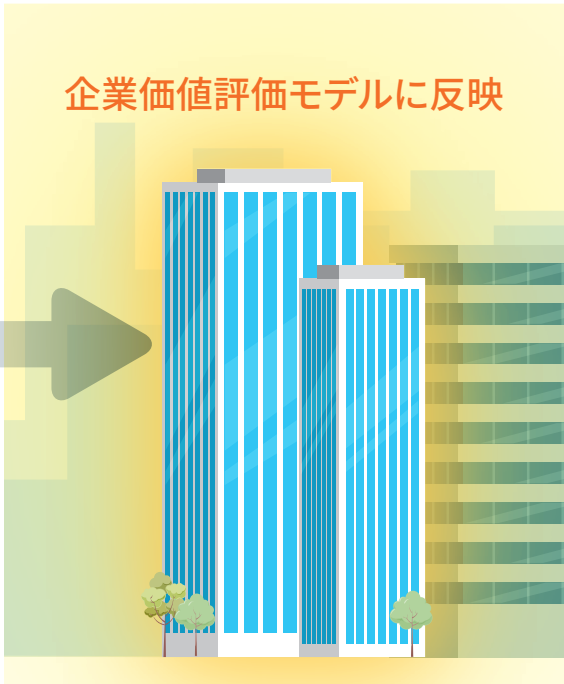
把握した気候変動や自然資本に対するリスクや機会は、企業価値評価モデルに反映し、投資先企業の選定に利用しています。また、エンゲージメント活動によって企業を脱炭素やネイチャーポジティブ経営に導くことで投資先企業の企業価値向上を目指しています。特に気候変動関連についてはCVaR

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、投資先企業の持つリスクの分析、把握を行っています。

特定した気候変動リスクと機会を企業価値評価モデルに反映

移行リスク	法規制リスク	環境に関する法規制の厳格化
	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
	市場リスク	化石燃料資産などの需給が変化
	レピュテーションリスク	消費者からの評価・評判が低下
物理リスク	急性リスク	洪水や台風などによるリスク
	慢性リスク	長期的な気候パターンの変化によるリスク
機会	資源効率	リサイクル技術などの需要増
	エネルギー源	再エネなどの需要増
	製品・サービス	環境負荷低減製品などの需要増
	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

企業価値評価モデルに反映



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
- 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り収益が減少 - 保険会社では支払保険金が増加するリスクなど	- 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	- 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取れなくなるリスク

リスク管理

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ポートフォリオの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。

指標と目標

GHG排出関連指標として、ファンドごとや各運用資産の総炭素排出量、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、自然資本に関し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を通じて、企業に脱炭素やネイチャーポジティブ経営を積極的に促します。

気候変動 ― 総炭素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)に対する排出量を測る指標で、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測る指標です。それぞれモニタリング・分析を行うことで気候変動関連のリスク管理を行っています。次ページの表にあるように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ました。投資先企業の総炭素排出量をScope1、2、3、特にScope3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

ン全体の脱炭素化の促進に努めます。

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割合が大きい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おり、改善が見られています。今後もエンゲージメント活動等を通じて、投資先企業に気候変動に関する取り組みを促していきます。

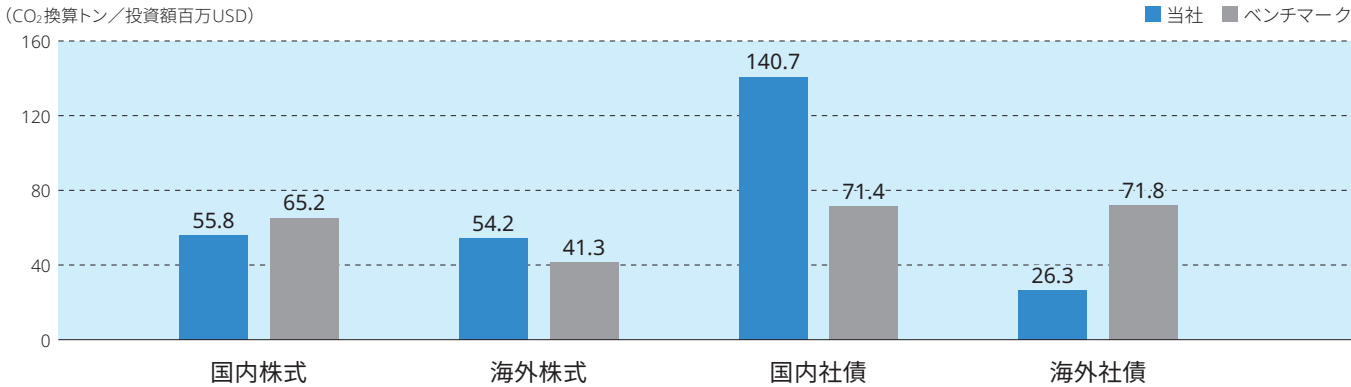
ポートフォリオの総炭素排出量

● Scope 1、2 (CO ₂ 換算トン)			
	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	6,225,937	7,275,447	-14%
海外株式	961,975	732,306	31%
国内社債	161,159	81,818	97%
海外社債	62,161	169,474	-63%
合計	7,411,231	8,259,044	-10%

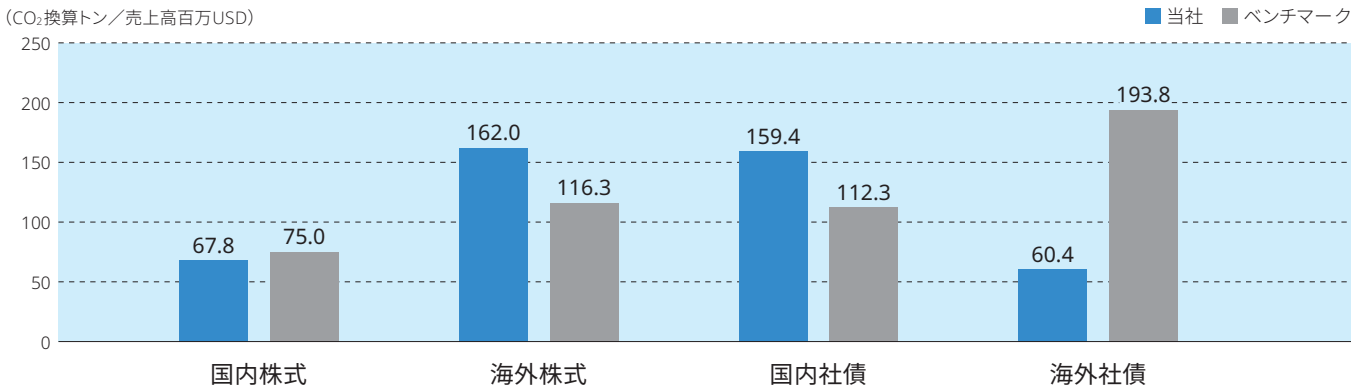
● Scope 3 上流 (CO ₂ 換算トン)			
	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	20,538,700	22,396,744	-8%
海外株式	1,164,744	1,320,133	-12%
国内社債	191,932	162,889	18%
海外社債	198,270	238,558	-17%
合計	22,093,646	24,118,323	-8%

※ 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© 2025 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

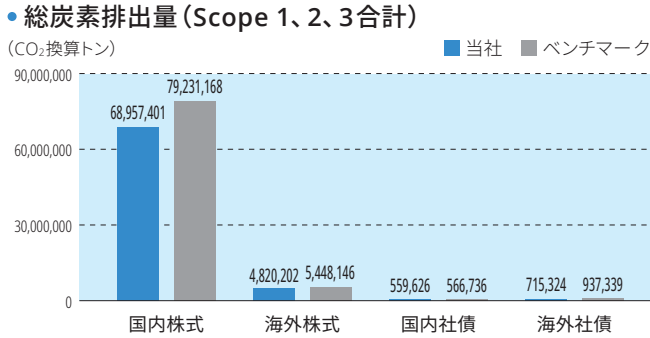
ポートフォリオのカーボンフットプリント (Scope 1、2)



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© 2025 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載



● Scope 3 下流 (CO ₂ 換算トン)			
	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	42,192,765	49,558,978	-15%
海外株式	2,693,483	3,395,708	-21%
国内社債	206,535	322,029	-36%
海外社債	454,892	529,307	-14%
合計	45,547,675	53,806,022	-15%

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℃よりも十分低く抑え1.5℃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、パリ協定の目標には整合していないものの、ベンチマークより低く抑えられていることが確認できました。

温室効果ガス削減目標 (SBT 認証)

右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 Targets 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℃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ます。当社は、エンゲージメント活動等を通じて投資先企業にSBT認証の取得を促しています。当社が保有する株式の仮想ポート

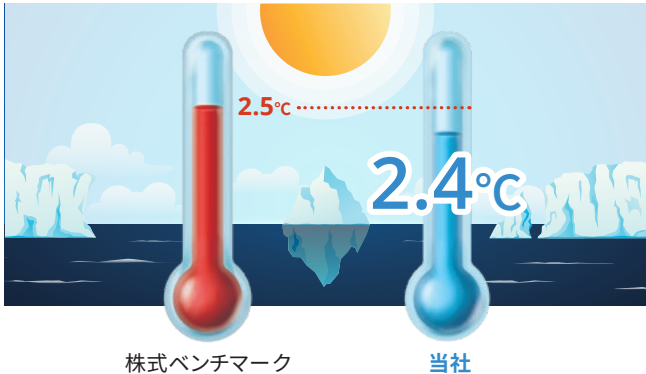
潜在的なCO₂排出量分析 (化石燃料由来)

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排出量を測ることができます。ベンチマークのデータと比べて化石燃料由来の潜在的なCO₂排出量が少なくなっており、ポートフォリオの気候変動リスクが低いことが確認できました。

当社のNZAMi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)
	2024年時点の単位当たり温室効果ガス排出量	▶ 81 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し進めており、対象企業との対話を実施

ウォーミングポテンシャル



※ ベンチマーク：MSCI ACWI Index

フォリオをベンチマークと比較した結果、8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。

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	51.8%	43.9%	46.6%

※ ベンチマーク：MSCI ACWI Index

潜在的なCO₂排出量 (化石燃料由来)

(CO ₂ 換算トン／投資額百万USD)			
	当社	ベンチマーク	差異
国内株式	495.9	608.4	-18%
海外株式	919.1	1,048.6	-12%
国内社債	143.4	470.0	-69%
海外社債	719.5	861.9	-17%

※ 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© 2025 MSCI ESG Research LLC. 許諾を得て転載

自然資本 ―リスク分析

TNFD ―LEAPアプローチ

2023年9月に、自然関連財務情報開示タスクフォースにより「TNFDフレームワークv1.0」が公表されました。v1.0では、自然関連の依存およびインパクトを特定する方法として、LEAPアプローチ(自然関連課題の特定と評価のガイダンス)が提供されています。LEAPアプローチは、「Locate(発見)：自然と

Locate【自然との接点】

2024年12月末時点の国内株式ポートフォリオおよび外国株式ポートフォリオを対象に分析しました。生物多様性重点地域*1、もしくは保護地域*2のどちらかに物理的資産を有し事業を行う企業を、生物多様性の損失をもたらすリスクのある企業として特定し、当エリアへのエクスポージャーを算出しました。銘柄数ベース、投資比率ベースのいずれにおいても、外国株式ポートフォリオは日本株式ポートフォリオよりもエクスポージャーが高く、生物多様性の損失をもたらすリスクが高いことが判明しました。これは、外国株式ポートフォリオが日本株式ポートフォリオと比較し、欧州や北米、アフリカなどの生物多様性重点地域や保護地域でのエクスポージャーが高いことが影響しています。

Evaluate【生態系サービスへの依存とインパクトの測定】

次に、2024年12月末時点の国内株式および外国株式それぞれのポートフォリオにおける依存とインパクトを測定しました。

● 依存の測定

生態系サービスへの依存度を企業ごとにスコアリング(ENCORE [Natural Capital Finance Alliance 2022]の21の生態系サービスに対して、企業の資産または生産プロセスにおける依存度をスコアリング)のうえ、投資比率を加味し、GICS(世界産業分類基準)における産業グループ別で測定しました。

国内株式ポートフォリオでは、「自動車・部品」「食品・飲料・タバコ」「不動産管理・開発」産業での依存度が相対的に高いことが判明しました。依存している具体的な生態系サービスとしては、「自動車・部品」産業では、「土砂の安定化と浸食防止」「大気と生態系による希釈」「洪水と暴風雨からの保護」のほか、「バイオ修復」などがあげられます。

外国株式ポートフォリオでは、「エネルギー」「食品・飲料・タバコ」「素材」産業での依存度が相対的に高いことが判明し

ての接点を発見する」「Evaluate(診断)：依存と影響を診断する」「Assess(評価)：リスクと機会を評価する」「Prepare(準備)：自然関連リスクと機会に対応し、報告する準備を行う」の4フェーズで構成されています。今回は、L、Eの2つにつき、S&P Global社のデータを使用し分析を開始しました。

生物多様性重点地域もしくは保護地域へのエクスポージャー

国内株式 ポートフォリオ	銘柄数ベース	19.7%
	投資比率ベース	68.9%
外国株式 ポートフォリオ	銘柄数ベース	50.4%
	投資比率ベース	82.1%

*1 生物多様性重点地域とは、生物多様性の世界的な存続に大きく貢献している場所のことであり、絶滅ゼロ同盟(Alliance for Zero Extinction Sites)の指定地域や、鳥類・生物多様性の重要地域等が含まれる地域です。
*2 保護地域とは、国際自然保護連合(IUCN)により指定されている地域的、国家的、または世界的に傑出した生態系、または地質学的多様性の特徴を持つ地域です。



ました。依存している具体的な生態系サービスとしては、「エネルギー」産業では、「洪水と暴風雨からの保護」「地下水」「地表水」のほか、「ろ過」などがあげられます。

● インパクトの測定

売上高に対する直接および間接的な外部コスト(温室効果ガス、水、廃棄物、土地・水質汚染物質、大気汚染物質、天然資源利用への総環境コスト)の割合を、投資比率を加味し、GICSにおける産業グループ別で測定しました。特定の産業グループのインパクトが特に大きかったことから、全産業グループの平均よりも高いものと低いものに分けたくて、統計処理を行いました。国内株式ポートフォリオでは、「公益」産業をはじめとした6グループで、外国株式ポートフォリオでは、「公益」産業をはじめとした3グループでインパクトが特に大きいことが判明しました。

また、依存、インパクトともに大きい産業グループは、国内株式ポートフォリオでは、「素材」「公益」「エネルギー」「家庭用品・パーソナル用品」「食品・飲料・タバコ」、外国株式ポートフォリオにおいては、「素材」「公益」「エネルギー」であることが明らかになりました。

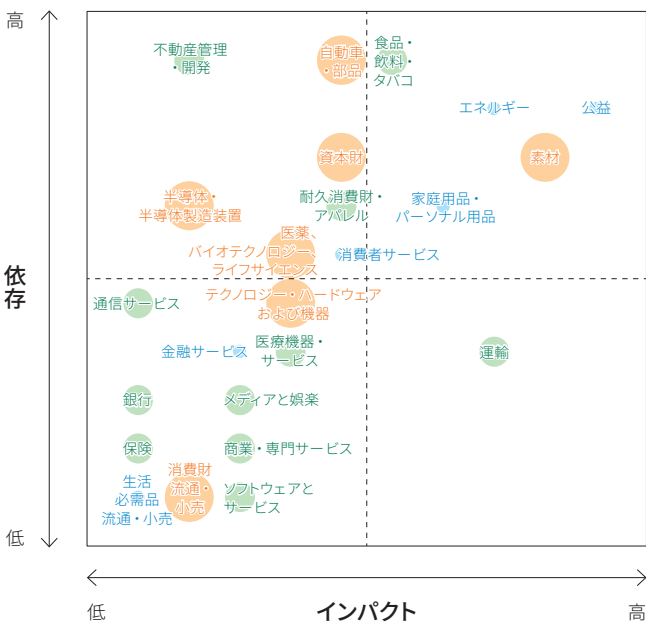
以上の分析により、当社の株式ポートフォリオのうち、どの地域の企業において特に生物多様性の損失をもたらすリスクが高いのか、またどのような事業活動がどの生態系サービスに依存しインパクトを与えるのかを把握することができました。

ただし、自然資本の分析は非常に複雑であることから、現状では投資先企業の情報開示は進んでおらず、当分析においては特定のロジックに基づいた推計データを活用しています。しかし、この分析において重要なことは、当社のポートフォリオのうち、どこに自然資本関連のリスクが高いのかを大まかにでも把握し、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。今後もさらなる自然資本関連の情報収集と分析の深化を行っていくほか、投資先企業に対しては開示の充実を促すことを含め、エンゲージメント活動に取り組みます。



産業グループのリスクマップ

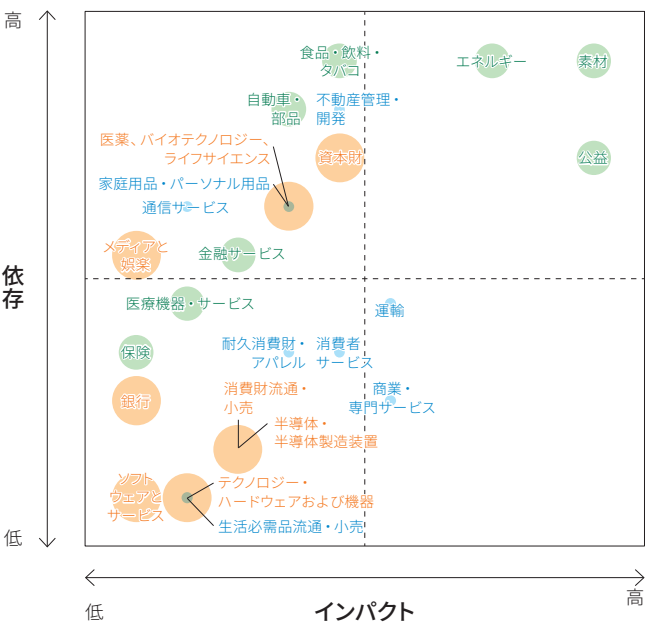
(国内株式ポートフォリオ)



●：ポートフォリオウェイト < 2% ●：ポートフォリオウェイト < 5% ●：ポートフォリオウェイト ≥ 5%

産業グループのリスクマップ

(外国株式ポートフォリオ)



●：ポートフォリオウェイト < 2% ●：ポートフォリオウェイト < 5% ●：ポートフォリオウェイト ≥ 5%

Topic 東南アジアの パーム油・天然ゴム農園の現状

TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）の開示、CSDR（企業サステナブル報告指令）への対応に加え、パーム油や天然ゴム等が対象となるEUDR（欧州森林破壊防止規則）の適用開始を控え、サプライチェーン全体での生物多様性への対応は、企業において重要な課題となっています。

今回、これらについて先進的な取り組みが行われている不二製油グループ本社（以下、不二製油）、および住友ゴム工業の協力を得て、トレーサビリティの確保やRSPO認証の取得状況等を確認するため、現地の農園・精製工場・加工工場などを訪問しました。

EUDR（欧州森林破壊防止規則）

規則概要	EU域内で販売、もしくは域内から輸出する対象品が森林破壊によって開発された農地で生産されていないことを確認するデューディリジェンス（以下、DD）の実施を企業に義務づける
対象品目	パーム油、牛肉、木材、コーヒー、カカオ、ゴム、大豆が対象
罰則	- DD義務に違反した事業者に対しては、罰金、当該製品の没収、公共調達プロセス、公的資金へのアクセスからの一時的な除外などの罰則が科される - 罰金の最高額は当該事業者のEU域内の年間売上高の4%の水準で設定

パーム油

高付加価値化の取り組み

訪問したマレーシアのアブラヤシ農園で作られるパーム油は、国際認証であるRSPO認証を100%取得しています。このような「持続可能」と認められたパーム油はプレミアム価格で販売することができます。また、同農園では、プロセスコンタミナントといわれるパーム油精製の際に生じる微量成分を低減する取り組みを行うなど、高品質のパーム油の搾油に注力しています。高品質のパーム油はマーケットの購買価格に品質プレミアムが付加されるため、同農園のような組織的に運営されるアブラヤシ農園は高い収益性を確保することが可能です。

新たな事業機会創出の事例

さらに、同農園では、パーム油生産の副産物であるファイバーや殻からバイオガスを作っており、工場で使用するガスを除いた残りのガスは、エナジーカンパニーに販売しています。加えて、農園の敷地内にさらに大きなバイオマス発電所を建設しており、3年後には同農場で発電される電力の約90%をマレーシアのAIデータセンターに売電することが計画されています。サステナブルな取り組みを事業機会に結びつけた好事例といえるでしょう。

不二製油の取り組みについて

「責任あるパーム油調達方針」に沿って、基礎原料であるパーム油においてサステナブルな調達に取り組んでいます。合併先の企業が所有するアブラヤシ農園から生産履歴が追跡可能なパーム油を確保し、付加価値の高いパーム油製品を製造しています。

住友ゴム工業の取り組みについて

「持続可能な天然ゴム（SNR）方針を満たす原材料の調達」を掲げ、トレーサビリティの向上や小規模農家の支援に取り組んでいます。同社のタイ現地法人では、2021年から天然ゴムの購入先農家の戸別訪問を年間約3,000戸のペースで実施しています。

資本金・技術力・対応力が重要

パーム油は、アブラヤシを収穫してから24時間以内に搾油しなくてはならないことから農園に搾油所を併設する必要があり、相応の資本金が必要となります。今回訪問した加工工場では、農園から運ばれてきたオレンジ色のパーム原油を精製して、無色化、無臭化が行われていました。用途によって加工や精製方法が異なり、地域の気候や食文化などの違いから顧客の需要も細分化されていること等から、工場には高い技術力・対応力が求められます。

先行企業はトレーサビリティの確保にめど

サステナブルな取り組みを行う農園や、高い技術を有する一次精製工場をパートナーに持つ不二製油では、搾油工場までのトレーサビリティは100%、農園までのトレーサビリティは95%まで確保しています（2023年度実績）。欧州では、RSPO認証の中でも高いグレードのSGグレードのパーム油が求められる傾向にあり、日本でも大手需要家からの持続可能なパーム油のニーズが高まっています。サステナブルな取り組みを行うパートナー企業との関係を構築することで安定的に持続可能なパーム油を調達することは、競争力向上に寄与すると考えられます。

▲マレーシアのアブラヤシ農園にて、収穫体験の様子

▲タイの天然ゴム農園にて、ラテックス採取作業の様子

天然ゴム

先行企業のEUDR対応はおおむね終了

天然ゴムのサプライチェーンは、約600万戸の小規模農家、プランテーション、ディーラー、加工業者など多数のステークホルダーで複雑に構成されており、トレーサビリティを確保することは非常に困難であるといわれています。

しかしながら、訪問した住友ゴム工業の加工工場では、すでに取引関係がある約1.5万件の農家についてEUDR対応が完了しており、生産キャパシティ5万トンのうち8割程度はEUDR対応済みとなっています。残りの2割も必要に応じて対応可能とのことであり、先進的な企業においてはトレーサビリティの対応はおおむね終了していることが確認されました。

小規模農家の支援にも注力

天然ゴムの採取の際に行われる木を削ぐタッピング作業の労

今後への期待

パーム油と天然ゴムでの取り組みの違い

パーム油と天然ゴムの比較

	パーム油	天然ゴム
EUDR	対象	対象
栽培地域	赤道周辺南北15度の地域	赤道周辺南北20度の地域
主な運営形態	プランテーション（組織）	小規模農家（個人）
品質の維持	収穫後24時間以内に搾油が必要	収穫後放置しても問題ない
苗木から収穫までの期間	3年	7年
収穫作業時間帯	日中	夜間
収穫時期	一年中	5月～1月 ただし降雨日は作業不可
副産物	あり（バイオマス資源）	なし
収益性	高い	低い

天然ゴムの生産は、タイが37%、インドネシアが15%で全体の52%を占めます。インドネシアの国策により、天然ゴム農園からより収益性の高いアブラヤシ農園へスイッチする動きがあります。上の表のとおり、収益面以外においてもパーム油と比べて天然ゴムは、苗木から収穫まで7年間に要すること、収穫作業の労働環境が厳しいこと、収穫時期に制限があることなどが理由にあると考えられます。現状においては、他国での天

候環境には改善の余地がありそうです。また、天然ゴム農園は、小規模農家の比率が高いこと、バイオマス資源等の副産物による事業創出が見込めないことなどから高収益化の取り組みは遅れています。

この課題への対応策として、今回訪問した加工工場に併設されている農園の研究所では、ラテックス（ゴムノキから収穫される樹液）の収量性の向上や、品質の良いクローン苗木の開発に取り組んでいました。研究所では、タッピングの作業日数を減らしても従来と同等の収量を確保すべく、エチレン促進剤の活用による開発が進められていました。この開発により、1回のタッピング量を増加させることが可能となり、負担が大きいタッピング作業の頻度を減少させることに成功しました。今後、同社周辺農園にも当該技術を展開することで、作業者のワークライフバランスを向上させたいとのことでした。

然ゴム生産の拡大により供給能力が補完されているため、市場全体の需給バランスに大きな問題は発生していないものの、将来的に需給バランスが崩れる可能性は否定できません。

サステナビリティの向上に向けて

訪問したアブラヤシ農園は、マレーシアのジョホール州が保有する企業であり、2024年7月に上場しました。この際に市場から調達した資金をバイオマス起源の高付加価値製品ビジネスに投下したため、競争力強化と同時にバイオマス資源の活用による温室効果ガスの削減にも貢献します。このような取り組みを行う企業が市場シェアを拡大し、ベストプラクティスとなることで、アブラヤシ農園の持続可能な発展に大きく寄与すると考えます。

天然ゴムにおいては、先進的な企業では、トレーサビリティの確保には問題ないことが確認できました。EUDRの対応にもすでにめどが立っており、今後は、ネイチャーポジティブが求められる生物多様性への取り組みが期待されます。また、研究開発等を通じて小規模農家の支援に積極的に取り組んでいることも確認されました。このような取り組みを継続的に強化していくことで、サプライチェーン全体のサステナビリティの向上に寄与することが見込まれます。

③ コアマテリアリティに対する取り組み

④ ビジネスと人権

課題認識

人権を巡っては、労働者の人権が比較的古くから議論されてきており、ILO（国際労働機関）が1919年に設立されています。一方、近年では経済のグローバル化の進展に伴い多国籍企業による開発途上国の先住民や地元住民の人権侵害が社会問題化し、企業のサプライチェーンを含む事業活動と、労働者・消費者・地域住民などのステークホルダーとの関わりにおける人権課題を包括的に捉えた概念として「ビジネスと人権」が注目されるようになっていきます。

これまでに発生したビジネスと人権の問題には、以下のようなものがあります。

1990年代、米国大手シューズメーカーのサプライチェーンにあるアジアの製造工場で、児童労働や非人道的な労働が行われていると報じられ、不買運動が起きました。

2013年、バングラデシュにある多くの衣料品工場が入居しているビルが崩壊し1,000人以上の労働者が犠牲になりました。ビルの構造的な問題や劣悪な労働条件が原因とされ、グローバルな衣料品産業のサプライチェーンが問題視されました。

2019年、ブラジルの鉱山会社が運営するダムが崩壊、下流の街を襲い、200人以上が犠牲となり環境にも大きな被害をもたらしました。この事故では、鉱山事業における安全管理や環境への配慮の欠如が問題視されました。

これらの問題を受けて、2011年には「国連ビジネスと人権に関する指導原則（UNGPs）」が採択され、国際規範として広く浸透するようになりました。

近年では機関投資家もビジネスと人権にリスクと機会の両面で注目しています。背景には様々な要因がありますが、まず、ルールに反した企業は不買運動や損害賠償等のリスクを負い企業価値が毀損する可能性があること、次に、資金の出し手である顧客の多くもビジネスを営む企業であり、そのような企業に投資を続けるのは風評リスクを負いかねないこと、などがあります。

逆に、ビジネスと人権に配慮し人権デューデリジェンスを実施するなど課題に向き合っている企業は、従業員、顧客、サプライヤー、コミュニティなどのステークホルダーとの良好な関係を築きやすくなります。これにより、企業のブランド価値向上が期待できます。

ビジネスと人権に関する動き



当社の考え方とアプローチ

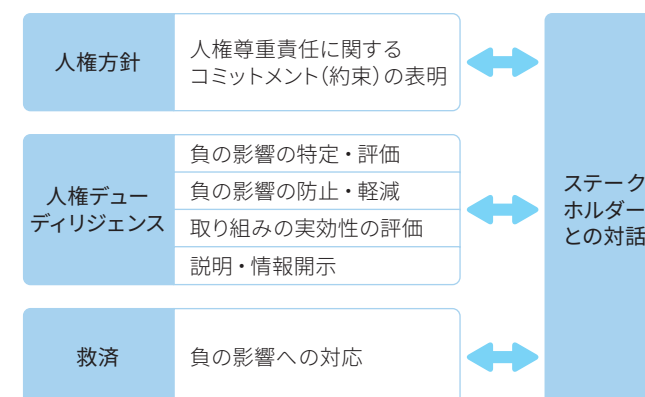
ビジネスと人権は投資先企業だけでなく、サプライチェーン、ステークホルダーまで広がる問題です。

当社は機関投資家であると同時に事業会社でもあり、人権方針を定め、日本およびグローバルの規範を支持・尊重しています。投資先企業に対しては国際規範を支持・尊重し、ビジネスと人権の問題に適切に対処するように求めています。

具体的には、国連ビジネスと人権に関する指導原則、およびそれらを参考に整理されている日本政府による責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドラインをもとに、企業に対して、①人権方針の策定、②人権デューデリジェンスの実施、③救済へのアクセス、の3つの取り組みを実施することを求めています。また投資先企業のこのような取り組みについては、運用におけるESGインテグレーションやエンゲージメントにおいて活用しています。

当社は、インベストメントチェーンの一端を担う機関投資家として、ビジネスと人権に関するリスク・機会を考慮した中長期的リスク調整後パフォーマンスの向上、および社会的責任を果たしていきます。

企業に求められる人権尊重の取り組みの全体像



(出所) 責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン

C社 (鉱業)

エンゲージメント事例

テーマ 海外企業による開発途上国の先住民や地元住民の人権侵害



課題と背景

- 開発途上国の権益を持つ鉱山で約20年前から死亡事故が絶えることなく、うち直近2年（2022～2023年）だけでも10件以上発生。
- 歴史的に小規模な採掘を行ってきた先住民が居住しているが、これに対して鉱山を共同所有する地元政府が治安部隊を配備し、暴行・殺害していると報じられている。治安部隊は、住民による鉱石窃盗や鉱山への不法侵入などを衝突の理由にあげている。



解決策の想定

- 安全と人権、コミュニティとの関係に関して、同社の方針と取り組みを国際人権規範に合わせるべき。
- 地元政府と協働し、安全と人権に関する同社の方針がどのように実践され、公権力が人権を尊重し、保護することを推進しているかを、外部へ報告すべき。

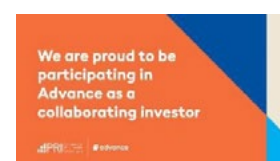


会社側の反応

- 人権リスク・アセスメントの実施方法を説明し、同鉱山における最新のアセスメント結果を共有した。



関連するイニシアティブ



PRI Advance

④ コアマテリアリティに対する取り組み

⑤ 人的資本経営・DE & I

課題認識

資本市場では、非財務情報が注目される流れの中、「人的資本」への関心が高まっています。2018年には国際標準化機構が世界初の人的資本に関する情報開示ガイドラインとしてISO30414を公開し、2020年には米国証券取引委員会（SEC）が人的資本に関する情報開示をルール化しました。日本でも、2020年9月に経済産業省が「人材版伊藤レポート」を公表し、東京証券取引所は2021年6月にコーポレートガバナンス・コード改定にて人的資本に関する情報開示の項目を追加しました。金融庁も「企業内容等の開示に関する内閣府令」にて、2023年3月31日以後に終了する事業年度にかかる有価証券報告書等から、人的資本・多様性に関する開示を求めるようになりました。

多くの先進国において労働人口減少への対応が喫緊の課題となり、新型コロナウイルス禍を機に働く人々の意識・働

き方・コミュニケーション方法などが変化していること等に伴い、企業経営においても価値創出の原動力であり、最大の資本であると考えられる人材への投資の重要度は高まっています。人材を「資本」として捉え、その価値を最大限に引き出すことで、中長期的な企業価値向上につなげる「人的資本経営」が求められているといえます。

しかしながら、労働市場の需要と教育システムが提供するスキルとのギャップ、技術の進歩や産業構造変化への対応のための労働者へのスキルアップ教育やトレーニングの機会の不足、賃金格差や昇進機会の不平等に起因する人的資本最大化の妨げなど、人的資本投資については未だ多くの課題が存在しています。そして、これらの取り組みおよび開示が中長期での企業価値に重大な影響を与え得る要素になると考えられます。

人的資本開示に関する規制動向

2023年	金融庁	企業内容等の開示に関する内閣府令を改正
2021年	東証	人的資本に関する情報開示の項目を追加（コーポレートガバナンス・コード改定）
2020年	経産省	人材版伊藤レポートを公表
	SEC	人的資本に関する情報開示をルール化
2018年	ISO	人的資本情報開示のガイドラインISO30414を公開

当社の考え方とアプローチ

当社では、人的資本に関するエンゲージメントにおいて、「人材戦略」や「ダイバーシティ」の取り組みなどを中心に投資先企業との対話を行っています。人材戦略では、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を企業側に働きかけています。また、ダイバーシティについては、女性活躍推進における具体的施策・定量的指標によるジェンダー間の格差是正、国籍・年齢・経験者採用などジェンダー以外の観点からの多様性確保に向けた取り組みを促しています。なお、これらの取り組みについては、経営戦略と紐づいていることも重要であると認識しています。

このうちダイバーシティへの取り組みについては、ジェンダーペイギャップ指数の低い、あるいは女性管理職比率と女性従業員比率の格差が大きい投資先企業等をリストアップし、エンゲージメントを行いました。また、当社は「30% Club Japan Investor Group」に参画しており、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と考えていることから、継続して社内からの多様なジェンダーの取締役登用が可能となる（人材がプールできる）体制整備を、投資先企業に求めています。この方針に基づき、多様なジェンダーの取締役の積極的登用を促すことを目的として、議決権行使方針の改定も行いました。

D社 (鉱業)

エンゲージメント事例

テーマ ジェンダーダイバーシティの推進



課題と背景

- 女性管理職比率が低水準かつ女性従業員比率を大幅に下回る水準
- ジェンダーペイギャップ指数が同業他社比で低位にあり、優秀な人材確保および定着のためにはDE&Iの取り組みが急務
- 採用力低下に伴う人手不足を背景とする、生産能力の低下や企業価値に影響するリスクあり



解決策の想定

- 各従業員のキャリアプラン・ライフプランに応じた人事制度や評価制度の導入
- 公平性を確保する制度の導入に加えて、社風改革などにも取り組む必要あり
- 人材の定着に向けてはロールモデルを示すことが有用



会社側の反応

- 制度面において改善の余地あり、今後、見直しを検討したい
- ロールモデルとなり得る人材の育成を強化する
- 離職率のジェンダー間格差の開示を検討、当該指標の改善を目指す



関連するイニシアティブ



30% Club Japan Investor Group



人的資本経営コンソーシアム

In support of

**WOMEN'S
EMPOWERMENT
PRINCIPLES**

Established by UN Women and the
UN Global Compact Office

女性のエンパワーメント原則（WEPPs）

⑤ コアマテリアリティに対する取り組み

⑥ ガバナンス体制と取締役会の実効性

課題認識

日本では、上場企業が幅広いステークホルダーと適切に協働しつつ、実効的な経営戦略のもと、中長期的な収益力向上を図るための行動原則としてコーポレートガバナンス・コードが2015年に導入され、さらに2018年・2021年の2度にわたり改定されました。これを契機として、上場企業は独立社外取締役比率の拡大や任意の指名・報酬委員会の設置、取締役会構成員の多様化といったガバナンス体制強化の取り組みを進め、経営監督機能を果たすための形式的なガバナンス体制は強化されてきたといえます。

一方で、その体制づくりは行ってきたものの、経営には十分活かされていないケースもあります。その意味で、今後は形を整えてきたガバナンス体制を実効的に機能させていくことが課題になっているといえます。そして取締役会の実効性向上にあたり最も重要なのは、社外取締役が監督機能を十分発揮するための環境を整えることだと考えます。金融庁が定期的開催している「スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」にお

いても、コーポレート・ガバナンス改革の実質化に向けた課題として「独立社外取締役の機能発揮等」をあげており、当社もこの点は特に重視しています。

そのためには、① 社内取締役との情報格差を極力減らし、② そのためのサポート体制を拡充すること、③ 役員以外の従業員等とのコミュニケーションの機会をつくること、④ 事業への理解を深めるための現場視察・勉強会等を実施すること、などが必要です。

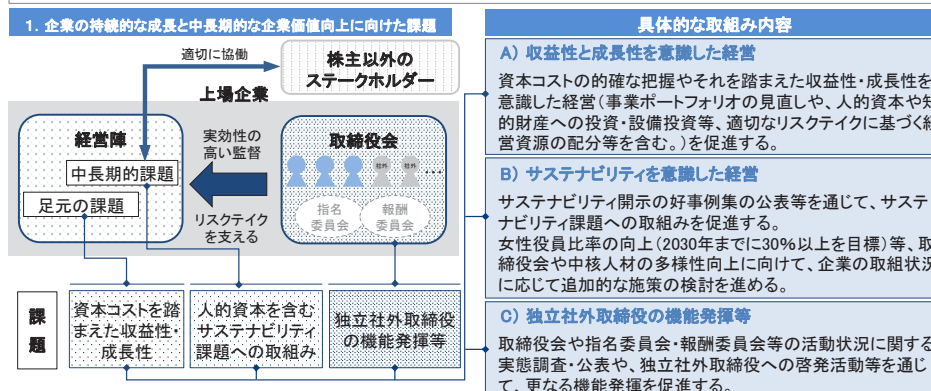
こういった取り組みを通じて社外取締役が十分に力を発揮できるようになれば、社外取締役による経営の監督機能が強化されるとともに、執行と監督の分離が進み、経営の意思決定スピードが早まると期待されます。同時に、マネジメントの指名や報酬など重要事項の議論においても社外取締役が中心的な役割を果たせるようになれば、経営の透明性が高まり、ガバナンス体制に対する外部からの信頼性も高まります。

コーポレート・ガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム 概要

□ 前頁記載の各課題の解決に向け、フォローアップ会議において、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、今後の取組みに向けた考え方や具体的な取組み内容について、アクション・プログラムとして取りまとめ(2023年4月26日公表)。

今後の取組みに向けた考え方

- コーポレートガバナンス改革の趣旨に沿った実質的な対応をより一層進展させるため、形式的な体制の整備ではなく、企業と投資家の建設的な対話の促進や、企業と投資家の自律的な意識改革の促進を主眼とする
- 各コードの改訂時期については、必ずしも従前の見直しサイクルにとらわれることなく、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、その進捗状況を踏まえて適時に検討する



WEB (出所) 金融庁「第29回スチュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」事務局説明資料P.2
<https://www.fsa.go.jp/news/r4/singi/20230426/01.pdf>

当社の考え方とアプローチ

ガバナンス体制は企業経営にあたっての基盤であり、ここが安定的に機能しなければ日常的な事業活動からサステナビリティの取り組みに至るまでの企業活動に支障をきたすという意味で、企業経営に関する最重要課題であると考えています。エンゲージメントにおいては、取締役会の構成・多様性から社外取締役の独立性、指名・報酬委員会の活動状況、取締役会の実効性評価、役員報酬など様々なテーマに関して対話を行っており、実効性向上のためのより一層の取り組みを働きかけています。

議決権行使方針においても、これまでは形式的な体制の充足を求める項目の改定が中心でしたが、実効性向上のフェーズに入ってきている状況を踏まえ、最近ではその観点から「任意の指名・報酬委員会の導入を求める基準」「社外役員の兼任社数に関する基準」などを導入しています。引き続き、取締役会の実効性強化に資する議決権行使方針の改定を検討していきます。



エンゲージメント事例

E社
(医薬品)

テーマ 任意の指名・報酬委員会の実効性について



課題と背景

- 任意の指名・報酬委員会を設置しているが、開催回数が年1回にとどまっており、また具体的な活動内容に関する開示もないので実効性が十分確保されているか疑問がある。



解決策の想定

- 指名・報酬委員会は取締役の選任・報酬の決定という重要事項について、客観的なプロセスを担保する重要な役割を担っている。そのため、その実効性を確保することは重要であり、またそれを対外的に示すためにも積極的に開示するべき。



会社側の反応

- 指名・報酬委員会で議論する内容を改めて整理するとともに、開催回数を増加させて実効性を高めていくとの回答を得た。

関連するイニシアティブ



ICGN MEMBER
Inspiring global governance standards
www.icgn.org

国際コーポレートガバナンスネットワーク(ICGN)

Topic 知財・無形資産

課題認識

産業構造の変化とともに、企業における競争力の源泉として、知的財産(知財)・無形資産の重要性が高まっていると認識しています。米国では、「マグニフィセント・セブン」と呼ばれるテクノロジー企業が高成長し企業価値を高めています。日本は、研究開発費の伸び、そしてマークアップ率(付加価値率)が低く、結果として時価総額に占める無形資産の割合が小さくなっており、こうした傾向が日米のPBR格差(S&P500:5.0倍程度、TOPIXプライム:1.3倍程度、2024年10月現在)につながっています。

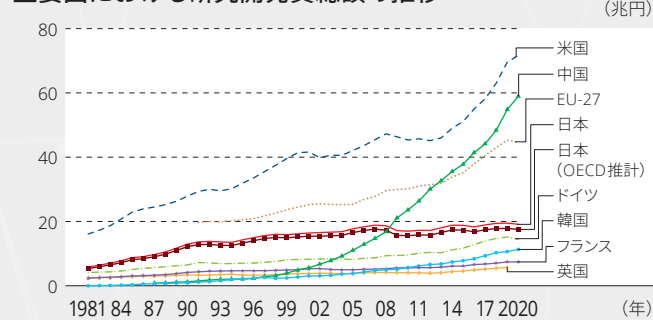
地球環境の課題や社会経済システムの課題を解決する方向に導くには、脱炭素・エネルギー転換、サプライチェーンの見直し、といった大掛かりなシステムの変更を伴います。ここでは、発想の大転換を伴うイノベーションによる競争環境の激変(ゲームチェンジ)も想定され、企業がゲームチェンジを主導したり同期化したりできるかが重要となります。そしてその際には、これまで積み上げてきた製造資本や財務資本以上に、知財や研究開発力とこれを担う人的資本、それらが活躍する土壌である企業風土といった無形資産の重要性

がさらに高まると考えます。

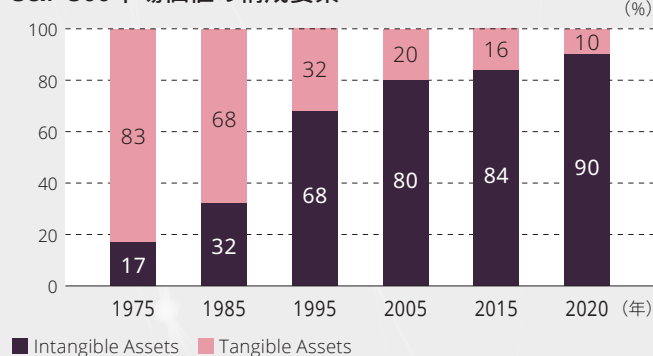
企業経営者、投資家、金融機関それぞれが「知財・無形資産」が競争力の源泉として重要な経営資源である、との認識を持っていたと考えられますが、2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂において、「知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである」とされました。そのうえで、重要ながらも一般論で終わりがちであった「知財・無形資産」について、企業がどのように投資・活用戦略を開示し、ガバナンスしていくことで企業価値向上につながるのかという課題に対し、内閣府より「知財・無形資産ガバナンスガイドライン」が示されました。

日本企業が、ゲームチェンジに強くなるためには、企業側の取り組みとともに、株主・投資家や従業員などのステークホルダーが無形資産(知財・研究開発)の重要性を改めて認識し、その価値を高めるための行動を起こしていく必要があります。

主要国における研究開発費総額の推移

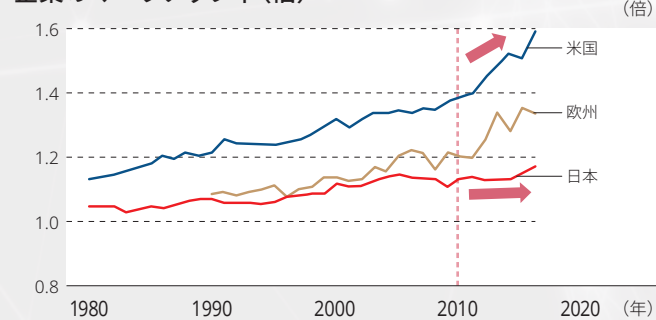


S&P 500市場価値の構成要素

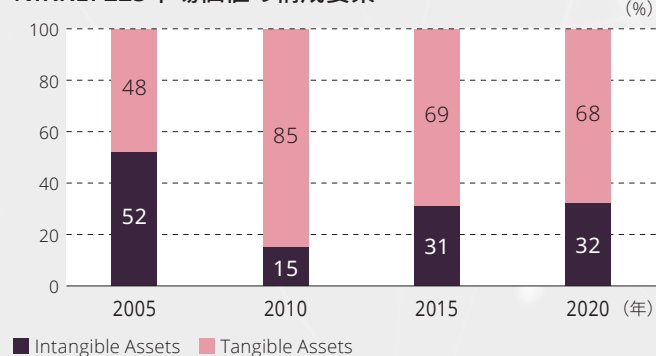


(出所) 内閣府「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン(略称:知財・無形資産ガバナンスガイドライン)Ver.2.0」

企業のマークアップ率(倍)



NIKKEI 225市場価値の構成要素



当社の考え方とアプローチ

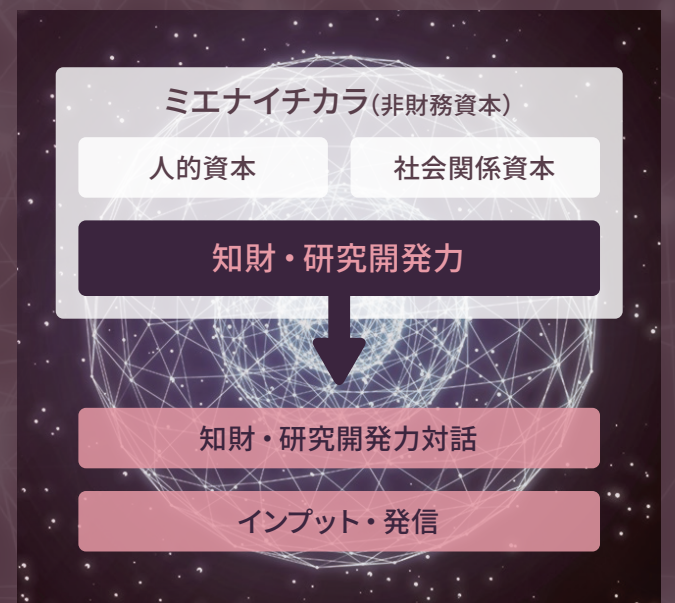
一般に、「知財・無形資産」と表現されるものを、当社では「知財・研究開発力」という枠組みで捉えています。人的資本、知財・研究開発力、社会関係資本など経営基盤として企業が保有する価値創出源の呼称として、「非財務資本」が多用され、その性格から「将来財務資本」「未財務資本」と呼称されることもあります。ただ、人的資本、知財・研究開発力、社会関係資本などの経営基盤となる資本には、財務資本として計上されているものもあります。また、会計基準には「無形資産」の定義もあります。当社では、経営基盤として企業が保有する価値創出源の評価は財務計上の有無にかかわらず行うことが必要と認識しており、その総称を「ミエナイチカラ」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

こうした定義のもとで、「知財・研究開発力」に特化した目的対話を重視してきました。株主・投資家として、企業の「知財・研究開発力」について、何を・どうして知りたいのかを明確に示すことで、企業側にとって馴染みのなかった「知財・研究開発力対話」を重ねることができるようになりました。

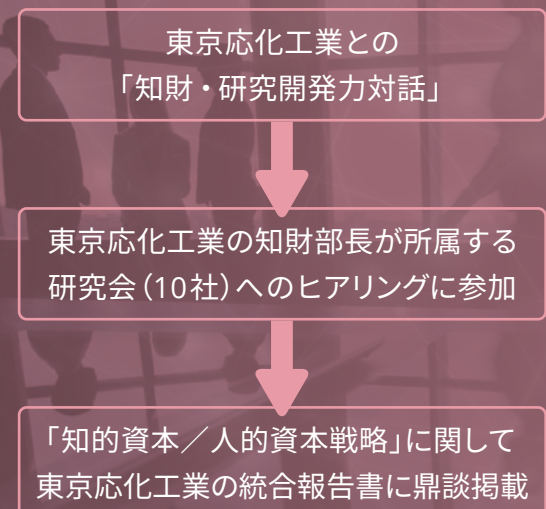
また、「知財・無形資産の投資・活用戦略の開示及びガバナンスに関するガイドライン」を示した内閣府や、グループ会社である知財コンサルティング会社との意見交換、企業の知

財部門が集う研究会への参加、論稿や関連書籍への執筆などで、株主・投資家としてインプットしながら、発信にも努めてきました。

ここ1、2年で知財に関する企業の情報開示は進展しつつありますが、まだ課題は多いと認識しており、当社自身の知見も高めながら、企業との目的対話や各ステークホルダーへの発信にも引き続き注力していきます。



エンゲージメント事例(東京応化工業)



(出所: 東京応化工業「統合レポート2023」)

イニシアティブにおける活動事例

国連責任投資原則（PRI） 人権ウェビナー登壇

当社は、世界人権デーに合わせて開催されたPRI Japan Advisory Committee主催の「人権ウェビナー」に登壇し、投資家が「ビジネスと人権」を重視する理由、当社が実践するエンゲージメント等での取り組みを紹介するとともに、「人権対応を企業価値向上につなげるには」とのテーマで実施されたパネルディスカッションに参加しました。

また、当該イベントで紹介した国際労働機関（ILO）の駐日事務所が「移行のための技能開発と責任ある企業行動プロジェクト」の一環で作成した「機関投資家向け『ビジネスと人権』ガイド」の制作において、「ビジネスと人権に関する機関投資家向け啓発資料開発ワーキンググループ」のメンバーとして参画し、我々が有する知見やノウハウの共有などの協力を行いました。



賛同するイニシアティブ

ESG ESG全般
E 環境 S 社会 G ガバナンス

2006年

ESG 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 Japan Advisory Committeeの議長を務めています。



2011年

ESG 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。



2020年

E 気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）

気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）は、2015年に金融安定理事会（FSB）によって設立。企業等に自らの一般的な（公表される）年次財務報告において気候関連財務情報開示を行うよう提言しています。当社ではTCFDフレームワークに沿って、運用ポートフォリオの温室効果ガス（GHG）排出量など、気候変動問題への取り組み状況を2021年度より開示しています。



S 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。



2021年

E 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 Net Zero Asset Managers initiative (NZAMi)

2020年12月に、2050年までにGHG排出量をネットゼロにすることを目指す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7月現在、世界で325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。



G 国際コーポレートガバナンスネットワーク（ICGN）

国際コーポレートガバナンスネットワーク（ICGN）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。



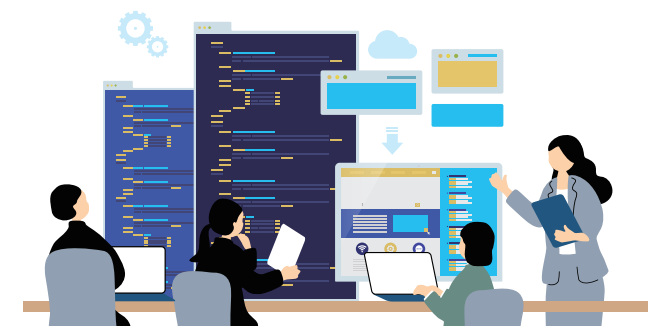
30% Club Japan Investor Group 事例掲載

30% Club Japan Investor Groupのプログレスレポートにおいて女性活躍推進の好事例として、情報通信事業者に対する当社のエンゲージメント事例を紹介しました。

同社は成長戦略の中核としてエンジニア数の拡大を掲げていましたが、情報サービス産業は業界全体としてエンジニア不足が課題となっており、この対策が急務でした。これらの背景には女性の理工系学生数が少ないとの社会構造上の問題が内包されていました。

これらの課題に対して同社は、未経験者採用の仕組みを整備するとともに、入社後の人材育成プログラムの形成にも組織的に取り組むなどの対策を講じています。これらの取り組みの結果、高水準の採用者数を継続するとともに、同業他社を上回る女性エンジニア比率を確保しています。

加えて、現状の女性取締役の登用は社外取締役のみとなっていますが、社内で育成した複数の女性社員がすでに執行役員として登用されており、社内出身の女性取締役候補者のプールが十分に確保されつつあると評価しています。



2022年

ESG 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 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实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。



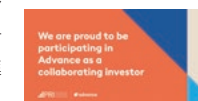
S 女性のエンパワメント原則（WEPS）

女性のエンパワメント原則（WEPS）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。



S PRI Advance

PRI Advanceは、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。



2023年

E 自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）

自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）は、自然関連の財務情報を開示する枠組みの開発・提供を目指す国際イニシアティブです。当社は2023年12月のTNFD立ち上げと同時に、アーリーアダプターとして賛同しました。



E グラスゴー金融同盟（GFANZ）

グラスゴー金融同盟（GFANZ）は、2050年までに世界のGHG排出量のネットゼロを目指す金融機関の有志連合です。当社は、日本支部のメンバーとして、コンサルティンググループおよびコアワーキンググループに参加し活動しています。



2024年

E 自然に関するスチュワードシップイニシアティブ（Spring）

自然に関するスチュワードシップイニシアティブ（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が運営などのサポートを行う協働エンゲージメント・イニシアティブです。当社はSpringにエンドーサー（賛同者）として参加し、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し、投資先企業の企業価値向上に貢献します。



E 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COP29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。

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。

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。

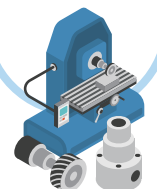
対話時の企業側の反応

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方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。

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ついていない。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

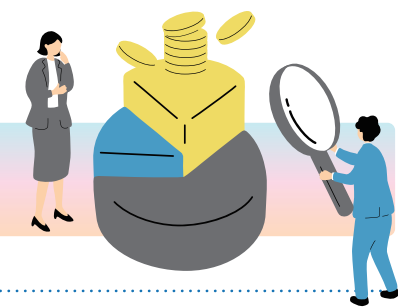
当社は、投資先企業とのエンゲージメントと議決権行使行動を一体化して運営するよう努めています。これは投資先企業との対話内容や当該企業の行動等を評価し、当社の議決権行使に反映させる取り組みであり、エスカレーション戦略と呼ばれています。当社ではエスカレーション戦略に基づき、株主総会議案が議決権行使方針に抵触しない場合でも、企業との対話内容や行動等を受けて企業価値にマイナスに作用すると判断する際は株主総会議案に反対します。加え

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。

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。

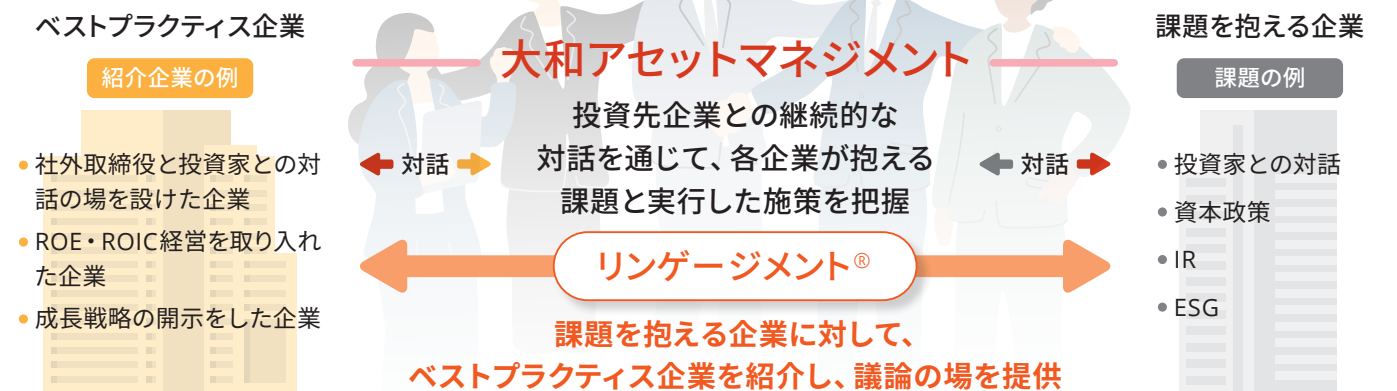
リンゲージメント®

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の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。

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)

マイルストーン管理の一例

CODE	XXXXX		
銘柄名	XXXXXXXXXXXXXXX		
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	☐ ☐ ☒ 課題取り組み中	☐ ☒ ☐ 課題共有	☐ ☒ ☐ 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。



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。



〇社(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のない意見をお話いただくことを期待しています。

PICK UP

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関し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

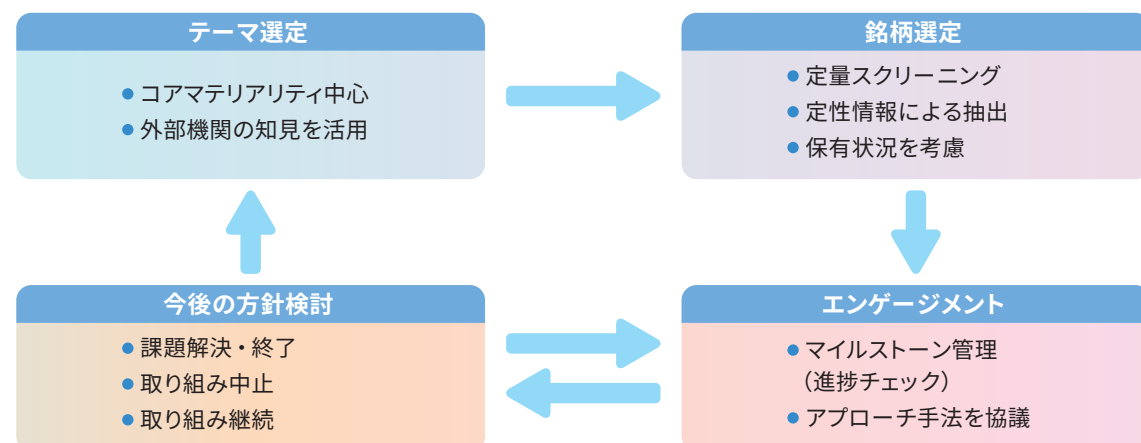
当社では、外国株式に関するエンゲージメントとして、サステナリティクス社の「グローバル・スタンダード・エンゲージメント」、およびグラス・ルイス社が提供するカスタム代行エンゲージメントサービスを利用しています。

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。

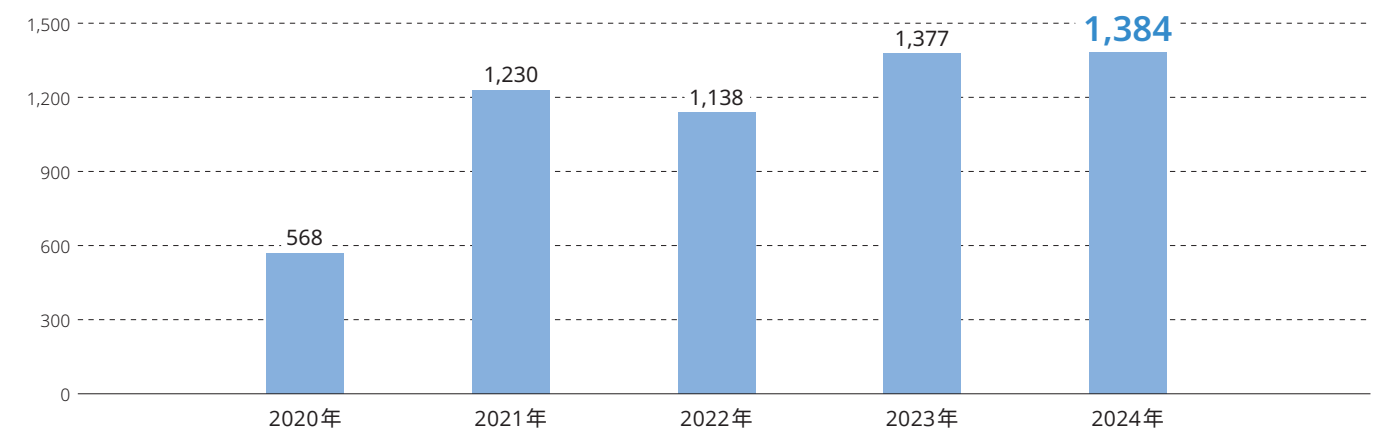
【エンゲージメント内容】上記の問題について対話を重ねたうえで、Uber Technologiesは改善計画を実行し、その後、ビジネス倫理関連の問題に関して、ガバナンス、運用AML、リスク管理、コンプライアンス文化に変更を加えました。そして2024年に改善プログラムの最終報告書を開示し、説明責任が果たされていることを確認しました。

三位一体のエンゲージメント活動状況

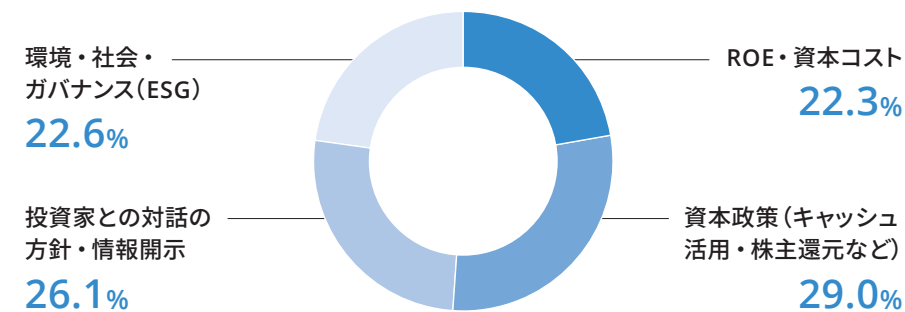
直接対話によるエンゲージメント活動

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	- 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	- 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、廃棄物の発生抑止等により、循環型経済への移行を促進する企業活動が行われている。
社会	社会的責任	- 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。 - 人権デューディリジェンスや監査を継続的に実施し、デューディリジェンス結果、および課題と改善策を策定している。
	人的資本	- 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	- 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。またマルス条項・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	- 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	- 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	- 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いて、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。

（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。

議決権行使

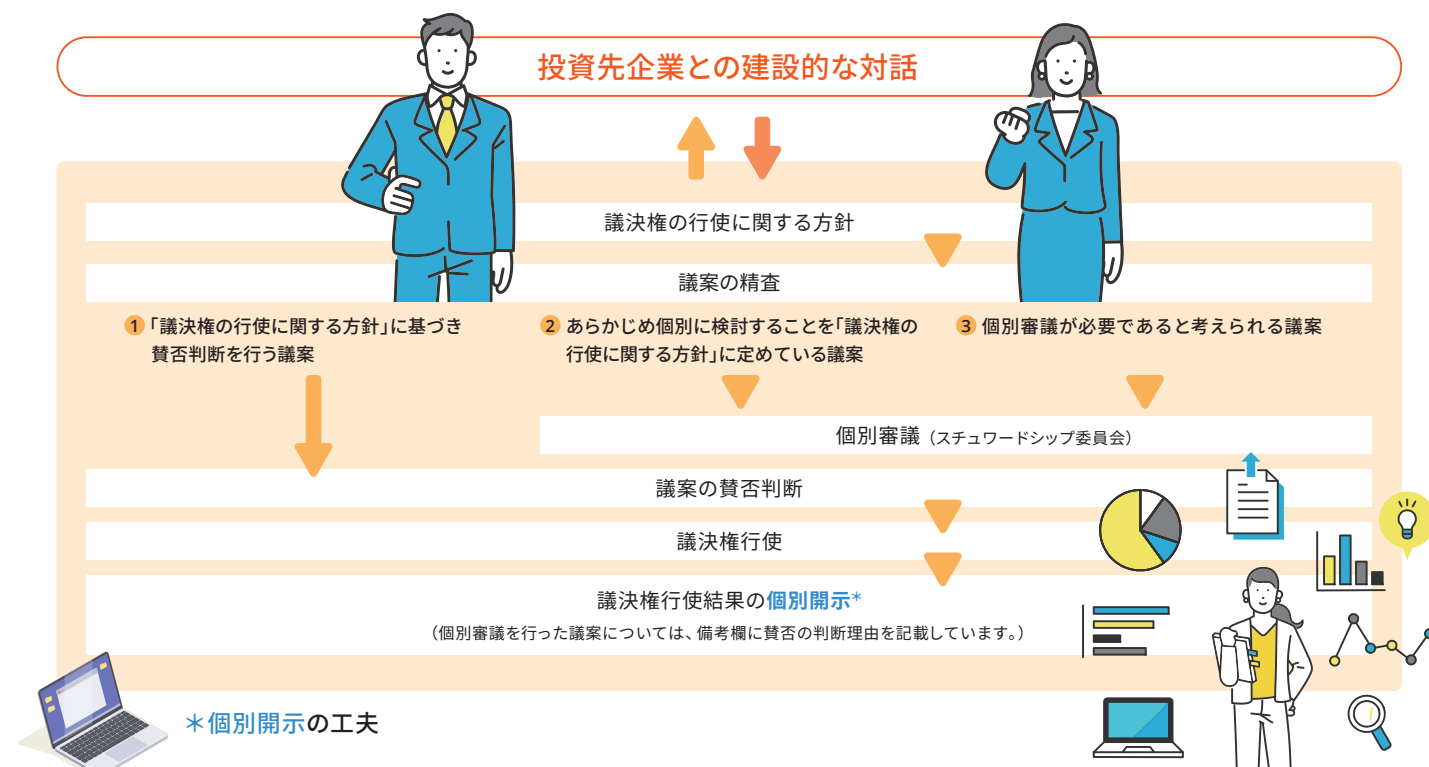
議決権行使

議決権行使方針の特徴

- 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。
- 業績判断基準として、投資先企業の実態により近いTOPIX17業種分類における相対的な位置を踏まえて、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、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。



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ご提供しています
(<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

議決権行使方針の主な変更点

議決権の行使に関する方針（国内株式）において下記の改定をしました。

IRの実施に関する基準

決算説明会を含むIR活動の未実行については業績基準と併用する形で考慮していましたが、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新設しました。

役員のジェンダーの多様性

役員のジェンダーの多様性を求める範囲について、従来は取締役会の出席者として取締役だけでなく監査役も含めて判断していましたが、経営判断への反映という意味では取

締役会での議決権を有する取締役のみに範囲を限定すべきと考え、プライム市場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ることとしました。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示していない企業

株価が解散価値を下回っているにもかかわらず、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示要請に答えていないのは上場企業の

経営者として大きな問題があると考え、その場合に代表の再任に反対する基準を新設しました。

※ 本基準は、2025年6月総会から適用します。

社外役員の取締役会等の出席率

社外役員の取締役会あるいは監査役会等への出席率について問題視する水準を従来は75%未満としていましたが、本

来は100%出席することが望ましいことから現状の水準は低すぎると考え、85%未満に引き上げることとしました。

業績基準

PBRによる救済要件の廃止については、①株価は経営努力以外の要因で変動することもあり、取締役の賛否判断基準として用いるには適切でない場合があること、②現在の基準は「PBRが1倍を超えていればROEが低くてもよい」という誤ったメッセージに受け取られる可能性があることを考慮し、ROEのみでの判断が妥当と考えました。

また、直近で低ROEの基準値が8%を超える業種がありますが、一般的に株主資本コストを上回ると考えられる8%を超えるケースでは、業績基準により反対することは望ましくないと考え、低ROEの基準値に上限を設けました。

同一業種内下位33%水準の計算は今まで全上場企業を対象に行っていましたが、グロース市場が含まれると異常値となる業種があるため、計算対象をプライム市場およびスタンダード市場に限ることで基準値の正常化を図りました。

IR活動が極めて不十分な企業については、業績基準の一考慮要素にとどまっていたましたが、当社のIR・情報開示重視の姿勢を踏まえて、「決算説明会を実施していない企業」の基準として独立させました。



業績基準の変遷

導入年月	導入・改定内容	導入・改定の趣旨
2008年6月	●指標としてROEを採用	初期は、3年連続ROE3%未満（ただし改善方向にあれば問題としない）を精査対象とした。その後、水準について毎年委員会で協議のうえ、3%を維持した。
2014年5月	●ROEの判断基準として、以下を導入 ① 過去3期のROEが、すべて同一業種内下位33%に該当する水準を下回る ② ROEが過去2期低下傾向にあり、かつ直近決算期のROEが同一業種内下位33%に該当する水準を下回る（ただし、アナリストの意見を参考に、委員会で個別検討のうえ、適用除外とする取り扱いを可とする）	コーポレートガバナンス・コード対応にあたり、企業の属性や業績改善、経済環境等を考慮したよりきめ細かい基準をつくるべきとの考え方から検討を行った結果、TOPIX17業種内の相対水準方式を採用した。
2016年5月	●ROE基準にPBR基準を追加	判定基準に当該企業のROEの現状や将来像に対する市場の評価が反映されていると考えられる株価情報を加えるべきとの観点から、同一業種内PBR下位33%基準を導入することとなった。
2016年7月	●3期赤字に関する基準についてもPBRを考慮	2016年5月に低ROE基準にPBRを考慮させるよう基準を変更したことで整合性を持たせた。
2018年3月	●2015年8月にルール化したIR未実行の規定を統合し、低ROEかつIR未実行基準に変更	経営成績または株主資本の有効活用に懸念があり、IR活動が極めて不十分である企業は、PBRが業種内で低位でなくとも問題があると考ええる。
2019年3月	●条件にROEが直近2期上昇傾向にある企業の適用除外可能性を追加	業種や個社で状況が異なるため、判定フローにアナリストの定性分析を加えるよう変更した。
2020年5月	●新型コロナウイルスの影響を考慮した議決権の行使開始	株主資本の有効活用の指標としてROEやPBRを参照するが、投資先企業に持続可能性を損なうような過小資本を求めるものではない。中長期的な企業価値向上の観点から、状況を勘案して対応すべきと考え、ROEが直近2期低下傾向の企業で問題がある場合に反対する基準についての適用を一時除外とする。
2021年9月	●条件の一つを3期連続赤字の企業で、直近決算期末のPBRが1倍を下回っている企業へ変更	ROEが低い状態が続いていることと赤字が続いていることは問題の次元が一段異なるため、赤字の場合のPBR基準は低ROEの場合よりも一段厳しくすべきであり、最低でも解散価値であるPBR1倍以上を求めるよう変更した。
2023年4月	●「赤字か否かの判断には、親会社株主に帰属する当期純利益を用いる」旨を追記	経営成績に問題がある企業の条件の一つに「3期連続赤字かつPBR1倍未満」があるが、赤字を判断するにあたりどの段階の利益を用いているのかが示されていないため、判断基準開示の明確化の観点から追記した。
2023年5月	●新型コロナウイルスの影響を考慮した議決権の行使終了	通常の業績基準の適用を開始した。
2023年10月	●3期連続赤字企業のPBR基準を廃止し、直近決算期末のPBRが1倍を下回っている企業へ変更 ●また、ROEが直近2期低下傾向についての基準を廃止	業績（低ROE）基準の中にPBRの条件を入れているが、同一業種内下位33%という基準では市場が評価している水準とはいえない。市場から評価されている最低水準として解散価値があげられること、また東証の要請なども踏まえPBRの基準値を1倍に変更。なお3期連続赤字の企業については市場の評価の有無以前に明確な経営責任があると考え、PBRの条件を削除。併せて、ROEが直近2期低下傾向の企業で問題がある場合に反対する基準については、急速な業績悪化に対して早期に問題企業をピックアップするものだが、本来3期間のROEで見ることが大原則であること、定性判断を伴うもので業種間の公平性に懸念があることを踏まえて削除した。
2025年2月	●低ROE基準について、PBRによる救済要件を廃止 ●直近3期のROEの同一業種内下位33%水準について、「水準が8%を上回る場合には8%とする」旨を追記 ●また、TOPIX17業種分類の同一業種内下位33%水準はプライム市場およびスタンダード市場を対象に計算する ●業績基準に併用して用いている「IR活動が極めて不十分な企業」について、「決算説明会を実施していない企業」の基準として独立させる	前ページ「議決権行使方針の主な変更点」の業績基準を参照。 

責任投資部長からのメッセージ

“ エンゲージメントや議決権行使は、企業価値向上を促すプロセスの一環です ”

佐口 文章
責任投資部長
スチュワードシップ・アナリスト

当社は運用資産として保有する株式等の議決権について、当社議決権行使方針に基づき行使しています。行使に際しては、必要に応じて投資先企業とのエンゲージメントを行っており、その過程で得られた情報や理解をもとに、企業価値向上につながると考えられる場合には、行使方針とは異なる賛否判断も行います。また、基準通りの行使であったとしても、当社のコーポレート・ガバナンスに関する考え方を反映した結果であり、機械的な行使であるのご指摘は必ずしも当てはまらないと考えています。

適切な企業価値の評価、またそれに基づく議決権行使判断を行うには、投資先企業の取り組みや考え方を把握する

ことが不可欠であり、その際には企業による開示情報が非常に重要です。有価証券報告書等の法定開示書類だけではなく、財務情報と非財務情報を一体化することが可能な統合報告書の活用といった情報開示の充実は、投資家にとって重要な意思決定の材料となります。

当社は、投資先企業と相互理解を深め、共に企業価値の向上を目指していきたいと考えています。エンゲージメントや議決権行使は、そのプロセスの一環であり、企業の長期的な成長と持続可能性を支えるための手段と捉えています。

企業の皆様には、引き続き積極的な情報開示と対話をお願いいたします。

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、2024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 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
- ② 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に努めています。2024年双方と面談した事例は8件ありました。

エンゲージメント事例



株主提案の概要

- S社はT社を持分法適用会社としているが、両社間の事業シナジーはごく限定的
- S社の表面的なROEは低くはないが、これはT社を持分法適用会社としていることが要因
- 実質的なROEは低水準であり、S社はシナジー効果の乏しいT社株式を売却し、成長投資の拡大または資本の効率化を進めるべき
- そのため「T社株の保有比率を2年以内に15%未満に削減する」との定款変更議案を上程

事例：S社

S社との面談テーマ

- T社株の保有方針、期待されるシナジー効果について
- 今後の企業価値向上策について

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
- S社の資本政策における課題について

スチュワードシップ委員会での論点

論点 1 S社とT社間のシナジーについて。S社の企業価値向上策を支持するか。

- 両社間に歴史的な関係性はあるものの、S社の鉄道路線とT社の施設との間に地理的な接続はなく、バス事業を含むその他事業とのシナジー効果も明示されていない。そのため、持分法適用となっているT社株の保有自体がS社の実質的な資産効率の低下要因となっている。
- S社側はT社株の売却を成長投資の資金調達手段の一つにあげているが、売却予定時期や金額の具体的な説明はなく、株主還元方針も明示されていない。
- T社を持分法適用会社としていることによる大きな利益寄与がS社の経営判断に甘さを生じさせる一因となっている印象があり、現状のままだと経営としての本業の収益性向上への姿勢にも懸念がある。

論点 2 T社株の売却は、S社の中長期的な企業価値向上につながるのか。定款に記載することで、事業展開の妨げとならないか。

- S社は数年以内に事業投資のための資金調達が必要になると推測されるが、現状では具体的な資金計画の開示はない。T社株の売却で資金需要をまかない、事業投資を進めることは中長期的な企業価値向上につながると考えられる。
- 株主提案者は実現可能な水準のT社株の売却を求めている。また売却資金の用途などに関する制約はなく、今後の経営の自由意思を尊重している。そのため、定款記載が事業の妨げになるとは考えにくい。

行使判断のポイントおよび結果

事業投資の強化や資本効率化の観点からT社株の売却を進めることが、中長期的な企業価値向上に資すると判断し、株主提案に賛成。

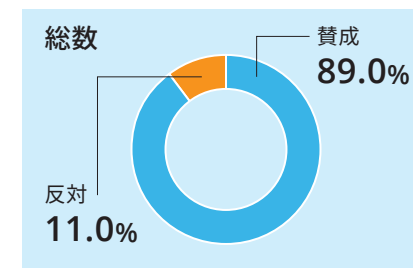
議決権行使の結果

2024年は2,370社の日本企業、3,431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。

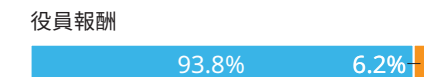
■ 賛成 ■ 反対 ■ 保留*1

国内

会社提案に関する議案



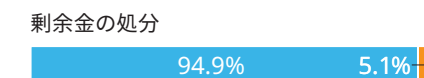
● 役員報酬に関する議案



● 退職役員の退職慰労金の支給



● 資本政策に関する議案（定款に関する議案を除く）



● 組織再編関連*2



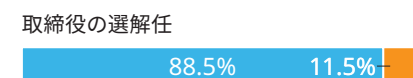
● 買収防衛策の導入・更新・廃止



● その他資本政策に関する議案*3



● 会社機関に関する議案



● 取締役の選解任



● 監査役の選解任



● 会計監査人の選解任



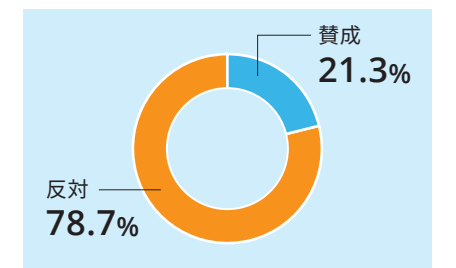
● 定款に関する議案



● その他の合計

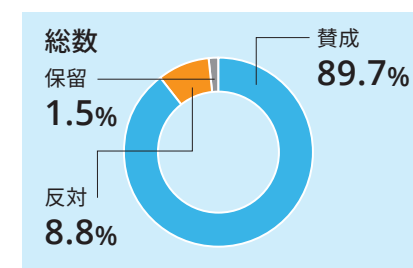


株主提案に関する議案



海外

会社提案に関する議案



● 資本に関する議案（株式発行等）



● 定款変更議案



● 報酬関連議案



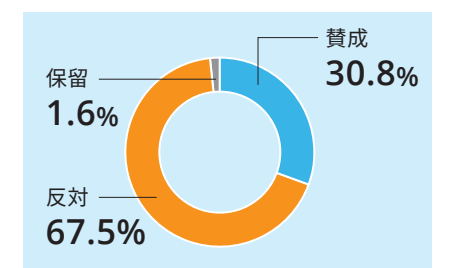
● 合併および買収に関する議案



● その他議案



株主提案に関する議案



*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

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。なお当社の運用戦略・プロダクトであるアクティブ、パッシブ、外部委託において、ESG投資方針への取り組みの差異はないと考えます。

ESG投資方針

- ① 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。
- ② 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。
- ③ 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=マテリアリティ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。

当社が重視するマテリアリティはこちら（ 参照 P.32）

ESGインテグレーション

PRI（国連責任投資原則）が2006年に提唱して以来、ESGは運用と不可分のものとなっています。気候変動問題、サプライチェーン上の人権問題など、当社の投資先である企業などもそれらの課題に向き合い、自らのサステナビリティを高める必要性に迫られています。一方、それらの課題を解決するために、新しい技術やビジネス機会が生まれることも見逃すことができません。

当社では、企業などのESG課題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、投資判断に活用しています。マテリアリティを中心とした企業等とのエンゲージメントに基づく定性評価と、クオンツ・アナリストによる定量評価が共有されることで、財務情報と非財務情報を統合させた企業評価が可能となります。また、当社の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、銘柄選択やポートフォリオのリスク評価に利用しています。

企業価値評価とESG情報

株式投資家が投資先に期待するリターンは「株主資本コスト」であり、企業が生み出す価値は、この期待リターンをどの程度上回ることができるかで測ることが可能です。

当社では、対話で得られた企業等のESGに対する考え方、取り組み状況についての定性評価を、独自の長期企業価値モデルに取り入れて企業価値評価を行っています。

具体的には、企業調査アナリストが財務情報に加えてESGを含む非財務情報を株主資本コストに反映させており、

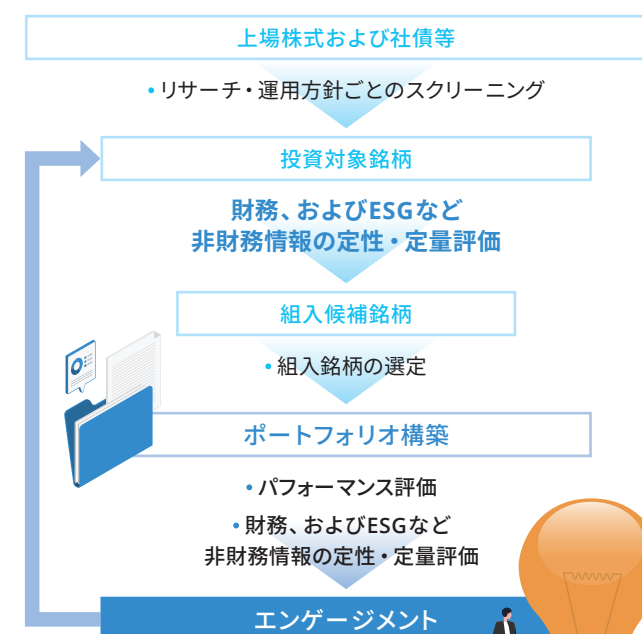
「ROE－株主資本コスト」で示される「エクイティスプレッド」を用いて企業価値を算出しています（右ページ上図参照）。例えば、コーポレート・ガバナンスの優れた企業は、投資家にとってリスクの低減につながることから、株主資本コストは低下し、企業価値は上昇します。また、ESG評価を「リスクと機会」に分解することで、ESG課題への取り組みが当該企業の価値にどのような影響を与えているかを、詳細に把握できる仕組みとしています。



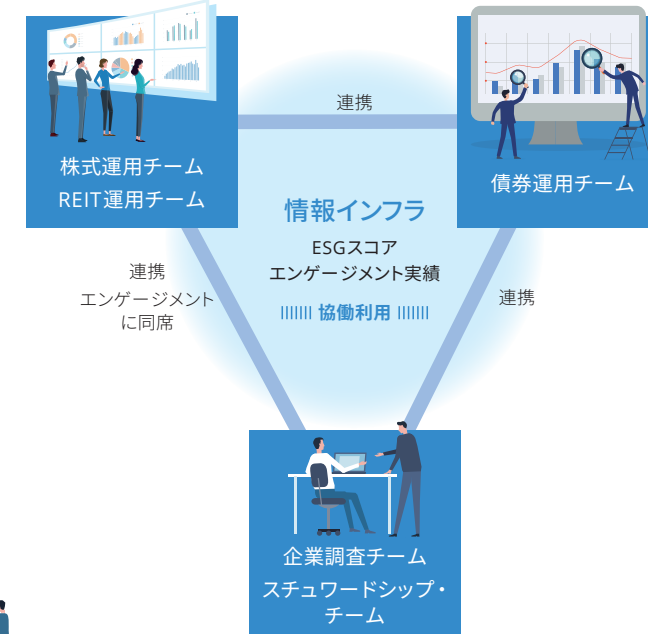
ESG情報等の運用プロセスへの統合と情報インフラを介した協働利用

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



インハウスESGスコア

インハウスESGスコアとは

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。

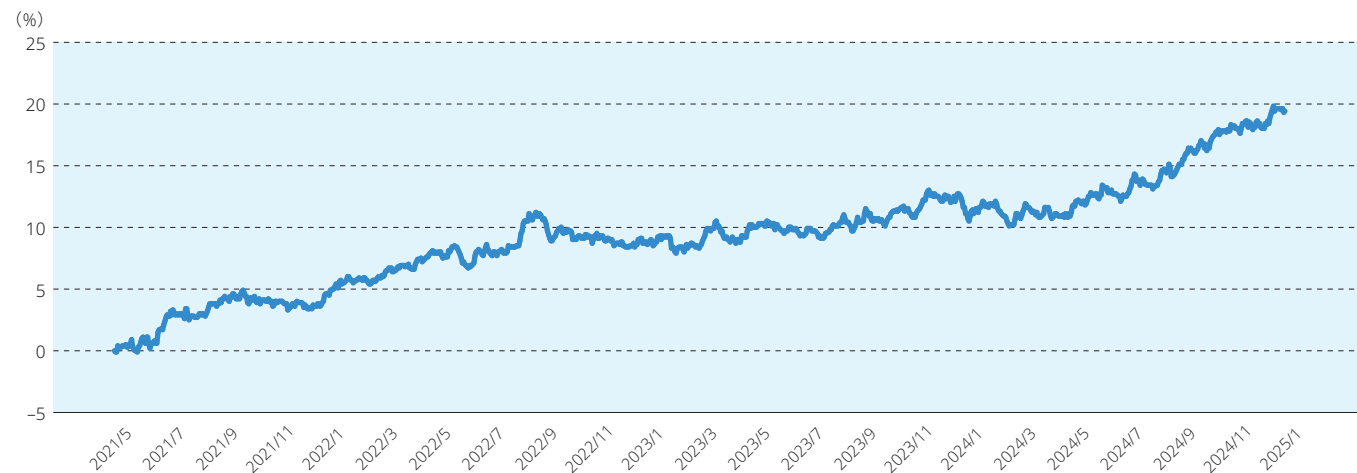


ESGスコアとパフォーマンス

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分位をおおむね安定的にアウトパフォームしており、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分かります。

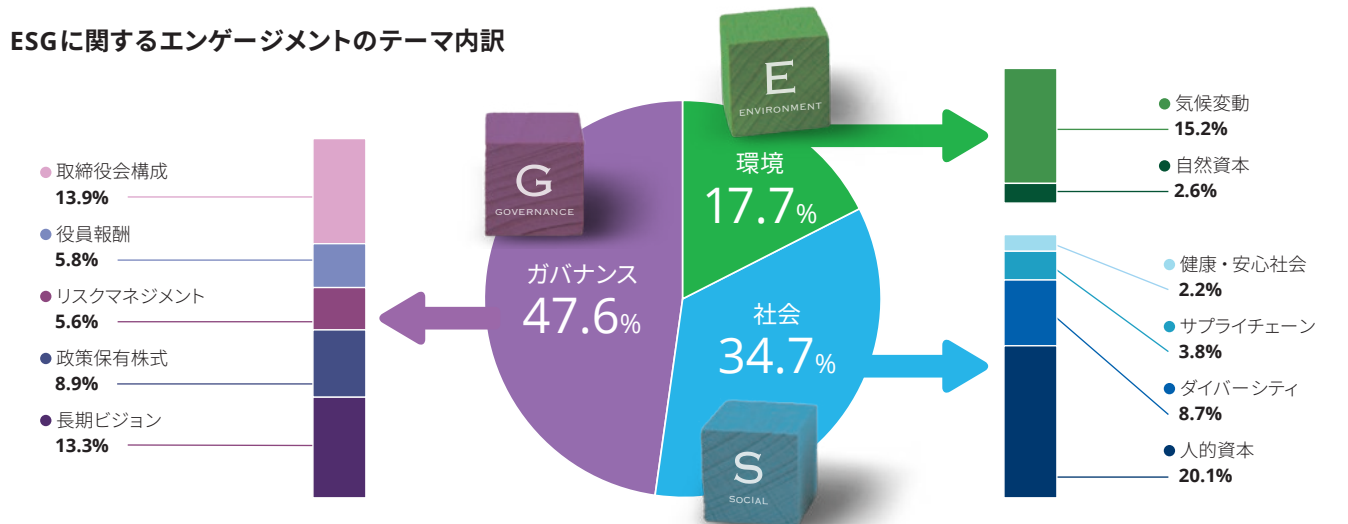
ESGスコアの累積リターン(1分位ー5分位)



※ 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エンゲージメント

ESGに関するエンゲージメントのテーマ内訳



対象期間：2024年1月～12月

E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の各大分類ともそれぞれ前年からテーマ割合は大きく変わっていません。G（46.5%→47.6%）が増加した一方、S（35.0%→34.7%）とE（18.5%→17.7%）が減少しています。さらに詳細な分類で見れば、Gの増加には議決権行使に関連して注目された政策保有株式（8.0%→8.9%）や、役員報酬（4.5%→5.8%）などが寄与しています。一方、減少したものには、Eの気候変動（16.7%→15.2%）や、Sのダイバーシティ（9.3%→8.7%）などがあります。気候変動などは大企業を中心に取り組みがほぼ定着したことなどが背景にあると考えられます。対話するテーマは、当社や相手先企業が中長期的な課題と認識するものにより決まりますが、一方で規制、世界的イベントなどによっても短中期的に影響を受けることがあります。

ドラッカー研究所スコア

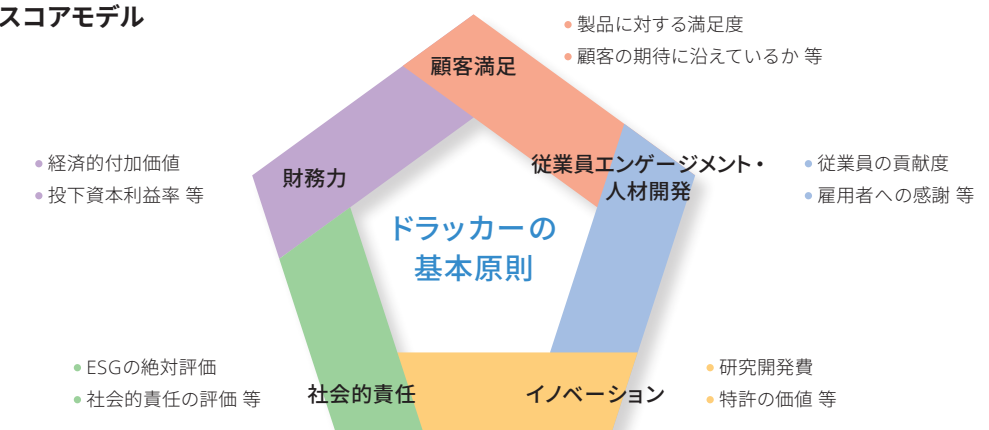
ドラッカー研究所スコアが捉える無形資産価値

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」などと称され、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を立ち上げています。

ドラッカー研究所スコアモデル



各アセットの取り組み

国内株式



渡辺 大輔
日本株式運用部
シニア・ファンドマネージャー

多面的な分析により投資先企業の企業価値向上に貢献

当社のエンゲージメントは、持続的な成長と企業価値向上に向けた取り組みを企業に促す点と、現在過小評価されている企業価値の顕在化を促す点に特徴があります。企業の課題を多面的に調査し、適切な内容・手法によるエンゲージメントを実行、企業と対等な立場で課題を解決するための変革を促すことで、リターンの獲得につなげています。ファンドマネージャー、アナリスト、そしてスチュワードシップ・チームが協業し、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まいります。

当社独自の取り組みとしては、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「リンゲージメント®」があり、①情報交流会の開催、②ベストプラクティス企業の紹介、③専門家とのリレーションシップ機会の提供、などを行っています。情報交流会の開催については、これまでジェンダーダイバーシティ、人財戦略、PBR向上への取り組み、について議論してきました。2024年11月には第4回を開催し、「PBR1倍その先へ～人的資本が高める企業価値～」と題し、多くの投資先企業と有識者に集まっていただき、人的資本についての議論を行いました(参照 P.61)。

債券



遠藤 範夫
債券運用部
シニア・クレジット・アナリスト
サステナビリティ・リーダー

債券運用におけるESGインテグレーション

債券投資においては、株式投資等とは異なり、リターンのアップサイドが限定的である特性があるため、投資パフォーマンスの向上の鍵を握るのは、ダウンサイドリスクをいかに抑制させるかだと考えています。この意味からは、債券運用においてもESG要素を含む非財務情報を、各発行体の投資判断に活用することが肝要であると考えます。

ESG課題に対する各企業の現在の取り組み方が、将来の財務情報に影響を与えると見ており、非財務情報は将来の財務情報の基盤であると認識しています。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。

このような背景から、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。

具体的には、各発行体のESG課題への対応状況の確認と分析を実施のうえ、これらが将来の業績やバランスシートに与える影響を評価しつつ、格付けや債券価格への影響を予想し、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。

パッシブ(株式)



大野 恵莉子
ベータ・ソリューション運用部
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

インデックスファンドによるESG投資促進

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投資機会を提案していきたいと考えております。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により、長期的なリスク・リターンの改善が見込まれることです。ESG指数のパフォーマンスについては、依然として検証の余地がありますが、長期で見ると、親指数を上回るパフォーマンスが計測される傾向が見られるという研究結果もあります。

当社では、現在ESGインデックスファンドとして、低コストの公募ファンドやETFを含む5本のファンドを提供しております。また、国内外の機関投資家様向けに、ニーズに合ったESG関連ファンドを提供できるよう取り組みを進めております。また、指数構成銘柄の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、より分かりやすい情報開示を目指してまいります。

外部委託



大河内 正子
アドバイザリー運用部
ファンドマネージャー
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

初回デューデリジェンスにおいては、ESGに関する社内体制やポリシー、各種イニシアティブの連携などを確認しています。特にESG投資の場合、ESG関連情報について具体的な開示が可能かを重点的に確認しています。

ファンドの設定後は、継続デューデリジェンスなど定期的なレビューにおいて委託先とミーティングを実施し、運用に関わるESG課題などについて意見交換を行っています。デューデリジェンスの質問項目については、PRIなどのグローバルスタンダードを参考に定期的にアップデートを行うことで、積極的なモニタリングを行います。

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。年に数回は現地の委託先に出向き、ESG担当者と直接コミュニケーションを取ることで、生きた情報の獲得に努めています。

加えて2024年は、委託先を通じて投資先の海外企業とミーティングを行いました。サステナビリティに積極的に取り組む企業がどのようにESG課題と向き合っているのか、事業環境の見通しなども踏まえて情報交換を行いました。

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しています。

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監督官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(当社ESGファンド)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

インパクトファンド

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。

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。

* 社会的リターンには環境的リターンも含まれています。

当社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(予想分配金提示型)(愛称：カーボンZERO(予想分配金提示型))
	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(予想分配金提示型)(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(予想分配金提示型)(愛称：ブライトライフ(予想分配金提示型))
	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

ESGデータ・インデックスプロバイダーとの対話

当社では独自のESG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。これら外部のESGスコアに関してESGインデックスプロバイダー、も

しくはESG評価・データ提供機関に対して、順次ヒアリングや意見交換を行っています。また、JPX総研の設置する指数アドバイザー・パネルでは、委員としてESG指数やTOPIX指数などについて意見表明を行っています。

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た公募ESGファンドを提供すべく、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、審議のうえ、ESGファンドとして認定します。なお、運用開始後はプロダクト・ガバナンス会議により検証が行われます(参照 P.9)。

ESGファンド設定フロー



スチュワードシップ活動体制

スチュワードシップ監督委員会委員長メッセージ

“サステナビリティの視点を重視した スチュワードシップ活動に期待します”

筒井 澄和
社外取締役

当社では、スチュワードシップ委員会を意思決定機関として、スチュワードシップ活動全般を運営しています。そしてスチュワードシップ委員会を監督する機関として、委員の過半数を社外取締役で構成するスチュワードシップ監督委員会を設置し、社外取締役のわたしがその委員長を務めています。

当社のスチュワードシップ活動は、投資先企業との建設的対話（エンゲージメント）と議決権行使という2つの活動がその中核を占めています。これらによる企業価値の向上が投資リターンの向上につながるからです。そこではサステナビリティの視点を重視しています。企業の本源的価値の中核はその企業の将来の収益の総和ですが、サステナビリティは収益の時間軸を規定するものだからです。

さて、当社のスチュワードシップ活動には、当社ならではの特色がいくつかあります。

第一に、アナリスト、ファンドマネージャー、スチュワードシップ・チームの三主体が一体となって取り組む活動体制です。これによってエンゲージメ

ントから議決権行使まで一貫した活動が実現できています。

第二に、当社で「リンゲージメント®」と呼んでいるエンゲージメント活動です。当社がハブとなって投資先企業同士がコーポレート・ガバナンスに関する情報交換を行う機会を提供するという活動で、これによって「知」の新結合による企業価値向上に貢献できています。

第三に、企業の価値を評価する際に、無形資産に着目していることです。その計測手法はドラッカー研究所と共同で開発しています。さらに、ESGについては、当社独自の計測手法を開発しています。

当社のこのようなイノベーション力をわたしは高く評価しております。これからも一段のブラッシュアップやさらなる新手法の開発を進めていってほしいと思っています。そして、それによって、当社のスチュワードシップ活動力が一層高度なものへと成長し続けることを期待しております。

当社のスチュワードシップ活動方針

スチュワードシップ活動に関する基本方針

当社は、資産運用会社として、各金融商品の約款等に定める基本方針等に沿って、それぞれの運用目的に沿った運用目標を最大限達成するように努め、受託者責任（忠実義務、善管注意義務）を遂行することを第一義と考えています。

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。

当社は、スチュワードシップ活動を通じ、企業等の中長期的価値や持続可能性の向上に寄与し、社会の持続可能性の維持に貢献することで、運用業務における受託者責任を果た

すとともに、企業としての社会的責任をも果たしたいと考えています。

以上の考え方に基づき下記の各方針を、当社ホームページに開示しています。

- 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
- スチュワードシップ活動に関する基本方針

+ WEB 詳細は、下記をご参照ください。

スチュワードシップ活動
<https://www.daiwa-am.co.jp/company/managed/result.html>

スチュワードシップ活動体制

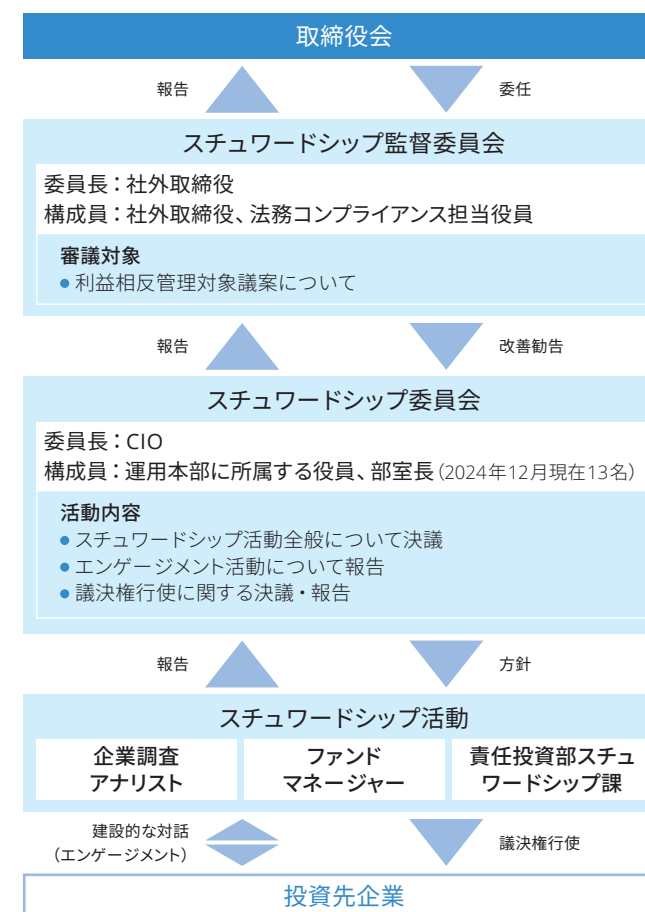
実務方針などの意思決定はスチュワードシップ委員会が行い、スチュワードシップ監督委員会ではスチュワードシップ活動における利益相反状況の監督を行っています。

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、運用本部に所属している場合でも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状況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の求めに応じて、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。

議決権行使助言会社の適切な利用について

当社では、議決権の行使に関する方針に従い、利益相反管理対象企業（以下、利益相反企業）の株主総会議案のうちあらかじめ定めた条件に該当するものにつき、外部の議決権行使助言会社（以下、助言会社）の助言を利用しています。なお、ここでいう助言とは投資顧問契約などの投資アドバイスではなく彼らの意見表明に過ぎないことをお断りしておきます。

助言会社とは毎年、定期的に会合を開いており、日本および海外主要国のコーポレート・ガバナンスを巡る状況や、議決権行使のトレンドと行使結果の背景分析などについて情報共有と意見交換をしています。

また、助言会社が議決権行使助言方針の改定を予定する際には、事前に変更点と考え方について説明を受けるとともに議論を行い、当社の考えを意見表明しています。

実際に利益相反企業の該当する議案が提出される場合には、助言について賛否判断根拠を精査すると同時に当社のアナリストなどからも意見を聴取し、助言が適切であることを確認します。

活動報告

サステナビリティ向上への取り組み

サステナビリティ人材の育成

社内

2024年1月より、ESG人材育成に向けた取り組みの一環として、当社のスチュワードシップ活動やESG、サステナビリティにかかる取り組み等に関して、一定水準の知見を有する社員であることを証明する、以下の社内認定タイトルを新設しました。タイトルの取得を推進することで、当社全体のサステナビリティにかかる説明力の向上を図っています。

サステナビリティ・アソシエイト

ESG、SDGsについて基礎から学ぶことができる、外部指定講座を受講し、ESG、SDGsの基礎を理解したうえで、責任投資部が作成した認定試験（月に一度程度開催）を受け、一定点数以上の合格をもって認定を行っています。

主任職以上の職員を対象とし、希望者は随時、外部指定講座を受講することができます。

2024年は39名が認定を受けました。

サステナビリティ・リーダー

サステナビリティ・アソシエイト認定者を対象に、社内公募のうえ、責任投資部にて、当社のスチュワードシップ活動やESG、サステナビリティ全般に関する講義を含めたカリキュラムを約3カ月間履修します。カリキュラムの一部として、エンゲージメントへの陪席や、議決権行使の実習を通じて自社のスチュワードシップ活動をより深く理解するとともに、外部のESGアナリストとのミーティング等にも参加することにより、専門的かつタイムリーな知見を習得できる内容となっています。

2024年は、社内11部署から計15名の応募があり、研修後は各々が各部署へ知見を持ち帰り、担当業務を通して、社内のサステナビリティの向上に努めています。

● 両タイトル認定者の声

この分野における当社の専門性にかに持続性を持たせるか、企業としていかにナレッジを蓄積させていくかは、わたし自身も含めて当社社員にかかっています。今回の研修を経て得た知識は自部署の業務、今後のキャリアに活かすことに加え、周りのメンバーにも伝えていきたいと思いました。



投資信託の運用成績は、組み入れている投資先企業の価値に直結するため、当社は投資先企業に対して企業価値を高めるよう、サステナビリティを意識した経営を求めています。相手に求める以上、当社もサステナビリティを意識した経営を行わなければと改めて考えさせられました。

● 今後の方針

2025年も引き続きタイトル取得の推進を行い、サステナビリティ人材の育成に取り組んでいきます。

また、受講者からの声を反映し、カリキュラムの見直し

等定期的にブラッシュアップを行い、研修の質の向上に努めます。さらに、日々サステナビリティに関する情報がアップデートされていく状況において、認定者向けの各種アップデート講義等も行っていく予定です。

部内

リスキリング

2022年より、サステナビリティに関する知見の獲得、エンゲージメント力の向上等を目的に、課題となるテーマを選定し、テーマに沿った書籍を参考に、責任投資部内で勉強会を実施しています。

常に規制の見直し等グローバルに情報が更新されていく中で、知見の共有・個のレベルアップを図り、また、取得した

知識・知見は、社内トレーニーや、若手社員向け勉強会、マーケットレターの発行等を通して、社内全体への浸透を図っています。

引き続きリスキリングを実施することにより、自社のサステナビリティおよび投資先企業のサステナビリティの向上に貢献していきます。

2024年の主な取り組み

1月	● 第1回サステナビリティ・リーダー研修の実施 ( 参照 P.90) ● 生物多様性保護に取り組むイニシアティブ「Spring」へ賛同
2月	● 投資先企業の工場視察 (無形資産価値に着目したエンゲージメント) ● 第3回日経統合報告書アワード最終審査
3月	● 第3回「Asset Management Women’s Forum」を開催 ● 「日本版ドラッカー研究所スコア」を開発 ―日本初、企業の「ミエナイチカラ」見える化へ― ● サステナビリティレポート2023発行 ● 全国3カ所で5,010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〜
4月	● サステナビリティレポート2023英語版発行
5月	● 「議決権の行使に関する方針」を改定
6月	● 株主総会集中期
7月	● 慶應義塾大学での講義の実施〜企業価値評価・投資・エンゲージメント〜 ● 当社ホームページの「スチュワードシップ活動ページ」リニューアル ● 第2回サステナビリティ・リーダー研修の実施
8月	● 企業と企業の議論の場を提供する「リンゲージメント®」を商標登録 ( 参照 P.60)
9月	● 第4回「Asset Management Women’s Forum」を開催 ● COP29 開催に向けた Investor Agenda による政策提言への賛同署名
10月	● 投資先企業の海外調達先視察 (マレーシア、タイ) ( 参照 P.43、44)
11月	● 証券アナリストジャーナル(11月号)へ寄稿『「ミエナイチカラ」に着目した企業価値評価』 ● 「議決権の行使に関する方針」「企業との建設的な対話の方針」 「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)」を改定 ● 第4回「情報交流会『PBR1倍その先へ〜人的資本が高める企業価値〜』」開催 ( 参照 P.61、62)
12月	● 第4回日経統合報告書アワード一次審査 ● PRI人権ウェビナーへの登壇「投資家による本気の人権対応〜ビジネスと人権の実践〜」 ● 当社ホームページの英語版「スチュワードシップ活動ページ」リニューアル

ESGマーケットレターの発行

ESGをトピックとしたマーケットレターを作成し、社内外に情報発信を行っています。

 WEB マーケットレターは、以下をご参照ください。
 <https://www.daiwa-am.co.jp/company/stewardship/index.html>

2024年に発行したマーケットレター

- 株式持ち合いの解消と企業価値
- 人権と企業価値 (ESGのS)
- 水素社会の実現と投資機会
- 時代はネイチャー ポジティブへ
- 「物言う株主」を再考する
- 女性活躍と企業価値向上の関係について
- 投資家イニシアティブと反ESG
- 米国大統領選を受けてのESG分野への影響

責任投資原則 (PRI) 評価結果2024

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2024年の年次評価において、2年連続で、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2023

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、今回の評価獲得も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。

2024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	61
	アクティブ・ファンダメンタル	★★★★★	96	72
	アクティブ・クオンツ	★★★★★	96	69
	パッシブ	★★★★★	100	42
上場株式				
	その他	★★★★★	96	45
インハウス運用				
	国債等	★★★★★	98	60
	社債	★★★★★	100	67
債券				
	証券化商品	★★★★☆	89	67

外部委託運用 上場株式 アクティブ ★★★★★ 97 61

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2024
https://www.daiwa-am.co.jp/company/pdf/20241216_02.pdf
 PRIパブリック・トランスパレンシーレポート2024
https://www.daiwa-am.co.jp/company/pdf/20241216_01.pdf

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、当社の議決権行使方針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な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」を定めており、2024年11月に改定しました。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。同時に「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）」も改定しました。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。

2024年11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。また、2024年12月より、国内投資先企業に対する議決権行使結果、理由の英文開示も実施しています。

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。



2024年3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」を公表しました。また、ホームページにおいて投資先企業とのエンゲージメント事例や議決権行使結果を公表しています。

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日本株式運用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。2024年11月には、投資先企業を招き、ESGに関する第4回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。また、サステナビリティに関する知見の獲得、エンゲージメント力等の向上を目的に、週に一度リスクリングを実施しています。