# スチュワードシップレポート 2022/2023

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

商号等／朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第 301号
加入協会／一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

INDEX


| | |
|---|---|
| トップメッセージ | P3 |
| Ⅰ スチュワードシップ責任への取組み | P5 |
| Ⅱ スチュワードシップ責任を果たすための体制 | P7 |
| 責任投資監督委員会メンバーの対談 | P11 |
| Ⅲ エンゲージメント活動 | P15 |
| Ⅳ 議決権行使の状況 | P29 |
| Ⅴ ESGインテグレーション | P35 |
| 【コラム】PRIリーダーズグループに選定された<br>ミローバ社の「グローバル・サステナブル株式運用」 | P39 |
| Ⅵ TCFDに基づく気候関連情報開示 | P43 |
| Ⅶ 実力向上に向けた取組み | P49 |
| Ⅷ 自己評価 | P55 |

# トップメッセージ

代表取締役社長
藤岡　通浩

約３年に及んだ新型コロナウィルスの影響が縮小し、社会全体が徐々に通常の生活に戻りつつある中で、コロナ禍で進んだ働き方改革やデジタル化等、社会構造や価値観の変化が浸透しました。

また、気候変動問題の深刻化や、経済安全保障上のリスク増大等、危機管理リスクが顕在化し、社会・経済の大きな潮流変化が再認識されています。こうした環境を背景として、経済の成長軌道を確実なものとする政策の一環として資産運用立国構想が打ち出されました。

資産運用立国構想の柱は、企業の持続的成長の成果を国民所得の増加に結び付ける「成長と分配の好循環」を実現することであり、資産運用会社への期待はかつてなく高まっています。

私ども資産運用会社は、インベストメント・チェーンの中で、お客様の利益を追求しお客様の未来を支えるとともに、困難な社会課題を解決し持続的成長を果たす有望な企業に投資する重要な役割を担っています。

一方で、世界の平均気温が計測開始以来最高を更新し、豪雨や山火事等の自然災害が身近なところで頻発するなど、気候変動問題が深刻化し人類全体の課題として認識されています。気候変動以外にも、人権、自然資本の保全など、社会の持続的な発展のために、サステナビリティ課題の克服は欠かせないものとなっています。

こうした社会課題の顕在化は、市場経済の中で競争軸の変化をもたらします。変化をチャンスに転換することができれば大きく成長し、リスクへの対処が遅れた場合は淘汰される可能性があるわけです。

このような状況下、資産運用会社では、お客様資産のリターン向上とサステナビリティにかかわる社会課題の解決への貢献を両立することが必要であることは言うまでもありません。

当社では数十年にわたりＥＳＧ投資に取組み、社会の中で存在意義を発揮し、社会課題を解決することで企業価値を拡大していく企業を発掘し、投資することに長期間にわたり注力しています。

私は２０２３年６月に当社の社長に就任し、資産運用会社の社会的責務として、環境変化が加速する中で構造変化を捉え機会とする企業や、イノベーションを実現し社会課題の解決に貢献する企業に投資し、お客様の利益の最大化に努めるとともに社会課題の解決に寄与することを使命と考えています。

当社は経営理念である「クライアント・ファースト」のもと、役職員一丸となって運用力を強化し、インベストメント・チェーンの中で役割発揮してまいります。

代表取締役社長
藤岡　通浩

# Ⅰ スチュワードシップ責任への取組み

スチュワードシップ責任とは、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）や議決権行使を通じて、投資先企業の価値向上や持続的成長を促すことにより、お客様から委託された資産の中長期的なリターンの拡大につなげることを意味しています。

当社は、投資家としてのメッセージを会社の経営者層に伝え、会社経営に反映させるよう努めることがお客様の資産を運用する受託者としての責務であると考え、1999年に議決権行使ガイドラインを制定し、2003年にはコーポレートガバナンス委員会を新設して積極的な議決権の行使を行ってきました。

投資先企業の価値向上や持続的成長は、投資家だけでなく当該企業や顧客、従業員などすべてのステークホルダーにとっての利益になるとの考えから、2013年に国連責任投資原則（以下、「PRI」）への署名を行い、翌2014年には「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≫（以下、「本コード」）の趣旨に賛同して受入れを表明しました。これを受けてコーポレートガバナンス委員会を責任投資委員会に改組するとともに、「スチュワードシップ責任にかかわる基本方針」（以下、「当社取組方針」）を制定しています。

2017年および2020年に改訂された本コードについても各原則に賛同して当社取組方針を改定し、2018年にはコーポレートガバナンスやスチュワードシップ活動への造詣が深い弁護士1名を、責任投資委員会の社外委員として招聘することにより、利益相反管理体制の強化を図りました。

2019年は、議決権行使議案および行使結果データの集計・分析の高度化や議決権行使業務の効率化を目的として、外部情報サービス会社による議案データ等の配信サービスを導入しました。

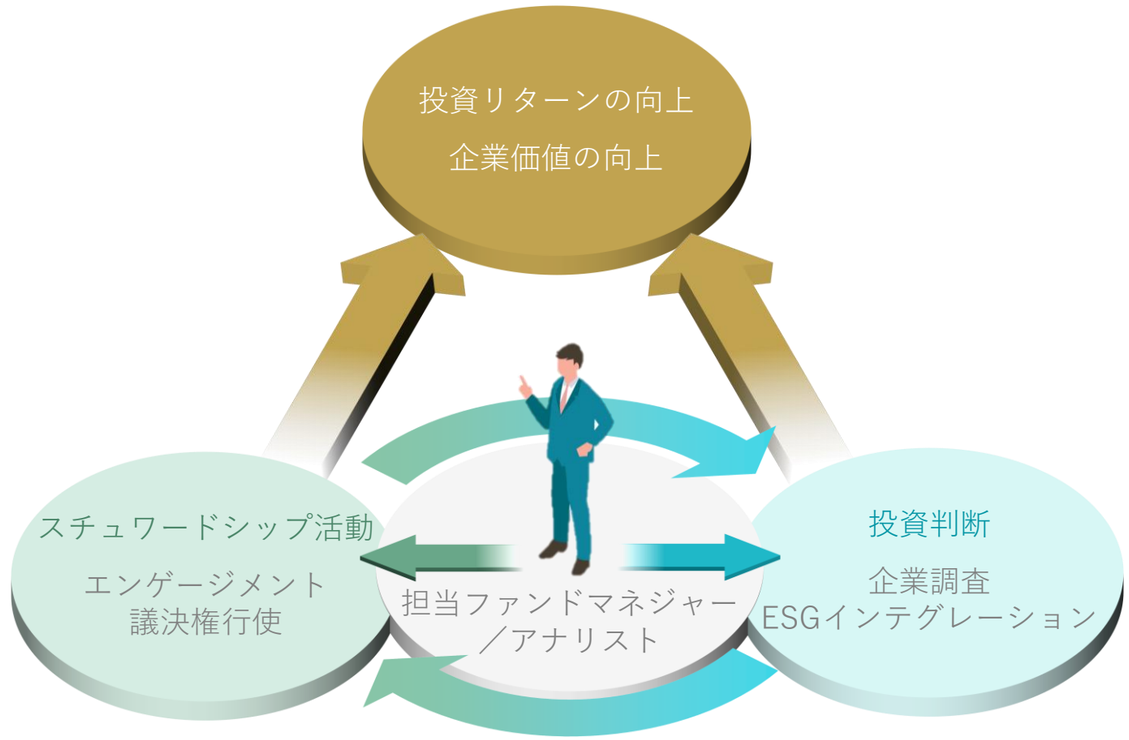
2019年11月に、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）をめぐる環境・社会課題の解決において気候変動リスクの重要性が高まる中、気候関連の情報開示および金融機関の対応などの情報交換・検討を目的として、気候関連財務情報開示タスクフォース（以下、「TCFD」）への賛同を表明するとともに、TCFDコンソーシアムへも入会しました。

2020年に投資プロセスへのESGの活用、ESGにかかわる投資先企業とのエンゲージメントの強化および専門性の向上等の推進を目的にESGにかかわる専門組織を設置し、2021年にはこの組織と資産運用担当部門内のESG運用グループを統合しESG運用部を設置しました。また、利益相反管理体制をさらに強化するため、社外の第三者が構成メンバーの過半を占める責任投資監督委員会を新設しました。

2022年は、ESGを活用した運用手法の高度化やエンゲージメントの強化に向けた取組みを反映し、「スチュワードシップ責任にかかわる基本方針」を改正しました。また、外部情報サービス会社による気候関連データ及び定量分析ツールの導入等を含めた体制整備を図り、気候関連の情報開示を開始しました。

## 当社のスチュワードシップ活動の特徴

当社の株式運用はアクティブ運用が主体であり、投資先企業を最も良く理解する担当ファンドマネジャーおよびアナリストが企業の調査・分析と、エンゲージメント、議決権行使、ESGインテグレーションを一体的に行い、投資先企業のESG課題の解決を通じた中長期的な企業価値の向上や持続的成長に深くコミットすることで、投資リターンの向上につなげています。




### 当社のこれまでの取組み

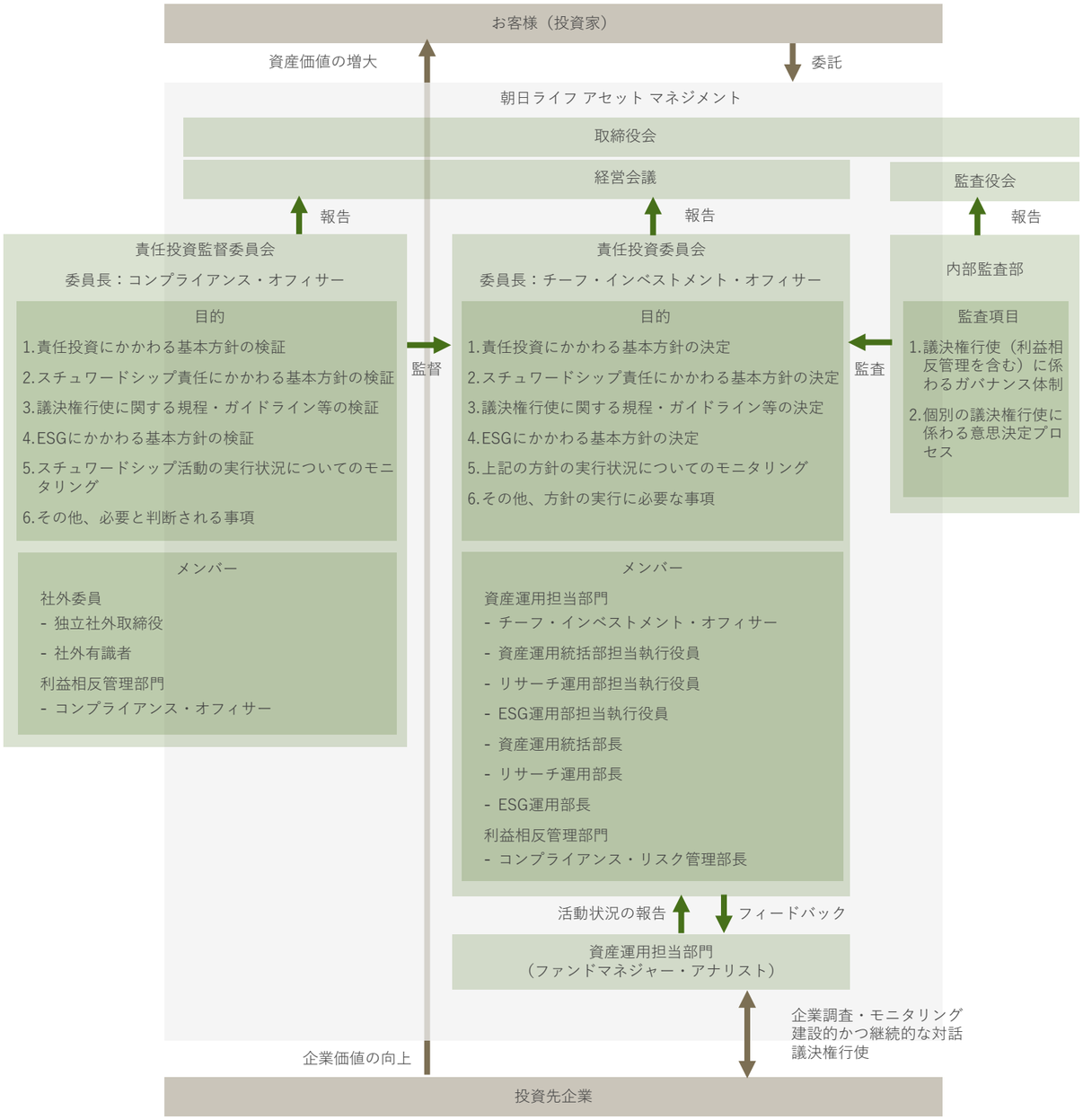
| | |
|---|---|
| 1999年 | 議決権行使ガイドラインの制定 |
| 2000年 | 公募投信「朝日ライフ SRI社会貢献ファンド（愛称：あすのはね）」を設定 |
| 2003年 | コーポレートガバナンス委員会の設置 |
| 2013年 | 国連責任投資原則（PRI）に署名 |
| 2014年 | 日本版スチュワードシップコードの受入れを表明、責任投資委員会の設置<br>スチュワードシップ責任にかかわる基本方針の策定 |
| 2016年 | 「スチュワードシップ活動ご報告」の開示 |
| 2017年 | 責任投資委員会の独立性と議決権行使に係る利益相反管理体制の強化、議決権行使結果の個別開示<br>スチュワードシップ責任にかかわる基本方針の改定、「スチュワードシップ活動のご報告と自己評価」の開示 |
| 2018年 | 責任投資委員会における社外委員の招聘 |
| 2019年 | 外部情報サービス会社による議案データ等の配信サービスの導入<br>TCFDに賛同、TCFDコンソーシアムに入会 |
| 2020年 | ESGにかかわる専門組織を新設 |
| 2021年 | 責任投資監督委員会の新設、　ESG運用部の設置 |
| 2022年 | スチュワードシップ責任にかかわる基本方針の改定<br>外部情報サービス会社による気候関連データ及び定量分析ツールの導入、TCFD提言に基づく開示 |

# Ⅱ スチュワードシップ責任を果たすための体制

## 1　スチュワードシップ活動体制

当社では、スチュワードシップ責任を果たすための組織体制として、スチュワードシップ活動全体を推進する機能を担う責任投資委員会、利益相反防止の観点から活動を監督する第三者が過半を占める責任投資監督委員会、ESGにかかわる専門人材を配置したESG運用部などを設置し、サステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動の実効性と適切性の強化につなげています。

当社におけるスチュワードシップ活動体制




## 2　責任投資委員会の役割

当社は、スチュワードシップ責任を適切に果たすことを目的として「責任投資委員会」を設置しています。同委員会は、チーフ・インベストメント・オフィサーを委員長とし、①責任投資にかかわる基本方針、②スチュワードシップ責任にかかわる基本方針、③議決権行使に関する規程・ガイドライン等、④ESGにかかわる基本方針を協議のうえ決定するとともに、⑤それらの方針の実行状況についてのモニタリングや、⑥その他、方針の実行に必要な事項への対応を行い、資産運用担当部門にフィードバックすることを通じてスチュワードシップ活動の実施状況のモニタリングと改善に取り組んでいます。また、同委員会の構成メンバーを利益相反管理部門（コンプライアンス・リスク管理部）および資産運用担当部門に限定することにより、利益相反管理体制の強化を図っています。

同委員会での決議事項は、チーフ・インベストメント・オフィサーを通じて経営会議・取締役会に報告されます。

2022年度は責任投資委員会を6回開催しました。その主な議題は以下のとおりです。

2022年度の責任投資委員会における主な議題

| 開催日 | 区分 | 議題 |
|---|---|---|
| 2022年8月24日 | 決議 | 「2022年4月～2022年6月株主総会　国内株式議決権行使状況」の公表 |
| | 報告 | 2022年4-6月期スチュワードシップ活動の報告 |
| | | サステナビリティ重点分野におけるインパクト・KPI |
| 2022年11月18日 | 決議 | 「スチュワードシップレポート2021/2022」の公表 |
| | | 「2022年7月～2022年9月株主総会　国内株式議決権行使状況」の公表 |
| | | 2022年10月決算の法令違反等該当企業の選定 |
| | 報告 | 2022年4-9月期スチュワードシップ活動の報告 |
| 2023年1月6日 | 決議 | 2022年12月決算の法令違反等該当企業の選定 |
| 2023年3月7日 | 決議 | 2022年12月決算の法令違反等該当企業の変更 |
| 2023年3月24日 | 決議 | 「2022年10月～2022年12月株主総会　国内株式議決権行使状況」の公表 |
| | | 2023年2月決算の法令違反等該当企業の選定 |
| | 報告 | 2022年4-12月期スチュワードシップ活動の報告 |
| 2023年5月23日 | 決議 | 「国内株式株主議決権行使ガイドライン及び実務指針」の改正 |
| | | 「2023年1月～2023年3月株主総会　国内株式議決権行使状況」の公表 |
| | | 2023年3-4月決算の法令違反等該当企業の選定 |
| | 報告 | 2022年度スチュワードシップ活動報告と2023年度方針 |
| | | 2023年度責任投資関連スケジュール |
| | | TCFD関連モニタリング |

## 3　責任投資監督委員会の役割

当社は、利益相反管理体制の強化を目的として、コンプライアンス・オフィサーを委員長とし、社外の第三者が構成メンバーの過半を占める「責任投資監督委員会」を設置しています。同委員会は、利益相反防止の観点から責任投資委員会が決定した内容の検証およびそれらの実行状況についてのモニタリングを行っています。特に、利益相反が生じる可能性のある当社または当社グループ会社と関係の深い企業に関しては、コンプライアンス・リスク管理部および責任投資監督委員会の委員が議決権行使判断の妥当性を検証し、責任投資委員会および責任投資監督委員会が適正な企業価値の評価に基づいて投資判断が行われたことをモニタリングする体制となっています。

## 4　利益相反管理体制

当社は、お客様の利益を第一に考え、当社が行う運用等の業務においてお客様の利益を不当に害することがないよう、当社または当社グループ会社と関係の深い企業を「利益相反管理先企業」として定め、利益相反管理先企業に対する投資判断および議決権行使を利益相反が生じ得る局面として、これらを適切に管理しています。

また、当社は、四半期毎に利益相反管理先企業を含む全ての個別企業・個別議案毎の議決権行使結果および賛否理由を、当社ホームページにおいて開示し、議決権行使判断の可視性を高めています。

スチュワードシップ活動における利益相反管理

| | 利益相反管理先企業に対する投資判断 | 利益相反管理先企業に対する議決権行使 |
|---|---|---|
| 方　針 | 本質的な企業価値の適正な評価に基づき、最終的な投資判断を導き出します。 | 責任投資委員会において決定する「国内株式株主議決権行使ガイドライン」に基づき、議決権を行使します。 |
| 個　別チェック | チーフ・インベストメント・オフィサーが定量・定性の両面から投資判断の妥当性を検証した上で最終判断を行っています。 | コンプライアンス・リスク管理部および責任投資監督委員会の委員が議決権行使判断の妥当性を検証した上で、チーフ・インベストメント・オフィサーが最終意思決定を行っています |
| 事後検証 | 適正な企業価値の評価に基づいて投資判断がなされていることを、責任投資委員会が継続的にモニタリングしています。 | 内部監査部が、①議決権行使（利益相反管理を含む）に係るガバナンス体制、②個別の議決権行使に係る意思決定プロセスについて事後検証を行い、監査役会・取締役会に報告しています。 |



# CIOからのメッセージ

取締役常務執行役員
チーフ・インベストメント・オフィサー
佐久間 真

近年、米国においては、共和党や保守系シンクタンクが中心となって反ESG運動が活発化しており、2024年11月の大統領選挙で共和党候補が勝利した場合は、新たなESG規制の導入やパリ協定からの再離脱も想定される状況にあります。ロシアによるウクライナ侵攻や中東情勢の悪化によるエネルギー価格の上昇もこれを後押しする要因となっています。

一方で、世界的な異常気象や人権問題等、人類が考慮すべき環境や社会の課題は深刻化の一途を辿っていることから、これらへの対応は必須であり、当社では、企業においても、ESG要素の強化はより長期的な時間軸の下で、ビジネス・リスクを低減し、システミック・リスクに対する耐性を高めるだけでなく、顧客や株主、従業員、社会との信頼関係構築等を通じて、企業価値の向上に寄与すると考えています。

その中で、数十年にわたって社会的責任投資の分野をリードしてきた当社といたしましては、責任ある機関投資家としてスチュワードシップ活動に積極的に取り組み、運用パフォーマンスを向上させることにより、当社の経営理念「クライアント・ファースト」の実現を目指しています。

当社の特徴といたしましては、投資先企業を最も良く理解している担当ファンドマネジャーおよびアナリストが直接ESGエンゲージメント、インテグレーション、議決権行使を行うことで、投資先企業の中長期的な企業価値の向上や持続的な成長を促すと同時に、投資対象としての質の評価（本質的な企業価値の算出）に反映し、投資判断につなげています。

今後は、議決権行使との一体化の強化やテーマを絞りこれまで以上に踏み込んだエンゲージメント、財務価値への影響を考慮したインテグレーション等の実践により、更なる付加価値を創出していきたいと考えています。

なお、本レポートにおきましては、本年4月に金融庁のフォローアップ会議で提言が公表された「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」に関して、当社の責任投資監督委員会の社外委員であり、会社法に造詣の深い谷口弁護士とコンプライアンス・オフィサーの対談を行いましたが、法律的な観点も踏まえた谷口先生の貴重な意見は、今後の議決権行使のガイドラインの策定やエンゲージメントの参考にしていきたいと考えています。

また、今回は当社が運用委託している、サステナブル投資に特化した運用会社として高い評価を得ており、PRIリーダーズグループに選定されている「ミローバ社」の「ミローバグローバル・サステナブル株式運用」についても特集していますので、是非ご一読いただければ幸甚です。

最後になりますが、引き続き、スチュワードシップ活動の向上を一段と進展させるとともに、今後は社会課題に対する当社の取組みも本レポートに掲載していきたいと考えています。

取締役常務執行役員
チーフ・インベストメント・オフィサー（CIO）
佐久間 真

# 責任投資監督委員会メンバーの対談

委員長
チーフ・コンプライアンス・オフィサー
佐藤 憲明

×

社外委員
谷口 明史 弁護士

佐藤

本対談では、責任投資監督委員会のメンバー間で、スチュワードシップ、コーポレート・ガバナンスを巡る最近の動向を踏まえて、当社の課題等について、意見交換を行いたいと思います。谷口先生、どうぞよろしくお願いします。

佐藤

早速ですが、ガバナンス改革の評価と課題についてお話を伺います。責任投資監督委員会での利益相反防止の取組みは、企業価値の向上を図りお客様利益の最大化を実現する当社の取組みの実効性を高めることに寄与すると考えています。今般、金融庁のフォローアップ会議※で「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」提言が公表されました。この中で、ガバナンス面では、独立社外取締役の選任など形式面では一定程度の進展がみられる一方、企業価値向上に資する実効性の面では課題があると指摘がされています。先生は企業の現状と照らして、ガバナンス改革をどのように評価されていますか？

※スチュワードシップ・コード及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

谷口

アクション・プログラムは「形式から実質へ」がポイントとされています。スチュワードシップ・コードが2014年に策定され、コーポレートガバナンス・コードが2015年に策定されて以降、何度かの改訂を経て、企業に求められるコーポレートガバナンスの形が示されてきました。これに対して企業側ではコードに示された基準を満たすよう体制を整えてきたことは評価できると思います。しかし、形だけを整えて、実質が伴っていない事例があるのも事実です。今後は、アクション・プログラムで示されている「コーポレートガバナンス改革の実質化」が重要になり、投資家としてもそのような観点で企業を評価していくことが求められると考えています。

佐藤

ご指摘の実質面についてですが、アクション・プログラムでは、課題として資本コストやサステナビリティに関する経営戦略や、取締役会の実効性向上、情報開示等があげられていますが、先生の現状の課題認識はいかがでしょうか。

谷口

資本コストや収益性・成長性については、東京証券取引所も今年3月に低ROEやPBR１倍割れ企業への改善を要請しました。これまで日本の上場企業は、その収益性や成長性が市場に評価されていないという問題を抱えており、この改善の必要性を東証が表明したということだと理解していますが、金融庁のアクション・プログラムも同じ方向性を向いたものだと思います。企業側からすれば、自社の成長戦略をどのように考えるかに加えて、それを市場から適切に評価されるために、どのように情報開示するかという観点が重要になってくると思います。社外取締役としても、このような観点から自社の社長をはじめとした取締役の行動を監視・監督し、単に違法行為をしていないかどうかという「守り」の観点だけでなく、「攻め」の観点も必要になってくると思います。

佐藤

これらの課題に関し、当社のスチュワードシップ活動に期待されることは何でしょうか。

谷口

アクション・プログラムでは、「企業と投資家との建設的な対話や企業と投資家の自律的な意識改革の促進を通じて、個別企業ごとの課題が深掘りされることで、個別にその実情を踏まえた実効的な解決策が検討されていくことが望ましい。」とされています。個別企業ごとの課題の深掘りが重要ということですが、まずは、企業側から適切な情報開示がなされることが必要だと思います。情報開示が十分でない企業に対しては、さらなる情報開示を促していくことが必要ではないでしょうか。ただ、社外取締役が実質的に機能しているかどうかというような課題は、外部から評価しにくいことも事実だと思います。投資先企業との対話を繰り返すなかで、評価の水準を高めていくことが求められると思います。

佐藤

当社としても、従来以上に評価を高める情報開示を促す対話に取り組んでいきたいと思います。また、取締役会の機能発揮においては、とりわけ独立社外取締役の機能発揮が重要であり、当社でも議決権行使の際、社外取締役の独立性について詳細に確認して賛否を判断しています。実効性の観点で現状をどのように評価していらっしゃいますか。この点について当社の活動に期待されることは何でしょうか。

谷口

社外取締役が独立性を有していることは重要で、当社の評価基準自体は問題ないと考えています。しかし、これだけではまだ「形式」にすぎません。アクション・プログラムで課題とされた「実質」をどのように評価するかが、当社としても今後の課題ではないでしょうか。

佐藤

実効性という大きなテーマの中で、牽制機能を保った上で、実効性をあげるということが必要と考えています。そこで、独立性を判断する基準として、在任期間、兼職の数など、様々な視点がありますが、牽制機能と実効性の両面で考えたとき、どの程度が適切か悩ましい。例えば、兼職数が多いことは、それだけ企業実態の把握にかける時間が減ることになり、問題があると考えています。当社の議決権行使ガイドラインでは５社以上は厳しく判断していますが、これについてご意見をお願いします。

谷口

複数社の社外取締役を兼任すること自体が問題だとは思いません。しかし、社外取締役として実効性ある機能を果たすという観点からすれば、兼任できる社数には限界があるのも事実でしょう。当該社外取締役に本業があるかどうかなど個人の属性・能力によるところも大きいと思います。一般的には社外取締役の属性からすれば、5社の兼任はギリギリの水準ではないかというのが率直なところです。他方で、社外取締役として適切な人材が限られているという問題もあります。当社のガイドラインをすぐに改訂する必要性までは感じませんが、継続的に検討すべき課題であろうと思います。

佐藤

また実効性という点で、社外取締役の構成も、ポイントとなります。近年では機関投資家を中心とした株主に反対されないように、独立性を重視して候補者を選定する企業も数多く見られますが、当該企業の技術や経営戦略に造詣の深い社外取締役が１人もいない構成で、実効性を高めることは困難ではないでしょうか？その観点からは同業の経営経験者を社外取締役としてもっと招聘すべきではないかとの考えもあると思いますが、如何でしょうか。

谷口

同業の経営経験者という観点でいえば、メリット・デメリットの両方があると思います。メリットとしては、自社の事業分野について経営者目線で議論できるということだと思います。他方で、デメリットとして、当該社外取締役の会社が、自社の取引先や競合先である可能性があることです。競合先であれば、会社法上、取締役の競業避止義務の観点から慎重に検討すべきことになりますし、競合先に自社の企業秘密や戦略を開示してよいのかという問題が生じます。また、取引先であれば利益相反取引になる可能性もあります。正解がある問題ではないと思いますので、当社としては、投資先ごとに判断していくほかないでしょうが、当社のガイドラインにおける基準については、今後の市場の動きなども見ながら、適宜改訂していくことが望ましいと思います。

佐藤

ご意見ありがとうございます。当社でも企業価値向上につながる、ガバナンスの実質面での変化を見極めながら、継続して検討してきたいと思います。さて当社では、企業のサステナビリティに関する取組みを促進する観点から、議決権行使ガイドラインを改正し、株主提案の気候変動に関する情報開示については、ＴＣＦＤ提言の推奨開示４項目に準じたレベルを求める提案で、企業の業務執行を大きく制約するような記載を求めるものでなければ肯定的に判断し、求める内容が適切でないと判断する場合は反対することとしました。今後もこのような株主提案が増えると考えられますが、定款変更での対応は課題も多いと考えられます。この点について、課題認識、留意点があればアドバイスをお願いします。

谷口

株主が株主総会に提案できる議案は、株主総会の決議事項に限られています。そのため、取締役の選解任など具体的に決議事項とされているものでなければ、定款変更議案として出さざるを得ないという事情があります。定款変更議案の中では、コーポレートガバナンスに関連する議案（社外取締役を過半数をするなど）については賛成率が高いものがみられる一方、気候変動対応の開示を求める定款変更議案については少なくとも2023年6月総会では賛成率が下がったとの分析もあります。ただ、議決権行使助言会社が賛成推奨するようなケースもありますので、今後の状況が注目されます。この問題についても正解があるわけではなく、当社として適切だと考える判断基準を継続的に検討していくことが必要ではないでしょうか。

佐藤

市場や企業の動向を分析して、継続的な検討が必要ということですね。当社では、エンゲージメントの実効性向上のためにプログレス管理、またサステナビリティ課題に関しては、マテリアリティとKPIの設定等を実施してきました。今後当社のスチュワードシップ活動や、サステナビリティへの取組みに期待することはいかがでしょうか。

谷口

当社が行っているように、同じ会社と継続して対話を続けていくことについては、その効果が出てきていると思います。プログレス管理における効果検証とともに、議決権行使判断と対話を効果的に組み合わせることにより、実効性を向上させる工夫をしていただきたいと思います。

佐藤

貴重なご意見、ありがとうございます。引き続き責任投資監督委員会でしっかり議論し、当社の責任投資のレベルアップにつなげていきたいと思います。

# Ⅲ エンゲージメント活動

## 1　エンゲージメント活動の方針

当社は、投資先企業の企業価値の持続的な向上を目的として、サステナビリティを考慮したエンゲージメント活動を実施しています。

当社が特定したサステナビリティ重点分野等において課題を抱え、対話を通じた企業価値向上の余地が大きいと考えられる投資先企業を中心に、企業調査や議決権行使の過程で真摯に意見交換を重ねて認識の共有とその改善を図り、これらの評価項目の変化を企業の本質的な価値の評価に反映して投資判断に直結させています。

当社では、主に対象企業を最も良く理解する担当ファンドマネジャーおよびアナリスト（当社ではファンドマネジャーがアナリストを兼務しています）が企業調査や議決権行使の過程で「目的を持った対話」を実施しています。また、ESGに関する調査を行うESG専任担当者が必要に応じてエンゲージメントに参加し、専門的な知見によって実効性のある対話をサポートしています。これにより、実態的な投資先企業の状況に基づき、中長期的な企業価値の拡大や持続的成長という本来の目的に沿った適切なエンゲージメント活動を実行できると考えています。

エンゲージメント活動においては、資産運用部門全体で、多くの投資先企業に共通して特に優先度の高い対話テーマ（重点対話テーマ）を設定するとともに、運用各部毎に、運用戦略に応じて重要視するサステナビリティ重点分野や対話の視点など、より具体的な方針を年度ごとに設定しています。

2022年度の重点対話テーマとして「気候変動・エネルギーマネジメント」、「サプライチェーン／人権尊重」、「人的資本」、「資本効率・株主還元」の4テーマを設定し、重点的にエンゲージメントの実績を積み重ねています（詳細は「4 エンゲージメント活動事例」）。

## 2　エンゲージメントのプロセス

当社では、サステナビリティを重視した質の高いエンゲージメントの実践と運用手法の高度化、スチュワードシップ活動の実行状況についてのモニタリング強化などに向けた取組みの一環として、2021年度に国内株式における社内共有のサステナビリティ重点分野を特定しました。特定に当たっては、SDGs（持続可能な開発目標）の17の目標と169のターゲットなど社会・環境課題の解決の視点から、中長期的な企業価値向上に対する影響、エンゲージメント活動の実効性なども考慮して、重要度を評価しました。

当重点分野の特定により、ファンドマネジャーおよびアナリストが特に注視すべきESG課題が具体化・明確化され、投資先企業毎のより細分化された課題設定とより実効性の高いエンゲージメントを行うことが可能になったことから、対話総件数や対話テーマ別課題設定件数（継続中の課題総件数）の水準が2020年度以前と比較して高い水準を維持していることなど一定の成果が出ています。

2022年度には、各サステナビリティ重点分野についてSDGsのターゲットの中からエンゲージメント活動の目標設定が見込める項目とそれに紐づくインパクト・KPIを特定しました。これを受けて、企業毎にインパクトを意識した取組み、課題解決のためのKPIと目標の設定・開示の促進などサステナビリティの成果につながるより深い対話を強化しており、投資先企業が課題改善に至るケースが増加しています（詳細は「3 エンゲージメント活動の進捗状況」）。

なお、サステナビリティ重点分野や、重点対話テーマについては、環境・社会を取り巻く状況やスチュワードシップ活動状況に応じて、定期的にレビューしていく方針です。

### 重点対話テーマ

**サステナビリティ重点分野**　気候変動・エネルギーマネジメント

インパクト
・再生可能エネルギーの利用促進
・エネルギー効率の改善
・気候変動への緩和・適応能力の強化
・防災対策の強化

選定理由
地球温暖化による気候変動は、長期的かつ不可逆的な影響を及ぼす世界共通の喫緊の課題であり、日本政府でも2050年実質ゼロの実現に向け、2030年温室効果ガス（GHG）排出量（2013年度比）46％削減とする目標が掲げられています。特に重要なサステナビリティ課題に設定し、気候関連リスクと機会の両面から、サプライチェーン全体の緩和と適応につながる具体的な取組み、TCFD提言に準拠した情報開示、などを促します。

**サステナビリティ重点分野**　サプライチェーン／人権尊重

インパクト
・人権問題の根絶
・労働者の健康と安全の促進

選定理由
児童労働、強制労働、外国人労働者や地域住民の権利、生活賃金、労働衛生環境など人権リスクは広範囲かつ多岐に亘っており、深刻化すれば、企業はブランド価値の毀損、不買運動や損害賠償の発生等多大な影響を受けかねません。経済産業省「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」公表など人権デューデリジェンスの実施が各国で求められており、国際規範に則った取組み強化、などを促します。

**サステナビリティ重点分野**　人的資本

インパクト
・技術的・職業的スキル向上の機会の拡大
・雇用機会、結果平等の確保を通じた包摂性の改善
・女性活躍の推進
・子育て・介護と仕事を両立しやすい社会の実現など

選定理由
人的資本は企業にとって重要な競争力の源泉であり、企業価値向上の実現にはビジネスモデルや経営戦略と連動した人材戦略の策定、専門人材の採用・リスキルや社内環境整備等の人的資本投資、多様な知・経験・価値観の取り込みによる組織の活性化、従業員エンゲージメントの向上などが求められます。人的資本経営の高度化に資する取組みの強化、人材戦略と企業価値の持続的向上との因果関係の説明、などを促します。

**サステナビリティ重点分野**　資本効率・株主還元

インパクト
・ROE/ROIC水準の改善
・余剰キャッシュ、政策保有株式、遊休資産の削減
・適正な配当還元、自社株買い・金庫株消却

選定理由
中長期的な企業価値向上の実現には、資本コスト、資本効率（ROE、ROIC）を意識した経営の実践が重要です。自社の資本コストの的確な把握、持続的な成長に向けた投資や事業ポートフォリオの見直しなど経営資源の適正な配分による資本効率の向上、過剰な政策保有株式の削減や自社株買い・増配など資本政策の実施、サステナビリティに関する取組み強化や情報開示充実を通じた資本コストの低減、などを促します。

## エンゲージメント活動のPDCAサイクル

### サステナビリティ重点分野の特定・レビュー

**重点対話テーマの設定**
- 投資先企業の企業価値の持続的な向上を目的として、特に優先度の高い対話テーマを設定

**エンゲージメント対象企業の選定**
- 重点対話テーマ等において課題を抱え、対話を通じた企業価値向上の余地が大きいと考えられる重点対話企業を選定

**マテリアリティ（重要課題）の特定**
- 対話企業毎のマテリアリティを特定し、企業毎・マテリアリティ毎の課題（対話テーマ）・目標を設定

### エンゲージメントの実施

- 投資先企業を最も理解する担当ファンドマネジャー兼アナリストによる目的を持ったエンゲージメント
- ＥＳＧ専任担当者によるエンゲージメントの効果的サポート
- 議決権行使結果のフィードバックにより主にガバナンス面の課題提起
- 有益と考える場合は協働エンゲージメントも検討

**課題共有・改善サポートのための対話用資料の作成**

### 課題改善の促進に向けたレベルアップ

- 運用ミーティング等を通じた対話アプローチの改善
- 経営トップ層との直接対話を通じた課題改善の働きかけ
- 継続的な対話実施＆対話事例研究・勉強会参加による対話スキル・ノウハウ向上

### エンゲージメント活動の進捗状況の評価・モニタリング

- エンゲージントのマイルストーン管理（プログレス認定）
- 週次・月次の運用ミーティングでのエンゲージント活動内容の情報共有
- 定期的な責任投資委員会によるモニタリング＆取締役会への状況報告

**ＥＳＧ課題の改善・目標達成**

**企業価値向上／投資リターンの向上**

エンゲージメントの実践に際しては、年度始に資産運用部門全体における重点対話テーマおよび運用各部毎のエンゲージメント活動方針を策定し、それに基づきPDCAサイクルを回しており、こうすることで、エンゲージメントの実効性を高め、投資先企業の課題解決や企業価値の向上につなげています。

具体的には、重点対話テーマを中心に他のサステナビリティ重点分野において課題を抱え、対話を通じた企業価値向上の余地が大きいと考えられる投資先企業を中心にエンゲージメント対象企業の選定をします。

次に、運用ミーティングにおいて対象企業のマテリアリティを特定し、企業毎・マテリアリティ毎の解決すべき「課題（対話のテーマ）」や活動の成果として到達する「目標」を設定することによって、課題解決に資する継続的な対話の促進を目指します。

エンゲージメントの事前準備として、企業の開示する非財務情報や統合報告書等を詳細に分析し、個社別に課題の論点、KPI指標等の同業他社比較等をまとめた対話用資料を必要に応じて作成します。

エンゲージメント実施に際しては、課題を抱えた企業に対して、当初は投資先企業への深い理解と解決すべき課題の把握に努めます。また、作成資料を基により踏み込んだ建設的な意見交換を行うことにより、企業の抱える課題の共有と問題意識の明確な提示、課題解決のサポートなどを行い、中長期的な企業価値向上に資する取組みを後押しします。

エンゲージメント実施後には、対話テーマ毎に課題改善の進捗状況の評価を行い、次の対話でのアプローチ改善につなげていきます。



## PLAN

サステナビリティ重点分野

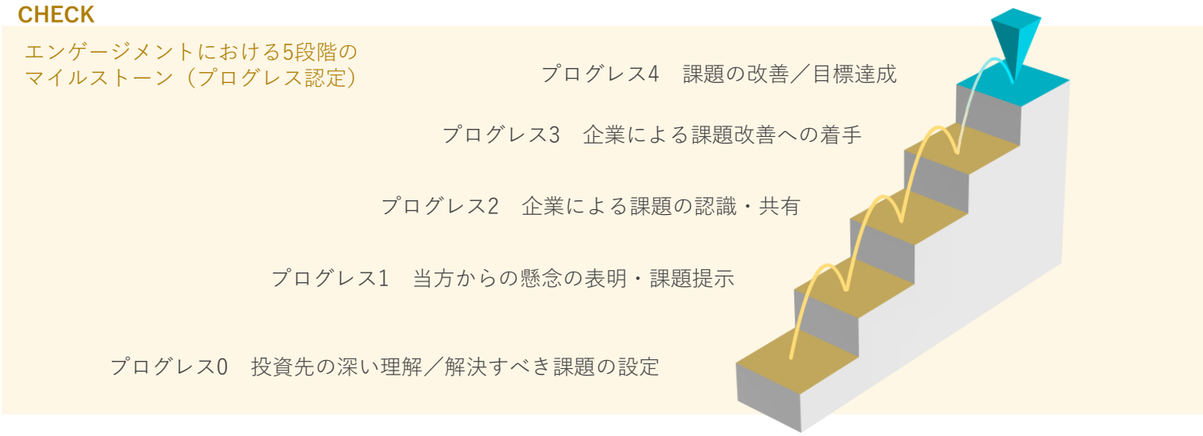
| ESG分類 | サステナビリティ重点分野 |
|---|---|
| 環境 | 気候変動・エネルギーマネジメント<br>循環型社会 |
| 環境/社会 | サプライチェーン、製品・サービスの革新 |
| 社会 | 人材育成、健康と安全<br>ダイバーシティ＆インクルージョン（D&I）<br>製品・サービスの安全性、情報セキュリティ |
| ガバナンス | 資本効率・株主還元、ガバナンス<br>経営戦略、情報公開<br>法令違反・反社会的行為 |

2022年度　重点対話テーマ

| ESG分類 | 重点対話テーマ |
|---|---|
| 環境 | 気候変動・エネルギーマネジメント |
| 環境/社会 | サプライチェーン／人権尊重 |
| 社会 | 人的資本（人材育成、D&I、健康と安全） |
| ガバナンス | 資本効率・株主還元 |

## CHECK

エンゲージメントにおける5段階のマイルストーン（プログレス認定）




これらの活動を進める中で、投資先企業との信頼関係を構築し、経営トップ層との建設的な対話につなげることで、解決すべき課題の改善の促進に努めます。

当社では、サステナビリティを重視したエンゲージメント活動の実効性の向上、責任投資委員会を通じたスチュワードシップ活動全般に対する組織的なガバナンスの強化などを目的に、エンゲージメント活動の進捗状況を定量的かつ効率的に管理するため、5段階のマイルストーンを定義して、対象企業別・（サステナビリティ重点分野等から選択する）対話テーマ別に活動ステージを記録しています。具体的には、プログレス0（投資先の深い理解・解決すべき課題の設定）、プログレス1（当方からの懸念の表明・課題の提示）、プログレス2（企業による課題の認識・共有）、プログレス3（企業による課題改善への着手）、プログレス4（課題の改善・目標の達成）の各段階でステージ判定を行い、各ステージに合ったエンゲージメントを継続的に実施しています。

資産運用担当部門では、エンゲージメント活動の状況を投資判断や議決権行使判断に適切に反映するため、重点対話企業との継続的な対話の実施、週次・月次の運用ミーティングにおけるエンゲージメント活動の実施状況や課題改善に対する進捗等の情報共有、ESG専任者主催の対話事例研究やESG関連社内勉強会などを通して、対話スキル・ノウハウの向上を図っています。

責任投資委員会では、サステナビリティ重点分野の項目別に、対話件数および企業数、プログレス別継続対話総件数およびプログレス改善件数などを基にエンゲージメント活動を定期的に報告することにより、適切できめ細かい実施状況のモニタリングと改善に取り組んでいます。

## 3　エンゲージメント活動の進捗状況

当社では、エンゲージメントの目的である投資先企業の企業価値の持続的な向上は、前述のマイルストーンを経て実現されるものと考えており、その期間は中長期にわたるとみています。

ファンドマネジャーおよびアナリストは、こうしたエンゲージメント活動の概要を、重要視する対話テーマごとにスチュワードシップ活動記録に記述します。資産運用担当部門では、スチュワードシップ活動記録および個別の詳細な活動レポートを活用してエンゲージメント活動の実施状況や課題改善に対する進捗を管理し、運用ミーティングにおいて情報の共有を図っています。

2021年度以降は当社が特定したサステナビリティ重点分野を基盤として、年度毎のエンゲージメント活動において重視する対話のテーマを設定し、その上で投資先企業毎のより細分化された課題設定を行うことにより、より実効性の高いエンゲージメントを行うことが可能になっています。

2022年度のエンゲージメント活動では、前年度に対話企業のマテリアリティに対する深い理解、解決すべき課題の新たな設定および提示を行う対話を積極的に実施したことを受けて、提示した課題の改善の促進を目的とした対話に注力しました。

その過程において、特に①当社で設定した重点対話テーマ（気候変動・エネルギーマネジメント、サプライチェーン／人権尊重、人的資本、資本効率・株主還元）のエンゲージメントに係る対話スキル・ノウハウの向上を図ること、②社会課題、特に人的資本関連（人材育成、ダイバーシティ＆インクルージョン、健康と安全）を中心に従来のヒヤリング中心の対話から作成資料を用いた課題改善提案型の対話へのステップアップに取り組むこと、③課題解決を目的とする経営陣やサステナビリティ担当者との継続的な対話を通じて企業価値の向上（＝プログレス改善）につなげること、などを意識した活動を行いました。

こうしたことから、対話のテーマ別比率では、（気候変動に係る情報開示を要求する対話（7%）も含めた）環境・社会関連の対話が引き続き5割を超えており、特にダイバーシティ等の人的資本関連や人権尊重などに重点を置いて対話を行った「社会」の比率は31%とさらに上昇しています。その他では、資本効率改善や資本コスト算定・開示および低減、政策保有株式縮減や自社株取得実施などを要求する対話を行った「資本効率・株主還元」の比率が14%へ上昇しています。

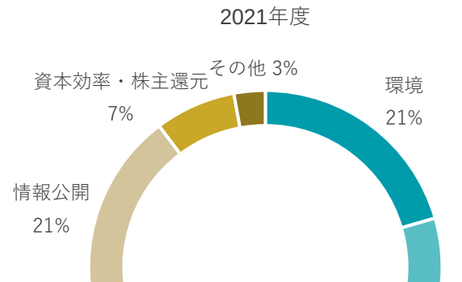
2022年度の対話総件数は332件と前年度の419件からは減少しました。これは、前年度にサステナビリティ重点分野を特定したことにより、ESG強化の一環として環境・社会課題をテーマとする新規の対話件数が、主にプログレス0-2（深い理解→課題の設定・提示→課題の共有）のステージで増加したことが背景にあります。なお、重点対話テーマの拡大等を受けて、2022年度末の課題設定件数（継続中の課題総件数）は267件と前年度末の241件から増加しており、特に、人材育成、ダイバーシティ＆インクルージョン、サプライチェーン、資本効率・株主還元をテーマとした対話の設定件数が増加しています。

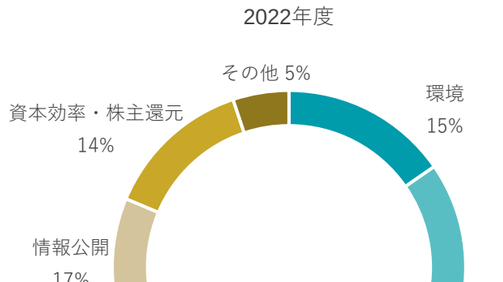
2022年度に、課題の改善に到達（プログレス3-4にステージ上昇）した件数は44件と、気候関連、情報公開、資本効率・株主還元、コーポレートガバナンスなどの対話テーマを中心に、前年度の17件から飛躍的に増加しています。

改善事例が増えた理由としては、①サステナビリティ重点分野に重点を置いて対話テーマを明確にした対話や、投資先企業毎に解決すべき課題の論点、KPI指標の同業他社比較等をまとめた作成資料を使用して説得性を高めた対話など、企業価値向上に資するより実効性の高いエンゲージメントの拡充、②運用部門内における一連の実力向上のための取組みや継続的なエンゲージメント活動による知見および対話スキル・ノウハウの向上、③コーポレートガバナンス・コード改訂やそれに関連するガイドライン制定、企業内容等の開示に関する内閣府令等改正などを通じた投資先企業のサステナビリティ関連情報に関する情報開示水準の向上、などが挙げられます。

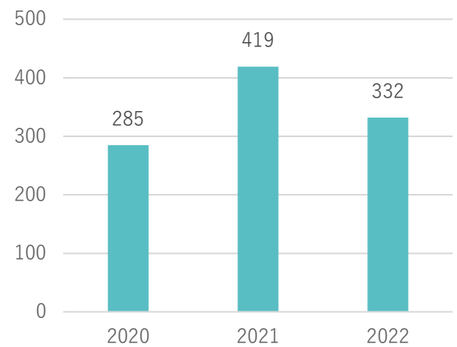
投資家との対話に対する意識の向上を反映して、投資先企業からマテリアリティに関しての取組みや情報開示に対する当社評価のフィードバックを要求されるケースも増加しています。

### テーマ別対話実施比率

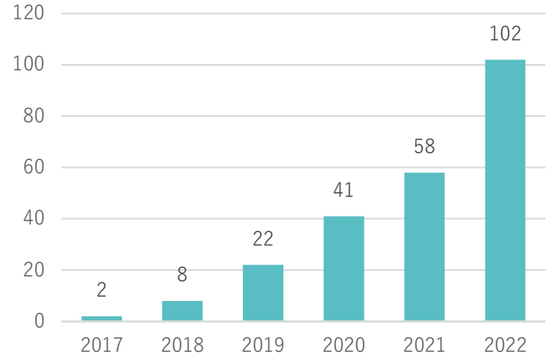



### 対話件数（年度別）




### 課題の改善に到達した件数（累積、年度別）




### 課題設定件数（継続対話中の課題総件数）

2022年3月末

| プログレス | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|---|---|---|---|
| 対話議題 | 課題提示 | 課題共有 | 課題着手 | 課題改善目標達成 |
| 環境 | 20 | 17 | 4 | 0 |
| 社会 | 26 | 28 | 2 | 0 |
| 情報公開 | 22 | 28 | 10 | 1 |
| 資本効率・株主還元 | 10 | 11 | 4 | 1 |
| 経営戦略 | 2 | 17 | 2 | 0 |
| コーポレートガバナンス | 15 | 9 | 4 | 3 |
| その他 | 7 | 1 | 2 | 0 |
| 合計 | 102 | 111 | 28 | 5 |

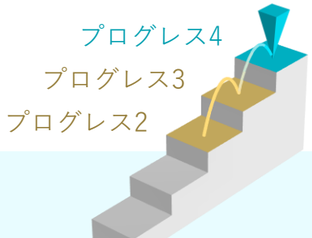
2023年3月末

| プログレス | 1 | 2 | 3 | 4 |
|---|---|---|---|---|
| 対話議題 | 課題提示 | 課題共有 | 課題着手 | 課題改善目標達成 |
| 環境 | 16 | 27 | 3 | 1 |
| 社会 | 38 | 41 | 5 | 0 |
| 情報公開 | 16 | 15 | 18 | 3 |
| 資本効率・株主還元 | 9 | 12 | 7 | 2 |
| 経営戦略 | 2 | 11 | 4 | 2 |
| コーポレートガバナンス | 18 | 8 | 4 | 2 |
| その他 | 8 | 4 | 1 | 1 |
| 合計 | 107 | 118 | 42 | 11 |

# 4　エンゲージメント活動事例

## テーマ：気候変動

### 対話事例 1　（住宅・非住宅開発）




**【課題・機会】**

住宅部門におけるZEH（Net Zero Energy House）対応の強化

**【対話の概要と成果】**

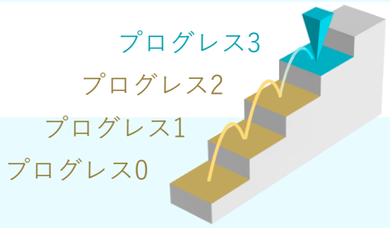
初回対話時において、同社はZEH比率が5割程度に留まり、太陽光発電の買取価格が下落(消費者の経済的メリットが低下)する中で、比率引き上げの難易度は高いとのスタンスでした。当社から、取組みが進んでいる同業他社との数値の比較などを基にして、バリューチェン全体のGHG（Green House Gas）排出量削減、中期的に拡大するZEH需要（機会）の獲得、脱炭素対応によるブランド力強化などのために、ZEH比率の向上は重要な課題との認識を伝えました。それにより、ZEH対応強化の課題が共有され、国内ZEH比率を2030年度までに100%にする目標が掲げられました。

次回の対話では、2030年度目標達成に向けて、主力製品の低いZEH比率や、提案販売力強化のための人材育成が課題と認識し、対応の強化を要望しました。その結果、主力製品ではZEHを標準仕様とし、営業人材に対するZEH研修を強化するなど、課題の対応がなされ、ZEH比率は2022年度に8割超、2023年度第1四半期には9割超と、業界の先進企業に肩を並べる水準まで上昇しました。その他に、役員報酬にGHG削減量などをKPIとしてESG評価を導入するなど、ガバナンス面の改善も図られています。

**【アナリストの見解】**

継続的な対話を経て、住宅部門におけるZEH対応の課題は改善（目標達成）しました。気候変動分野では、賃貸住宅のZEH-M（Net Zero Energy House Mansion）、商業施設のZEB（Net Zero Energy Building）の対応など、解決すべき課題が残っています。それらの課題改善に向けて、今後も対話を重ねていきます。

### 対話事例 2　（ドラッグストアチェーン）




**【課題・機会】**

エシカル消費への対応などのための環境面の取組み強化
（店舗のGHG排出量の削減）

**【対話の概要と成果】**

対話当初はマテリアリティ、GHG削減目標とも未策定で、同業他社に比べて環境面の取組みで遅れをとっていたため、まずマテリアリティの策定を要望するとともに、GHG削減の施策について一般消費者を主要顧客とする小売業にとってエシカル消費への対応という側面においても重要度が高まっているとの認識を伝えました。その対話によって課題の共有が図られたこともあり、その後マテリアリティが策定され、その一つである「環境経営の推進」の項目にて、GHGの削減目標が設定されました。当社のScope1＋2の大部分は店舗から排出されるため、床面積あたりCO2排出量をKPIとし、目標水準は2030年度に2013年度比で30％削減とされました。

2030年度目標の設定後に、経営トップとの対話を行い、店舗での太陽光パネル設置や冷蔵・空調設備の省エネ化など実効性のある取組みが進む中、先行する同業他社の目標水準や事例を示し、目標引き上げ、SBT（Science Based Target）認証の取得など更なる取組み強化を促しました。その結果、2030年度の目標が50％削減に引き上げられました。

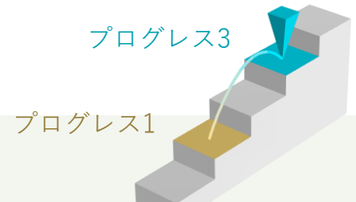
**【アナリストの見解】**

ドラッグストア業界では、環境面に加え、出店拡大していく上で人材面などの重要性も一段と高まると考えられます。2019年に代表取締役社長に就任した経営トップは、役員および従業員の評価にESG要素を導入するなど、環境・社会面の課題対応を重要視していることから、今後も経営トップを含めて対話を継続的に行うことで、企業価値の拡大を後押ししていきます。



## テーマ：サプライチェーン／人権尊重

### 対話事例 3　（靴専門小売チェーン）




**【課題・機会】**

競争優位の源泉である自社企画商品における人権対応の強化

**【対話の概要】**

衣料や靴などのアパレル業界においては、新興国での生産比率が高く、サプライチェーンの人権対応は重要な課題です。とりわけ、同社は靴のSPA（Speciality Store Retailer of Private Label Apparel）としてPB（自社企画製品）の製造・販売を行っており、人権デューデリジェンスなどの取組み強化が必須といえます。

同社からの人権デューデリジェンスに関する開示情報が少なかったことから、対話においてPBの生産工場全てで第三者の監査を受けていること、人権等の問題がないことなどの取組み状況を確認し、まずはそれらの取組みを開示することを要望しました。また、取組みの更なる強化のため、経済産業省の「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」を活用し、更新監査の実施や問題発覚時の救済体制の構築など、今後更に改善すべき点を伝えるとともに、取組みが先行しているアパレル企業の具体例も示しました。

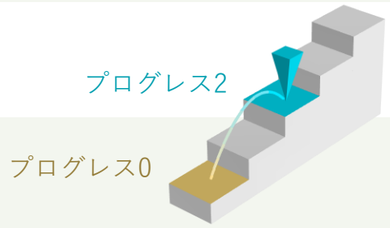
**【対話の成果】**

同社決算説明会資料やホームページにおいて、工場監査の取組みなどサプライチェーンの人権対応の取組みが開示され、更新監査の方針なども明示されました。

**【アナリストの見解】**

人権対応においては、救済体制構築など更なる推進が求められ、継続的に改善を後押ししていきます。また、GHG排出量の削減では、店舗の他、SPA企業として製造時の削減の重要度も高いといえることから、アパレル企業の先進事例も明示しながら、環境・社会面の課題改善に向けた対話を進めていきます。

### 対話事例 4　（電子部品製造）




**【課題・機会】**

サプライチェーンにおける人権対応の強化
（人権デューデリジェンス、紛争鉱物対応）

**【対話の概要】**

同社は、人権デューデリジェンスや鉱物調達において、業界内で先進的な取組みを行っています。対話ではそれらの取組みに対する理解を進め、課題についての改善を要望しました。

サプライチェーンの人権デューデリジェンスでは、RBA（Responsible Business Alliance）準拠のガイドライン策定、仕入先のCSR監査実施および結果開示、課題がある仕入先への改善活動実施などの取組みを行っており、特に、紛争鉱物の対応として、3TG（スズ、タンタル、タングステン、金）とコバルトの調達先調査を行い、RMAP（Responsible Minerals Initiativeによる製錬・精製業者認定プログラム）認証製錬・精製所使用率が9割程度に上ることが確認できました。一方で、同社の人権デューデリジェンスでは仕入先の改善活動の進捗状況の情報開示、紛争鉱物ではRMAP使用率の改善などが課題であることから、それらの改善を要望しました。

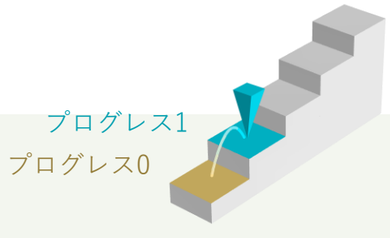
**【対話の成果】**

同社の取組みの更なる強化に向けて、課題を共有できました。また、対話を基に理解・整理した同社の先進的な取組み事例を、同業の投資先企業とのエンゲージメントに役立てています。

**【アナリストの見解】**

グローバルで事業を展開する同社にとって、サプライチェーンの人権対応の重要性は更に高まると考えられます。今回共有した課題の進捗確認を含め、改善に向けた対話を継続的に行っていきます。

## 対話事例 5　（住宅メーカー）




**【課題・機会】**

国際規範に沿った人権デューデリジェンスの実施と開示
木材調達デューデリジェンスの現場実施状況の開示

**【対話の概要】**

同社からの要望を受け、当社作成資料を使用して、当社ESGファンドの投資方針、同社に関する企業価値の分析・評価等の説明に続き、サプライチェーンに関して当社が特定したインパクト毎（人権問題の根絶、労働者の健康と安全の促進、気候変動への緩和・適応の強化、防災対策の強化、自然資本・生物多様性の保全・回復、持続可能な森林経営における進展）に当社の評価の観点等について説明するとともに、広範囲の取引先まで対象に含める国際規範に沿った人権デューデリジェンスの実施と開示、木材調達のサプライヤー評価に係る国際NGOとの現地での協業や現地視察の状況等の情報開示を要望しました。

**【対話の成果】**

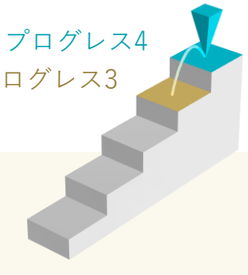
同社が人権尊重をESG経営推進の重要課題の一つと位置づけ、人権デューデリジェンスのプロセス強化についてコンサル会社の専門的な意見も踏まえ検討していることを確認しました。

2023年1月には「人権レポート」を公表して、同社の人権に関わる一連の取組みの情報を一覧出来るようにまとめて報告するなど情報開示が強化されました。

**【アナリストの見解】**

同社の人権デューデリジェンスの対象は国内外グループ企業、資材調達先、施工協力会社等広範囲に及ぶこと、将来的にTNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）提言に係る木材デューデリジェンスの強化が求められることなどを踏まえ、今後も人権リスクに関する取組みの進捗の確認を含めて、継続的な対話を行っていきます。

## テーマ：人的資本




## 対話事例 6　（小売・フィンテック事業）

**【課題・機会】**

従業員エンゲージメントと企業価値の因果関係に関する情報開示

**【対話の概要】**

「人の成長＝会社の成長」と経営理念に掲げる同社の人的資本に関する様々な取組みと企業価値との因果関係、中期経営計画において設定されたインパクトの位置づけ等について、人的資本経営に関する構造図、価値向上サイクルの他社事例、労働生産性データ等の当社作成資料を提示して対話を行いました。

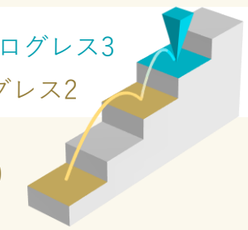
**【対話の成果】**

経営トップとの対話では、「手挙げの文化」等様々な施策によって培われた企業文化がサステナビリティ経営の基盤となること、社員の自律的なキャリア形成がエンゲージメント向上を通じて組織の成長につながること、インパクトは将来世代を含むマルチステークホルダーの共通価値最大化のキーワードとなること、などについて理解を深めました。社外取締役との対話では、2022年第1四半期決算資料で開示された人的資本投資の評価（効果の測定モデル）に関して、人的投資がアウトカムにつながる経路の解像度をモデル図等を用いてさらに上げていく検討をしていることなどを確認しました。2023年6月には「IMPACT BOOK2023」が公表され、事業戦略とストーリーを落とし込んだロジックモデルによりインパクト達成までの道筋が明確化されました。

**【アナリストの見解】**

人的資本に関して、社長、CFO、社外取締役と2020年度から継続的に対話を積み重ね、要望していた「人的資本経営と企業価値の因果関係の構造化と情報開示」が達成されたと評価しています。最近の対話では、ロジックモデルに「賃料」、「社員株式交付」の要素を加える要望をしており、今後も継続的な対話を行っていきます。

## 対話事例 7　（ソフトウェア開発）




**【課題・機会】**

経営戦略と連動した人材戦略に関する目標・KPIの設定・開示
人的資本投資と企業価値との因果関係の分析

**【対話の概要】**

近年の労働生産性向上の停滞、労働分配率の高止まりによる処遇改善の限界、ビジネスの付加価値向上のための人的資本投資の拡大、人的資本投資と生産性向上の因果関係に関する情報開示などの課題を共有した上で、人的資本投資に関する成果測定のための目標・KPIなどを含む納得性の高い情報開示を要望しました。

**【対話の成果】**

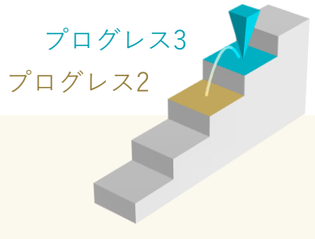
労働生産性の近年の停滞は先行的な人的資本投資や新卒採用による人材構成変化等によること、キャリア採用の競争激化や社員の実質賃金維持のための人材コスト増の価格転嫁には一定の時間を要すること、ジョブ型人事評価の要素を取り入れた高度専門人材の育成・獲得のための職掌を設定していること、部長級の女性管理職の2025年度12％目標（2022年度末3.8％）に向けてキャリア形成のサポート支援に注力していること、次期中期経営計画発表に向けて経営戦略と連動した人材強化、定量目標・KPI等の開示を検討していること、などを確認しました。

2023年4月に公表された新中期経営計画では、経営基盤強化の重点項目である「人材価値最大化」に関する複数のKPIと目標が開示されました。

**【アナリストの見解】**

今回は初回の対話であるため課題の提示と情報開示充実の要望が中心となりましたが、システムインテグレーターにおける事業を通じた価値創造の実現には、経営戦略と連動した人的資本投資が極めて重要と見ていることから、今後も人的資本に関する施策の進捗の確認も含めて、継続的な対話を行っていきます。

## 対話事例 8　（衣料品専門小売チェーン）




**【課題・機会】**

商品企画力強化などのための女性活躍推進

**【対話の概要】**

同社では、店舗レベルではパートから店長にまでなった女性従業員の比率が高い一方、本社での女性活躍の取組みは遅れていました。婦人服を中心に取り扱う同社にとって、女性目線での商品企画、販売促進等が不可欠であり、衣料品国内最大手企業を含む同業他社の取組みも示した上で、本社での女性活躍支援を要望してきました。

**【対話の成果】**

女性管理職比率を2023年度までに20％にする目標を掲げ、対話当初の14％程度から直近では2割弱にまで水準が高まりました。その中で女性部長職も直近1年間で2名から5名に増加するなど、本社での女性活躍が進んでいます。

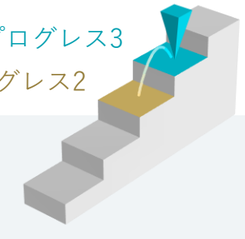
社長号令のもと、女性活躍推進を強化しており、女性社外取締役も参加する課長職の女性を対象とした勉強会の開催などに取り組んでいます。販売促進部や企画部門など、女性の感性がより生きると想定される部署での積極登用を更に進めていく方針です。

**【アナリストの見解】**

同社の女性活躍推進の取組みは同業他社に比べて遅れており、ここ数年の対話においては、本社での女性活躍推進を粘り強く提案してきました。直近では、経営トップ主導で取組みが強化されるなど、会社の意識の変化が感じられます。今後も継続的な対話を通じてさらなる女性活躍の推進をサポートし、企業価値向上につなげていきます。

### テーマ：資本効率・株主還元

## 対話事例 9　（石油・ガス開発生産）




**【課題・機会】**

資本コストの開示・低減、ROEの向上などによるPBRの改善
（解散価値を上回る水準への企業価値の向上）

**【対話の概要】**

同社のPBR（Price Book-value Ratio）は継続的に1.0倍を下回り、企業価値が解散価値を下回る水準となっています。ROEが株主資本コストを下回ると想定されていることが主要因の一つですが、そもそも株主資本コストが非開示であることも課題となっていました。対話では株主資本コストの開示とROE改善に向けた取組み強化を要望しました。

**【対話の成果】**

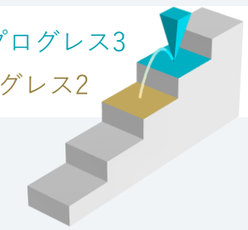
2023年度2Q決算説明会において、株主資本コストが同社として初めて公表されました。また、株主資本コストと同水準となるROE目標の達成に向け、自己株式の取得を含めた株主還元策の強化が打ち出されました。

また、低PBRのもう一つの要因と考えられる石油・LNG依存の収益構造の課題に対しても、風力発電などの再生可能エネルギー、水素、CCS（Carbon dioxide Capture and Storage）など新分野での事業計画とその進捗状況が開示されました。

**【アナリストの見解】**

石油・LNG依存の収益構造からの脱却は重要である一方、脱炭素社会への移行期において、石油に比べてGHG排出量が少ないLNGは重要な役割を担います。既存事業への投資、新分野への投資、またROE改善のための株主還元などに対する最適なキャッシュ配分を継続的な対話によって後押しし、企業価値向上につなげていきます。

## 対話事例 10　（住宅メーカー）




**【課題・機会】**

資本効率改善、資本コスト低減を通じた企業価値と株価のギャップ解消

**【対話の概要】**

同社からの要望を受け、当社作成資料を使用して当社ESGファンドの投資方針、同社に関する企業価値の分析・評価等について説明するとともに、ステークホルダーからの高い評価と株式市場での評価に大きなギャップがあることから、その解消策としてROIC上昇の観点から、開発型事業からストック型事業への事業ポートフォリオのシフト、資本効率の低い米国の販売用不動産等の縮減を要望しました。また、情報開示の観点から、米国住宅事業セグメントのROAの開示を要望しました。

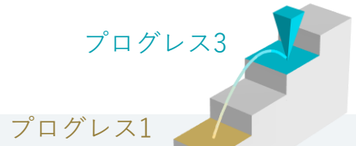
**【対話の成果】**

2023年3月に公表された新中期経営計画の財務戦略において、PBRの向上を前面に出し、PBRをROE（構成要素：資本効率向上、成長投資推進）とPER＝資本コスト（同：サステナビリティ推進、中長期的な株主との関係構築）に分解し、夫々の構成要素を向上させる方針が示されました。情報開示について、2022年度決算補足資料で国際事業の国毎・米国事業毎の売上・利益・投資残高が開示されました。

**【アナリストの見解】**

新中期経営計画において同社がPBR向上を打ち出した背景として、当社を含めた投資家との対話を通じて株価のディスカウント状態の解消を経営課題として認識したことがあるとのフィードバックを得ています。同社には投資家との対話に真摯に向き合う姿勢があり、今後も資本効率改善の観点から施策の進捗の確認も含めて、継続的な対話を行っていきます。

## 対話事例 11　（総合建設業）




**【課題・機会】**

資本効率改善に向けた政策保有株式の縮減および、施工不良問題への対応

**【対話の概要】**

同社は純資産の30%を超える政策保有株式を保有していたため、同社のIRを通じてその縮減を継続的に要望してきました。その最中、建設中の案件に施工不良問題が発生し、株価が大幅に下落しました。そこで、社長および社外取締役を含む取締役全員と新任予定の社内取締役などに書簡を渡し、再発防止策の策定と開示、株価が過度に下落していることに対するアナウンスメント効果などを目的とする自己株式取得などを要望しました。

**【対話の成果】**

臨時の投資家向け説明会が開催され、施工不良問題に関する経緯、再発防止策の策定方針などが説明されました。さらに、決算説明会において、再度、社長から問題の経緯、再発防止策の内容と進捗状況、今後の受注への影響などが詳細に説明され、併せて資本効率改善に向けて、政策保有株式の純資産に対する比率を2030年度末までに20%未満にする計画、自己株式の取得なども発表されました。

**【アナリストの見解】**

政策保有株式の縮減に向けた計画の策定や自己株式取得、施工不良問題に関する対応によって、同社の資本効率改善やガバナンス強化の取組みは前進を始めました。

投資家と同社の経営陣との間には距離があると感じていましたが、取締役宛に書簡を渡すことで、迅速な対応を取っていただいたと評価しています。

ESG専任担当者

# エンゲージメント活動の推進について

執行役員
リサーチ運用部長
勅使河原 充

2021年以降、サステナビリティ重点分野における課題を有しており、企業価値向上の余地が大きい銘柄を中心としてエンゲージメント活動を継続してきました。

2022年度に関しては、重点対話テーマとして、「気候変動・エネルギーマネジメント」「サプライチェーン」「人的資本」「資本効率・株主還元」を選定し、より実効性の高い対話を推進しています。

当社のスチュワードシップ活動は、投資先企業を最もよく理解している担当ファンドマネジャーやアナリストが行っていますが、それぞれの企業の目線に立って、企業価値向上に向けた課題の共有、改善に向けた具体的な提案を継続的に行ってきたことが、投資先企業（経営陣、CSR・IR担当者等）との信頼関係の構築、プログレスの改善につながっているものと考えます。

エンゲージメントにあたっては、ESG専任担当者のサポートを受けながら、投資先企業毎の課題の論点整理を事前に行い、同業他社を含めたKPI指標のデータをまとめた対話用の資料等を活用して、より一歩踏み込んだ具体的な提案を行う機会が増加しており、投資先企業からも、経営戦略や資本効率に関する意見、サステナビリティ方針に関するアドバイスやフィードバックを求められるケースが多くなっています。

昨今では、サステナビリティに関するデータはもとより、東証のPBR改善要請を踏まえた資本コストや資本収益性を十分に意識した取組みの開示等も強く求められるようになっています。投資先企業の企業価値向上への意識も従来以上に高まる方向にある一方、具体的な対応に戸惑う企業も依然として数多くあるのが実状です。

引き続き投資先企業との信頼関係の醸成に努め、それぞれの企業の状況に応じた課題の把握や、その改善のための効果的な提案を通じて、投資先企業の企業価値向上につなげるべくエンゲージメント活動を進めて参ります。

執行役員リサーチ運用部長

勅使河原 充

# Ⅳ 議決権行使の状況

## 1　議決権行使の体制

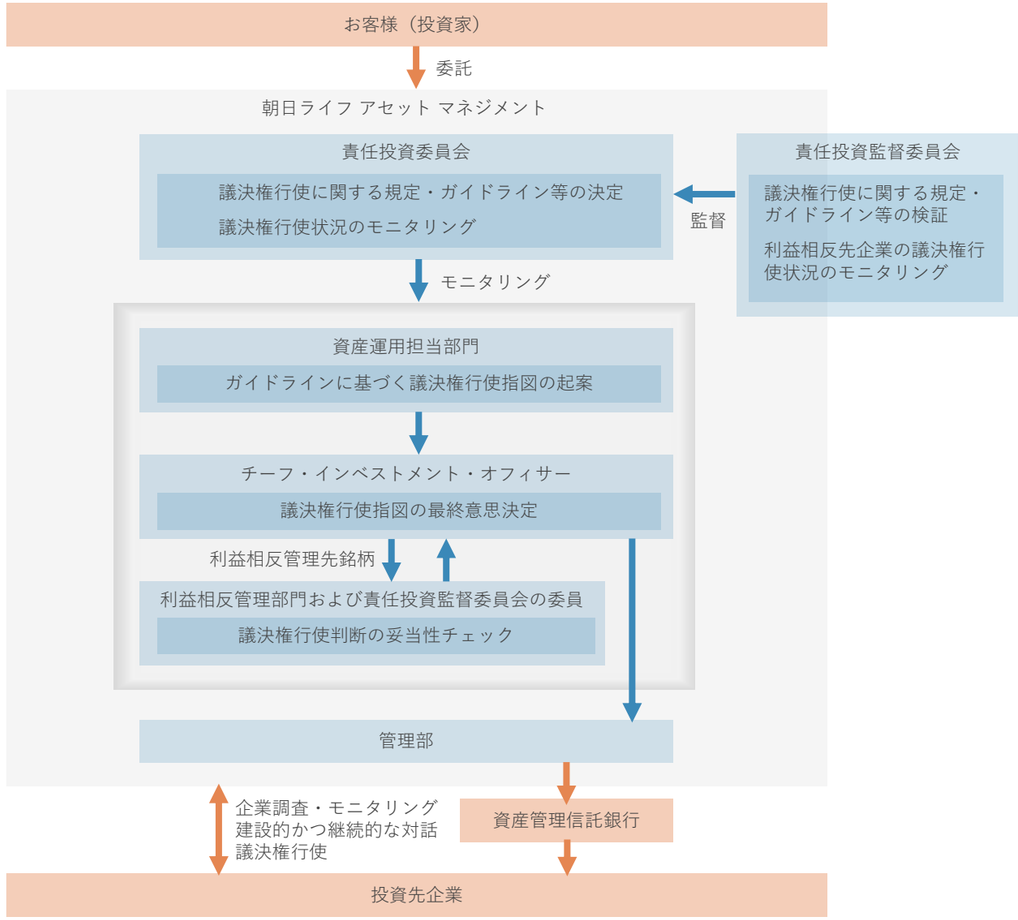
当社が定める「国内株式株主議決権行使ガイドライン」に則り、企業調査や対話の内容を踏まえた上で、資産運用担当部門が議決権行使指図を起案し、チーフ・インベストメント・オフィサーが最終意思決定を行っています。

また、利益相反管理先企業の議決権行使については、利益相反管理部門であるコンプライアンス・リスク管理部および責任投資監督委員会の委員が、当社または当社グループ会社と関係の深い企業の議決権行使について判断の妥当性を検証した上で、チーフ・インベストメント・オフィサーが最終意思決定を行う体制としています。

議決権行使ガイドラインについては、関係法令・諸規則、協会基準等に準拠し、投資先企業の価値向上に資するものであるかについて毎年度見直しを行い、改定の必要があると判断した場合には、資産運用担当部門が改定案を作成し、責任投資委員会がその妥当性を審議の上で決定し、責任投資監督委員会が決定内容を検証しています。

議決権行使に係る規程・ガイドラインの整備状況については、社内の独立した部門である内部監査部が議決権行使に係るガバナンス体制を監査項目として事後検証を行い、監査役会・取締役会に報告しています。

当社における議決権行使体制




2019年6月以降の議決権行使については、①議決権行使議案および行使結果データの集計・分析の高度化、②議決権行使業務の効率化を目的に、外部情報サービス会社より議案データおよび当社議決権行使ガイドラインに基づいた定量判断結果の提供を受けています（個別議案の行使に係る助言は受けていません）。

2023年5月の議決権行使ガイドライン改定では、主に①剰余金処分に係る配当性向基準から総還元性向基準への変更、②取締役会における女性取締役の人数に関する基準の設定、③政策保有株式の保有に関する定性判断基準の追加、④株主提案における気候変動関連の情報開示および政策保有株式の縮減に関する行使基準の設定などの見直しを行いました。

ガイドラインの主な変更内容

| | | |
|---|---|---|
| 取締役の選解任 | | |
| | 女性取締役 | 取締役会の構成に関して、女性取締役が1名以上選任されない場合には、代表取締役の再任に原則として反対する基準を設定。 |
| | 政策保有株式 | 政策保有株式の保有額の20％以上である場合、代表取締役の再任に原則として反対する基準について、（定量的に一律に判断するのではなく、過度に政策保有株式を保有する企業において実際の縮減の行動を促すことを目的に、）政策保有株式の縮減に関する合理的な方針、純資産の20％以下に向けての保有株式の縮減の取組みが認められる場合には、原則として賛成する例外基準を追加。 |
| 剰余金の処分 | | |
| | 総還元性向 | （資本政策の一環として自社株取得を含む株主還元方針を明示する企業の増加を踏まえ、）配当性向基準から総還元性向基準へ変更し、株主資本に対するネットキャッシュ比率50％以上、および過去3年連続ROE6％未満かつネットキャッシュ比率25％以上の場合に原則として反対する閾値を30％から40％へ引き上げ。 |
| 株主提案 | | |
| | 賛成基準の追加 | 以下の株主提案に、原則として賛成する基準を新たに追加。<br>・気候変動に関する情報開示（対象はプライム市場上場企業）<br>※情報開示の内容がTCFD提言の開示推奨項目と比較して過度に詳細な内容を含むため業務執行を制約する可能性がある場合などには否定的に判断。<br>・政策保有株式の縮減<br>※政策保有株式の縮減に関する合理的な方針、純資産の20％以下に向けての保有株式の縮減の取組みが認められる場合には、原則として反対。 |

## 2　議決権行使における考え方

投資先企業の経営が適切に行われていることを監視し、投資家としてのメッセージを経営者層に伝えて会社経営に反映させるよう努めていくことが、投資先企業の企業価値の向上を図り、長期的に株主価値を増大させていく上で重要であると考えています。投資先企業に対する議決権の行使は、株主価値向上のための重要な手段であると考え、積極的な議決権の行使を行っています。

### 不祥事・不正行為

企業もしくは企業経営者の業務上の行為が法令違反等の不祥事・不正行為に該当する場合は、業績や企業価値への影響度合い、社会的信用の毀損の大きさ、企業の対応等を勘案の上、責任投資委員会において「法令違反等該当企業」を選定し、法令違反行為が行われた期間に在任した役員の再任、役員報酬の増額および役員賞与の支給、退職慰労金の支給に反対することで、強くその改善を求めます。

### 業績

ROEが一定期間に亘り低迷するなど、在任期間中の業績不振により株主価値を毀損していると判断できる取締役の再任、役員報酬の増額および役員賞与の支給、退職慰労金の支給に原則として反対します。

### 取締役会・監査役会の構成

明確な理由のない独立社外取締役以外の増員や独立社外取締役の減員、独立社外取締役の員数の不足、監査役の減員については、代表取締役（指名委員会等設置会社においては指名委員である取締役、該当者の再任議案がない場合は取締役）の再任に原則として反対します。

### 社外役員の独立性と監督機能

社外役員候補者が当該会社やその子会社、主要株主、主要金融機関、主要な取引先の出身者である場合は、独立性が十分に確保されていないと判断してその選任に原則として反対します。

また、上場企業役員の兼任社数が多過ぎる場合、合理的な理由なく取締役会、監査委員会および監査等委員会（社外監査役については取締役会および監査役会）への出席率が低い場合は、監督機能が不十分であると判断してその選任に原則として反対します。

### 資本効率・株主還元

配当性向が著しく低い場合や著しく高い（赤字配当含む）場合、剰余金処分案に原則として反対します。剰余金処分の決定を取締役会に授権し、議案として提出されない場合には、取締役の再任に原則として反対します。

また、政策保有株式を過度に保有している場合、資本効率の低下を通じて株主利益に重大な影響を与え得ることを踏まえ、代表取締役（指名委員会等設置会社においては指名委員である取締役、該当者の再任議案がない場合は取締役）の再任に原則として反対します。

## 3　議決権行使状況

2022年7月から2023年6月に開催された株主総会において、501社、5,923議案を対象に、当社が定める議決権行使ガイドラインに基づき、下記の通り議決権を行使しました。

### 会社提案議案に対する議決権行使件数

| 議　案 | | 賛成 | 反対 | 合計 | 反対率 |
|---|---|---|---|---|---|
| 会社機関に関する議案 | 取締役の選解任(※1) | 3,580 | 1,056 | 4,636 | 23% |
| | 監査役の選解任(※1) | 440 | 43 | 483 | 9% |
| | 会計監査人の選解任 | 10 | 0 | 10 | 0% |
| 役員報酬に関する議案 | 役員報酬（※2） | 129 | 33 | 162 | 20% |
| | 退任役員の退職慰労金の支給 | 2 | 5 | 7 | 71% |
| 資本政策に関する議案（定款に関する議案を除く） | 剰余金の処分 | 307 | 30 | 337 | 9% |
| | 組織再編関連（※3） | 8 | 0 | 8 | 0% |
| | 買収防衛策の導入・更新・廃止 | 0 | 5 | 5 | 100% |
| | その他 資本政策に関する議案（※4） | 2 | 0 | 2 | 0% |
| 定款に関する議案 | | 115 | 2 | 117 | 2% |
| その他の議案 | | 0 | 0 | 0 | 0% |
| 合　計 | | 4,593 | 1,174 | 5,767 | 20% |

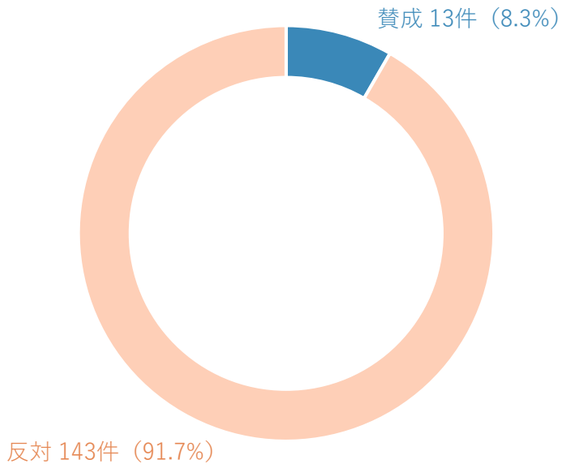
（※1）1候補者につき1議案として集計

（※2）役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等

（※3）合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

（※4）自己株式取得・償却、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

### 株主提出議案に対する議決権行使件数




株主提出議案については、会社提案の取締役の選任議案で反対した取締役候補の再任を反対する議案、相談役及び顧問等の廃止を定款に加えることを提案する議案、法令違反等該当企業において再任議案のなかった取締役の解任を提案する議案に賛成しました。

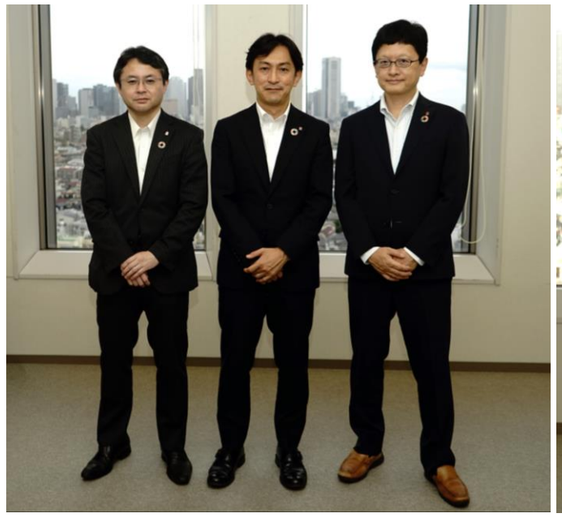
主な反対理由

| | |
|---|---|
| 取締役の選解任 | 主に業績に関する基準、総還元・配当性向に関する基準、不祥事に関する基準、独立社外取締役の人数・割合に関する基準、独立性に関する基準、独立社外取締役以外の増員に関する基準に該当する場合に反対しました。 |
| 監査役の選解任 | 独立性に関する基準、不祥事に関する基準、監査役の減員に関する基準に該当する場合に反対しました。 |
| 役員報酬 | 業績に関する基準、不祥事に関する基準、付与条件に関する基準、支給対象者に関する基準に該当する場合に反対しました。 |
| 退任役員の退職慰労金の支給 | 支給金額開示に関する基準、支給対象者に関する基準に該当する場合に反対しました。 |
| 剰余金の処分 | 総還元・配当性向に関する基準に該当する場合に反対しました。 |
| 買収防衛策の導入・更新・廃止 | 企業価値の向上につながると判断できる合理的な説明がないと判断し、全件反対しました。 |

議決権行使に係る意思決定プロセスの可視性を高めることを目的に、株主総会における国内株式議決権行使について、議決権行使ガイドラインの具体的な判断基準、個別企業・個別議案毎の議決権行使結果および賛否理由を当社ホームページに公表しています。また、個別の賛否理由について、利用者のデータ利活用の利便性を考慮し、2023年4月～6月の株主総会分からEXCELによる開示も実施しています。

＜国内株式株主議決権行使ガイドライン＞

＜国内株式議決権行使状況＞



金融セクターチーム、及び建設・不動産・運輸（含む住宅設備）セクターチーム

## 4　議決権行使とエンゲージメントの一体的運用

議決権行使指図を起案するにあたり、議決権行使ガイドラインで原則反対と判断される議案であっても、形式的に判断するのではなく、事前の企業調査やエンゲージメント、必要に応じた電話等の手段による確認などを踏まえて議案内容を検証し、企業の課題改善や企業価値向上につながるものであると判断できる場合には、ガイドラインと異なる判断を行うことがあります。

また、会社提案議案に反対した投資先企業については、これまでの状況や今後の見通しを勘案した上で当該企業とのエンゲージメントを実施し、議案に対する反対理由を説明するとともにその改善を促す取組みを行います。

## 議決権行使とエンゲージメントの一体的運用の事例

### 事例1　金融機関

**【対話以前の議決権行使判断】**

当社の議決権行使ガイドラインでは、政策保有株式の保有額が純資産の20％以上である場合、代表取締役の再任議案に原則として反対、指名委員会等設置会社においては、指名委員である取締役の再任議案に原則として反対することとしています。2022年の株主総会の取締役選任議案では、政策保有株式の保有額が基準を上回ったことから、指名委員である取締役の再任議案に反対しました。

**【対話の概要】**

担当アナリストが対話において、上記の議決権行使判断の結果をフィードバックするとともに、資本効率の低下や議決権の空洞化を招く恐れがあることから、取得原価ベースで2022年度から2025年度にかけて年200億円程度の縮減としている現行の計画を着実に実践し、政策保有株式を純資産の20％未満にする道筋をつけることを要求しました。

**【対話の成果】**

2022年度の政策保有株式の縮減額は220億円（取得原価ベース）となりました。2020年度から2022年度の前計画は1年前倒しの2年で達成され、現行計画の初年度も計画を上回るペースで縮減が進んでおり、2020年代中頃に純資産の20%未満まで縮減が進むことが可能と判断しました。それを受けて、2023年の株主総会議案では、指名委員である取締役の再任議案に全件賛成としました。

今後も、政策保有株式の縮減状況を確認するとともに、20％未満を目標とする削減計画の明示に向けて、継続的な対話を行っていきます。

### 事例2　住宅設備メーカー

**【議決権行使ガイドラインの原則的な行使判断】**

同社は社内取締役を増員する取締役選任議案を提出しました。当社の議決権行使ガイドラインでは、独立性のある社外取締役以外の増員について明確な理由の説明がない場合、原則として代表取締役の再任議案に反対することとしています。

**【対話の概要】**

担当アナリストが議決権行使の起案に先立ち、社内取締役の増員について会社側と対話を実施しました。社内取締役の増員理由は、中期経営計画の達成に向けて現状の社内取締役3名体制では不十分であると判断し、2名を増員するというものでした。増員となる2名は、それぞれ営業企画、海外事業などのマネジメントスキルを有しており、中期経営計画の戦略である「企業体質の変革（一般消費者向けビジネス強化）」、「事業規模拡大（海外事業拡大）」の推進に必要な取締役であることを確認しました。

**【対話内容を踏まえた定性的な議決権行使結果】**

社内取締役の増員に関して明確かつ合理的な理由が説明された他、2021年株主総会以降退職等により社内取締役が2名減員となっていたこと、独立社外取締役が2名増員されることも考慮し、代表取締役の再任議案に賛成としました。

一方で、議決権行使の後に取締役全員（代表取締役や社外取締役を含む）に書簡を送付し、さらなる社内取締役の増員は取締役会の監督機能を低下させる恐れがあることから行わないよう要望しました。

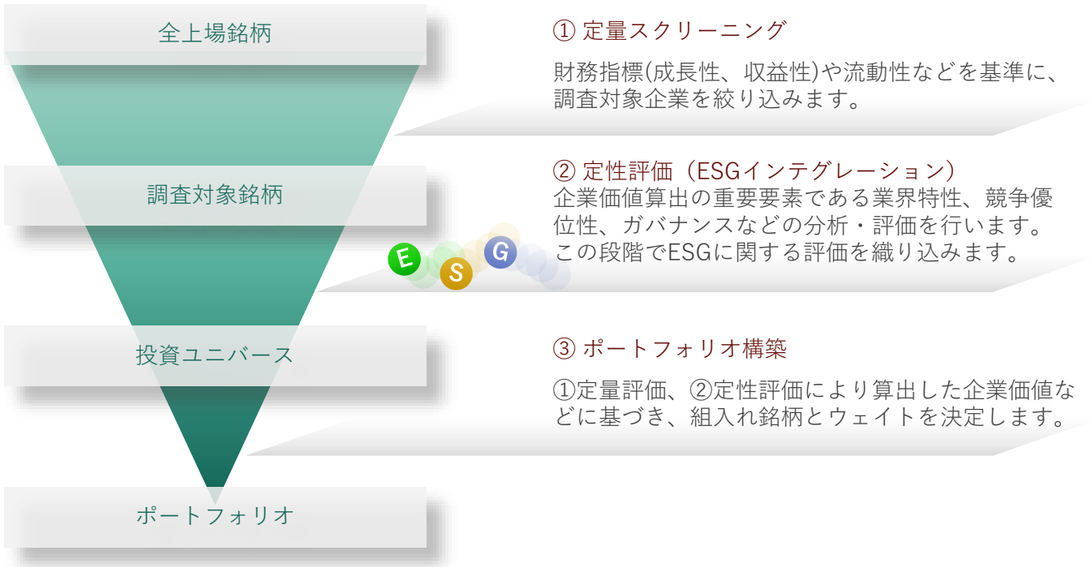
今後も、ガバナンス体制の強化のために、継続的な対話を行っていきます。

# V ESGインテグレーション

## 1　ESGインテグレーションの基本スタンス

当社では、サステナビリティの考慮に当たって、ESGに関する評価が高ければ、企業価値の持続的な成長（収益機会）につながる一方、低ければ企業価値を毀損（リスク）する可能性が高まると見られることから、受託資産の運用においては、投資先企業の財務情報だけではなく、重要なESG要素に関する企業の取組み等非財務情報を評価し、個別企業調査と投資意思決定のプロセスに組み込むこと（ESGインテグレーション）が、投資リターンの向上につながると考えています。

運用プロセスとESGインテグレーション

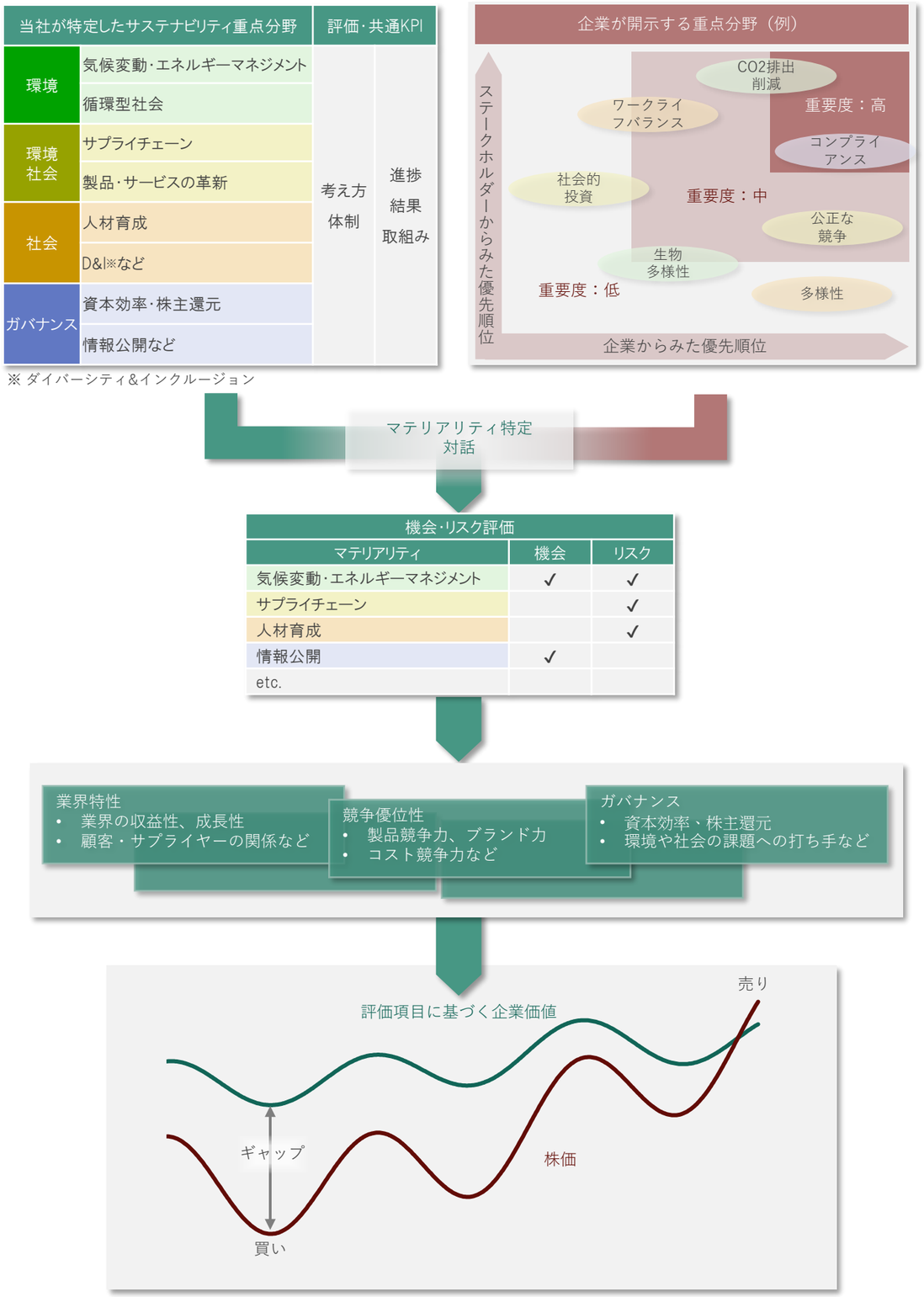



## 2　国内株式アクティブ運用におけるESGインテグレーション

ESG要素の評価においては、当社が特定したサステナビリティ重点分野、企業（特有）の開示情報等を基にマテリアリティを特定し、対話の内容も考慮してマテリアリティ毎に機会とリスクの評価を行います。継続的な対話による投資先企業に対する理解の進展や企業の取組み状況の改善を受けて、評価のアップデートを適宜行います。

当社では、業界特性、競争優位性、ガバナンスなどの評価項目に基づき、企業価値を算出しています。この段階でESGに関する評価を織り込みます。企業価値に対して割安な水準で株式を組み入れ、価値と価格のギャップ解消などによる株価上昇を狙います。

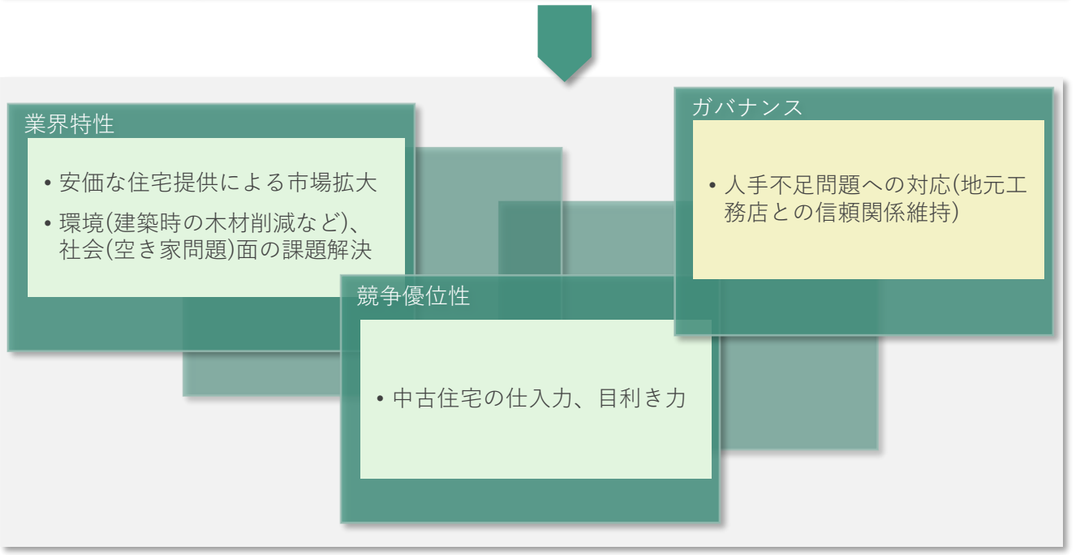
ESGインテグレーションの概略図



### ESGインテグレーションの事例（中古住宅再生販売）

中古住宅の再生販売を行うA社について、循環型社会、地域社会への貢献、サプライチェーンなどをマテリアリティとして特定し、各項目に関する機会やリスクの評価を行いました。それらを、業界特性、競争優位性、ガバナンスなどの定性評価の段階で織り込んでいます。

| マテリアリティ | 具体的内容 | 社会貢献度 | 機会 | リスク |
|---|---|---|---|---|
| 循環型社会 | • 中古住宅の需要拡大 | • 建築時の木材削減、既存住宅の廃棄物削減<br>• 安価な住宅の提供 | ✓ | |
| 地域社会への貢献 | • 地方の既存住宅の有効活用 | • 空き家問題の解決<br>• 地方経済の活性化 | ✓ | |
| サプライチェーン | • 中古リフォーム工事の人材確保 | • 地方での雇用創出 | | ✓ |
| etc. | | | | |




## ESGインテグレーションの進化について

2021年に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、特にプライム市場上場会社に気候変動にかかるリスク及び収益機会が与える影響について、TCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示を求めています。今年2023年は改正開示内閣府令により、有価証券報告書でサステナビリティに関する考え方及び取組み、多様性に関する情報（女性管理職比率、男性の育児休業取得率、男女間賃金格差）、コーポレートガバナンスに関する情報開示が行われています。さらに2024年には欧州で企業サステナビリティ報告指令（CSRD）が適用され、６つの環境目標関連事項を含むEUタクソノミーの適合情報が開示される予定となっています。

このように企業のサステナビリティ情報開示が進む中で、これから投資家に求められることは、市場にあふれ出てくる情報を、数字とロジックで中長期的な企業価値分析に落とし込んでいく能力ではないかと思います。例えば炭素排出量という情報については、環境配慮型製品による$CO_2$排出削減貢献量をどう織り込むかが重要です。男女間賃金格差についても、業種であり、本社・工場の人員構成であり、従業員の人口動態などを考慮しなければ、意味を持つ情報というよりも単なる数値でしかありません。

この数年、私たちが開示情報をもとに人的資本経営と企業価値の因果関係をテーマに対話を重ねた企業では、様々な取組みがどのような経路を通ってアウトプットやアウトカムを生み出し、財務価値に反映していくか示すロジックモデルを開示しました。また有形資産よりも人的資本への投資の方がリターンが高いという数値も開示され、財務と非財務情報のインテグレーションを進めることができています。

今後はサステナビリティ情報がますますあふれる中で、投資家は企業から開示される情報を受け止め、企業価値分析の上でどのような情報が必要なのかを、数字とロジックで投げ返すという対話のキャッチボールの過程で、インテグレーションを進めていくことが重要であると考えています。

ESG運用部長

速水 禎

【コラム】

# PRIリーダーズグループに選定されたミローバ社の「グローバル・サステナブル株式運用」

## 将来へのトランジション～持続可能な社会のために～

**運用目標**

将来の世界を形成する４つの長期的なトレンドに伴う課題に解決策を提供できる企業へ投資し、中長期的な運用成果の向上とサステナブルな社会の実現に貢献することを目指します。

**ミローバの投資哲学**

**ミローバの投資哲学は、人口動態、環境、テクノロジー、ガバナンスの４つの大きなトランジション（移行）が世界経済を形作るという考え方に基づいています。**ミローバでは、長期的なトレンドに支えられた成長機会と、サステナビリティに無関心な行動に関連するリスクについて、**市場が過小評価していると考え、**世界の経済や社会の在り方を大きく変化させると予想されるこれらのトランジションにソリューションを提供し、あるいはその恩恵を受けることができる企業に投資します。

### 投資戦略を特徴づけるポイント

### 変化する世界における４つのトランジション

４つの長期的なトレンドにより世界は変貌しつつあります。１０年後に新たな生活様式を確立させるような、４つのトレンドから大きな恩恵を受けると予想される企業に投資します。

私たちの世界を再形成する主要な変遷

| 人口動態 | 環境 | テクノロジー | ガバナンス |
|---|---|---|---|
| 高齢化<br>都市化<br>中産層の増加<br>生活の質 | 低炭素経済<br>資源の効率的利用<br>生物多様性 | データの急増とAI<br>自動化<br>クラウド化と<br>デジタル化 | イノベーションと<br>適応<br>公平性<br>インフラストラクチャー |

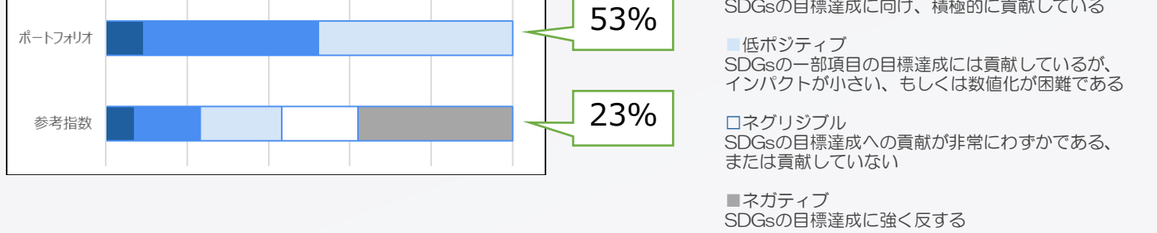
### SDGsに沿ったESG評価アプローチ

ESG分析では、環境・社会の観点から６つの項目に分類し、SDGｓ目標達成に向けたインパクトとリスク（ガバナンス面の評価も含む）の両面から評価します。

| ６つの項目 | | | SDGsの対応項目 |
|---|---|---|---|
| 環境 | 気候の安定 | 温室効果ガスの排出を制限し、世界の気温上昇を２℃未満に安定化させる | 9, 13 |
| | 生物多様性 | 自然と人間のために、望ましい自然環境を維持 | 6, 11, 12, 14, 15 |
| | サーキュラー・エコノミー | 天然資源の効率的利用による資源保全 | 12 |
| 社会 | 社会経済的発展 | 基本的なサービスへのアクセス、地域振興へのサポート、職場における人材開発の推進等 | 1, 2, 6, 7, 8, 10 |
| | 健康とウェルビーイング | 安全・健康的な生活環境の推進、質の高い教育の推進 | 3, 4, 11, 16 |
| | 多様性とインクルージョン | インクルーシブ・ソリューションの提供、全ての人への公平な労働環境の推進 | 5, 10 |

【評価アプローチとインパクト】
SDGｓに紐づいた６つの項目について、高ポジティブ～ネガティブまでの５段階で評価を付与し、ＳＤＧｓの目標達成に向けてポジティブと評価される、高・中・低ポジティブの企業が投資対象となります。

※ご参考　ESG評価の内訳(2023年6月末)




※参考指数はMSCI KOKUSAI INDEX（ドルベース）です。（以下同様）
※上記グラフにおける参考指数は、INDEX構成銘柄のうち、ミローバ社がカバーしている銘柄（ミローバ・カバー率99%）の内訳を示しています。

## パリ協定における2℃未満の地球温暖化シナリオに連携させたポートフォリオ構築

2015年にカーボンフォー社と共同開発した温室効果ガス測定方法を通じて、企業の脱炭素戦略に対する定性分析も勘案して、パリ協定における２℃未満の地球温暖化シナリオに連携させたポートフォリオを構築します。

【気候温暖化へのインパクト】
ミローバのポートフォリオは、参考指数の半分以下のCO2排出量にとどまる一方、CO2削減量は参考指数の２倍程度あり、排出量ネットネットゼロに向けて、大きく寄与します。ポートフォリオでは2℃未満の温暖化につながる社会への投資を行っていることになります。

| （単位：トン、2023年6月末） | ポートフォリオ 2℃未満 | 参考指数 3.0-3.5℃ |
|---|---|---|
| 投資先の$CO_2$排出量（投資金額100万ユーロあたりの$CO_2$） | 58.6 | 123.3 |
| 投資先の$CO_2$削減量（投資金額100万ユーロあたりの$CO_2$） | 15.8 | 7.1 |
| ミローバ・カバー率 | 100% | 98% |

※左表の分析はミローバ社とカーボン4社が共同開発したカーボン・インパクト分析（CIA）に基づく推計データによるものです。
※左表における投資先のCO2排出量とは、対象企業の製品、サービス等の全ライフサイクルを考慮した排出量を分析・計測したものです。
※投資先のCO2削減量とは、対象企業の製品、サービス等（エネルギー使用）の効率化による削減効果や各種グリーン・インパクトによる削減効果を分析・計測したものです。
※カーボンフォー社は環境課題の評価・分析を専業とするコンサルティング会社であり、気候変動へ積極的に取り組むフランスの金融機関などと共同で分析手法を開発しています。

### 2022年新規投資先の紹介　アグコ

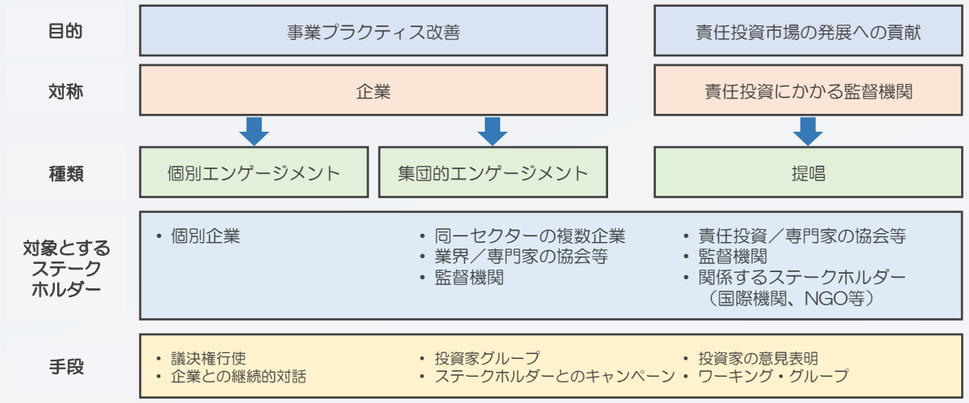
トランジション：環境　　貢献分野：製品・サービスを通じて農作業を変革
（会社概要）
農業機械および関連部品等の製造・販売業。
アグコは精密機械を用いた農業を通じて、サステナビリティ目標に貢献しています。同社は投資リスクを制限しながら、農業従事者がデジタル技術を導入しやすくするサービスを提供しており、これにより農薬散布への依存を減らし、農家の生活向上が可能となります。また、精密植栽ソリューションや土壌分析などにより、農業の資源効率や生物多様性の向上を支えています。
（評価）　ＥＳＧ評価：低ポジティブ
ミローバでは、持続可能な農業の実践など、様々な汚染の緩和やこれらの課題解決に貢献する企業を評価しています。
アグコは、小型トラクターをはじめとするトラクターや交換部品の提供により、土壌圧縮を軽減しています。また、穀物と豆類の混作を支援し、化学肥料への依存を抑えて、土壌の回復力を高める精密農業ソリューションなどの農業ツールからも収益を得ています。また、商品加工装置では、ポストハーベスト殺虫剤の使用削減に役立つ穀物処理装置を提供しています。アグコの事業ポートフォリオは持続可能な農業だけに特化しているわけではないため、温室効果ガスの排出、農薬散布等による生物多様性の喪失など、従来型の農業による環境への悪影響にさらされる可能性があります。そこで、研究開発の強化による新製品の開発、農家へのトレーニング等を通じてこれらのリスクを軽減しています。

## エンゲージメント

エンゲージメントでは、すべてのステークホルダーに利益をもたらす長期的成長のため、ポジティブなインパクトを生み出し、サステナブルな発展を促進することを目指します。

### エンゲージメントのアプローチ

エンゲージメントのアプローチに基づき、投資先企業等へのエンゲージメント活動に取り組みます。




投資先企業とは、エンゲージメントの優先事項について共有化しています。

### エンゲージメント活動の事例：ザイレム

【テーマ】　経営管理レベルを含む多様性政策の推進
【事業内容】水循環全体にわたる製品の設計、製造、販売
ザイレムの女性執行役員の割合は20%ですが、同社グローバル全体の労働力では女性が25%となっており、女性労働者が限られているとはいえ、女性がもっと高いポジションにつける余地を示しています。ミローバは、意欲的なダイバーシティ&インクルージョン（D&I）政策実践を促進するために、社内実務に関するより多くの情報をもとに同社と対話を開始しました。ザイレムは、D&Iスコアカードの開発を含むいくつかのベスト・プラクティスを実施しており、このスコアカードでは、定期的に進捗状況が追跡され、経営陣がその説明責任を負っています。また、600人の従業員にインクルーシブ・リーダーシップ・ワークショップを行っています。また2022年には、1400人の従業員にアンコンシャス・バイアスに関するトレーニングを行いました。ミローバは、男女給与ギャップ開示への期待や、潜在的な不公平に対処するための行動計画など、建設的なフィードバックを行いました。さらに、女性の社内昇進、女性従業員の離職率、出産後の復職率など、D&I KPIに関する透明性の更なる向上を期待しています。

**サステナブル投資のパイオニア　ミローバについて**

- ミローバは当社が提携しているナティクシス・インベストメント・マネージャーズ・エルシー傘下の運用会社です。
- 1984年に前身であるオストラム社の運用チームの１つとしてサステナブル投資を開始し、同分野に特化した運用会社として高い評価を得ており、PRIリーダーズグループに選定されています。
- 運用資産額は約325億米ドル（2023年6月）となっています。

# Ⅵ TCFDに基づく気候関連情報開示

当社は、受託資産の持続的な価値向上を図りつつ、投資家としての社会的責任を果たすため、環境（E）・社会（S）・コーポレートガバナンス（G）にかかわる課題を適切に考慮した投資活動を行います。その中で、サステナビリティを考慮したエンゲージメント活動や議決権行使を実施します。これらの活動を強化する一貫として、当社ではサステナビリティ重点分野を定め、とりわけ気候変動は投資先企業に対して長期的に不可逆的な影響を及ぼすと認識しており、重点分野の一つとして位置付けています。

こうした考えから、当社は2019年11月に気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD:Task Force on Climate-related Financial Disclosures）への賛同を表明しています。

以下では、TCFDが推奨する枠組みに沿って、運用資産や投資先企業の気候変動にかかわるリスクや機会について、当社の取組みを説明します。

## 1　ガバナンス

### ■経営の役割と取締役会の監督

当社は、気候変動にかかわるリスクと機会を評価、管理するため、次の体制を構築しています。

チーフ・インベストメント・オフィサーを委員長とする責任投資委員会において、気候関連を含む責任投資、スチュワードシップ責任にかかわる基本方針等を協議のうえ決定します。責任投資委員会では、これらの方針に基づく資産運用担当部門における気候変動に関する取組みの実行状況、運用資産のGHG（温室効果ガス）排出量関連指標やシナリオ分析などの分析データ等に関する報告を通じて、気候関連リスクと機会について評価、管理を行っています。責任投資委員会における決定事項は、コンプライアンス・オフィサーを委員長とし、社外の第三者が過半を構成する責任投資監督委員会が検証し、監督します。

責任投資委員会および責任投資監督委員会での協議・決定・検証事項等については、取締役会・経営会議に報告し、取締役会が気候変動に関するリスクと機会への取組み状況を監督する体制としています。

## 2　戦略

### ■運用戦略と運用資産の気候変動にかかわるリスク・機会

当社は、運用戦略において財務情報だけではなく、ESG課題に関する取組みなど非財務情報を調査・分析することにより、投資先企業の本質的な企業価値を適正に評価することが付加価値の源泉になると考えています。とりわけ気候変動については、当社が特定するサステナビリティ重点分野の一つであり、ESG課題の中でも特に重要な課題と認識しています。これを運用戦略に取り込むプロセスとして、資産運用担当部門のファンドマネージャー、アナリストは、投資先企業の気候変動にかかわるリスク、機会について中長期的な業績に与える影響等を分析し、企業価値評価に反映します。特に、投資先企業が気候関連を含むESG課題への取組みを経営戦略にどのように統合しているか、その整合性に焦点をあてています。

また、投資先企業の企業価値に中長期に影響を与えるリスク・機会について、44ページ上段の項目に着目しています。

### ■ポートフォリオのレジリエンス（シナリオ分析）

当社は、Institutional Shareholder Services社(ISS社)の分析データ使用し、ポートフォリオ毎に気候関連のシナリオ分析を行い、レジリエンスの状況を確認しています。詳しくは47ページをご覧ください。

| リスク | 機会 |
|---|---|
| • 脱炭素化、カーボンプライシングの導入等気候変動に係る規制強化、などに伴う環境対応コストの増加<br>• エネルギーコストの上昇、市場競争力の低下など持続可能性に対するリスク<br>• エネルギー消費の適切な管理が行われないことによる企業イメージの低下<br>• ＤＸ、クラウド化等の進展に伴うITインフラを通した電力使用量の増大リスク | • 原材料・製品の輸送に伴う環境負荷を適切に管理することによるGHG排出量や燃料費の削減、サプライチェーンの強化<br>• 環境に配慮したITソリューション、クラウドサービス導入推進、コンサルティングサービスの提供<br>• 省エネなど環境負荷低減に対応する製品の提供による事業機会の獲得、企業ブランドの向上 |

## 3　リスク管理

### ■気候関連リスクを特定、評価、管理するプロセス

当社は、投資先企業の気候変動リスクを特定し、評価、管理するためには、開示情報の分析に加え、投資先企業とのエンゲージメントが重要であると考えます。

エンゲージメントでは、TCFDの開示フレームワークを用いた掘り下げた対話を行うことにより、投資先企業の財務へ潜在的な影響を与える移行リスクや物理的リスク、機会の把握に努めるとともに、企業の抱える課題の改善を促しています。エンゲージメントに際しては、投資先企業のGHG排出量、GHG吸収量、TCFD提言に基づく情報開示の状況や、環境配慮型製品・サービスの売上高の割合等をKPIに設定し、成果につながる対話を実施します。また、エンゲージメントの進捗状況は、投資先企業毎に５段階のマイルストーンを定め、これにより進捗管理を行います。

定量面では、ポートフォリオの気候関連リスクについて、ISS社の分析ツールを使用して、GHG排出量関連指標や地域別の物理リスクの状況を算出しています。なお、ポートフォリオのリスクの評価においては、将来炭素税が導入された場合、企業への財務的インパクトおよびポートフォリオへの影響を把握するために適した指標として、GHG排出量関連指標のうち加重平均炭素強度を重視してモニタリングを行っています。

気候変動にかかわるエンゲージメントの実施状況やポートフォリオの気候関連リスクの状況は、責任投資委員会でモニタリングを行い、その内容を取締役会へ報告しています。

## 4　指標と目標

当社は、気候関連のリスクと機会を評価し、管理するための指標として、ポートフォリオ※のGHG総排出量、カーボンフットプリント、加重平均炭素強度を算出し、ベンチマークとの比較や、シナリオ分析・物理的リスク分析を行っています。2023年3月末の状況は、「ポートフォリオの気候関連リスクの状況」をご覧ください。

※国内株式、外国株式（外部委託を含む）を対象

# ポートフォリオの気候関連リスクの状況

## ■ポートフォリオのGHG排出量関連指標

国内株式、外国株式を対象に、ＧＨＧ排出量関連指標をＩＳＳ社の分析ツールを使用して算出し、ベンチマークとの比較等により評価しています。当社の株式ポートフォリオは、運用資産残高１単位あたりのＧＨＧ排出量であるカーボンフットプリント、投資先企業の売上規模に対するＧＨＧ排出量を示す加重平均炭素強度ともに、ベンチマークより低い水準となっています。ただし、国内株式のスコープ３を含めたGHG総排出量は、エネルギープラント事業からのスコープ３排出量が大きい一部銘柄の影響から、ベンチマークを上回る結果となっています。

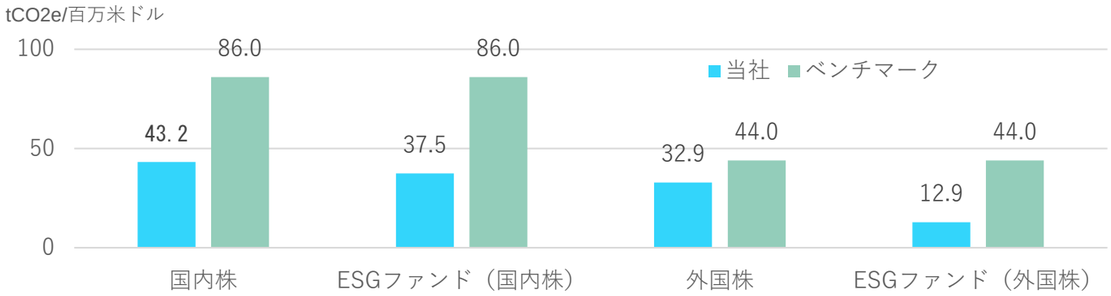
当社が重視する加重平均炭素強度について、業種別の構成は46ページのグラフのとおりです。国内株式では、エネルギー、一般消費財の比率が高い一方、炭素強度の高い公益事業の割合が低水準となっています。外国株式については、資本財・サービスの比率が高くなっています。また、外国株式のうちESGファンドは、炭素強度において公益事業の割合が大きいポートフォリオとなっています。これらの状況を踏まえ、将来的な移行リスク、物理的リスクの状況をシナリオ分析等で確認しています。

GHG総排出量

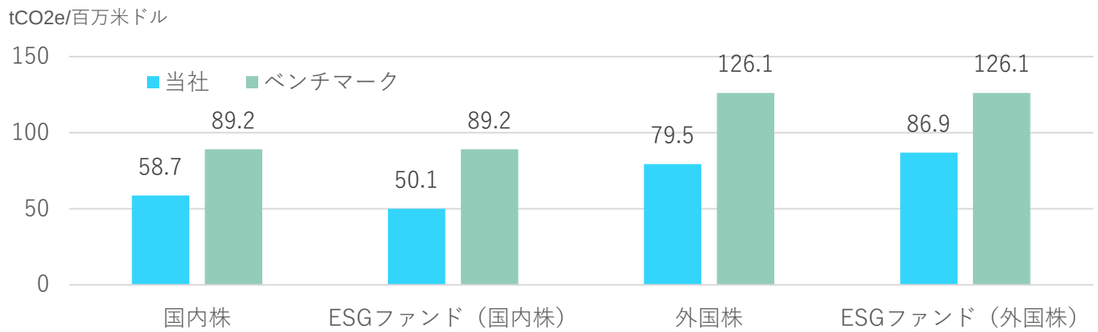
| | スコープ１＋２(tCO2e) | | スコープ１～３(tCO2e) | |
|---|---|---|---|---|
| | 当社 | ベンチマーク比 | 当社 | ベンチマーク比 |
| 国内株式 | 91,857 | 50.2% | 2,446,793 | 116.5% |
| うちESGファンド | 1,998 | 43.5% | 65,408 | 124.1% |
| 外国株式 | 54,530 | 74.9% | 606,014 | 83.2% |
| うちESGファンド | 770 | 29.3% | 8,019 | 30.5% |

※ベンチマークは国内株式はTOPX、外国株式はMSCI KOKUSAI
※外国株式は外部委託を含む

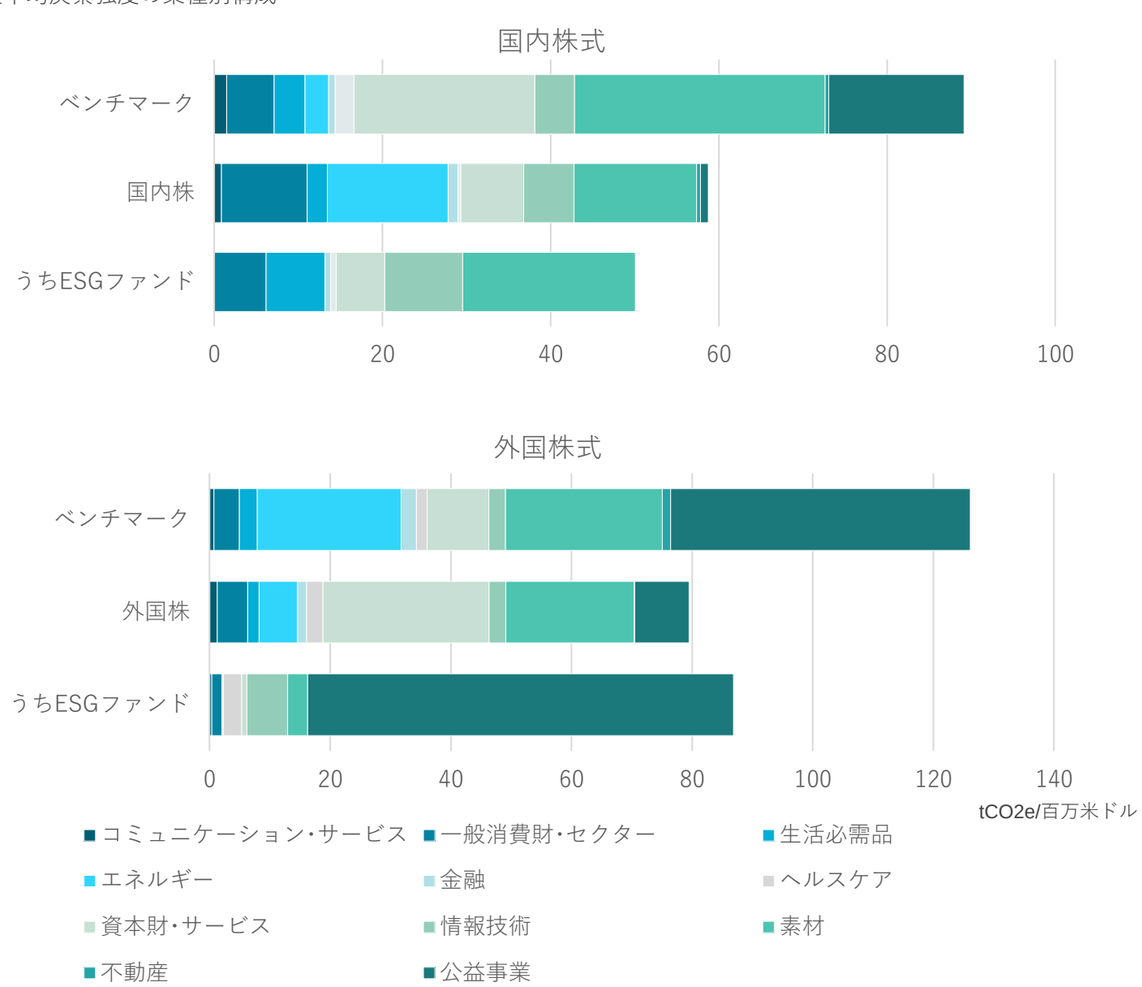
カーボンフットプリント（スコープ１＋２）




加重平均炭素強度（スコープ１＋２）




加重平均炭素強度の業種別構成




【GHG排出量関連指標の算定方法について】
ISS社の分析ツールを活用して算出、各指標の算定式は次のとおり

＜GHG総排出量＞
・ポートフォリオの投資先企業のGHG総排出量　（単位：tCO2e）

$$\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{株式投資残高}_i}{EVIC_i}\times\text{企業のスコープ1および2の}GHG\text{総排出量}_i\right)$$

$EVIC$ ＝ 現預金を含む企業価値

＜カーボンフットプリント＞
・GHG総排出量をポートフォリオの時価総額で割った数値（単位：tCO2e／百万ドル）

$$\frac{\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{株式投資残高}_i}{EVIC_i}\times\text{企業のスコープ1および2の}GHG\text{総排出量}_i\right)}{\text{ポートフォリオの時価総額（百万ドル）}}$$

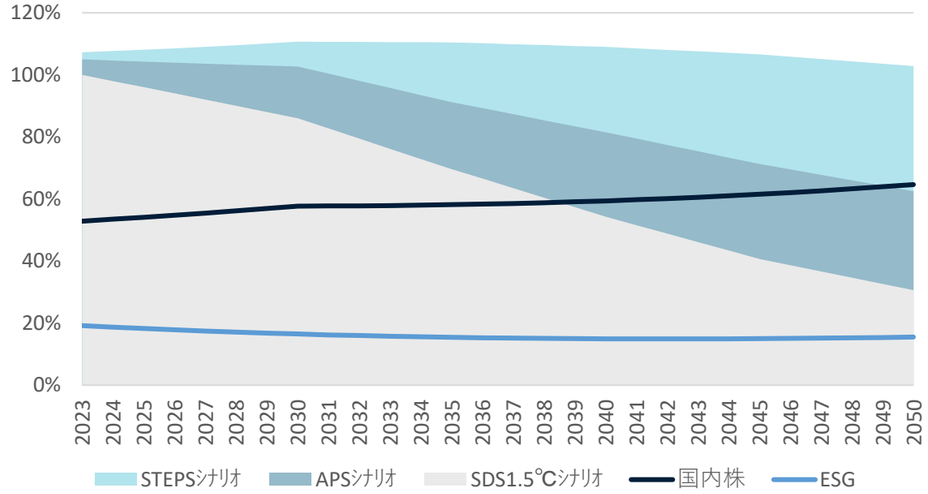
＜加重平均炭素強度の計算式＞
・ポートフォリオの各企業の売上高原単位を各企業のウェイトで加重平均した数値（単位：tCO2e／百万ドル）

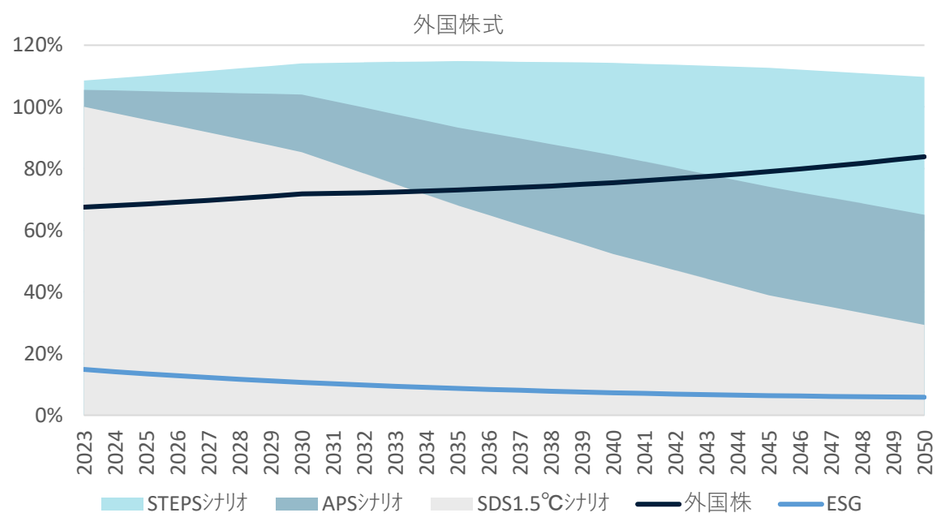
$$\sum_{n}^{i}\left(\frac{\text{株式投資残高}_i}{\text{ポートフォリオの時価総額}}\times\frac{\text{発行者のスコープ1および2の}GHG\text{総排出量}_i}{\text{発行者の売上高（百万ドル）}_i}\right)$$

## ■シナリオ分析

国内株式、外国株式ポートフォリオについて、ＩＳＳ社の分析ツールを使用し、国際エネルギー機関（ＩＥＡ）の「ＷＥＯ２１（World Energy Outlook2021）」の３つのシナリオに基づいて許容される炭素排出量とポートフォリオの将来予測炭素排出量との比較を行っています。これにより、低炭素社会への移行に向けて、ポートフォリオのレジリエンスの状況を確認します。

今世紀末の気温上昇を1.5°C以内に抑制するＳＤＳ(Sustainable Development Scenario)で許容される炭素排出量に対しては、国内株式、外国株式ともに2030年代に許容量を超えると推定されます。なお、ESGファンドにおいては、国内株式、外国株式ともに2050年までの期間でSDSに沿ったポートフォリオ構成となっています。このような気候変動リスクの状況を踏まえ、エンゲージメントによる働きかけをはじめ、気候変動の課題に対し適切な対応を図っていきます。



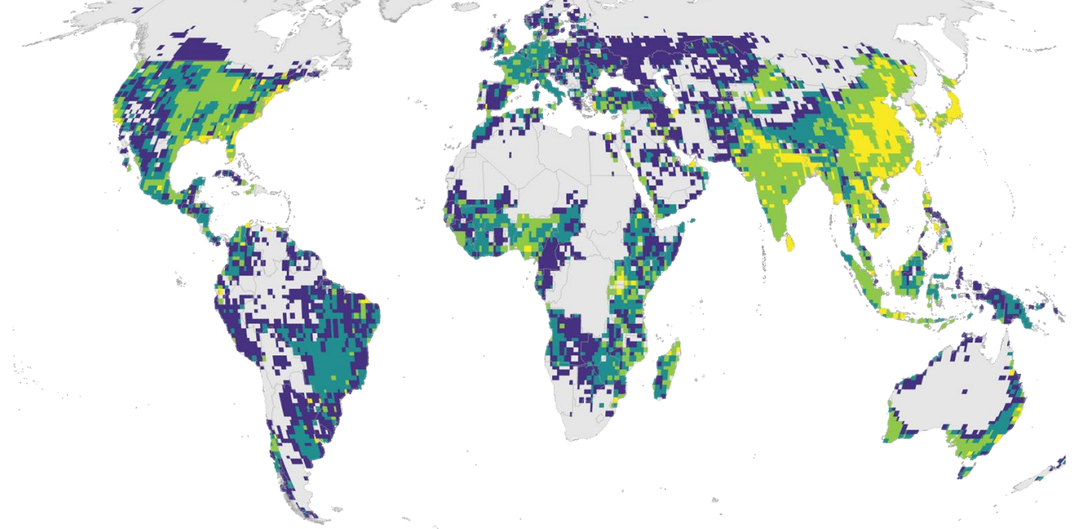




STEPS：公表政策シナリオ（今世紀末の温度上昇予想2.6°C以内）
APS：表明誓約シナリオ（今世紀末の温度上昇予想2.1°C以内）
SDS：持続可能な発展シナリオ（今世紀末の温度上昇予想1.5°C以内）

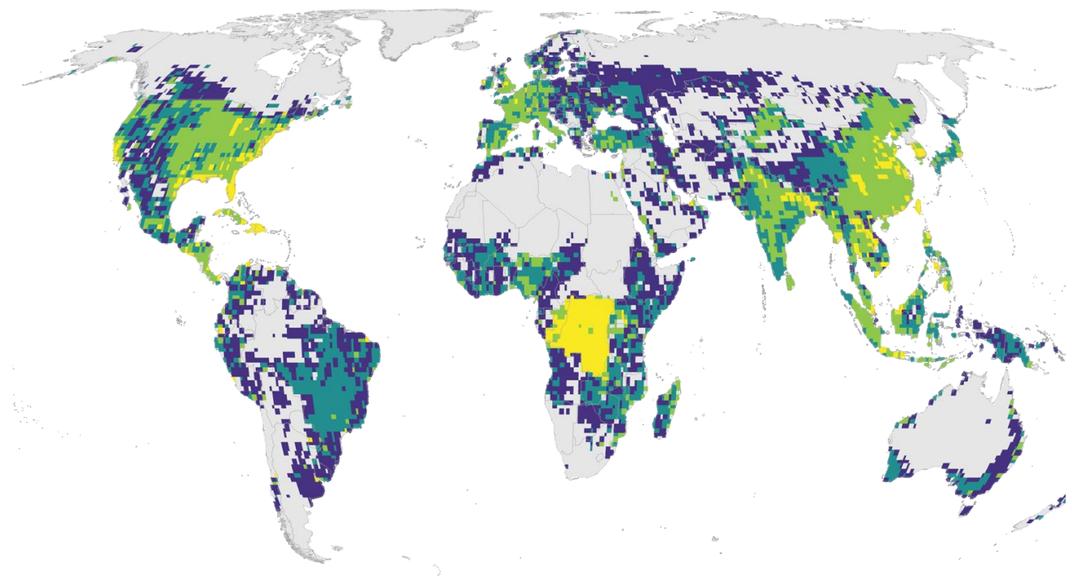
## ■地域別の物理的リスクの状況

国内株式・外国株式について、２０５０年までの地域別の物理的リスクの状況に関し、リスクが高い地域におけるポートフォリオのエクスポージャーの状況を確認しています。

国内株式



外国株式



最も高いリスク　高いリスク　中程度のリスク　軽いリスク　リスク無し

# Ⅶ 実力向上に向けた取組み

ファンドマネジャーおよびアナリストは、全ての投資対象企業に対して実施する重要課題に関するエンゲージメントや議決権行使結果のフィードバックを含む日々の調査活動の概要をスチュワードシップ活動記録に記載するとともに、課題ごとにその改善に向けた進捗状況を記録しています。

資産運用担当部門では、運用各部毎に週次で開催する運用ミーティングにおいてエンゲージメントの実施内容や課題改善事例に関する情報を共有することのほか、月次でスチュワードシップ活動記録および個別の詳細な活動レポートを活用してスチュワードシップ活動の実施状況や課題改善の進捗を管理しています。進捗管理の状況は、5段階のマイルストーン管理を行うための共通フォーマットに記録し、運用部門全体で好事例の情報を活用できるようにしています。

責任投資委員会においても、サステナビリティ重点分野の項目別対話件数・企業数・課題改善件数などの定量管理情報、資産運用担当部門からの活動報告などを基にエンゲージメント活動の実施状況を定期的にモニタリングし、スチュワードシップ活動の改善と活動体制の強化を推進しています。

2020年4月には、投資プロセスへのESGの活用、ESGにかかわる投資先企業とのエンゲージメントの強化および専門性の向上等の推進を目的として、ESGにかかわる専門組織を設置し、2021年4月には、さらにESGを活用した運用手法の一段の高度化を図るため、この組織と資産運用担当部門内のESG運用グループを統合しESG運用部を設立しました。当部には、当社のESG投資の先導役としての役割を担うため、ESG専任担当者を配置しています。ESG専任担当者は、資産運用担当部と緊密に連携して、全社的なESG投資、スチュワードシップ活動の高度化に向けた取組みを推進しています。

具体的なESG専任担当者の役割として、①サステナビリティを考慮したスチュワードシップ活動を組織的に推進するための基盤・ツール等の整備、②投資先企業とのエンゲージメントにおける担当ファンドマネジャーやアナリストとの協働、③ESGに関する制度・政策、個別企業のESG評価等にかかる調査、④社内関係部門を対象としたESG課題に関する実力向上及び啓蒙のための活動などが挙げられます。

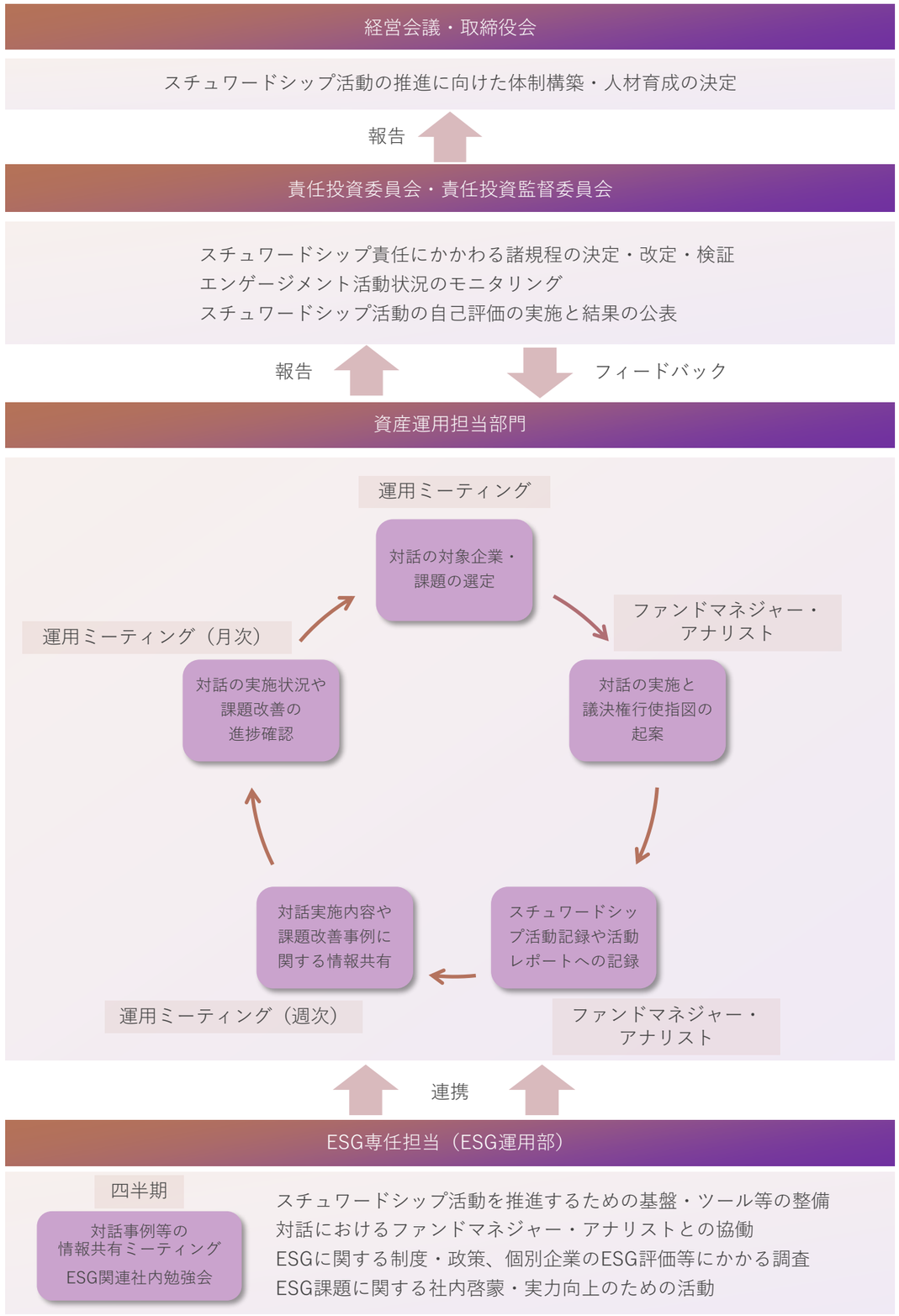
ファンドマネジャーおよびアナリストは、エンゲージメントの実践を積み重ねることに加え、週次・月次の運用ミーティングにおける対話の実施内容や課題改善事例に関する情報共有、ESG投資の最新事情等に関しての外部講師による勉強会などを通じて、スチュワードシップ活動を適切に行うための実力向上に努めています。

さらに、ESG専任担当者の主催により、運用部門横断での対話スキルの底上げや投資先企業の課題改善の促進等を目的とした「対話事例等の情報共有ミーティング」を定期的に開催しています。当ミーティングでは、実際の対話事例を題材にした詳細なプロセスや対話内容、対話の成果や担当アナリストの見解などの解説と対話力向上のためのディスカッション、ESG専任担当者によるエンゲージメントの実践に役立つESG関連の知識向上のための勉強会などを実施しています（当ミーティングで情報共有した対話の事例研究を53ページから紹介しています）。なお、直近に実施したESG関連の社内勉強会のテーマは下記の通りです。

【ESG関連社内勉強会のテーマ】2022年4月～

1　人材版伊藤レポート2.0
2　サステナビリティ重点分野におけるインパクト・KPI
3　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
4　伊藤レポート3.0・価値協創ガイダンス2.0
5　知財・無形資産ガバナンスガイドラインVer.2.0
6　ISSBサステナビリティ開示基準（IFRS S1号、S2号）

## スチュワードシップ活動実施におけるPDCAサイクル



2019年11月に、サステナビリティをめぐる環境・社会課題の解決において気候変動リスクの重要性が高まる中、ESGに関する取組み強化やグローバル動向の情報交換等を目的として、TCFD（気候変動関連財務情報開示タスクフォース）への賛同を表明するとともに、TCFDコンソーシアムへも入会しました。

それ以降、「グリーン投資の促進に向けた気候関連情報活用ガイダンス（グリーン投資ガイダンス）」等を参考に、気候変動をテーマとしたエンゲージメント実績を積み上げています。また、TCFD提言に基づく開示に関して事業会社と運用会社の実務者との間で意見交換を行う同コンソーシアム主催のラウンドテーブルにESG専任担当者等が参加し、事業会社が抱える悩みや今後のスタンス、投資家から事業会社に対する要望、運用会社の取組み状況等について議論することにより、エンゲージメントのスキル向上に努めています。

また、TCFDが運用機関に推奨する「ガバナンス」「戦略」「リスクマネジメント」「指標と目標」の開示に向けて、ポートフォリオの気候関連リスクを分析するツールとして、外部ベンダーのGHG（温室効果ガス）排出量等気候関連指標分析ツールを導入するなど、社内体制整備を図っています。当社が特に重要なサステナビリティ課題に設定する気候変動・エネルギーマネジメントをテーマとした対話の実施にあたって、同ツールを活用し、セクター毎の企業間定量比較分析を行う等、投資先企業の気候関連リスクと機会の把握に努めています。その上で、投資先企業に課題改善の対応を促すとともに、対話の内容を踏まえて投資先企業の評価を行っています。

2021年度以降、社内共有のサステナビリティ重点分野を特定したことにより投資先企業毎のより細分化されたESG課題の設定と実効性の高いエンゲージメントを行うことが可能となったことから、環境・社会課題をテーマとする対話を積極的に実践しています。

2022年度は、気候変動・エネルギーマネジメント、人的資本経営（人材育成、ダイバーシティ&インクルージョン、健康と安全）等に関して、前年度までにマテリアリティに対する深い理解や解決すべき課題の提示を行った投資先企業と課題の改善の促進を図るための継続的対話に加え、前述の実力向上の一連の取組みにより蓄積した知見や経験を基に対話テーマの領域を拡大し、人権尊重を含むサプライチェーンをテーマとした課題の設定・提示を行う対話なども積極的に実施しました。

また、「対話事例等の情報共有ミーティング」やESG関連社内勉強会などの場では、エンゲージメント活動の実践に役立つタイムリーなESG関連情報の共有や対話の好事例を定期的にアップデートしており、その成果は投資先企業が課題の改善に到達した件数の飛躍的な増加などにつながっています。

今後も、スチュワードシップ活動推進の体制強化を図るとともに、投資先企業に対して有効に機能した対話事例や課題改善事例を積み重ね、サステナビリティ重点分野に関連した社内研修やESGに関する勉強会、外部情報サービスの活用等により得られた知見を共有することなどを通じて、実力の向上に努めます。

対話事例等の情報共有ミーティング

# 対話事例等の情報共有ミーティング

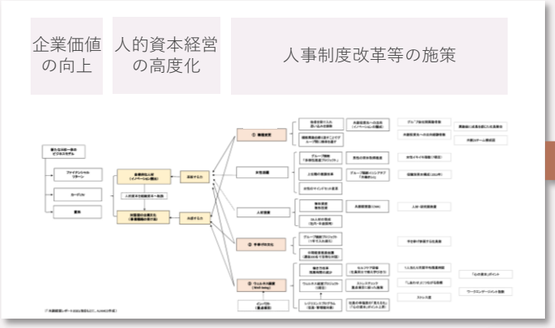
## 小売・フィンテック企業

**課題**

独創的な人的資本経営の取組みについて、企業価値に結び付いているのかが不透明。

**会社との対話**

人的資本経営と企業価値の因果関係を示したモデルを提示。人的資本経営の取組みがどのように企業価値向上につながっているのかについて開示することを要望しました。




**対話の成果**

会社側が考える因果関係や、過去5年間の人的資本投資のIRRが開示されました。

## 対話事例等の情報共有ミーティング

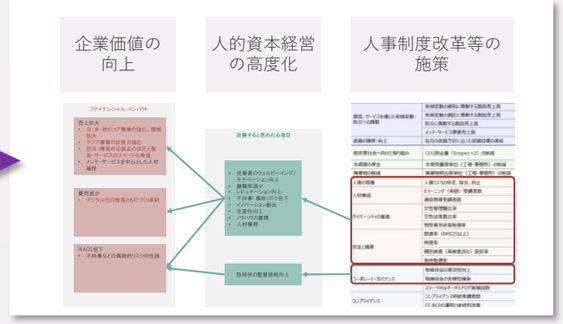
## 建設資材メーカー

**課題**

中間管理職や現場従業員が、人的資本経営を推進する意義を十分に理解していない。

**会社との対話**

小売・フィンテック企業の事例をもとに、人的資本経営と企業価値の因果関係を示したモデルを提示。モデルを参考に、人的資本経営を推進する意義を広めるように要望しました。




**対話の成果**

社長と従業員の座談会を実施するなど、人的資本経営の理解に向けた取組みが進展していることを確認しました。

### 小売・フィンテック企業の対話事例

同社はサステナビリティ経営の先進企業ですが、独創的な人的資本経営の取組みが企業価値に結び付いているのかが不透明なため、同社の取組みが十分に株価に反映されていませんでした。そこで、Chief Well-being Officerである女性の社内取締役と対話し、同社のウェルビーイング経営推進を通して自律的に行動する人材が増加していることなどを確認した上で、同社の人的資本経営の取組みと企業価値の因果関係のモデルとなる資料を作成して提示し、人的資本経営の取組みがどのように企業価値向上につながっているのかについて開示することを要望しました。

その結果、同社の考えるロジックモデルや、過去5年間の人的資本投資の効果測定モデル（IRR（内部収益率））が開示されました。

### 対話事例等の情報共有ミーティング

2022年3月開催の「対話事例等の情報共有ミーティング」で、前述の事例がディスカッションの議題となりました。担当者とESG運用部長が、資産運用部門のエンゲージメントを行う参加メンバーに向けてプレゼンを行った後、対話に至った経緯やモデルの考え方などへの質問、今後の対話の方向性に関するディスカッションが積極的に行われました。

このディスカッションを通じて、後述する建設資材メーカーの担当アナリスト他のメンバーは、因果関係を構造化したモデルの提示が他の投資先企業でも課題解決のために有用であるとの気付きを得ました。

### 建材メーカーとの対話への活用

同社は建材の製造だけではなく、建設現場での施工も行っており、建設会社と同様に施工技術者の高齢化や人材不足が中長期的な問題となっていました。同社の経営陣も危機意識を持っており、人材育成、ダイバーシティ、働き方改革など人的資本経営の推進に取り組んでいました。

しかし、経営陣からヒアリングしたところ、同社は力強い営業力を有し、短期的な業績の達成能力に秀でたカルチャーを持つ反面、中長期的な企業価値向上を目指す経営や人的資本経営を推進する意義が、中間管理職や現場従業員まで十分に浸透していないことが分かりました。

そこで、同社とこれまで継続的に対話を実施してきた担当アナリストは「対話事例等の情報共有ミーティング」で取り上げた小売・フィンテック企業の事例をもとに、同社の人的資本経営の取組みと企業価値の因果関係を示したモデルの資料を作成し、同社との対話において、当社から提示したモデルを参考に人的資本経営を推進する意義を広めるように要望しました。

対話後、同社において、社長と従業員の座談会の開催、統合報告書での人材戦略の特集の掲載など、人的資本経営の理解に向けた取組みの進展が確認できています。

このように、対話の好事例を通したノウハウの共有が、連鎖的して、他の投資先企業の課題の改善促進にもつながっています。

# Ⅷ 自己評価

| 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。 |
|---|---|

日本版スチュワードシップ・コードの各原則に対して明確な方針を策定し、弊社HPにおいて公表するとともに、それらを着実に実行することでスチュワードシップ活動に積極的に取り組みました。

引き続きスチュワードシップ責任への取組みを通じて受託資産の持続的な価値向上を図りつつ、機関投資家としての社会的責任を果たして参ります。

| 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。 |
|---|---|

当社または当社グループ会社との関係の深い企業を「利益相反管理先企業」として定め、利益相反管理先企業に対する投資判断および議決権行使を利益相反が生じ得る局面として、これらを適切に管理しました。

責任投資委員会および社外の第三者が構成メンバーの過半を占める責任投資監督委員会が適正な企業価値の評価に基づいて投資判断が行われたことをモニタリングする体制となっています。2022年度は、責任投資監督委員会を6回開催しました。

利益相反管理先企業に対して、利益相反管理部門であるコンプライアンス・リスク管理部および責任投資監督委員会の委員が議決権行使判断の妥当性を検証し、適切に行われていることを確認しました。

内部監査部は、利益相反管理先企業に対する議決権行使に係るガバナンス体制、個別の議決権行使に係る意思決定プロセスについて事後検証を行っています。

| 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。 |
|---|---|

企業調査を通じて投資先企業の経営戦略、業界特性、競争優位性、資本効率、株主還元、経営者の資質（ガバナンス体制）、成長性等の評価項目における現況と将来的な方向性を一つ一つ的確に見極めるとともに、運用戦略に応じたサステナビリティを考慮し、本質的な企業価値を適正に評価することに努めました。

| 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。 |
|---|---|

サステナビリティ重点分野等において課題を抱え対話を通じた企業価値向上の余地が大きいと考えられる投資先企業を中心に、真摯に意見交換を重ねることで課題の共有と改善に努めました。

2021年度のサステナビリティ重点分野の特定により、投資先企業毎のより細分化された課題設定と環境・社会課題をテーマとするより実効性の高い対話が可能になったことから、同重点分野特定以前と比較して対話総件数や対話テーマ別課題設定件数が高い水準を維持するなど一定の成果が出ています。

2022年度は、前年度に対話企業のマテリアリティに対する深い理解、解決すべき課題の新たな設定および提示を行う対話を積極的に実施したことを受けて、提示した課題の改善の促進を目的とした対話に注力したことも奏効して、課題の改善に到達した件数が飛躍的に増加しました。また、投資家との対話に対する意識の向上を反映して、投資先企業から当社評価のフィードバックを要求されるケースも増えています。

引き続きサステナビリティを考慮したESG課題をテーマとした対話について実績の積み上げと高度化を図り、投資先企業の課題解決の促進を通じた企業価値向上への貢献に努めます。

| 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。 |
|---|---|

議決権行使においては、当社が定める議決権行使ガイドラインに基づき、企業調査や対話の内容を踏まえて適切な判断を行うことに努めました。また、会社提案議案に反対した投資先企業については、これまでの状況や今後の見通しを勘案した上で当該企業とのエンゲージメントを実施し、議案に対する反対理由を説明するとともにその改善を促す取組みを行いました。

議決権行使ガイドラインは、関係法令・諸規則、協会基準等に準拠し、投資先企業の価値向上に資することを目的として毎年見直しを検討し、改定する場合には、責任投資委員会において決定し、責任投資監督委員会において決定内容を検証します。2023年5月の改定では、剰余金処分に係る配当性向基準から総還元性向基準への変更、取締役会における女性取締役の人数に関する基準の設定、政策保有株式の保有に関する定性判断基準の追加、株主提案における気候変動関連の情報開示および政策保有株式の縮減に関する行使基準の設定などの見直しを行いました。

2023年4月～6月株主総会分から、個別企業・個別議案毎の議決権行使結果および賛否理由について、利用者のデータ利活用の利便性を考慮し、EXCELによる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。 |
|---|---|

当社HPにおいて、「議決権行使ガイドライン」、「個別議案の議決権行使結果」、スチュワードシップ活動の取組状況をまとめたレポートを定期的に公表しています。今後も議決権行使を含むスチュワードシップ活動における当社の考え方や取組み状況が十分に理解される内容となるように改善を図っていきます。

| 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など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。 |
|---|---|

経営者層を対象とした経営戦略に関する質の高い対話や環境・社会をテーマとする対話の実践、週次・月次で開催する運用ミーティングにおける対話の実施内容や課題改善事例に関する情報共有、ESG投資の最新事情等に関する勉強会などを通じてファンドマネジャーおよびアナリストの実力向上に努めました。

「対話事例等の情報共有ミーティング」を定期的に開催し、実際の対話事例を題材にした詳細なプロセスや対話内容、対話の成果や担当アナリストの見解などの解説と対話力向上のためのディスカッションや、ESG専任担当者によるエンゲージメントの実践に役立つESG関連の知識向上のための勉強会を実施しています。加えて、TCFD対応のための社内体制整備に向けて、ESG情報を提供する外部ベンダーのGHG（温室効果ガス）排出量管理ツールの導入および投資先企業の評価への活用、気候変動をテーマとした対話、TCFDコンソーシアム主催のラウンドテーブルへの参加等を実施しています。

ESG運用部は、当社のESG投資の先導役としての役割を担うため、ESG専任担当者を配置してその他の関連部署と連携を図り、スチュワードシップ活動が高度化に向けた取組みを推進しています。

今後も投資先企業に対して有効に機能した対話事例を積み重ね、サステナビリティ重点分野に関連した社内研修やESGに関する勉強会、外部の知見の共有などを通じて、実力の向上に努めます。

朝日ライフ アセットマネジメント株式会社
Asahi Life Asset Management Co.,Ltd.

■ 当レポートは、当社のスチュワードシップ活動報告に係る情報提供を目的として作成されたものであり、特定の投資信託等の勧誘を目的としたものではありません。
■ 投資信託は価格変動リスクや流動性リスク等を伴う証券等に投資します（外貨建資産に投資する場合には為替リスクもあります。）ので、市場環境等によって基準価額は変動します。したがって投資元本は保証されているものではありません。運用による損益はすべて投資家のみなさまに帰属します。
■ 本資料は当社が信頼できると判断した情報を元に、十分な注意を払い作成しておりますが、当社はその正確性や完全性をお約束するものではありません。
■ 本資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。
■ 本資料に記載されている内容は、今後予告なしに変更することがあります。
■ 投資信託の取得の申し込みにあたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので、必ず内容についてご確認の上、お客様ご自身でご判断ください。
■ 投資信託は、金融機関の預金または保険契約ではありませんので、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関でご購入いただいた場合は、投資者保護基金による支払いの対象にはなりません。

2023-11-165
Created by modifying "Bise Fukugi tree-lined road Okinawa" (© harukaze-hiro (Licensed under CC BY 4.0))
Created by modifying "Kurushima-kaikyo-ohashi Bridges, from Mt. Kiro Ehime" (© Imabari District Sightseeing Association (Licensed under CC BY 4.0))
https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/