



# Stewardship Report 2020/2021

スチュワードシップレポート2020/2021

**富国生命投資顧問株式会社**

一歩先の未来、お客さまとの信頼を礎に。

# Contents

---

P2 トップメッセージ

P3 富国生命投資顧問の責任投資

P9 責任投資活動トピックス（2020年7月～2021年6月）

P11 責任投資と中長期的な投資リターンの拡大

P12 スチュワードシップ責任の遂行

P16 ESG課題を含むサステナビリティの考慮

P21 エンゲージメント活動報告（2020年7月～2021年6月）

P26 議決権行使状況報告（2020年7月～2021年6月）

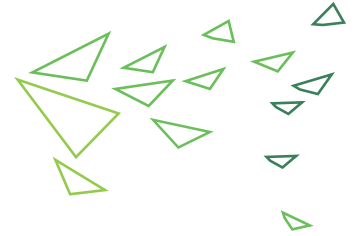
P30 TCFDに基づく気候変動関連財務情報開示

P33 スチュワードシップコードへの対応状況（2020年7月～2021年6月）

P36 スチュワードシップに関する2021年度活動方針



# TOP MESSAGE



この度、富国生命投資顧問は、当社の責任投資、とりわけスチュワードシップ責任の遂行に関して、お客さまや関係者の方々により良く知っていただくために、スチュワードシップレポートを発行しました。

責任投資という言葉は非常に幅広い範囲を含みます。いわゆる環境や社会に対する投資家としての責任の持ち方、投資先企業への責任の持ち方、そして最も大事な我々のお客さまに対する責任の持ち方など、広い範囲をカバーしています。国連責任投資原則（PRI）では責任投資を「環境（environment）、社会（society）、ガバナンス(governance)の要因（ESG 要因）を投資決定やアクティブ・オーナーシップに組み込むための戦略および慣行」と定義していますが、具体的なアプローチの仕方は多様であり、運用会社としてはそれぞれの立場で責任投資の目指すべき目標を定め、それに向かって着実に努力を重ねて自らの水準を向上させていく必要があります。そしてスチュワードシップ活動は各社が定めるゴールに向かってそのアプローチを具現化するための重要な取組みであります。

当社が何よりも重視しているのは、まずは受益者であるお客さまの中長期的利益の最大化です。それを実現するためにESG課題の考慮が効果的であるという信念のもとに投資を行っています。この信念は当社が2003年からSRI（社会的責任投資）という形で投資を実際に行うなかで示されており、それは現在の当社ESG投資スキームに脈々と受け継がれています。当社は個別投資先への独自の質問票と複数名による直接取材を用いたESG調査およびそれをベースにしたチーム内の徹底した議論を通じ、企業活動を通じたESGテーマへの取組み促進とお客さま利益の両立を一貫して図ってまいりました。ESG投資ないしサステナビリティ投資というのは、これまで企業や社会が生み出してきたいわゆる「負の外部性」を内部化しようとする動きでもあります。地球環境の変化や社会の規範の変化などを考えるとき、こうした動きは避けられ

**～当社が何よりも重視しているのは、まずは受益者であるお客さまの中長期的利益の最大化です。それを実現するためにESG課題の考慮が効果的であるという信念のもとに投資を行っています。～**

ないものになりつつあります。企業にとってはこうしたESG課題は当面のリスクであると同時に中長期的に自らをさらに成長させていく機会でもあると認識しています。当社では、投資先企業との実りある対話やエンゲージメント活動を積み重ね、ESG課題の考慮がもたらす収益への影響などについても長期的かつ多角的に対話を行い、課題を共有し、地球環境を含む社会や経済全体への効果も視野に入れた評価を行いつつ、お客さま利益の視点でも一定の成果を上げてきたという自負があります。

責任投資あるいはサステナビリティ投資が一種の時代の要請である以上、インベストメントチェーンの一員としてその要請にこたえることは当然の責務ですが、その中でも当社はお客さまの中長期的利益の最大化という当社の基本目標を見失うことなく、個別のテーマに対応し、ひいては当社や資産運用業の社会的な存在意義を高めてまいりたいと思います。本レポートでは、そうした目標にむけて個別のテーマに対して当社が行ってきたスチュワードシップ活動の具体的な取組みをできるだけわかりやすく記載したつもりです。こうしたレポートの発行は初めての試みであり、当社役職員一同手探りで進めてきた面があります。内容についての忌憚なきご叱正、ご意見などもいただけると幸いです。

富国生命投資顧問株式会社  
代表取締役社長

**奥本 郷司**

# 富国生命投資顧問の責任投資

## これまでの歩み

- 2021年6月 ATNI署名  ACCESS TO NUTRITION INITIATIVE
- 2021年1月 ESGスチュワードシップ支援システム「ダッシュボード」稼働
- 2020年7月 議決権行使諮問会議を新設、責任投資委員会へ社外有識者招聘  
責任投資グループを新設
- 2019年11月 JSI署名  JSI  
Japan Stewardship Initiative
- 2019年7月 TCFD賛同表明  TCFD | TASK FORCE ON CLIMATE-RELATED FINANCIAL DISCLOSURES
- 2019年4月 議決権行使システム導入
- 2018年11月 アジアアクティブESGファンドの運用開始
- 2018年10月 JCI署名  JCI 気候変動イニシアティブ  
Japan Climate Initiative
- 2018年7月 CA100+参加  Climate Action 100+  
Global Investors Driving Business Transition
- 2018年1月 CDP署名  CDP  
DISCLOSURE INSIGHT ACTION
- 2017年7月 FUKOKUマイルストーンシステム稼働  
(エンゲージメント進捗管理)
- 2017年4月 責任投資委員会設置
- 2016年1月 PRI署名  Signatory of:  
PRI Principles for Responsible Investment
- 2014年8月 スチュワードシップコード受入れ表明
- 2003年 国内株式SRIファンドの運用開始
- 1986年 富国生命投資顧問株式会社 設立



## イニシアティブへの参加・署名状況

当社では、投資先企業との対話や議決権の行使を通じて企業価値の向上や持続的成長を促すとともに、投資に際してESG課題を考慮する運用を責任投資と位置付けております。責任投資活動の一環として各イニシアティブに参加・署名し責任投資の活性化の一翼を担っています。

Signatory of:



### 2016年1月に署名

2006年、アナン国連事務総長（当時）が金融業界に対して提唱したイニシアティブ。機関投資家に対し投資プロセスにESGを組み入れることを求める。



### 2018年1月に署名

英国の慈善団体が管理するNGOであり、投資家、企業、国家、地域、都市が自らの環境影響を管理するためのグローバルな情報開示システムを運営している。2000年の発足以来、グローバルな環境課題に関するエンゲージメントの改善に努め、日本では、2005年より活動している。



### 2018年7月に参加

世界各地の機関投資家による気候変動イニシアティブが結集して立ち上げられたイニシアティブ。温室効果ガス排出量の多い企業に対し、気候変動関連情報開示などの対応を求め、協働エンゲージメントを実施している。



### 2018年10月に署名

2018年7月に、気候変動対策に関する情報発信や意見交換を強化する場として、国際的な動きと連携するため設立。気候変動対策に積極的に取り組む企業や自治体、団体、NGOなど国家政府以外の多様な主体が集まる、ゆるやかなネットワークとして活動している。



### 2019年7月に賛同を表明

G20 の財務大臣・中央銀行総裁からの要請を受け、金融安定理事会（FSB）の下に設置されたタスクフォース。2017年6月には、企業に対して、気候変動がもたらすリスク及び機会の財務的影響を把握・開示するための提言を公表した。



### 2019年11月に署名

アセットオーナーと運用機関間の情報伝達や意思疎通の充実のための報告様式（スマート・フォーマット）の運用・改定ならびに関連するベストプラクティスに関する情報収集と共有化等を中心に活動している。



### 2021年6月に署名

2013年に非営利団体として設立。ローカルおよびグローバル規模で栄養問題への取組みに対する食品・飲料会社の貢献をモニタリングし、独立した立場から包括的に企業の取組みを分析・評価し、指数として公表している。

## 元金融庁長官 遠藤俊英氏 メッセージ

スチュワードシップレポート発行にあたり、2020年まで金融庁長官として金融行政や監督に携わり、2020年より富国生命保険相互会社顧問に就任した遠藤俊英氏に日本のスチュワードシップ活動と当社に期待する役割についてメッセージを頂戴しました。



### 遠藤 俊英氏 略歴

- 1982年 東京大学法学部卒業、大蔵省入省
- 1998年 IMF(国際通貨基金) アジア太平洋局審議役  
財政局審議役
- 2014年 金融庁検査局長
- 2015年 金融庁監督局長
- 2018年 金融庁長官
- 2020年 金融庁顧問、退任  
富国生命保険相互会社 顧問就任

欧米諸国に比べ、日本における資産運用業界のプレゼンスはまだ低いと言えますが、国民の厚生増大、企業や経済の持続的成長、国民の安定的な資産形成などの課題を達成するために、資産運用業界が果たすべき役割は大きいと考えます。

金融庁長官として金融行政を進める中で、金融庁において様々な改革を推進してきた際に、重要だと考えたのは、金融機関が変わるためには、金融庁自体も変わらねばならないということでした。

金融庁と金融機関の関係性は、金融機関に強い影響を与え、金融機関と企業の関係性にも影響を与えます。そのような関係性が「指示の連鎖」である場合、現場で働く従業員のモチベーション向上や創意工夫は生じにくく、新たな付加価値も生まれにくいでしょう。

反対に、米国シリコンバレーの企業などから学んだことですが、生産性の高い組織は心理的安全性の確保による闊達な議論がその土台となっています。

金融庁では、プリンシプル（原則）に基づく対話など新しい手法を金融行政に導入しています。対話が十分に機能するためには心理的安全性の確保による闊達な議論が重要であるという考えのもと、対話ができるような体制整備やマインド醸成を行い、「対話の連鎖」が生じるように努めてきました。

ESG投資やサステナビリティ投資の流れがますます大きくなり、日本の企業がどのように向き合っていくのかがこれからの課題だと思います。まずは参加プレーヤーが日々の投資活動を通じて、何を考えどう実践しているかを自主的に開示することにより、「対話の連鎖」がより強化されるものと考えています。

今回富国生命投資顧問から刊行されるスチュワードシップレポートのような取組みは、資産運用業界における運用高度化に向けた一種の変化の兆しです。早い段階からESG投資等に積極的に取り組んできた当社においては、現状に甘んじることなく、企業とのより良い対話に努めていただきたいと思います。そのためには自らも変わっていかねばならないことを肝に銘じるべきだと思います。本レポートでは、これまでの富国生命投資顧問の投資先企業とのテーマを設定した対話の実践とそれらを通じた責任投資への取組みについて、わかりやすく説明しています。こうした開示への取組みは積極的な変化への試みとして歓迎すべきものであり、それらに対する皆様からのフィードバックと議論を通じて、こうしたESG投資やサステナビリティ投資の議論がさらに深まることを期待します。

## 早稲田大学名誉教授 米澤康博氏とCIO 豊田章伸がオンライン対談を実施

2020年7月より議決権行使諮問会議議長、責任投資委員会委員として当社のスチュワードシップ活動に携わる早稲田大学名誉教授 米澤康博氏とCIO 豊田章伸が当社の責任投資活動についてオンライン対談を行いました。年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）運用委員会委員長を務めた経歴を持つ同氏から、会議、委員会を通じて様々な意見・アドバイスを受けることで、スチュワードシップ活動のさらなる高度化を図っています。

米澤 康博氏



豊田 章伸

米澤 康博氏 略歴

- 1974年 横浜国立大学経営学部卒業
- 1980年 日本証券経済研究所研究員
- 1996年 筑波大学社会工学系経営システム科学専攻教授、  
経済学博士（大阪大学）
- 1998年 横浜国立大学経営学部教授
- 2005年 早稲田大学大学院ファイナンス研究科教授
- 2014年 年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）運用委員会  
委員長
- 2020年 富国生命投資顧問株式会社において社外有識者  
として議決権行使諮問会議議長、責任投資委員会  
委員を務める

**豊田：**先生は、ファイナンスの泰斗で、早稲田大学教授、GPIFの運用委員長、大手運用機関の社外役員を務められるなど、赫々たる経歴の持ち主なので、2020年7月に当社に来て頂く前、社内ではずいぶん緊張感があったようなのですが、当初、先生の当社への印象はどのようなものでしたか。

**米澤：**数年前、まだESG投資がこれほどのブームになる前に、ある共済系の年金基金においてESGファンドの採用を検討した折に、投資適格と判断できるファンドは数が少なかったのですが、当社のファンドがそのうちの1つであったことをよく覚えています。そういうこともあって、ESGに関して先駆的で定評のある投資顧問会社というのが当初の印象です。また、筑波大学で教えていた時に、富国生命から派遣された社会人学生を指導したことも多く、その時の皆さんが富国生命グループで活躍されていて、親しみを感じています。

**豊田：**ESGに関してこれまで多くの試行錯誤を繰り返してきました。今回、初めて社外の方を招聘することになり、不慣れな部分は多々ありましたが、新たな体制を構築できたのは良かったと思います。先生のESGとの関わり合いはいつ頃からですか。

**米澤：**20年ほど前だと思います。当時アナリスト協会に勉強会があって参加していました。正直に言うと、私自身、当時は斜に構えていました。コーポレートガバナンスや環境が重要であるという認識はありましたが、ここまでESGやスチュワードシップが運用に体系的に組み込まれるというのは予想外でした。GPIFが旗を振った影響はあるでしょうが、グローバルな大きな流れとなっています。そういう意味で、残念ながら私の当初の予想は外れたと思います。

**豊田：**当社は、企業を直接訪問して、ガバナンス、社会、環境などについて調査することを2003年に開始したのですが、個人的にはよく今まで続いたなと思うこともあります。調査をチームで行っているのですが、チームのメンバー自身が、このようなESGの調査を行うことで企業の内実がよくわかるという実感があったことが大きいと思います。当初は私自身もESGチームに属していましたが、そのような実感に基づく、ある種の信念をチーム内で共有できました。ただ、発足当初はESGが将来メインストリーム化するという希望的な観測を持っていたのですが、それはなかなか実現せず、ここ数年でようやく実現したと思っています。

米澤：当初は、私自身を含めて、日本のファイナンス系の学者はESGを意図的に敬遠していました。というのも、ファイナンスの中心である米国では、企業は株主のために稼ぐのが重要で、余計なものは考えない方がよろしいという考え方が主流だったからです。つい最近までは受託者責任においてはそのような考え方が主流であったと言えるでしょう。しかし、ノーベル賞を受賞したフランスのティロー教授がマルチステークホルダーが重要だということを精緻な理論を含めて発表したのですが、第一線の理論家がそのような論文を提出したので、今後が期待できるでしょう。理論の構築は今後ということなのですが、方向性としては間違っていないと思います。ESGに懐疑的な向きが多かったなか、当社が早くからESGをビジネスに取り入れたことに敬意を表したいと思います。

豊田：ありがとうございます。ESG投資のパフォーマンスについてはどのようにお考えですか。

米澤：ESGと言っても客観的な指数（インデックス）がないので客観的なパフォーマンスがわかっていないのが実情です。特定のESG指数に関しては徐々に結果が得られています。GPIFでは市場を上回っていると評価しています。本来ESGとは将来リスクに対するの保険と位置付ければ長期的にはプラスのパフォーマンスが期待できます。さらに現在、ESGの必要性が高まる過渡期と想定するならばESG評価が高い企業は徐々に見直され、パフォーマンスは短期的にも良くなると期待されます。

豊田：ESGをファクターというには、定量的なものがないことが問題なのでしょうか。

米澤：そうですね。指数が確立されていないので各企業のESG程度の相対的順位が決められないわけです。その中であって高ガバナンス（G）企業は、低 $\beta$ 、高品質（例えば高ROE、低負債比率等）、グロース企業、大規模、の各ファクターを持っているようであるとの暫定的な結果が得られています。これらファクターのパフォーマンスはわかっていますので推測はできます。低 $\beta$ ファクターは魅力的です。EとSに関しましては非財務情報が重要で、各個別企業ごとに判断、評価していくことが必要かと思います。

豊田：ESGの直接取材をはじめた頃は、質問すると開示はしていないが、当然やっています、というような回答が結構ありました。そのような企業を発見する楽しみが当時はありました。その後、コーポレートガバナンスコードやステュワードシップコードが導入され、企業の取組みは大きく変わりましたが、これらのコード導入の効果については、どうお考えですか。

米澤：そうですね。日本企業は本来、ESG的な経営を行ってきました。既に述べたマルチステークホルダー型でしたのでその回答は不思議ではありません。その後、株主権が強くなり必要とされ、現在はそれにSとEとが加わったと考えられます。コードの導入に関連して、実は、少し期待からそれる方向に進んでいるのではないかと危惧しています。企業の意識がROEに集中してしまい、高いROEを維持するのが目的化されているのではないかとことです。企業が本来すべきことは、自社株買いなどの財務的なお化粧をすることではなく、広い意味の設備投資なのです。規模拡大だけでなく、研究開発、デジタル革新、コスト削減などを含んでいます。自社の資本コストを理解して、それよりも高いリターンが望める場合は、投資をして成長してください、ということです。かつての日本企業は、財務のお化粧などには無頓着でしたが、成長して日本全体のプレゼンスも上がっていきました。今は少し危惧しています。企業がサステナブルにグロースしないと、賃金も上がりません。必ずしも両コードの影響とまでは言えないのかもしれないのですが、心配しています。

豊田：先生には、議決権行使諮問会議で議長をして頂いている他、責任投資委員会へも社外有識者として参加して頂いております。諮問会議は新設なので以前との比較はできませんが、責任投資委員会は、先生が参加されてから、議論がとても活発になるなど、大きな変化がありました。これらの会議、委員会の議論をどう評価されますか。

米澤：議決権行使諮問会議は利益相反管理に従って、該当銘柄に関して粛々と行使結果の妥当性を検証しています。株主提案や企業買収が進行する中で、議論した際のことはとても印象に残っています。他方、責任投資委員会は議決権行使の他にESGを中心にステュワードシップ活動を議論、評価しており、私自身大変興味深く参加しています。責任投資委員会の活発で自由な議論ができる雰囲気に関心しました。また、適切な一覧性のある資料が準備されており、外部の人間にもステュワードシップ活動の全体像が分かりやすくなっている点は良いと思います。



■責任投資委員会の様子



**豊田**：ありがとうございます。私どもも外部の方により分かりやすく説明することを心がけることを通じて、議題の内容や自身の考えを改めて整理することができたと考えています。当社のステewardシップ活動に関しては、どのように評価されますか。

**米澤**：正に議決権行使諮問会議、責任投資委員会で対応しており、議決権行使に関しては、反対率は低いです。丁寧に審議しており、実質的には厳しく行っていると思います。重要なESG問題が発生した場合などは、パッシブ運用の銘柄についても委員会における精査が行われています。目的とはしていませんでしたが、議決権行使ガイドラインの改正により、反対率も上昇しました。エンゲージメントについては、FUKOKUマイルストーンシステムにより、対話を丁寧に、また実効的に行っていると思います。相手企業から見るとなかなか厳しい存在になっているのではないのでしょうか。

**豊田**：議決権行使においては、対話やアナリストによる企業評価などとリンクしながら、企業価値向上に資することを目的に判断を行うように心がけています。「機械的な判断ではなく、環境や事業環境などを精査して判断をするように」というご指摘を議決権行使諮問会議で頂き、当社の議決権行使のプロセスのさらなる改善につなげることができました。エンゲージメントは、企業への深い理解に基づいたものとなるように、アナリストが課題の設定を行い、企業と認識を共有しながら、課題解決へとつなげていけるよう努めています。そういう中で、エンゲージメントの効果をいかに測定するのかということが、課題となっています。

**米澤**：多くの運用機関がエンゲージメントを行っている中、自社のエンゲージメントによる効果の測定というのは、理論的に困難だと思います。むしろ、考えて頂きたいのは、対話のマイルストーンで目標が達成されたら、すぐ売買するというのではなく、長い目で企業と向き合う姿勢だと思っています。あまり手を広げないで、150社とか200社くらいの企業に対して丁寧に見ていくことが重要だろうと思います。昔のメインバンクのように、相談にのると良いのではないのでしょうか。企業としても、ちょこっと来て問題点だけ指摘されるのでは、受入れにくいでしょう。

**豊田**：企業側からみたエンゲージメントについて、ご意見を伺えますでしょうか。

**米澤**：個人的な意見ですが、エンゲージメントの基本は株主だと思います。債権者に対しては、日本企業はこれまでメインバンク制のもと、長期にわたり銀行とつきあってきたので、慣れていると言えます。日本企業にとって課題となっているのは、株主とどう付き合っていくのかということなのだと思います。企業は株主目線での考え方を理解する必要があるのです。先進的な大手企業はそれほど必要としていないかもしれませんが、相談相手を欲している企業は多いと思われます。

**豊田**：委員会では個別の議題に関してはもちろんのこと、幅広い見地からも貴重なアドバイスを頂いてとても有難く思っているのですが、特に心掛けている点などがあれば、お教えください。

**米澤**：まずは私が参加することによって自由で活発な議論が委縮することがないように心掛けて参加しましたが、その心配は全く不要と感じました。委員会では私自身の興味から質問させていただくこともあり、参考になっているかはなはだ心配しています。心掛けているのは責任投資を通じて相手企業が一時的ではなく長期的に、サステナブルにグロースするように、エンゲージメントすることを皆様と共有することです。

**豊田**：当社の責任投資委員会は、監督機能だけでなく、執行機能も併せもった委員会としています。その意味では、外部の方に委員となって頂くことで、まずはガバナンス機能が強化されたと考えています。それに加え、議論の中で、学術的な面からのご指摘や幅広い知見からのご意見を受けることで、実務的な面への影響も数多く受けています。ご指摘の通りESG投資を行うに当たっては、企業の持続的成長が重要であると考えています。そのため、株式運用のESG評価を行う際には、当社では、過去からリスクとオポチュニティの両面から評価を行っており、ESGへ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を直接取材の中で理解すべき重要ポイントとしています。

**豊田**：当社の今後に期待すること、あるいは、当社の課題として感じていることを忌憚なく仰ってください。

**米澤**：幸か不幸か世の中ESGだらけとなりました。これまで一步先んじていた当社にとってまわり中が競争相手となっています。そこでさらに一步先に行くことが期待されます。それはESG課題企業にイノベーションを促し、新たな成長機会に誘導する役目ということになると思います。これを行えば、チャンスが開けていくのではないのでしょうか。イノベーションの内容を案内する必要はないし、それは無理だと思います。クリステンセン教授の提唱された「イノベーションのジレンマ」などに詳しく説明されていますが、必要なことは「何もしなければ置いて行かれること」を経営者に認識させることだと思います。

**豊田**：ありがとうございます。まさに当社の特徴である、直接取材による企業とのコミュニケーションと、その中で各企業のマテリアリティの設定と認識の共有を繰り返していくことが重要だと思います。

今回ご指摘頂いた点は、今後も責任投資委員会の中で議論をする機会があると思いますので、その際には、また、忌憚のないご意見を頂ければと思います。さらなる責任投資のレベルアップに繋がっていただけるよう私どもも取組みを推進していきたいと思っておりますので、今後ともよろしくお願いたします。

# 責任投資活動トピックス（2020年7月～2021年6月）

## Webカンファレンスを主催



- パネリスト（肩書は当時のもの）  
 米澤 康博氏  
 早稲田大学大学院経営管理研究科教授  
 広瀬 悦哉氏  
 (株) QUICK 常務執行役員 ESG研究所主幹  
 葎嶋 真理  
 当社ESGアナリスト
- モデレーター  
 奥本 郷司  
 当社代表取締役社長
- テーマ一覧  
 『投資理論から見たESG投資』（米澤氏）  
 『コロナ禍を巡る最新のESG投資動向』（広瀬氏）  
 『ポストコロナで注目されるESG要素』（葎嶋氏）

### Webカンファレンスの様子

2020年10月20日、Webカンファレンスを主催し、当社のお客さまを中心に動画が配信されました。コロナ禍において将来が見通しにくくなる中、高度な知見と深い問題意識に基づき、3名のパネリストから上記テーマのプレゼンテーションが行われました。そのあと、当社社長奥本 郷司がモデレーターを務め対談を行いました。コロナ禍での厳しい状況下における対談でしたが、プレゼンターのお人柄のお蔭もあり、和やかな雰囲気にも包まれる場面もありました。

## 気候変動問題に関する川崎市主催の投資家説明会に登壇

2021年3月26日にオンラインで開催された川崎市主催の投資家向け説明会で、当社常務取締役 林宏明が川崎市市長 福田紀彦氏とのパネルディスカッションに登壇しました。「脱炭素社会の実現に向けた取組み」「臨海部ビジョンの推進」をテーマに、「かわさきカーボンゼロチャレンジ2050」を策定し、市と企業が丸となったCO2排出量削減に向けた川崎市の取組みについて議論しました。

林は「かつて川崎市は公害がひどくて有名であったのを幼少時代からリアルタイムで見してきた。そのような川崎市が、今や、環境の最先端の地方公共団体である。川崎市ほど水素エネルギー利用を促進している市はない。公害に苦しんだからこそ、絶対無理といわれた環境の改善を成し遂げた。」と川崎市の取組みを評価しました。昨今、発行量が増加しているグリーン地方債の考え方などについても投資家目線で意見を述べました。最後に投資家からの質疑に回答し、盛会のうちに終了となりました。



### 川崎市長とのオンライン対談の様子

### 1 気候変動への対応① ～脱炭素社会の実現に向けた取組～

(1) 脱炭素戦略「かわさきカーボンゼロチャレンジ2050」の概要（令和2年11月12日策定）

<p><b>策定目的</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 目的1 本戦略は、2050年の脱炭素社会の実現に向けて気候変動問題が深刻化した課題であることを市民・事業者の皆さまと危機感を共有</li> <li>● 目的2 地球温暖化対策の取組を加速化させ、具体的な取組を実施</li> </ul>	<p><b>2030年マイルストーン（中間目標地点）</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 川崎市地球温暖化対策推進基本計画に基づく目標（2030年度までの約10年間で約250万t-CO<sub>2</sub>削減）に追加、2030年度までの約10年間で約55万t-CO<sub>2</sub>の削減目標</li> <li>● 市内一戸家庭の約69万世帯（川崎市の全世帯数の約93%）の年間電力消費量に相当</li> </ul>
<p><b>本戦略への賛同者</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 本戦略の策定にあり戦略への賛同者を募集した結果、304名（R2.10.16時点）から賛同が寄せられた</li> <li>● 今後、本市は、市民・事業者の協働とともに、2050年の脱炭素社会の実現に向けて取組を推進</li> </ul>	<p><b>主要な公共施設のRE100化に向けた取組</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 公共施設への「再生可能エネルギーの導入」と「エネルギー使用量の削減」の取組により、市役所自身から年々CO<sub>2</sub>排出量削減の取組を推進</li> </ul>

**【2030年度までの先導的な取組】**

- 主要な公共施設のRE100化
- 廃棄物発電等を有効活用し、主要施設で使用する電力を再生可能エネルギー由来の電力に切り替（別紙参照）
- 公共施設内照明のLED導入率100%
- 照明のLED化によるエネルギー使用量の大幅な削減

## 責任投資体制を強化

2020年7月に責任投資体制の一段の強化を目的に下記を実施しました。

- 責任投資委員会のメンバーに社外有識者として米澤康博早稲田大学大学院教授（当時）を招聘

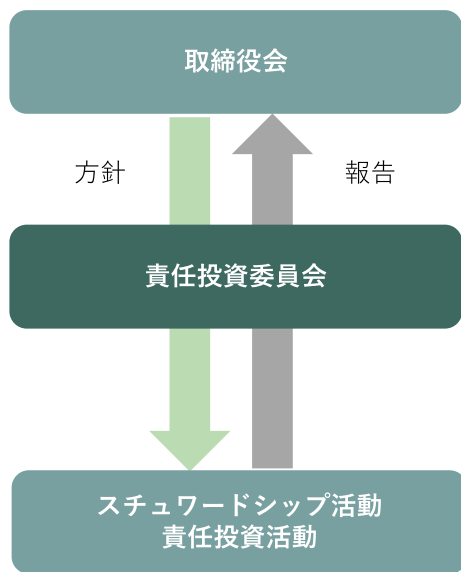
責任投資委員会において社外有識者として米澤康博早稲田大学大学院教授（当時）を招聘しました（社外有識者とCIOの対談はP6～8）。社外有識者からスチュワードシップ活動全般についてフィードバックを受けることで責任投資に関する知見を高めることが出来ていると考えます。

- 議決権行使諮問会議の新設

議決権行使諮問会議は、当社の利益相反管理体制に関し、利益相反のおそれのある企業の選定基準や議決権行使結果などを検証することを目的に設置しました。委員は社外有識者2名と当社代表取締役の計3名で構成し、社外有識者の1人が議長を務めます。

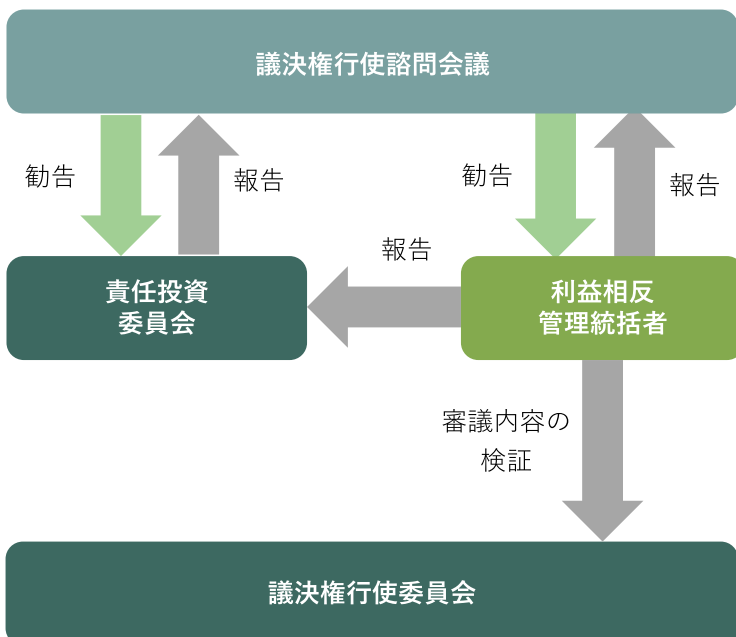
- 責任投資の専門部署である責任投資グループを新設

## 責任投資に関する組織体制



当社では、責任投資に関して左図のような組織体制としております。取締役会を経て策定された「ESG取組み基本方針」「スチュワードシップ責任に関する基本方針」「議決権行使に関する基本方針」を踏まえ、スチュワードシップ活動、責任投資活動を推進しています。活動状況は社外有識者が参加する責任投資委員会で報告されます。具体的には、責任投資に関する体制の整備、基本方針の策定、イニシアティブへの参加、PRI報告などについて議論しています。経営上重大な影響があるものについて遅滞なく取締役会に報告しています。

## 利益相反管理体制



当社では、左図のような利益相反管理体制をとっております。議決権行使にあたっての意思決定は、議決権行使委員会で審議し委員長（運用本部長）が決定します。利益相反管理統括者は全ての議案について審議内容の検証を行います。なかでも、利益相反のおそれのある企業の議案については、利益相反管理統括者が責任投資委員会に報告し、同委員会が定めた行使基準に基づき適切に議決権行使されたことを確認しています。さらに、こうした議案については社外有識者が過半を占める議決権行使諮問会議においても妥当性の検証を受けています。議決権行使諮問会議は、検証事項につき必要と認めた場合、責任投資委員会又は利益相反管理統括者に勧告します。勧告を受けた場合、責任投資委員会又は利益相反管理統括者は、遅滞なく適切な協議を行い、その結果を議決権行使諮問会議に報告することとしています。

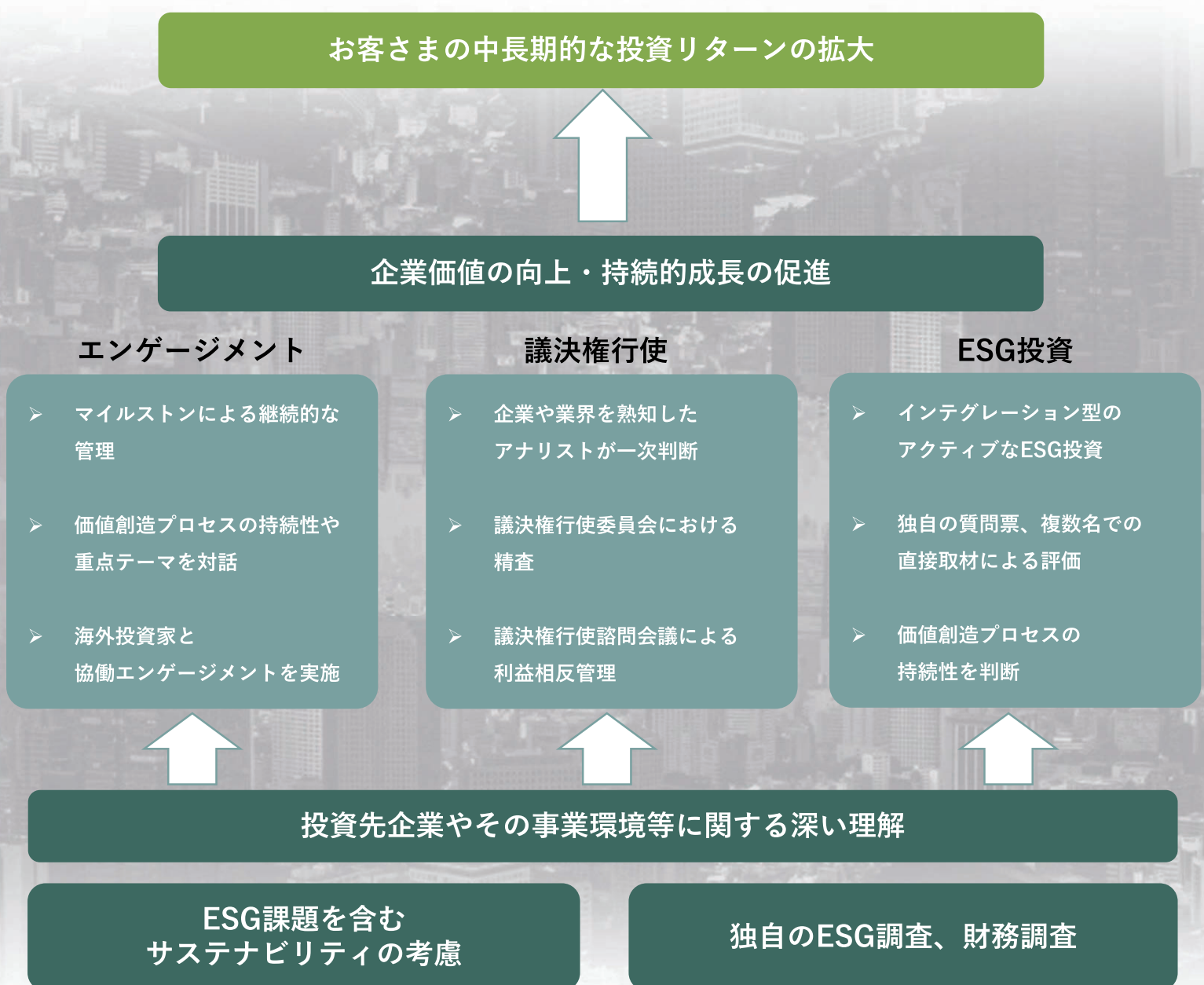
## 責任投資と中長期的な投資リターンの拡大

### 当社における責任投資の位置付け

当社では、投資先企業との対話や議決権の行使を通じて企業価値の向上や持続的成長を促すとともに、投資に際してESGの課題を考慮する運用を責任投資と位置付けております。

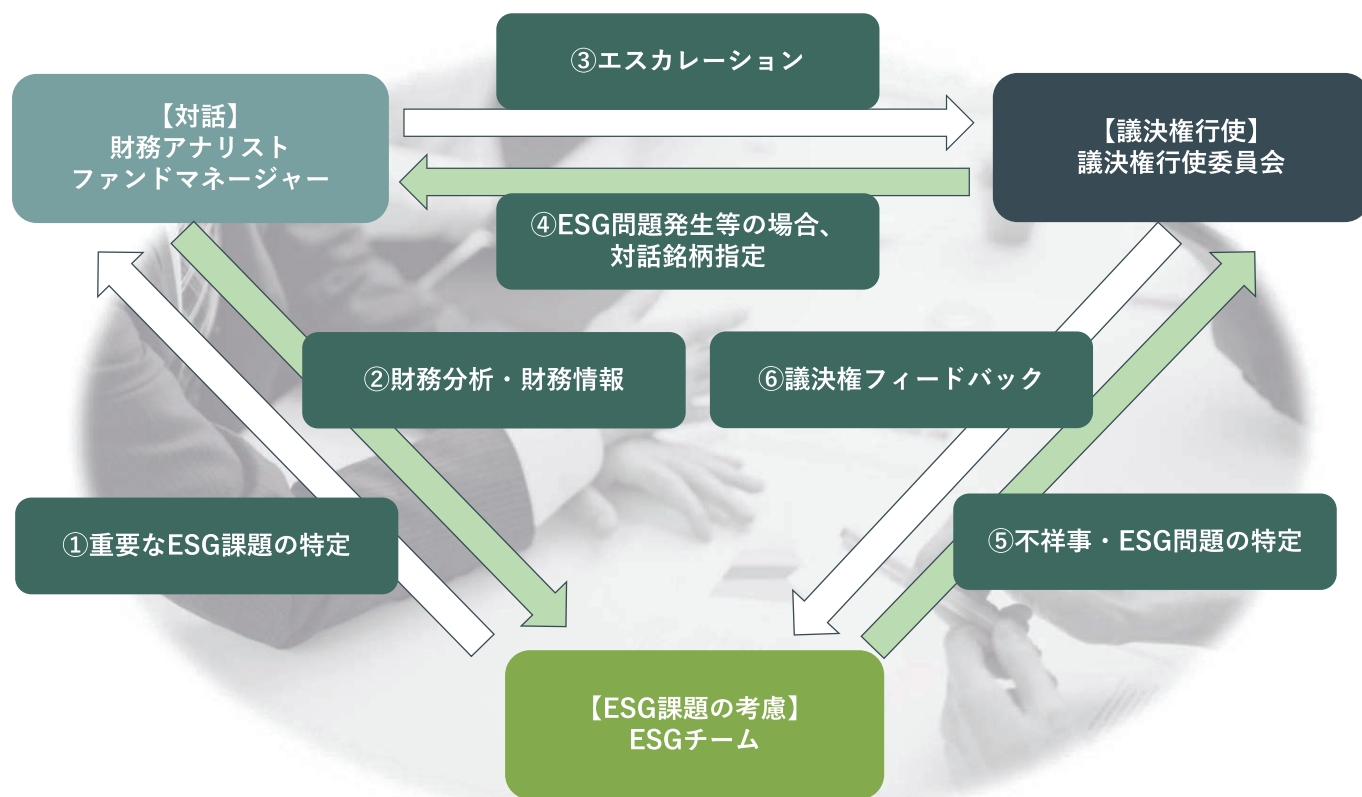
### お客さまの中長期的な投資リターン拡大に向けて

当社は、資産運用業務の公共性、社会的責任の重みを十分に認識し、役職員が職務の専門性を念頭に置き、能力の開発や研鑽に努め、業務に関する知識および技能の蓄積とともに、教養を高め、人格の向上を図るよう努めています。このような取組みの下、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、ESG課題を含むサステナビリティの考慮に基づき、「目的を持った対話」（エンゲージメント）や議決権行使等を行うことが、当該企業の企業価値向上やその持続的成長を促し、結果として、お客さまの中長期的な投資リターンの拡大が図られると考えます。



# スチュワードシップ責任の遂行

～3つの主体が相互に密接に連携しながら、スチュワードシップ責任を遂行～



3つの主体が密接に連携することにより、投資先企業に対し統合的で付加価値のあるスチュワードシップ活動を行えるよう努めています。

## ①重要なESG課題の特定

ESG等サステナビリティを巡る課題について、投資先企業ごとのマテリアリティを考慮し、取組み状況の把握に努めています。

## ②財務分析・財務情報

ESGチームは、財務アナリストやファンドマネージャーから財務情報など定量的な分析結果のフィードバックを受けます。

## ③エスカレーション

財務アナリストは、担当企業の株主総会議案に対する第一次判断を行います。そのような通常のケースを超えて、改善の必要性が大きいにもかかわらず対話を通じて今後の改善が期待できないと財務アナリスト等が判断した場合、取締役選任に反対する意見を表明することができます。通常の第一次判断と異なり、エスカレーションの場合、議決権行使委員会を開催し、議案の精査を行います。

## ④ESG問題発生等の場合、対話銘柄指定

議決権行使委員会において、ESGの観点で問題がある事象が発生した企業など対話が必要な銘柄を指定することによって、銘柄数の多いパッシブ運用においても効果的なエンゲージメントや議決権行使を行うことに努めています。

## ⑤不祥事・ESG問題の特定

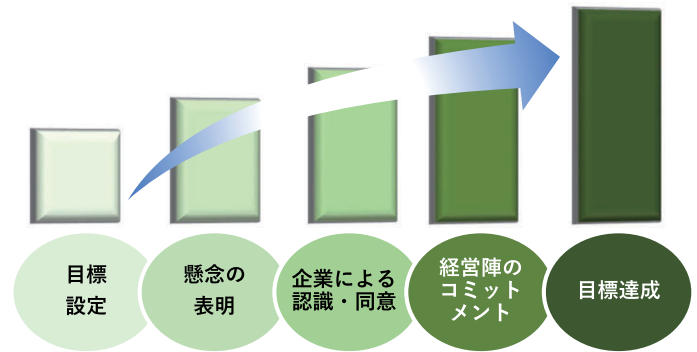
ESGの観点から問題となる事象が発生した企業については、事案の背景や真の原因の追究、再発防止策、責任所在の明確化を確認し議決権行使委員会やESGミーティングで議論を重ねています。

## ⑥議決権フィードバック

⑤で挙げられた問題企業の議決権行使結果などについて、議決権行使委員がフィードバックしています。

## FUKOKUマイルストーンシステムについて

当社では、対話の進捗状況についてマイルストーンによる継続的な管理を行っています。目標設定から懸念の表明、企業による認識・同意、経営陣のコミットメント、目標達成に至るまでPDCAサイクルを意識した進捗管理を行っています。こうした継続的な進捗管理によって、中長期的な企業価値の向上に資するエンゲージメント活動が可能になると考えています。



## 1つの企業に対して複数のテーマで継続的に対話

当社では、1つの企業に対して複数のテーマで継続的に対話しています。進捗状況はテーマごとにマイルストーンシステムで管理しています。以下は、テーマごとのマイルストーンシステムによる管理の事例です。

### ▶ 事例：A社（金融）

#### 【環境】

環境に関しては、着実な進捗が見られ、2021年5月には目標達成としました。

#### 【ガバナンス】

ガバナンスに関しては、価値創造プロセスに関する対話を2018年から3度行っていますが、進捗が見られませんでした。

#### 【不祥事】

この間に、不祥事が2件発生しており、うち1つについては、対話の結果、再発防止等に納得できると判断しましたが、もう1つの不祥事については、再発の恐れがあることから、改善策の提言を行い議論しましたが、明確な回答は得られなかったため、今後も継続的に対話することとしました。

分類	テーマ	対話実施日	今回のエンゲージメントで達成したいこと	目標設定	懸念の表明	企業による認識・同意	経営陣のコミットメント	目標達成
環境	気候変動問題	2018年11月	石炭火力への投融資に関するガバナンス構築と情報開示					
		2020年6月						
		2021年5月						目標達成
ガバナンス	価値創造プロセス	2018年11月	長期的視点を持った価値創造プロセスの構築					
		2020年6月						
		2021年5月						
不祥事対応	不祥事①	2021年5月	真相究明、責任所在明確化、再発防止の確認					目標達成
	不祥事②	2021年5月	ITやDX、システムなどに知見のある取締役の選任					

## 様々な角度から1つの企業に対して継続的に対話

財務アナリスト、ESGチーム、議決権行使委員などが、1つの企業に対して、密接に連携しながら様々な課題に関して対話を行っています。対話とは、立場や価値観の異なる者同士が対等に真摯に話し合うことによって、相互理解を深め、信頼関係を構築し、新たな合意点を見出すという価値創造のプロセスであるという基本認識のもと、多面的かつ継続的に対話を行っています。

### ➤ 事例：B社（小売）

#### 【財務アナリスト】

中長期にわたる持続的な企業価値向上の観点から、財務アナリストは同社のROE向上へのコミットメントの低さを問題視して、中長期的なROE向上について対話しています。2018年1月の対話では、中長期的なROE向上への明確な方針は確認できなかったため、マイルストーンにおいては「懸念の表明」にとどまりましたが、2019年1月の対話では、持続的にROEを向上させることについて企業側の同意を得られたと判断し、マイルストーンを1つ進めています。

#### 【ESGチーム】

ESGチームは、エシカルな社会づくり、同社ESG活動についての相談、経営に結び付いたESG情報の開示といった様々なテーマについて、対話を行っています。

#### 【議決権行使委員】

同社の株主総会に際しては、社内取締役数が純増しており、議決権行使ガイドラインに抵触していることから、議決権行使委員が対話を行いました。社内取締役数の純増について合理的で十分な説明があったことから、取締役選任議案に賛成しました。

対話実施日	エンゲージメント担当者	分類	サブテーマ	目標設定	懸念の表明	企業による認識・同意	経営陣のコミットメント	目標達成
2018年1月	財務アナリスト	経営戦略	中長期的ROE向上					
2018年12月	ESGチーム	社会	エシカルな社会づくり					
2019年1月	ESGチーム	その他	先方からの依頼による対話 (同社のESG活動についての相談)					
2019年1月	財務アナリスト	経営戦略	中長期的ROE向上					
2020年5月	議決権行使委員	株主総会議案	社内取締役の純増についての十分な説明					目標達成
2020年5月	ESGチーム	情報開示	経営に結び付いたESG情報の開示					

担当者コメント：財務アナリストは「対話の実行部隊」「議決権行使の窓口」である  
(株式会社運用部長 調査グループリーダー 小山 誠)



毎年6月は担当企業の本決算への対応と議決権の行使で繁忙を極め、一昔前であれば調査グループは不平不満の嵐に包まれていました。しかし、近年、その様相が大きく変わってきたと感じています。契機は2017年に社長直轄で進められた「ESG投資への取り組み推進プロジェクトチーム」でした。

この中で、当社が進むべき方向が議論され、潤沢な経営資源を誇る競合他社に劣らない付加価値をお客さまに届けるには、能動的に投資先企業のバリューアップに取り組むことが必須であり、その為の体制整備を迅速に進めることが提言されました。

以来、調査グループでは長い時間を費やして「持続的に企業価値を向上させている」銘柄について、業界環境やビジネスモデルに加えて、企業文化にまで踏み込んだ分析・議論を行ってきました。この過程でESGチームからの助言もあり、次第に私達自身の価値観が再構築され、投資対象企業の優れた点、足りない点が一段と明確に認識できる組織になってきたと感じています。

こうした取り組みを受けて投資対象企業に対する対話内容は、従来の低いROE水準や過大な現預金の保有に関する懸念の表明など表層的な視点から、「ガバナンスの機能不全による長期にわたる誤った経営判断」「社外取締役を活用した環境変化への対応力」「経営トップに過度に依存しない組織力の構築」といった深層へと変化がみられます。

このような変化は、財務アナリスト個々の意識変化が背景にあります。**自分達こそが、会社を代表した「対話の実行部隊」であり、「議決権行使の窓口」であるという自負が芽生えています。**だからこそ、議決権行使においても、超繁忙期にもかかわらず杓子定規に議決権行使基準に沿った単純な判断を行うのではなく、議案の背景について企業と丁寧に対話して、真に「企業価値の向上」に資するのは何かを考えたうえで、議決権行使委員会に上程しています。また、企業との対話の中で、当社の議決権行使基準が実状に適さなくなっていると感じる点を議決権行使委員会にフィードバックしています。

私達は「対話の実行部隊」であり、「議決権行使の窓口」を自負しております。特にメンバーの約半数を占める20代、30代の若手は、こうした環境をごく当たり前のこととして受け入れ、率先して取り組んでいます。現在もスチュワードシップ責任に関する複数のプロジェクトを遂行中ですが、これらは前述の若手をリーダーとして進められています。スチュワードシップに関する真剣な議論が自身の組織の在り方についても深く考える契機となり、当社の持続的な価値向上にもつながる構図がみえてきたと考えています。



## ESG課題を含むサステナビリティの考慮

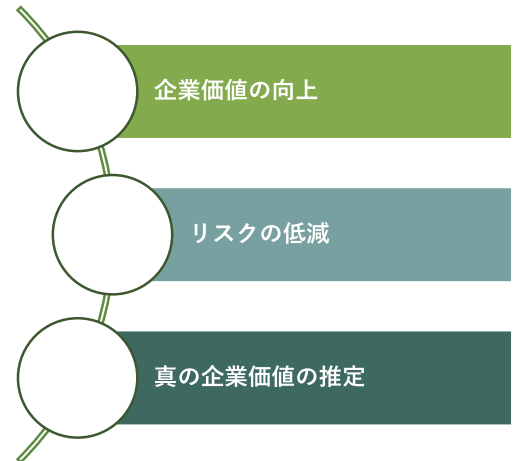
### なぜESG課題に取り組むのか

当社では、運用にESGを考慮することは非常に重要であると考えておりますが、単に運用を通じて社会に良いインパクトを与えるという側面だけでなく、運用にESGを考慮することは、以下の3つの視点から、アクティブ運用における超過リターン獲得を目指す上で、付加価値の源泉の1つになると考えています。

1つ目は、機会、オポチュニティーの視点です。ESGの取組みがすぐれている企業は、事業を通じて社会課題を解決し、これによるビジネスチャンスを得る可能性が高いことから、**中長期的な企業価値向上が期待できる**と考えています。

2つ目は、リスク低減の視点です。ESGへの取組みが優れている企業は、事業を行う上での様々なリスクを回避する能力が高いと考えられるため、仮に不祥事等が生じて、**企業価値低下のリスクを抑制する効果が期待できる**と考えています。

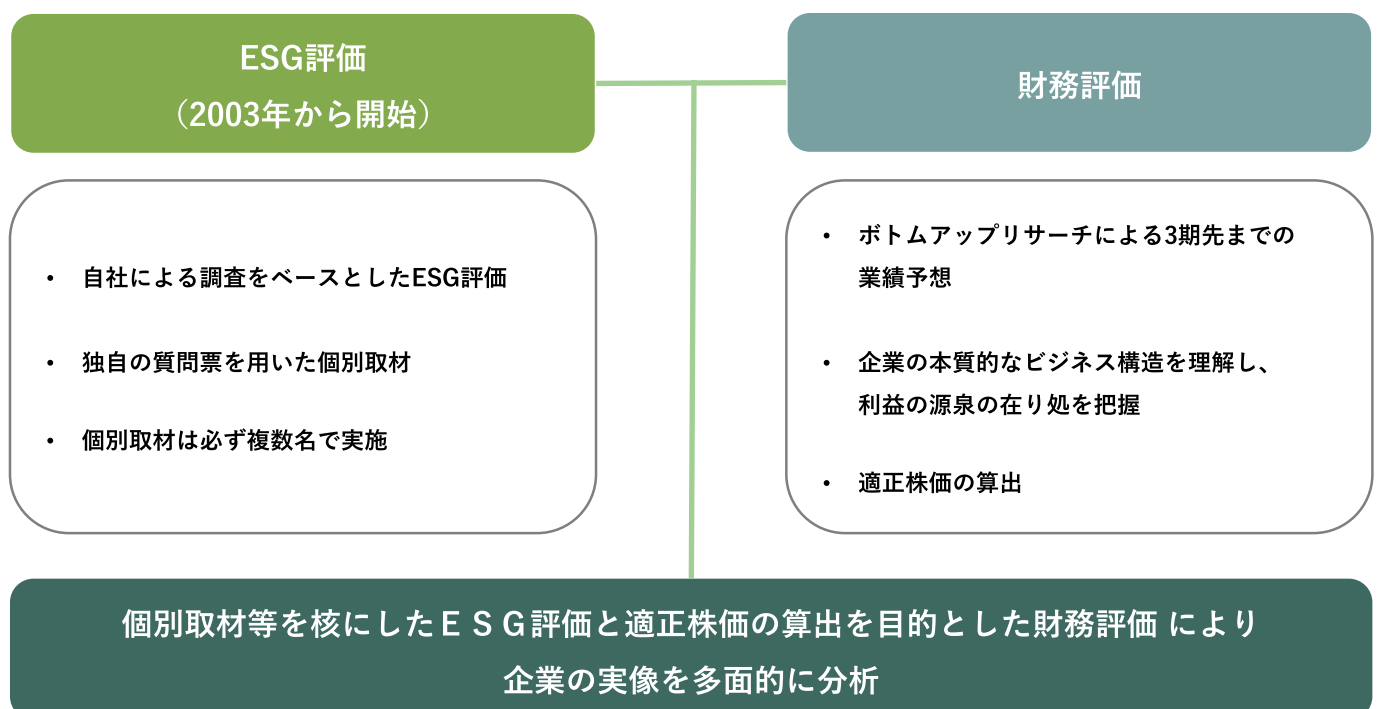
3つ目は、企業価値推定の精度向上の視点です。企業価値は、財務的な要素と非財務的な要素から構成されている、というのが最近の主流な考え方ですが、ESGという非財務情報を考慮することで、**より精度の高い企業価値評価が可能になる**と考えています。



### 国内株式のESGアクティブ運用

#### ➤ 運用スタイルの特徴は？

超過収益の源泉は「ESG評価」と「財務評価」の両輪にあると考えています。個別取材等を核にしたESG評価と適正株価の算出を目的とした財務評価により企業の実像を多面的に分析しています。



## ➤ いつ、運用開始したのか？

2003年です。

当社は、2003年より独自にCSR（企業の社会的責任）調査体制を整備し、環境、社会、ガバナンスなどを評価した上で投資を行う国内株式アクティブ運用を実践してきました。ファンド運用開始当初より、企業にESGの取組みをヒアリングする『直接取材』を基本としてきました。

## ➤ なぜ、『直接取材』が重要なのか？

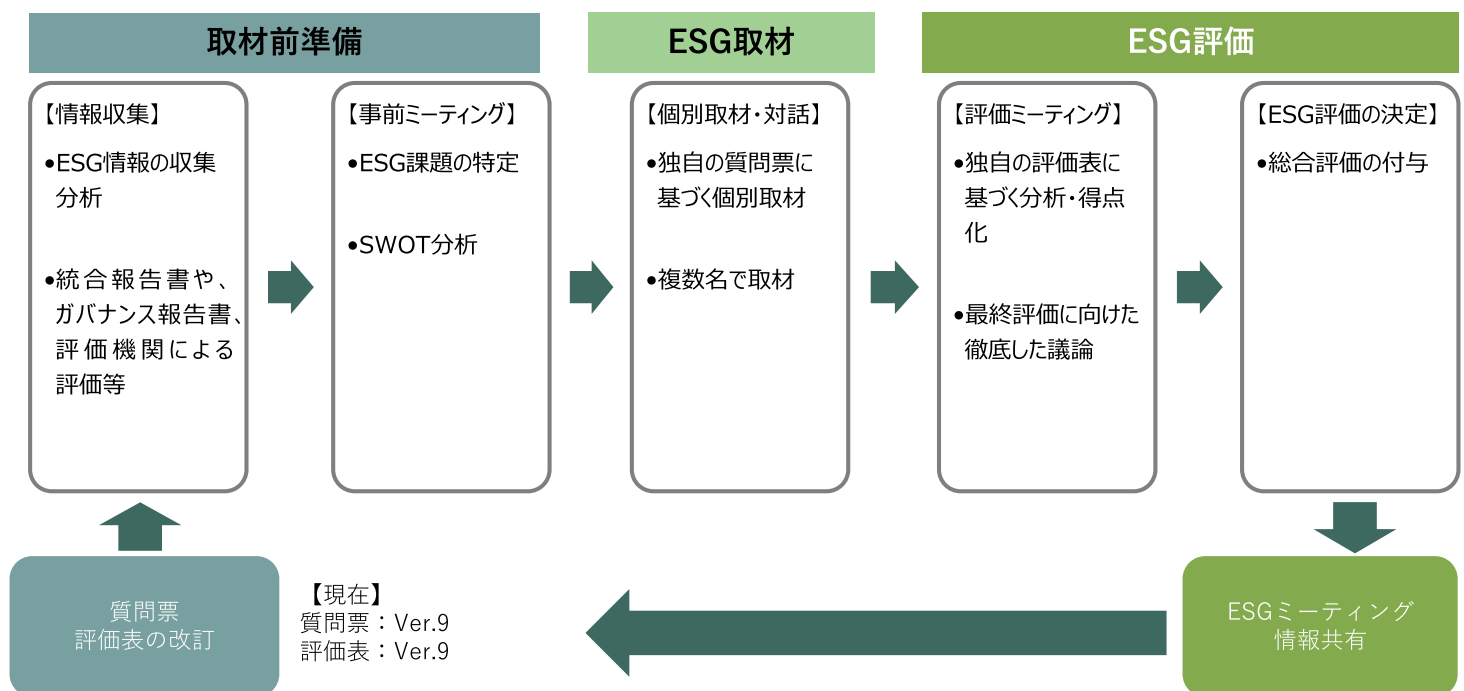
ひと言でいえば、**真の企業価値を見出すため**です。

アンケートによる情報収集は、一度に多くの企業からの回答を得ることができるというメリットがある一方、情報の質という点では、質問内容について、する側とされる側の捉え方が必ずしも一致するとは限らないため、我々が求めている回答が得られない可能性があります。ESG評価会社の評価についても、カバーしている企業数の問題など、その情報だけでは投資判断が難しいケースがあります。

## ➤ ESG評価を行うために、どのようなリサーチプロセスを構築しているのか？

自社で完結した丁寧なリサーチにより当社独自のESG評価を行っています。自社でESG調査を行うことにより、企業の長期的な企業価値向上に関する重要な課題が浮き彫りとなることから、そのような課題に関して、継続的にエンゲージメントを行い改善を促しています。

下記のような5つのステップでリサーチを行います。複数名で取材・対話を行うほか、事前と事後のミーティングで議論することにより、仮説・検証のプロセスが進み、多くの気付きを得て、議論に深みが出ます。このようなプロセスを通じて得た知見は、ESGミーティングで共有され、改善が必要なポイントなどを特定し、**継続的に質問票や評価表の改訂を行っています**（現在【バージョン9】）。このようにして、ノウハウを構築し、真の企業価値を発見する努力を続けています。



## ➤ ファンド設定来のパフォーマンスは？

国内株式ESGアクティブ運用の設定来のパフォーマンスをみると長期に亘りベンチマークをアウトパフォーマンスしています。



※運用実績は、国内株式ESG型戦略のコンポジットの運用報酬等控除前のリターンについて、設定来からの累積を指数化したものです。

※過去の実績は、将来の運用成果を保証するものではありません。

## ➤ ESG評価会社と富国生命投資顧問独自のESG評価の違いは？

一般的なESG評価会社はアンケートと開示情報をベースにESG評価を実施しています。当社は取材前の事前ミーティング、個別取材・対話、事後の評価ミーティングというプロセスを経て、企業価値向上との関連性を重視したESG評価を実施しています。アクティブ運用が中心であることから、超過リターン（アルファ）の獲得が求められます。

情報開示に積極的でないことなどから一般的な評価会社からのESG評価は低いものの、実際には高いレベルのESGの取組みがあると当社が判断した企業には、長期にわたり当ファンドのパフォーマンスに貢献している企業があります。

## ➤ 時価総額の小さい企業への投資

当社は、自社で完結したESGの研究体制があるため、評価会社によるESG評価がないような、時価総額の小さい企業に対しても、ESGファンドで投資を行っています。

一例としては、母体が研究所で、社会の役に立つ製品開発を目的に設立された企業があります。まさに社会課題解決型の企業と言えます。投資開始時の時価総額は小さかったのですが、その後業績や株価は順調に推移しています。

このように時価総額の小さい企業に対しても、直接取材や対話を行うことにより、持続的成長を促しながら、長期投資を行っています。



■ ESGアナリスト及びESGチームのメンバー

## 外国株式アジアアクティブ運用ESG型



当社は2010年10月より、アジア地域での高い調査力に定評のあるUOB Asset Management 社（UOBAM）から投資助言を受け、アジア株の運用を開始しました。2018年11月からは、中長期的な企業価値に影響を与える非財務要因であるESGに関する評価を加味した「外国株式アジアアクティブ運用ESG型」に移行し、運用を行っています。

経済成長が続くアジア諸国において、企業の収益機会も拡大する一方、ESGに対する取組みも広がりつつあります。アジア株のESG評価にあたっては、これまで当社において培ってきた直接取材に重点を置いた国内株のESG評価に関するノウハウをUOBAMと共有し、協働による現地直接取材も実施しています。こうした取組みを通じ、外国株式においてもエンゲージメントを推進するとともに、資産運用の高度化に努めています。

## UOBAM社のサステナブル投資について



■ UOB Asset Management

サステナブル・オフィス チームヘッド  
Victor Wong氏

### ▶ アジアにおけるESG/サステナブル投資の現状について教えてください

アジアにおけるESG/サステナブル投資の市場規模は拡大しています。これは、資産クラスを問わずESGやサステナビリティに焦点を当てた投資家向けの商品の数が増えていることからわかります。グローバル・レベルでESGや気候変動に対する関心が高まるなか、アジアにおいても、個人が日常生活におけるサステナビリティの重要性を意識し始めています。投資を通じて、利益をあげることに加えて、持続可能な社会の実現に貢献できることへの投資家の需要とそれに応じた資産運用会社による商品の供給が合致しているのだと思います。



## ▶ UOBAMの投資哲学において、サステナブル投資とはどのような位置付けでしょうか

社会全体が持続可能な投資へと舵を切る中で、我々はサステナブル投資において重要な役割を担っていけると確信しています。UOBAMは、2020年1月に国連PRIに署名し、シンガポールにおける資産運用会社の中では最も早く署名した会社の1つとなりました。我々は、サステナブル投資は従来の「投資DNA」を補完し、より強固なものに考えています。我々の投資プロセスは、徹底したファンダメンタル分析が基盤となっていますが、それに各運用拠点の地域に根差した調査や運用能力及びテクノロジーを融合することによって、より堅固なものとなっています。また、投資プロセスにおけるESGの統合は、「耐久力があり且つ持続可能な優良成長企業への投資」という当社の投資哲学を体系的に実現したものとと言えます。

## ▶ サステナブル投資を実現するための投資手法について教えてください

UOBAMの投資プロセスの特徴は、「人間と機械の融合」及び「Active & Localised」の2点に要約されます。前者は、アナリストによる調査・分析やエンゲージメントと人工知能・機械学習（AI-ML）モデルを融合することで、より深く効率的な銘柄選択が可能であること、後者はアジアの運用拠点を通じて地域に根差した調査・運用を行いながら、現地にいることを活かしてより深い「アクティブ・

オーナーシップ」（議決権行使やエンゲージメント）の実現が可能であることを意味します。これは当社が独自に確立したサステナブル投資のフレームワーク及びESGの評価システムであり、全ての資産クラスにおいてシンガポールをはじめアジア各国運用拠点が採用する共通のフレームワークとなっています。この独自のフレームワークは、特にアセアンの各地域で日々現地で直接調査・取材するアナリストの存在があるからこそ実現できたものだと考えています。

## ▶ 今後の展望についてお聞かせ下さい

UOBAMは、サステナビリティを推進するため、関連プラットフォームの提供やパートナーとの協力を通じて、スチュワードシップ関連イベントを開催しています。このようにして当社独自のサステナビリティ文化を構築することで、同分野においてリーダーシップを発揮していきたいと考えています。

我々は、アジアにおけるイノベーションとサステナビリティのリーダーとしての地位を確立すべく、資産運用の分野だけではなく、それ以外の分野においても、内側から「サステナビリティ能力」を高めていく所存です。

## 協働取材・エンゲージメントについて

アジア株式のESG運用においても「直接取材・直接対話」は、日本株ESG運用同様、当社の基本としています。

長年培ってきた当社のESGリサーチにおけるスキルとノウハウ、そしてUOBAMのアジア新興国企業に関する豊富な知見を融合し、多角的かつ確かなESG評価および分析に努めています。そのため、調査対象企業の企業価値向上や持続的成長に結びつく「建設的な対話」を行うため、取材前には必ずUOBAMと綿密な打ち合わせを行い、取材後の評価の場でも闊達な議論を繰り広げています。

2017年にスタートしたUOBAMとの協働取材・エンゲージメント活動は、年1回のペースで、これまでシンガポール、マレーシア、タイの延べ17の企業を訪問し、対話を行ってきました。

2020年以降は、新型コロナウイルスの影響で協働取材・エンゲージメント活動は一時中断していますが、その間にもUOBAMのチームとはオンラインでの定期ミーティングで意見交換を行うなど、新型コロナウイルスの感染が収束した後の協働取材・エンゲージメント活動再開に向けて着々と準備を進めています。



■タイの企業を協働取材した時の様子

# エンゲージメント活動報告（2020年7月～2021年6月）

当社は、ボトムアップ・リサーチ等を通じて投資先企業の状況を的確に把握するよう努めています。投資先企業の評価視点は、中期的業績予想、定性面の評価（成長力、競争力、マネジメント等）、ビジネスモデルの分析からなり、その状況や変化を把握するために個別ミーティングを行うほか、各種IRミーティング、決算説明会等に参加しました。

ESG投資においては、「最も着実な成長を期待できる企業は、社会的責任を果たすことにより、持続可能な経済の成長を推進する企業である」との考えに基づき、ESG要素について、原則として企業との直接対話により評価しました。

また、スチュワードシップに関する活動方針を定め、その方針に基づき、投資先企業の事業環境や将来見通し、ESG課題を含むサステナビリティを考慮しながら、企業価値向上に向けたエンゲージメントを継続的に行っています。エンゲージメントでは、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めました。

## 対話活動状況

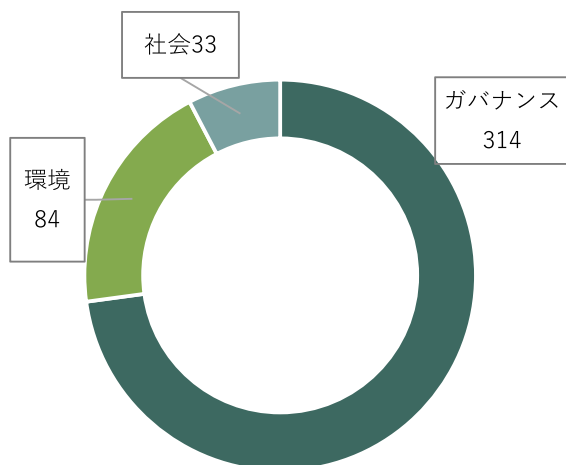
対話社数

**150社**

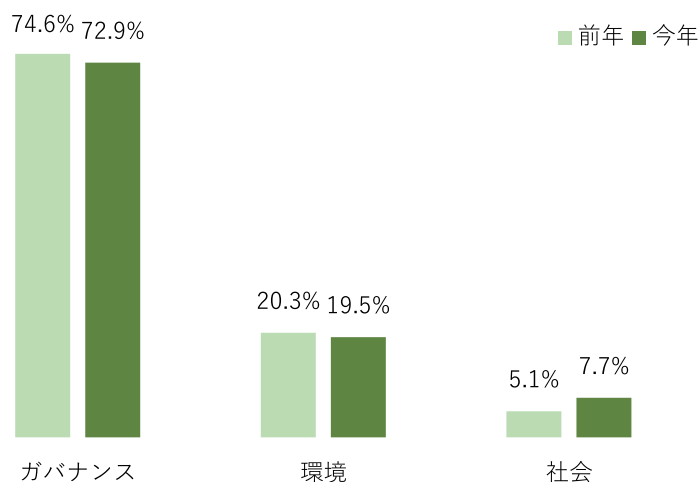
対話件数

**431件**

### 対話件数の内訳






### ESG関連に占める各テーマの比率






## テーマ別対話の具体的事例

事例：C社	業種	サービス	テーマ	環境情報開示	マイルストーン進捗	目標達成
-------	----	------	-----	--------	-----------	------

課題	2018年2月	2020年3月
環境情報開示の充実	TCFDなど昨今金融機関に対しても環境（特に気候変動）に関する情報の開示が求められるようになってきている中、傘下に金融機関があることを踏まえ、環境情報の開示が遅れていることを指摘し、CDPなどを通じての積極的な情報開示を求めた。	TCFDに賛同表明したほか、CSR委員会を経営会議の諮問機関とするなど、経営をCSRのリンクを強化する中で、環境に関する開示も強化されたことを確認。従前は環境に対する取組みに後ろ向きであったが、大きく変わった。
 目標設定	 懸念の表明	 目標達成

事例：D社	業種	食品	テーマ	飲酒問題	マイルストーン進捗	目標達成
-------	----	----	-----	------	-----------	------

課題	2018年8月	2020年11月
「責任ある飲酒」の推進	飲酒に伴うセクハラ、パワハラが横行している状況に対してビール会社としての対応を要望したところ、2019年に「責任ある飲酒」の推進に関するコミットメントを策定したいとの回答を得た。	ビール会社として「責任ある飲酒」の推進にコミットメントしていることが確認できた。全従業員が「責任ある飲酒」のアンバサダーになることを周知するため、従業員の共通言語としてグローバルスローガンを策定するなどの取組みを行っている。
 目標設定	 経営陣のコミットメント	 目標達成

事例：E社	業種	金融	テーマ	政策保有株式	マイルストーン進捗	目標達成
-------	----	----	-----	--------	-----------	------

課題	2020年12月	2021年1月	2021年5月
政策保有株式の削減 競合他社に見劣りする上、ヘッジがうまくいかないことによる損失も発生。	競合他社は保有比率がすでに16%で、次期中計では10%まで引き下げる目標を掲げていることなどから、同社としても20%以下に引き下げるコミットメントが示されることを要請し、一応の同意を得た。	議決権行使助言会社が、政策株式の純資産比率での保有額を勘案した会社トップの取締役選任議案賛否の方針を出していることについて、先方からの依頼で当社の方針等を説明したほか、エンゲージメントに対する取組み姿勢や社内での扱いなどに関して対話した。	「従来型の安定株主としての政策保有株式」は原則すべて保有しない方針を発表し、政策保有株約1兆4000億円（時価ベース）を全て売却する（ただし、残高ゼロの時期の明記はない）ことを正式に打ち出した。
 目標設定	 企業側の認識同意	 企業側の認識同意	 目標達成

事例：F社

業種

化学




テーマ

株価ディスカウントからの脱却

マイルストーン進捗

目標達成

独自のESG調査により、真の企業価値を見出した企業に対して株価がディスカウントされていることを指摘。情報開示を強化することにより市場からの評価を高めることを提案した事例です。

課題	2019年11月	2021年3月
株価低迷（ディスカウント状態）からの脱却   目標設定	ESGとインテグレートされた経営により、今後の持続的成長が期待できると思われる一方、ステークホルダーとのコミュニケーション不足などにより、株式市場ではPBRが1倍を割るなど低評価（株価ディスカウント）にとどまっていることに懸念を表明。 ESGとインテグレートされた経営スタイルを投資家などに強くアピールし、株価のディスカウント状態からの脱却を図るべきことを提案したところ、基本的な同意を得た。   企業側の認識同意	投資家などステークホルダーに強くアピールする統合報告書を発行し、GPIFの運用委託先が選ぶ優れた統合報告書に2年連続で選出されたほか、株式市場における評価も高まりPBRが1倍を超えるなど、大幅な株価ディスカウントは解消された。   目標達成

■詳細分析：エンゲージメント成果の検証

株式価値 （対話時、2019年11月）	■ 株式価値：5,249億円
WACC※1・ROIC※2 （対話時、2019年11月）	■ WACC：3.5% ■ ROIC：4.4%
対話によって 当社が求める株式価値	■ 株式価値：6,519億円
対話内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ ESGとインテグレートされた経営により、今後の持続的成長が期待できると思われる一方、ステークホルダーとのコミュニケーション不足などにより、株式市場ではPBRが1倍を割るなど、低評価（株価ディスカウント）にとどまっていることを対話で指摘した。</li> <li>■ 同社は、コングロマリットディスカウントが懸念される「総合化学」とのイメージが強く、化学セクターにおいても注目が集まりにくい傾向があることから、ESGとインテグレートされた経営スタイルを投資家などのステークホルダーに強くアピールし、株価のディスカウント状態からの脱却を図るべきことを提案したところ、基本的な同意を得た。</li> </ul>
企業価値毀損の可能性の根拠	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2011年度からの3期連続赤字を機に、同社はプロダクトアウト型の経営を改め、強みを活かせる領域に絞りこむ事業ポートフォリオ変革を断行した点を評価。</li> <li>■ 経営トップの強いコミットメントの下、社会課題解決への貢献を意識した投融資検討システムの導入などにより、ESGが経営システムに取り込まれており、高度に統合された経営が行われていることを高く評価した。今後は、環境貢献製品や生活の質向上に資する製品を牽引役とする持続的な成長が期待できる。前年度4.4%のROICは、2025年には8%以上という長期計画が公表されている。</li> <li>■ しかし、株式市場ではこのような変革による収益力向上や持続的成長力が十分に評価されておらず、株価はディスカウント状態にあると判断した。</li> </ul>
目標達成時の状況 （2021年3月）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2021年3月の対話時に、以下を確認し問題が改善したと判断し、エンゲージメントの目標達成とした。</li> <li>■ 投資家などステークホルダーに強くアピールする統合報告書を発行し、GPIFの運用委託先が選ぶ優れた統合報告書に2年連続で選出されたほか、株式市場における評価も高まりPBRが1倍を超えるなど、大幅な株価ディスカウントは解消された。</li> <li>■ 株式価値：7,105億円</li> </ul>

※1 加重平均資本コスト（Weighttted Average Cost of Capital）のこと。債権者の要求収益率（負債コスト）と株主の要求収益率（株主資本コスト）を加重平均して算出する。

※2 投下資本利益率（Return On Invested Capital）のこと。税引き後営業利益を投下資本（有利子負債+株主資本）で割って算出する。



## 重点テーマによるエンゲージメント

### 気候変動問題

#### ～CO2削減に関する2050年目標の設定、開示について～

地球温暖化による異常気象などの「気候変動問題」については、2020年10月の菅首相による所信表明演説のなかで「2050年までに温室効果ガスの排出実質ゼロを目指す」と表明されたことは世界に大きなインパクトを与えるとともに、日本政府のみならず、日本企業の動向にも大きな注目が集まっています。前年度は、特に気候変動問題がビジネス上、大きな影響をもたらすと考えられる企業に対し、気候変動関連の情報開示の強化や長期目標設定などのエンゲージメントを実施しましたが、当報告年度は、サブテーマとして「CO2削減に関する2050年目標の設定、開示」を掲げ、セクターや業種を限定せず幅広い企業群に対し、2050年という長期視点に基づいたCO2をはじめとした温室効果ガス排出削減目標の設定と開示についてエンゲージメントを行っています。

対話を通じ、現在、多くの企業が2050年を達成年度としたCO2削減目標の設定に向け検討を進めており、化学メーカーなど一部の企業において、対話の後、2050年目標が設定されたことが確認できました。引き続き、TCFDに賛同表明している企業や気候変動をマテリアリティとしている企業でまだ長期目標を設定・開示していない企業を中心に、2050年を達成年度とした長期目標の設定・開示を提案しています。下記は、そのような対話の例です。



社名	業種	対話実施日	テーマ	今回のエンゲージメントで達成したいこと	目標設定	懸念の表明	企業による認識・同意	経営陣のコミットメント	目標達成
G	情報通信	2020年12月	気候変動	CO2排出に関する2050年目標の設定と開示					
H	保険	2021年4月	気候変動	2050年ネットゼロ（CO2削減目標）の設定と開示					
I	化学	2021年5月	気候変動	2050年ネットゼロに向けたロードマップ作製					
J	化学	2021年3月	気候変動	CO2排出に関する2050年目標の設定と開示					
K	輸送用機器	2021年5月	気候変動	2050年ネットゼロ（CO2削減目標）の設定と開示					
L	電機	2021年1月	気候変動	CO2排出に関する2050年目標の設定と開示					
M	サービス	2020年12月	気候変動	2050年ネットゼロ（CO2削減目標）の設定と開示					
N	不動産	2020年12月	気候変動	CO2排出に関する2050年目標の設定と開示					
O	食品	2021年3月	気候変動	2050年ネットゼロを意識したCO2削減目標の設定					
P	情報通信	2020年12月	気候変動	CO2排出に関する中長期の目標設定					
Q	化学	2021年4月	気候変動	CO2排出に関する2050年目標の設定と開示					
R	化学	2021年3月	気候変動	2050年ネットゼロを意識したCO2削減目標の設定					

## 協働エンゲージメント

グローバルな環境問題の解決に大きな影響力がある企業に対して、気候変動への対応を求める国際的な投資家イニシアティブである「Climate Action 100+」に参加しています。

2018年7月から参加している「Climate Action 100+」では、引き続き、海外投資家とともに、繊維メーカーに対しエンゲージメント活動を行っています。新型コロナウイルス感染拡大の影響により、エンゲージメント活動はオンライン会議にて、2021年1月と6月に対話を実施しており、1月には、企業側の担当役員との対話を行いました。その他、エンゲージメント活動を実施した投資家（当社含む）による活動報告会を通じ、国内外のメンバー間での情報共有を図りました。

当社はこのイニシアティブに参加することにより、深刻さを増す環境問題の解決への貢献やグローバルレベルのエンゲージメントに関する知見の獲得を図っています。



## 国内クレジット調査におけるESG要素の組み込み（インテグレーション）と対話

2017年に社長直轄で推進した「ESG投資への取組み推進プロジェクトチーム」における議論で、国内のクレジット調査におけるESG要素の組み込み（インテグレーション）を目指す方向性が決まって以来、責任投資委員会で進捗管理しながら、取組みを展開しています。

ESG要素を信用力評価に反映させることは簡単ではありませんが、そのような取組みを進めるための土台として、社債発行企業とのエンゲージメントは重要であると考えています。

具体的な活動としては、クレジットアナリストが発行体のIRミーティングへの参加、個別取材などのボトムアップリサーチを通じて、企業の信用力を把握するよう努めるほか、株式運用部のESGチームと同行取材し、債務の返済能力に影響を及ぼしうる企業の持続可能性やガバナンスなどに関して企業との対話を実施しています。

今後は、国内債券のステewardシップ活動方針を策定し、責任投資委員会によるPDCAを実施していく方針です。

## 担当者コメント：投資先企業との対話により、信用力評価をより確実なものに

（債券運用部 クレジット調査グループリーダー 岡崎 多美）



債券運用部では、クレジットアナリストが社債発行企業と対話を行っており、企業が新規発行を行う際のロードショーやデットIRがエンゲージメントの機会となります。その他、当社のESGチームが行うエンゲージメントに同席し、クレジットアナリストの立場から意見を述べることも行っています。

クレジットアナリストは、まず財務データや経営計画等、公開情報を元に企業の信用力を分析しますが、投資先企業との対話により、信用力評価をより確実なものにできると考えています。社債発行企業のなかには、株式公開していない非上場企業もあり、公開情報が限られるなか、企業との対話は信用力を判断するうえで有益な手段と認識しています。

ESG項目のなかで最もクレジットに影響を及ぼすのはG（ガバナンス）と言われてきましたが、現在はいろいろな面で移行期にあり、E（環境）S（社会）要素の重要性が高まっています。そのため、クレジットアナリストは、株式運用部のESGチームと同行取材を実施するなど、多角的に企業の持続可能性を把握しようと努めています。

債券投資においては議決権行使を伴わないために、エンゲージメントは難しい、との見方もありますが、建設的な対話は発行体の長期的な資金調達をサポートすることにもつながることから、企業側の対話姿勢も変化してきています。最近ではグリーンボンドやサステナビリティボンドなど、ESG関連債券を発行する企業が増えていることも、債券投資家と企業の対話を加速していく要因になると考えています。

# 議決権行使状況報告（2020年7月～2021年6月）

## 議決権行使に関する基本方針（抜粋）

当社は、受託者責任の観点から、企業価値の向上及び毀損の防止を図ることを目的に議決権を行使します。議決権行使指図は顧客の利益を図るためにのみこれを行うものとし、自己又は顧客以外の第三者の利益を図る目的で指図を行わないものとします。

顧客に議決権行使の指図権が一部留保され、顧客から具体的な議決権行使の指図が提示された場合において、当該指図が明らかに非合理的であると判断された場合には、顧客に対して意見を述べるよう努めるものとします。

## 議決権行使結果の概況

「スチュワードシップ責任に関する基本方針」と「議決権行使に関する基本方針」に則り、704社、8,020件の議案について審議を行いました。会社提出議案では、7,681議案に賛成、218議案に反対し、株主提出議案では、1議案に賛成、120議案に反対しました。個別議案においては、取締役選任についての議案に対する反対が多くなりました。

- ・ 取締役選任については、当該企業の大株主の業務執行者であるほか在任期間が長いなど、社外役員として独立性に欠けると判断した企業や、収益基準に抵触し今後の回復が乏しいと判断した企業などの議案に反対しました。
- ・ 監査役選任については、当該企業の大株主の業務執行者であるほか在任期間が長いなど、社外役員として独立性に欠けると判断した企業の議案に反対しました。
- ・ 役員報酬関連では、社外取締役、監査等委員である取締役へのインセンティブ付与がある企業や、退任役員の退職慰労金の支給がある企業の議案に反対しました。

## 反対比率の前年度との比較

会社提案の議案の反対比率（子議案ベース）は、前年度の1.44%から2.76%に上昇しました。要因としては、議決権行使ガイドライン及びスクリーニング基準の改正により、取締役選任及び監査役選任、買収防衛策、退職慰労金贈呈の各議案への反対率が大きく上昇したことが挙げられます。

## 議決権行使ガイドラインの主な改正内容（2021年4月以降の株主総会に適用）

### 1. ROE基準の変更：「5期通算」⇒「3期連続」

「5期通算」の場合、コロナ禍などで決算発表が遅れると計算できなくなってしまうますが、「3期連続」の場合、一部（2期分）は抵触の有無を確認できます。また、判断する対象期間を「3期」と短くし、その間代表権を持っていた取締役に反対する原則を明確にしました。但し、担当アナリストの意見や対話に基づく精査により、原則と異なる判断も行います。

### 2. 社外役員の独立性：「5社以上兼務」についての規定を新設

社外役員へのニーズが高まったことを背景に、兼務数の多い社外役員が増える懸念があったため、規定を新設しました。

### 3. 退職慰労金：「条件を満たせば賛成」⇒「原則反対」

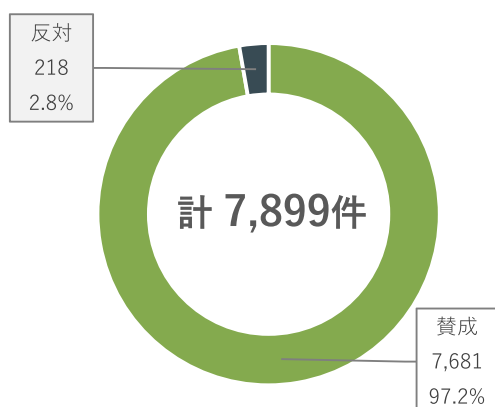
以前より厳格化する方向で議論してきましたが、対話や取材を通じ、厳格化することが適切と判断したため改正しました。

### 4. 買収防衛策：「条件を満たせば賛成」⇒「条件」を厳格化し、「条件を満たさなければ反対」

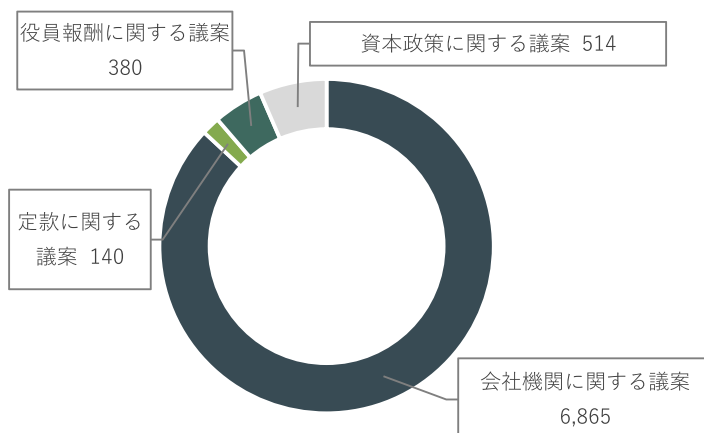
以前より厳格化する方向で議論してきましたが、対話や取材を通じ、厳格化することが適切と判断したため改正しました。

## 議決権行使状況（会社提案）

賛否の内訳



議案の内訳



### 会社機関に関する議案

#### 取締役の選解任

賛成 97.5%

#### 監査役の選解任

賛成 96.0%

#### 会計監査人の選解任

賛成 100.0%

### 資本政策に関する議案

#### 剰余金の処分

賛成 98.3%

#### 組織再編関連(\*2)

賛成 100.0%

#### 買収防衛策の導入・更新・廃止

賛成 0.0%

#### その他資本政策に関する議案(\*3)

賛成 100.0%

### 役員報酬に関する議案

#### 役員報酬(\*1)

賛成 97.2%

#### 退任役員の退職慰労金の支給

賛成 52.2%

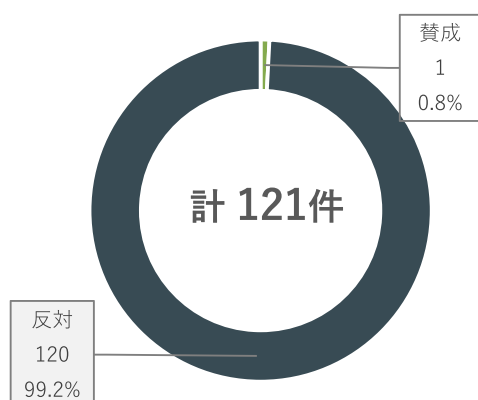
#### 定款に関する議案

賛成 99.3%

(\*1) 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  
 (\*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

## 議決権行使状況（株主提案）

賛否の内訳



## 投資先企業に対する深い理解や対話と議決権行使の一体的運用

事例：S社

業種

機械

テーマ

社外監査役の独立性

【事例の概要】高い独立性が求められる社外監査役の選任に関して、議決権行使ガイドラインに定める独立性基準に抵触しましたが、企業に対する深い理解や対話に基づき、議決権行使委員会にて精査し、原則と異なる判断（当該議案に賛成）をした例です。

課題	対話 2021年6月	議決権行使 2021年6月総会
社外監査役の独立性 (在任10年以上)	過去からの継続的な対話により、同社のガバナンス体制を高く評価している中、問題の監査役候補者は、社外であるが常勤であり、指名報酬諮問委員長や、代表取締役評価委員長を務める重要な人物であることを確認。同氏の過去の発言が同社の先進的なガバナンス体制構築に寄与したことなどを理解。	過去からの継続的な対話により、同社のガバナンス体制を高く評価している中、問題の監査役候補者は、社外であるが常勤であり、指名報酬諮問委員長や、代表取締役評価委員長を務める重要な人物であることを確認。同氏の過去の発言が同社の先進的なガバナンス体制構築に寄与したことなどと合わせ、ガイドラインに定める独立性基準に抵触するものの、対話による十分な説明があったことなどから、議決権行使委員会で精査した結果、監査役選任議案に賛成した。

### 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解

#### 【独自の質問票を用いた直接取材によるESG評価】

##### ■ E（環境）

- 「環境一級企業」になるという目標を掲げ、「CO2削減」「省資源活動」「汚染予防」「生物多様性の保全」の4項目に取り組んでいる。また、スコープ3で総CO2排出量を算定し、新製品は基本的にスループットを10%以上改善させる等、サプライチェーン全体での温室効果ガス排出量削減を推進している。

##### ■ S（社会）

- 「お客さまが求めているのは製品そのものではなく、それを使って得る結果である」という基本的な考え方に基づき事業を遂行。
- 独自の社内通貨制度の導入などにより従業員のモチベーションを高く保つ仕組みや、技術を徹底的に極めることを通じて、日々進歩していく科学を人々の暮らしの豊かさや快適に帰結させていくことを、社会的使命としている点を評価。

##### ■ G（ガバナンス）

- 企業としての目指すべき方向性や経営の基本的なあり方、一人一人の働き方など、さまざまな観点から「あるべき姿」を明確にし、約200を超える項目が明文化された企業理念を定め事業活動を行っている。
- イノベーション・マネジメント活動に継続的に取り組んでおり、従業員一人一人が考え気付きを得て、改善のための行動を行っている。さらに、社内通貨制度を全体展開することで、個々の業務パフォーマンスを見える化し、仕事の採算管理に活用するなど、常に変化を追求し進化を促す組織的な仕組みが確立されている点を評価。

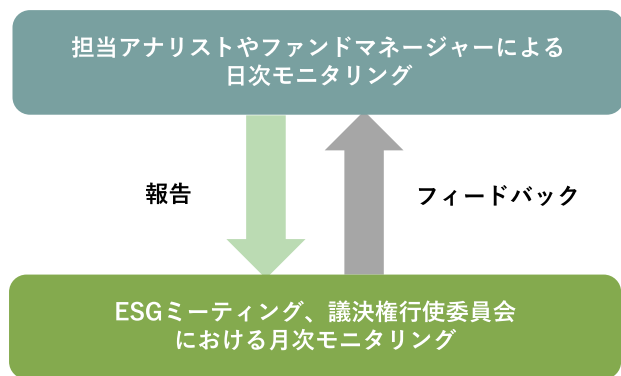
#### 【当社アナリストによる財務評価】

- 優れたビジネスモデルと圧倒的なシェアにより、グローバルな半導体生産量の増加と共に事業規模を拡大してきた。
- 今後も同様の展開が続くと予想されるうえ、後工程自動化の恩恵も受けよう。今後数年間は必要資金を上回るキャッシュフロー創出が見込まれる。
- セクターの中で最も信頼度の高い銘柄の1社。

#### 【同社の厚意により勉強会実施】

自社を深く理解し長期保有する株主を求めている同社からのご厚意で、当社のアナリストやファンドマネージャー向けに、同社のユニークな取組みに関する勉強会を実施して頂いた。当社若手アナリストも参加し、実際に担当されている方との質疑応答など、長時間の会議や施設見学を通じて、社内通貨制度による生産性向上と社員が自らの意志で仕事を選べる働きがいのある組織を実現していることを実感し、今後も持続的な成長が期待できると判断した。同社は厳しい管理会計制度を導入しているため、このような会議を設定する社内コストは相当高額であったにもかかわらず、このような勉強会を開いて頂いたことを感謝したい。

## 不祥事のモニタリング体制、不祥事が発生した場合の対話と議決権行使



不祥事など投資先企業の企業価値を毀損するおそれのある事項については、不祥事モニタリングツール等によりアナリストやファンドマネージャーが日次でチェックしています。加えて、ESGミーティングと議決権行使委員会における月次モニタリングを行っています。

### ▶ 不祥事が発生した場合の対応

不祥事等が発生した場合は直接対話により状況把握に努め、ESG評価の見直しを行っています。議決権行使に際しては直接対話により、事案の背景や真の原因の追究、再発防止策、責任所在の明確化などを確認した上で判断を行っています。再発防止策が十分でないと判断した場合は、対話の中で提案等を行います（下記の事例：T社）。反対に、重大なESG問題が発生した場合であっても、対話を通じ、事後対応や再発防止の取組みを評価した場合、議決権行使で賛成することもあります（下記の事例：U社）。

#### 事例：T社

業種

金融

テーマ

ESGの観点で問題となる事象の発生

課題	対話 2021年5月	議決権行使 2021年6月総会	今後
システム障害	度重なるシステム障害について、現場の管理体制整備も重要であるが、ガバナンス体制の強化も重要と思われる点を指摘した。また、2021年6月総会の議案を見てもシステム管理強化の観点が強かった。大きな問題が発生しているにもかかわらず、再発防止への対応が十分とはいえず、また再発のリスクを排除できないとの懸念を表明し、システムに関する豊富な知見をもとに責任をとれる取締役が必要であると提言した。	対話に基づき、議決権行使委員会で審議した結果、代表権のある取締役、会長、指名委員長（社外取締役）に反対した。	第三者委員会による調査報告書の開示や、金融庁からの処分発表後に、再度対話を行う予定。

#### 事例：U社

業種

海運

テーマ

ESGの観点で問題となる事象の発生

課題	対話 2021年4月	議決権行使 2021年6月総会	今後
海運事故	事故による環境被害は甚大、地域経済への影響、社会的影響も大きい事案である。事故原因も船長が予定航路から意図的にはずしたための座礁であり、責任は重いと考えられる。しかし、第一義的な法的責任は船主にあり、同社にはないという状況において、船主に代わり同社が前面に立ち、状況説明や問題解決に努めた点は評価できる。特に、根本原因である、船主が雇用する船長のレベル向上について、詳しい説明があり、従来の慣行を超えた取組みを進める姿勢を見せている点は高く評価できると思われる。ただし、事件の重大性に鑑み、今後3年程度様子を見る必要があると判断した。	対話に基づき、議決権行使委員会で審議した結果、取締役選任議案に賛成した。	今後3年間はモニタリング期間とし、モニタリングを継続する。

# TCFDに基づく気候関連財務情報開示

## 気候関連ガバナンス

当社では、他の経営上の重要な課題と同様、気候変動にかかる課題について、取締役会が監督しています。また、運用本部長を委員長とし、社外有識者、代表取締役、利益相反管理統括責任者、ESG アナリストなどが参加する「責任投資委員会」において、気候変動にかかる課題について議論し、方針の策定、計画の立案、進捗の確認を行い、定期的に取り締役に報告しています。

## 戦略

### ➤ リスクと機会

当社は気候変動を重要課題の1つとして認識し、下記のような気候変動関連の「リスクと機会」を踏まえ、投資先企業に対するエンゲージメントや議決権行使、運用商品の開発・提供に取り組んでいます。また、CA100+などのイニシアティブへの参加やステークホルダーとの協業を通じ、持続的な社会づくりへの貢献に努めています。

#### ■ 気候変動のリスク

移行 リスク	政策・法規制リスク	炭素税導入、製品・サービスに対する規制強化など
	技術リスク	既存製品・サービスの低炭素オプションへの置き換え、化石燃料関連資産の座礁化など
	市場リスク	消費者行動の変化、原材料コストの高騰など
	評判リスク	気候変動問題による印象悪化、ステークホルダーの不安増大など
物理的 リスク	急性リスク	サイクロン、洪水などの異常気象など
	慢性リスク	降水パターンの変化、平均気温の上昇、海面上昇など

#### ■ 気候変動の機会

機会	資源効率	より効率的な輸送手段、生産・流通プロセスなど
	エネルギー源	低炭素排出エネルギーの利用、新技術の利用など
	製品・サービス	低炭素商品・サービスの開発・拡大、消費者嗜好の変化など
	市場	新たな市場へのアクセス、公共インセンティブの利用など
	レジリエンス	再生可能エネルギープログラムへの参加、資源の多様化など

## ➤ 戦略

気候変動に関するリスクと機会を踏まえ、下記のように具体的な「戦略」を定めています。

### 【投資戦略】

投資戦略に気候変動に関するリスク及び機会を組み込むことで、運用リスクの抑制と中長期的な投資リターンの拡大を図ります。当社は、2003年より独自のCSR（企業の社会的責任）調査体制を整備し、環境、社会、ガバナンスなどを評価した上で投資を行う国内株式アクティブ運用を実践してきました。それまでの蓄積に加え2016年1月のPRI署名以降は、気候変動を含むESG課題への取組みを強化しています。

### 【エンゲージメント】

エンゲージメントは、企業に対して気候変動リスクを踏まえた経営判断・体制構築を求める好機であり、このような機会を活用し、投資先企業の企業価値向上や持続的成長を促します。ひいては、お客さまの中長期的リターンの向上に繋げることを図っています。尚、エンゲージメントは、当社が独自に行う場合のほかに、CA100+などイニシアティブを通じて他の機関投資家と協働して行う場合があります。

### 【協業】

気候変動に関連したステークホルダーとの協業においては、CDP等のNGO、自治体、大学、証券取引所、ESG評価会社との協業を行い、より高度な知見の獲得や新たな気付きの機会としています。このような協業を通じて、運用機関としての実力向上を図り、お客さまの中長期的リターンの拡大に資するよう努めています。

## リスク管理

当社のアナリストやファンドマネージャーは、企業による情報開示のほか、直接取材を通じて投資先企業の気候変動に関するリスクと機会を的確に把握し、当社独自のESG評価を付与しています。また、必要に応じてエンゲージメントを行っています。これらに加え、CO2/GHG（温室効果ガス）排出量に関する定点観測や時系列分析、炭素強度変化の要因分析などを行い、気候変動関連リスクを評価し、投資戦略やリスク管理に活用しています。また、これらの気候変動を含むESG課題への対応、エンゲージメント、議決権行使に関する状況や課題認識は、経営トップや社外有識者が参加する責任投資委員会へ報告され、今後の方針策定に利用されます。

### ➤ CO2/GHG排出量の現状や推移に関する分析（P32参照）

- 日本株ポートフォリオ全体のCO2/GHG排出量は、減少傾向にあります（P32「（2）時系列観測」参照）。
- 排出量の極めて大きい数銘柄（鉄鋼や海運セクターの企業など）が全体に与えるインパクトが非常に大きいことが特徴です。
- 2020年3月末のESGファンドのポートフォリオが2019年3月末に比べ、CO2/GHG排出量が増加したのは、排出量は非常に多いものの直接取材によりトータルとしてESGの取組みを高く評価した銘柄で、バリュエーションが割安と判断した銘柄の保有比率を引き上げたためです（P32「（2）時系列観測」参照）。
- 炭素強度の要因分解（2021年3月末における前年との比較）では、日本株全体およびESGファンドにおいて、①個別企業の排出量の減少②排出量の多い銘柄の保有比率の引き下げなどにより、炭素強度（売上高あたりCO2/GHG排出量）は低下しており、概して低炭素化は進展しています（P32「（3）炭素強度の要因分析」参照）。
- ポートフォリオ全体の排出量管理は重要である一方、排出量の極めて大きい数銘柄の全体へのインパクトが大きいことが特徴であることを踏まえ、当社は企業との直接対話により、単年度の排出量の増減だけでなく、長期に亘る取組みや今後の計画などを議論したうえ、当該企業の持続的成長およびCO2/GHG排出量の削減を促しています。

※ 業種はGICS（Global Industry Classification Standard）によるものです。GICSはMSCI Inc.とStandard & Poor'sにより共同開発された専有的財産です。GICSはMSCI Inc.とStandard & Poor'sの登録商標であり、当社はその使用を許可されています。

※ CO2/GHG排出量のデータは、CDPのデータを使用し、当社にて集計しました。P32のグラフにおけるCO2/GHG排出量はスコープ1とスコープ2の合計です。データが取得できない企業に関しては、当社においてGICSセクター平均を利用した推計値を算出しました。

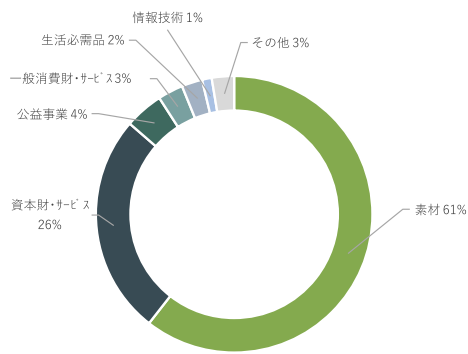
※ そのほか売上高、時価総額などのデータは（株）QUICKのデータを使用し、当社にて集計しました。



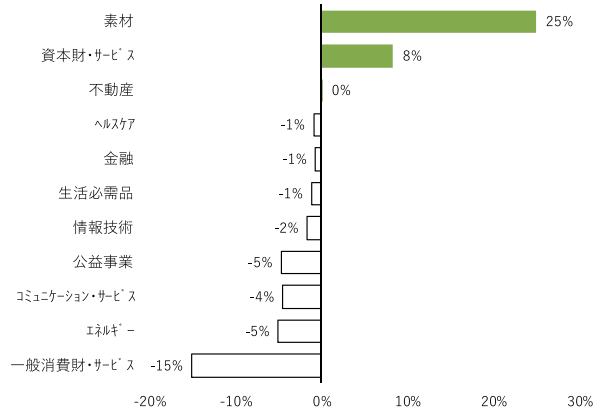
(1) 定点観測

日本株ポートフォリオ

CO2/GHG排出量 業種別構成比

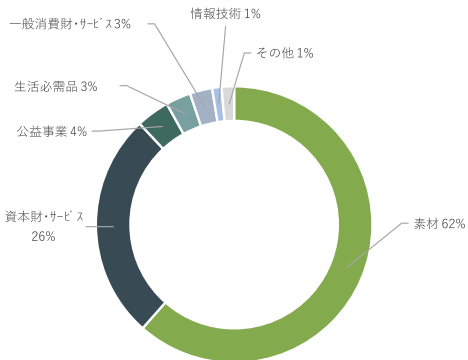


CO2/GHG排出量 対TOPIX業種別構成比

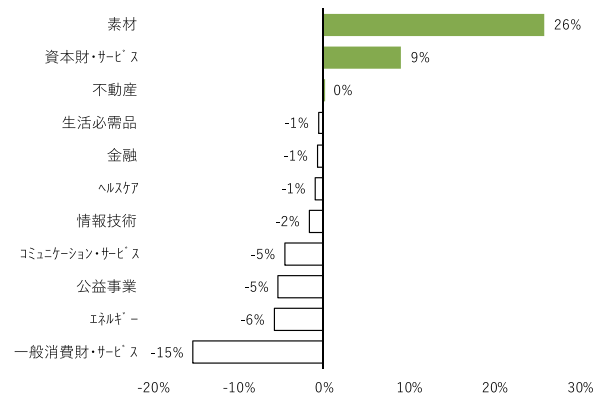


日本株ポートフォリオ (ESGファンドのみ)

CO2/GHG排出量 業種別構成比

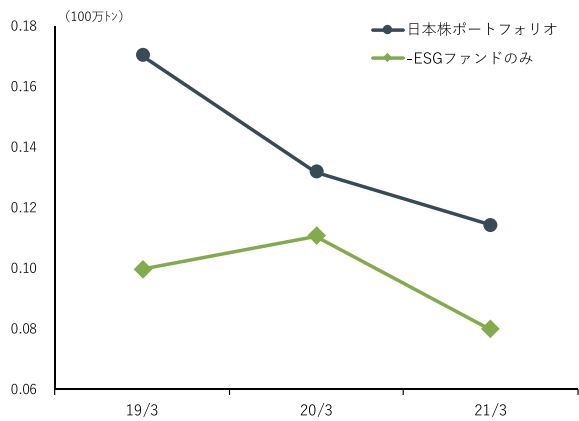


CO2/GHG排出量 対TOPIX業種別構成比

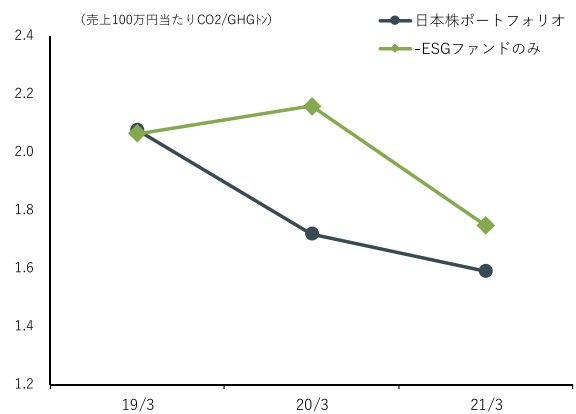


(2) 時系列観測

ポートフォリオのCO2/GHG排出量



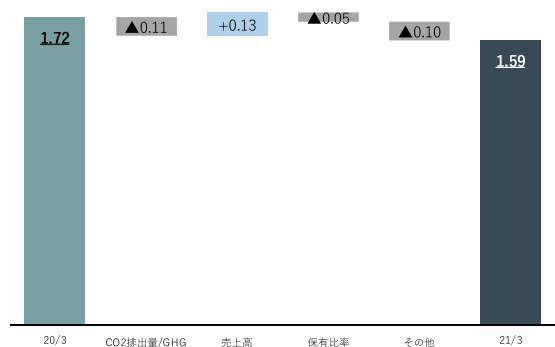
ポートフォリオの炭素強度



(3) 炭素強度の要因分解

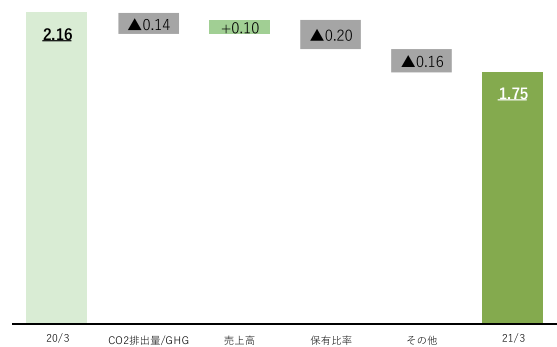
日本株ポートフォリオ

(売上100万円当たりCO2/GHGト)



日本株ポートフォリオ (ESGファンドのみ)

(売上100万円当たりCO2/GHGト)



## 指標と目標

当社は取締役会の監督の下、前述の戦略やリスク管理を展開しているなか、運用している国内株式の運用資産を対象に、GHG 排出量関連指標（GHG 排出量（スコープ1、スコープ2）、加重平均炭素強度等）、気候変動に関連する指標、当社独自の取材に基づくE（環境）レーティングなどをモニタリングしています。これらのモニタリングを活用し、投資先企業に対するエンゲージメントを通じて、GHG 排出量削減やより良い地球環境の保全に貢献するよう努めていく方針です。

## スチュワードシップコードへの対応状況 (2020年7月～2021年6月)

当社は、2020年7月から2021年6月における各原則への以下の取組みを通じ、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための実力を高め、概ね適切なスチュワードシップ活動を行うことができた、自らを評価します。

各原則に対する当社の方針および考え方の詳細は[スチュワードシップ責任に関する基本方針](#)※、スチュワードシップ活動の概況と自己評価についての詳細は[スチュワードシップ活動の概況と自己評価](#)※を参照ください。なお、方針および考え方の主な変更点は以下の通りです。

※右記URLを参照ください。<https://www.fukoku-cm.co.jp/company-profile/stewardship-overview.html>

## 方針および考え方の主な変更点

- ・全般にわたり、サステナビリティを考慮していることを明確化しました。
- ・原則4（企業との対話）と原則5（議決権行使）  
透明性を高めるため、当社の取組みをより詳しく記述しました。
- ・原則7（実力高度化）  
責任投資グループの役割について記述しました。
- ・原則8（機関投資家向けサービス提供）  
海外のアセットマネジメント会社へ議決権行使の助言を行うにあたり方針を作成しました。

「方針および考え方」と「自己評価」

	方針および考え方	自己評価
<p><b>原則1</b> 方針の策定・公表</p>	<p>当社は、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、サステナビリティの考慮に基づく建設的なエンゲージメント等を通じて、当該企業の企業価値の向上やその持続的成長を促すことにより、お客さまから委託された資金の中長期的な投資リターンの拡大を図ることが、スチュワードシップ責任であると考えています。</p>	<p>2020年はスチュワードシップ・コードの再改訂や当社における責任投資体制の強化を受けて、方針や考え方を見直しました。</p>
<p><b>原則2</b> 利益相反管理 (体制についてはP10参照)</p>	<p>当社は、利益相反のおそれのある取引について、お客さまの利益を不当に害することのないよう適切に管理するため「利益相反管理方針」を定め、ホームページに公表しています。</p>	<p>利益相反のおそれのある取引については、運用部門から独立した利益相反管理統括部署およびその責任者を設置し、「利益相反管理方針」を定め、お客さまの利益を不当に害することのないよう適切に管理しています。 利益相反のおそれのある企業の議案に対する議決権の行使に関しては、外部有識者が過半を占める議決権行使諮問会議において妥当性の検証を受けましたが、特段の勧告はありませんでした。</p>
<p><b>原則3</b> 的確な把握</p>	<p>当社は、ボトムアップ・リサーチ等を通じて投資先企業の状況を的確に把握するよう努めます。</p>	<p>投資先企業との個別ミーティングのほか、各種IRミーティング、決算説明会への参加を通じて、引き続き当該企業の状況や変化を的確に把握することに努めました。 ESG等サステナビリティを巡る課題については、投資先企業ごとのマテリアリティを考慮し、取組み状況の把握に努めました。</p>
<p><b>原則4</b> 企業との対話 (P21～P25参照)</p>	<p>当社は、スチュワードシップに関する活動方針を定め、ホームページに公表しています。その方針に基づき、投資先企業の事業環境や将来見通し、ESG等サステナビリティを巡る課題も考慮しながら、企業価値向上に向けたエンゲージメントを継続的に行います。エンゲージメントでは、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めています。</p>	<p>エンゲージメントにおいては、「中長期ROEの目標および資本コストの考え方」などの各社共通テーマを設定する一方、環境や社会に関して国際的な重要課題を抱える企業に対しては別途、重点テーマとして設定し、積極的に取り組むよう働きかけるほか、他の機関投資家と協働して対話も行いました。また、議決権行使委員会において、ESGの観点で問題がある事象が発生した企業など対話が必要な銘柄を指定することによって、銘柄数の多いパッシブ運用においても効果的なエンゲージメントや議決権行使を行うことに努めました。</p>
<p><b>原則5</b> 議決権行使 (P26～P29参照)</p>	<p>当社は、「議決権行使に関する基本方針」を策定し、ホームページに公表しています。同方針は、企業価値の増大および毀損の防止を図り、投資先企業の持続的成長に資することを目的としています。原則としてすべての保有銘柄について議決権を行使しており、議決権行使にあたっては、責任投資委員会が定めた「議決権行使ガイドライン」等に基づき、議決権行使委員会で賛否判断を行います。</p>	<p>議決権行使の判断にあたっては、責任投資委員会が定めた「議決権行使ガイドライン」等に基づき、投資先企業の状況に精通しているアナリストの意見や投資先企業との対話内容を勘案しつつ、議決権行使委員会で審議を行いました。一方で、議決権行使委員会が必要と判断した場合は、アナリストに投資先企業との対話を指示しました。このような双方向のコミュニケーションにより、対話と議決権行使の一体化を図っています。</p>

<p><b>原則6</b> 顧客・受益者への報告</p>	<p>当社は、議決権行使結果を含む「スチュワードシップ活動の概況」をホームページに公表する一方、企業との対話等スチュワードシップ責任を果たすための活動状況の詳細を定期的にお客さまへ報告します。また、報告が効果的かつ効率的なものとなるよう適宜改善に努めています。</p>	<p>議決権行使結果を含む「スチュワードシップ活動の概況」をホームページに公表するとともに、企業との対話等スチュワードシップ責任を果たすための活動状況の詳細をお客さまへ報告しました。</p>
<p><b>原則7</b> 実力の高度化</p>	<p>当社は、スチュワードシップ活動を適切に行うために、サステナビリティの考慮に基づき、投資先企業やその事業環境等に関する理解を深める努力を継続し、そのための人材育成を行います。</p>	<p>責任投資委員会や議決権行使諮問会議、責任投資の専門部署である責任投資グループを中心にスチュワードシップ活動を推進しています。</p> <p>スチュワードシップ活動においては、共通の対話テーマを設定し、そのテーマについて企業と認識の共有を図るとともに、対話結果を記録して進捗状況を管理することで、PDCA サイクルを回しています。</p> <p>また、協働エンゲージメントにて、国内外の機関投資家との意見交換を実施したほか、自治体、NGO、ESG 調査機関、大学など様々なステークホルダーとのコミュニケーションを通じて、最新の動向についてアップデートを図りました。責任投資委員会や月次の ESG ミーティングでは、対話事例やこうした外部との交流から得た情報を共有し、責任投資委員会においては委員として参加する外部有識者からスチュワードシップ活動全般についてフィードバックを受けることで責任投資に関する知見を高めました。</p>
<p><b>原則8</b> インベストメント・チェーン機能向上</p>	<p>当社が「機関投資家向けサービス提供者」に該当する場合には、原則2に記載の利益相反管理体制に基づいて、適切に対応します。</p>	<p>当社は海外のアセットマネジメント会社に議決権行使の助言を行っていますが、利益相反管理体制の下、適切に利益相反管理を行っています。</p>

## 今後の課題

引き続き、スチュワードシップ活動に係るPDCA サイクルを回す過程で、エンゲージメントやESG 評価等の改善を図ることにより、スチュワードシップ活動の実力を高め、投資先企業の企業価値向上やお客さまの中長期的な投資リターンの更なる拡大を目指します。

重点テーマである「気候変動問題」については、協働エンゲージメントも活用しながら対話を重ねており、「人権」については、課題解決に向けて積極的に取り組むよう対話を通じて働きかけています。

# スチュワードシップに関する2021年度活動方針

責任投資委員会やESGリサーチプロセスにおける事前ミーティングなどを通じ、ESG課題についての認識の共有や深化を図り、エンゲージメントや議決権行使にあたっては、下記の通りESG課題に配慮します。

## エンゲージメント

企業との建設的な「目的を持った対話」において対話テーマを設定し、そのテーマについて企業と認識の共有を図るとともに、対話結果を記録して進捗状況を管理することで、企業に対し持続的に改善を促します。

### 1. 共通テーマによるエンゲージメント

#### ■今年度の共通テーマ

- ・「中長期ROEの目標および資本コストの考え方」
- ・「経営資源の最適な在り方」（サブテーマ：経営資源の分類と認識）

### 2. 重点テーマによるエンゲージメント

環境や社会などの分野において国際的な重要課題を抱える企業に対して、課題解消に向けて積極的に取り組むよう、対話を通じて働きかけます。

#### ■今年度対話するESG課題

- ・「気候変動問題」  
(サブテーマ：2050年ネットゼロを宣言している企業に対して、実現可能性のロードマップについての開示)
- ・「人権」  
(サブテーマ：特にリスクの高い業界に対して、人権デューデリジェンスに対する取組み状況についての開示)

### 3. 協働エンゲージメント

他の機関投資家と協働して対話を行います。

## 議決権行使

議決権行使は、「議決権行使に関する基本方針」および「議決権行使ガイドライン」等に基づき、企業価値の向上および毀損の防止を図り、投資先企業の持続的成長に資することを目的に行います。

### 1. プロセス全体

投資先企業への深い理解に努め、当該企業の持続的成長や運用成績向上に資するよう、プロセス全体の見直しの推進を行います。特に、議決権行使助言について、助言内容の充実や体制の強化を図ります。

### 2. 妥当性検証

妥当性検証プロセス強化として、社外有識者を議長とし、社外有識者が過半数を占める「議決権行使諮問会議」を2020年度に新設しました。本年度は、社外有識者がその役割や責務を果たすうえで有用となる幅広い情報の提供などを通じて、妥当性検証プロセスの一層の強化を図ります。

### 3. 議決権行使ガイドライン

2020年度の議決権行使の審議や精査などを通じて、改善が必要と思われる箇所を改正します。

### 4. ESG課題への配慮

ESGの観点で問題となる重大事象の発生した企業に対しては、対話を通じて、当該事象が発生した根本原因の追究、責任の所在の明確化、再発防止策の徹底を求め、企業価値毀損の拡大防止に努めます。このような対話を踏まえ、ESG課題に配慮しつつ議決権行使を行います。

### 5. その他

本年度中に、議決権行使電子プラットフォームを導入する計画です。

# 富国生命投資顧問株式会社

一步先の未来、お客さまとの信頼を礎に。

〒100-0011 東京都千代田区内幸町1-3-1

TEL：03-3508-0451

FAX：03-3508-2146

登録番号：金融商品取引業者関東財務局長（金商）第458号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会



お問い合わせは

クライアントサービス部へお願いします。

TEL:03-3508-1849

E-mail:client@fukoku-cm.co.jp