

# Stewardship Report

## 2021/2022

スチュワードシップレポート 2021/2022





## 一步先の未来、お客さまとの信頼を礎に

2003年以来、富国生命投資顧問は、お客さまの中長期的な投資リターンの最大化には、ESG課題の考慮が効果的という信念でESG投資を行ってきました。投資先企業やその事業環境等に関する深い理解とESG課題を含むサステナビリティの考慮に基づき、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。

# 1 一步先の未来を見据えた責任投資

## ①2003年から対話をベースとしたESG調査を実施

ESGがブームになる以前より、ESG要素の考慮が投資に有効との考えから、対話をベースに自社完結型のESG調査を実施。

## ②企業の持続的な成長と地球環境問題解決のバランスを重視したアプローチ

- ロシアによるウクライナ侵攻などにより化石燃料価格が高騰したことに伴い、行き過ぎた気候変動対策に対して見直しの機運があるが、当社はそれ以前からバランスを重視したアプローチを展開。  
(CO<sub>2</sub>排出量が大きい鉄鋼会社とのエンゲージメントは、P42)
- 「スコープ4(社会のCO<sub>2</sub>削減への貢献量)」など、気候変動問題のリスク面だけでなく機会にも従前から注目。海外機関投資家との協働エンゲージメントにおいても、環境技術によって世界に貢献できる日本企業と対話し、「スコープ4」に関する積極的な開示を提言(P29)。

## ③エンゲージメントやボトムアップリサーチに基づく、企業の実態に即した議決権行使

- 社外取締役の責任に対する金融庁からの指摘により、不祥事を起こした企業の社外取締役に対して、今年度は反対する運用機関が増加するなど企業の実態に即した議決権行使が増加しているが、当社はそれ以前から対話に基づき社外取締役に反対(P33)。
- 「もの言う株主(アクティビスト・ファンド)」からの株主提案などに際しても企業と対話を行い、それに基づき議決権行使を行うなど、企業の実態に即した議決権行使を実施(P35-36)。

## Contents

イントロダクション		2021年度の取組み	
富国生命投資顧問の責任投資の特徴	1	エンゲージメント活動報告	19
富国生命投資顧問の責任投資のあゆみ	3	議決権行使状況報告	31
富国生命投資顧問の責任投資のしくみ	5	新たな運用スタイルのはじまり	37
CIOメッセージ	9	TCFDに基づく気候関連財務情報開示	39
特集 特別鼎談	11	スチュワードシップ・コードへの対応状況	43
ESG投資	15	スチュワードシップに関する2022年度活動方針	45

# 2 独自のしくみ

## ①社外有識者の参画により、PDCAを強化

- 社外有識者が月次の責任投資委員会に参加し執行に関与(P5)
- 社外有識者が過半数を占める議決権行使諮問会議で利益相反を管理(P5)

## ②独自のESGリサーチ体制

- 2003年ESG調査開始(P7)
- 複数名による直接取材(P7)
- 独自の質問票・評価表などESG評価体系を整備(P7)

## ③密接な社内連携とそれを支えるシステムや制度の導入

- 企業を熟知するアナリストが対話や議決権行使の窓口を務め、ESGチームや議決権行使委員などが密接に連携し、スチュワードシップ責任を遂行(P8)
- 社内連携を支えるシステムや制度を導入  
「FUKOKUマイルストーンシステム」(エンゲージメント、P19)  
「エスカレーション制度」(議決権行使、P8)

# 3 実績

## ①長期のトラックレコード

(国内株式ESGアクティブ運用、約20年、P15)

## ②対話による企業行動の変容

(株価ディスカウントからの脱却に貢献した事例、P25)

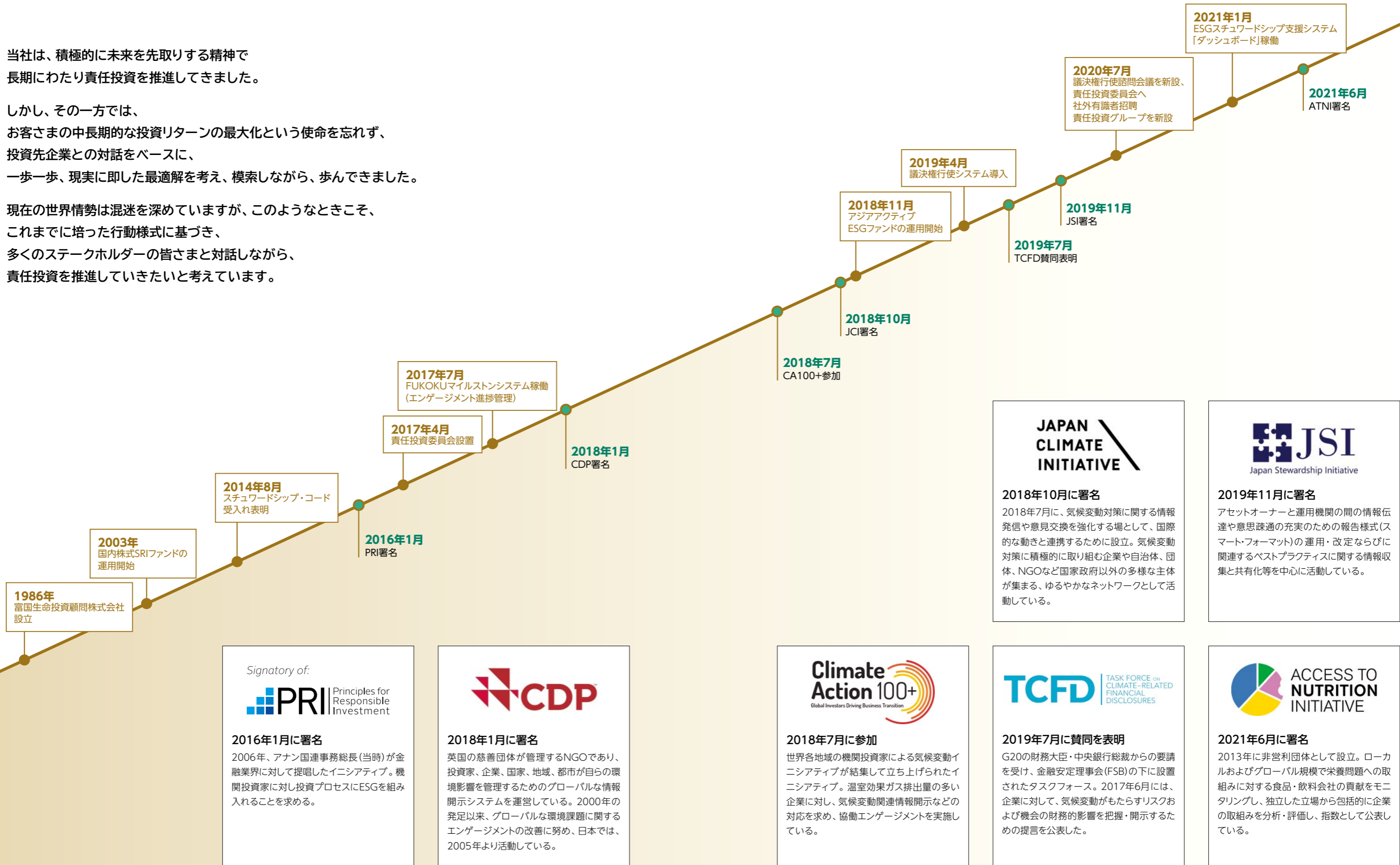


# 積極的に未来を先取りする精神で、 一歩一歩現実に即しながら責任投資を推進

当社は、積極的に未来を先取りする精神で  
長期にわたり責任投資を推進してきました。

しかし、その一方では、  
お客さまの中長期的な投資リターンの最大化という使命を忘れず、  
投資先企業との対話をベースに、  
一歩一歩、現実に即した最適解を考え、模索しながら、歩んできました。

現在の世界情勢は混迷を深めています、このようなときこそ、  
これまでに培った行動様式に基づき、  
多くのステークホルダーの皆さまと対話しながら、  
責任投資を推進していきたいと考えています。



## 築き上げてきた独自のしくみ

2003年からESG投資を開始した当社は、一步一步、社内体制の整備、考え方の整理、取組みの高度化などを進め、責任投資を推進するための独自のしくみを築き上げてきました。

### 社外有識者の参画によるPDCAサイクル強化

当社の責任投資体制の特徴は、下記の2点によりPDCAサイクルを着実に、そして効果的に回していることです。

- ①社外有識者が月次の責任投資委員会に参加し執行に  
関与している
- ②社外有識者が過半数を占める議決権行使諮問会議で  
利益相反を管理している

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。

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議決権行使諮問会議を設置しました。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名が議長を務めます。

### 利益相反管理体制

当社では、右図のような利益相反管理体制をとっています。議決権行使にあたっての意思決定は、議決権行使委員会が審議し委員長(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。

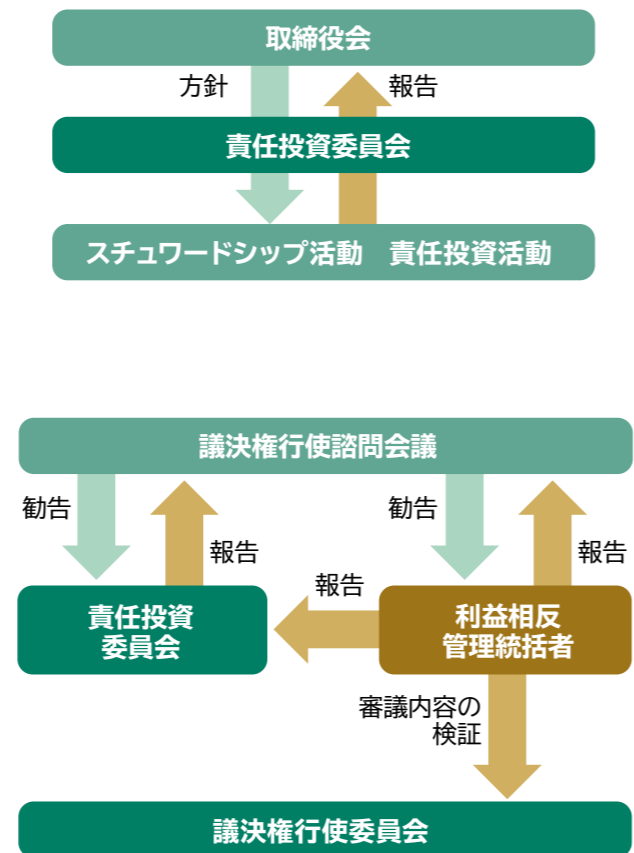
さらに、こうした議案については社外有識者が過半数を占める議決権行使諮問会議においても妥当性の検証を受けています。議決権行使諮問会議は、検証事項につき必要と認めた場合、責任投資委員会または利益相反管理統括者に勧告します。

勧告を受けた場合、責任投資委員会また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。

### 責任投資に関する組織体制

当社では、責任投資に関して下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。

対話の進捗や議決権行使の結果などの活動状況は、社外有識者が参加する責任投資委員会で報告されます。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。

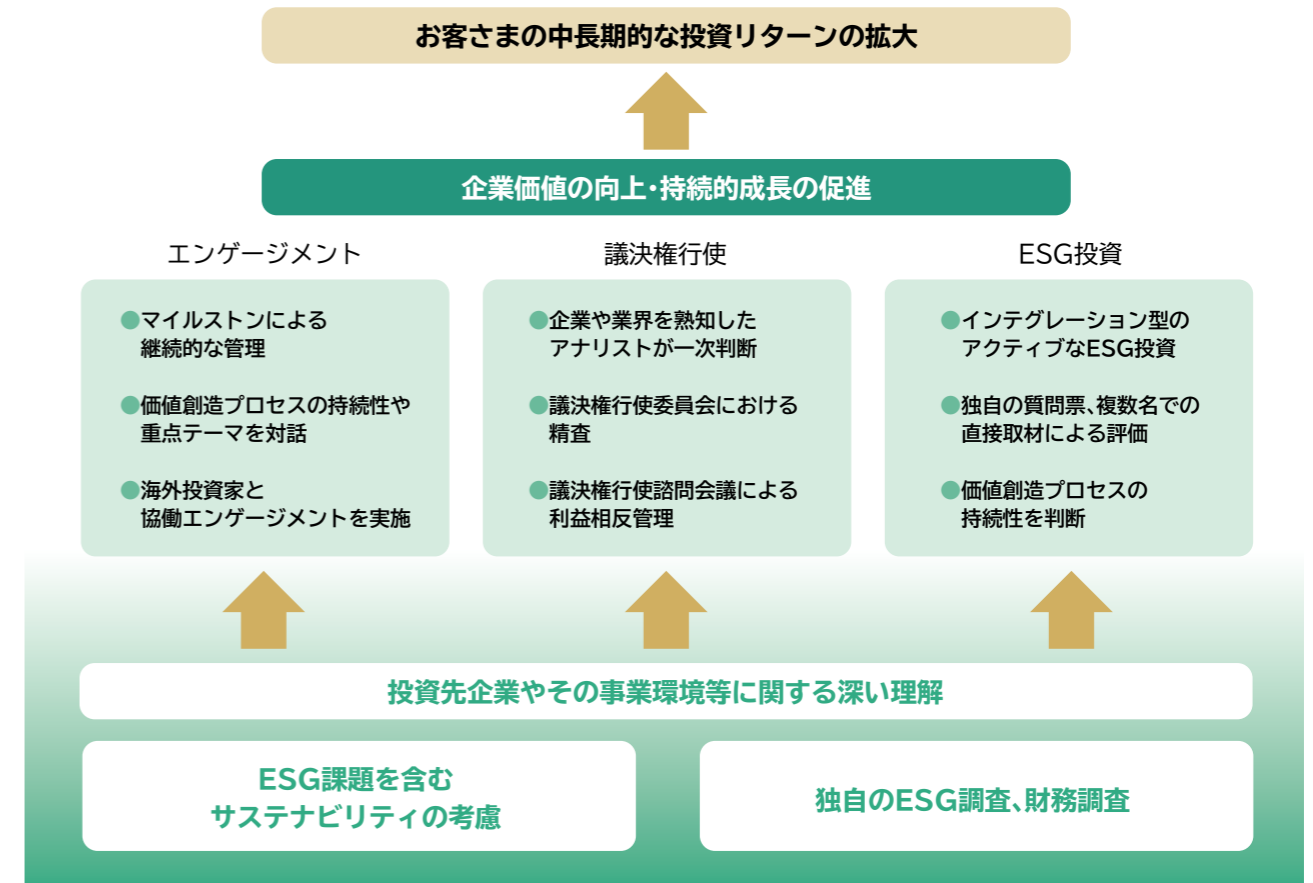


### エンゲージメント、議決権行使、ESG課題の考慮により、お客さまの中長期的な投資リターン拡大を目指す

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もと、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、エンゲージメント(対話)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。

#### ■お客さまの中長期的な投資リターンの拡大に向けた責任投資



### 独自のESGリサーチ体制

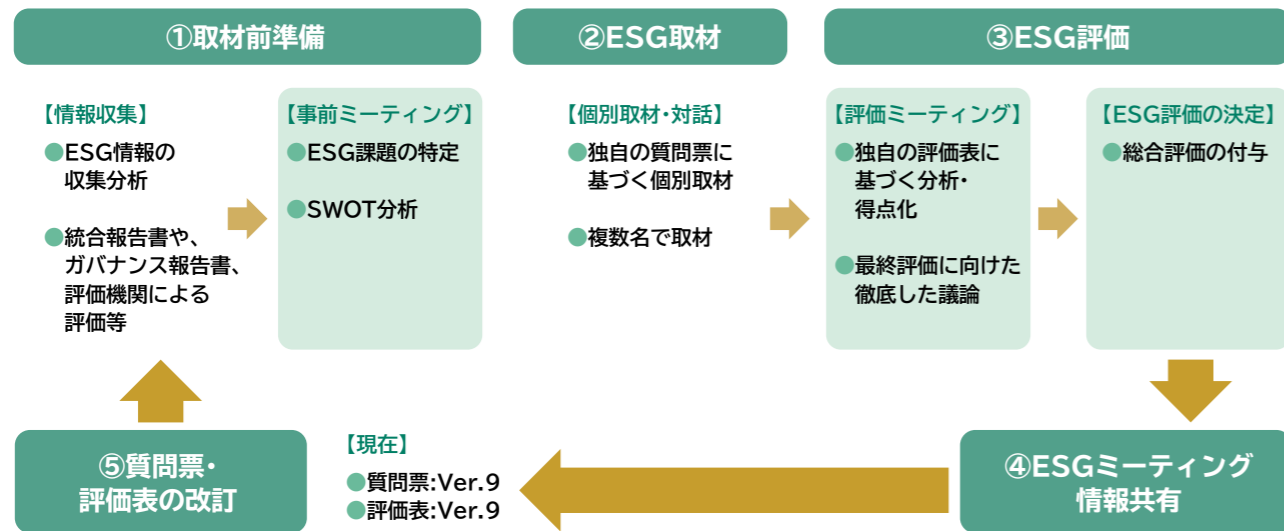
当社は国内株式に関して、2003年より自社で完結したリサーチ体制により独自のESG評価を行っています。このような直接取材によるESG調査は、企業の中長期的な企業価値向上に関する重要な課題を浮き彫りにさせる効果があることから、エンゲージメントや議決権行使においてESG課題を考慮するための、重要な土台だと認識しています。

#### ■直接取材により、「真の企業価値」を見いだす

当社がESGの直接取材を始めたのは、ひと言でいえば、真の企業価値を見いだすためです。

ESG評価機関が実施している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ります。一方、情報の質という点では、質問を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ことや、我々が求めている「企業の真の姿」を浮かび上がらせるには十分ではないレベルの回答しか得られない可能性があるなどの問題があります。

#### ■5つのステップによる丁寧なESGリサーチ



ESGリサーチは5つのステップで行います。このプロセスを着実に回しながら、スパイラル的な高度化を図っています。

①取材前準備	取材前に、取材参加メンバーで、その企業にとって重要なESG課題の特定に関して、SWOT分析などに基づいた議論を行います。このときに仮説を立て、また、過去のエンゲージメントの進捗を確認し、今回エンゲージメントする項目を絞ります。参加メンバーは、事前ミーティングの前に各自で下調べします。
②ESG取材	開示資料の量や質、企業側の事情などを考慮し、取材とエンゲージメントを行います。
③ESG評価	取材後速やかに、取材参加メンバーは各自で評価表を用いてESG評価を実施します。次に、取材参加メンバーが集まり、評価ミーティングを行い、富国生命投資顧問としてのESG評価を決定します。
④ESGミーティング情報共有	月次のESGミーティングで調査結果や調査を通じて得た知見を共有しています。
⑤質問票・評価表の改訂	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います（現在【バージョン9】）。

#### ■ESG課題を考慮するための土台としての重要性

当初は「真の企業価値」を発見するためにESGの直接取材を行っていたのですが、現在では、当社独自のESGリサーチ体制、および、それを通じて獲得した知見が、価値創造的なエンゲージメントや企業の実態に即した議決権行使を行うための重要な土台になっていると認識しています。

エンゲージメントについては、各企業に対して一律の要望を行うのではなく、ESGリサーチにより当該企業の企業価値向上にとって重要な課題を理解した上で、その企業の実態に即して行うことが、価値創造的であると考えています。

議決権行使についても、一律に形式的な判断を行うのではなく、企業の実態に即した判断を行う場合に、自社のESGリサーチがその土台として役立っています。

### 密接な社内連携によりスチュワードシップ責任を遂行

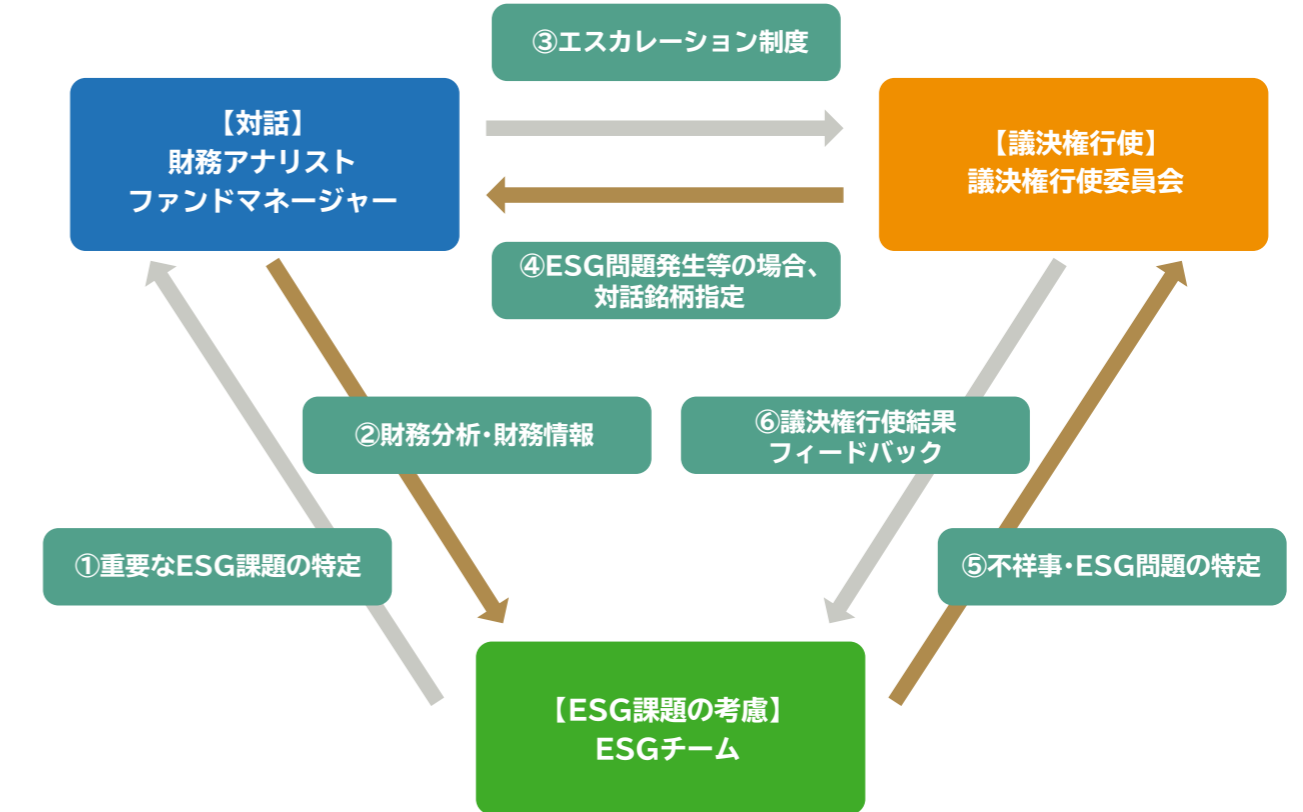
当社では、企業を熟知するアナリストやファンドマネージャーが対話の窓口を務め、ESGチームや議決権行使委員などが密接に連携し、スチュワードシップ責任を遂行しています。

例えば、議決権行使に関しては、アナリストが対話に基づき随時、経営陣の選任に反対の意向を社内内で表明できる「エスカレーション制度」（下記③）を2019年10月か

ら導入しています。逆に、不祥事発生など、議決権行使委員会が必要と判断した場合アナリストに対話実施を指示する「対話銘柄指定制度」（下記④）を導入し、双方向のコミュニケーションを強化しています。

このような制度の導入などにより、3つの主体が密接に連携することで、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うよう努めています。

#### ■3つの主体が相互に密接に連携



#### ■密接な社内連携を支える取組み

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エスカレーション制度	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議決権行使結果フィードバック	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。



## 先が見えない時代に、20年後を目指して



### 20年前から今日まで

このたびは、富国生命投資顧問のステュワードシップレポートをご覧いただき、ありがとうございます。

当社では、昨年度より責任投資に関する開示として当レポートによる情報提供を開始しました。今年度も試行錯誤を繰り返しながら、継続的な開示をするとともに、より詳細でわかりやすい内容にすることを心がけました。当社に関わる多くの方に当社の取組みをご理解いただき、また、当社とのコミュニケーションのツールとしてお役立ただけできれば幸いです。

当社は、社会的責任（CSR）を果たすことが企業の持続的成長に貢献するという理念に基づき、企業のCSRに関する調査を2003年に開始しました。企業がその存在意義である企業理念をもっていることや、コンプライアンスを遵守すること、お客さま・従業員満足度、サプライヤーとの共存共栄、環境への取組みなど、CSRに対する企業活動の実態について、一社一社直接取材を行いました。

当社が特に重視した点は、企業の取組みが時間とともに進歩すること、企業活動のなかでPDCAが回っているかどうかということでした。つまり、企業のなかにPDCAサイクルのしくみができていることにより、前年より今年、今年より来年と改善していくこと、不祥事等が発生したときに適切に対処できるかが重要であると考えました。

企業調査といえば、財務面の調査が主流であった当時に、開示の少ない非財務情報を、しかも、直接取材により調査することは困難な面もありました。しかし、持続的に成長し、企業価値が向上する企業に投資をすることは、当社の運用商品、さらにはそのお客さまへの利益につな

財務面の調査が主流であった当時に、開示の少ない非財務情報を、直接取材により調査することは困難な面もありました。しかし、持続的に成長し、企業価値が向上する企業に投資をすることは、当社の運用商品、さらにはそのお客さまへの利益につながるの信念のもとに運用を継続し、振り返れば、約20年間の運用経験をもつに至りました。

#### 豊田 章伸

取締役運用本部長 兼 CIO

2000年7月 富国生命投資顧問運用一部  
2001年9月 株式運用部株式運用グループ  
※2004年4月から、ファンドマネージャーとしてESGチーム（IBSRIチーム）に参画  
2011年3月 株式運用部長  
2015年4月 取締役運用本部長 兼 CIO

がるの信念のもとに運用を継続し、振り返れば、約20年間の運用経験をもつに至りました。

2006年に国連が「責任投資原則（PRI）」を公表し、ESGという用語が認知されましたが、多くのステークホルダーに対して責任をもちつつ、持続的成長を実現するという視点からいえば、当初から、当社の運用にはESG投資の考え方が根底にあったと思います。

ここ数年で、ESG投資は大きく拡大し、多くの投資家がESGを考慮した運用を行っています。ステュワードシップ・コードやコーポレートガバナンス・コードの施行もあり、今やESGを考慮した運用、エンゲージメントを行うことがほぼ必須の条件となってきています。

ただし、ESGの必要性や影響が大きくなる一方で、エネルギーの需給問題や、人権保護といったESG課題を取り巻く環境の変化や、グリーンウォッシュなどの問題点が指摘されています。

### 気候変動の問題

地球温暖化の問題が世界的な環境の変化とともに深刻化し、より具体的な目標の設定や課題解決を必要としています。

現在、政府や各種機関、民間団体などで2050年温室効果ガス排出ネットゼロに向けた施策を検討し、方向性を打ち出しつつあります。また、個別の企業でも、ESGへの取組みを進め、その開示の積極化に努めています。

ただし、パリ協定の目標を達成し地球温暖化を食い止めるという課題は、既存の技術だけでは不可能ともいわれており、そのため、ネットゼロを達成するための道筋を組み立てるとともに、それを可能とする技術革新や設備

投資を積極化していかなければなりません。さらに、温室効果ガス排出量の削減と経済成長を両立させることは非常に難易度の高い問題です。

これから2050年までの間は、目に見える形での変化を起し、目標達成に向けた具体策の策定とその実行の期間になるでしょう。当社は投資家として、環境の変化を見極めながら、この課題にどのように向き合うのかを常に考えていかなければなりません。

### ESG情報開示

ESGへの取組みの開示に対する国際的な基準づくりが進められており、企業価値にどのような影響を与えるのかを具体的に示す方向にあります。

これから先は、ESG情報が定性的な情報としてだけでなく、定量的、定型的な情報として開示されるが増えると思われます。ESG要因を含む非財務情報は氷山の隠れた部分であるという考え方がありますが、その意味では、徐々にESG要因が水面上に出てきているのかもしれない。投資家にとっては、数値化されたESG情報を従来のESG評価に組み込むことが新たな課題となりました。

当社では、財務評価を担当するアナリスト、ESG評価を担当するアナリストの両面から企業評価を行っていますが、定量的で比較可能なESG情報の分析・評価は、双方のアナリストの視点で考慮する必要がある情報となるでしょう。

### ESG投資への向き合い方

ESG投資が拡大する一方で、ESGを考慮する必要性を運用会社が本当に感じているのか、表向きだけESGを標榜しているのではないかと懸念されています。確かに、ESGが超過収益の源泉となるかという問題は長期的な論点となっています。

当社は、自社でESG評価を行うことで、その評価の特徴を十分に理解しながら、それをいかに超過収益の源泉

世界的なパンデミック、経済的格差の拡大、社会的分断、地政学的リスクの高まりなど解決すべき課題が山積するなか、先が見えない時代ですが、これまで同様のスタンスで資産運用会社としての使命を全うしたいと思います。

とするかというノウハウを長期の運用のなかで蓄積してきました。そして、アクティブ運用を主流とした運用商品を提供する当社は、ESGが付加価値の源泉である、つまり、ESG要因を加味した銘柄選択が、持続的な成長を達成しリスクを低減できる企業を見つけ出すための有効な一つの手法であるという信念をもち続けています。

### そして、これからのコミットメント

日本は2050年カーボンニュートラルを宣言しました。当社がESG調査を開始したのが2003年であるということとを考慮すると、現在は、2050年までのほぼ中間地点にあるといえるでしょう。

ESG調査を開始してからの約20年は、将来展望が明るいときばかりではありませんでした。むしろ、困難の連続でした。いつも先が見えないなかで、社内で議論を重ね、仮説を立て、ステークホルダーの方々との対話を通じて、仮説を検証しつつ、一步一步、地道に歩んできたように思います。

前述の状況の変化に加え、世界的なパンデミック、経済的格差の拡大、社会的分断、地政学的リスクの高まりなど解決すべき課題が山積するなか、まだ表面化していない企業のリスクと機会を評価するとともに、将来に向けたシナリオを分析するのは、容易ではありません。しかし、そのような状況こそ、財務分析だけでなく、環境、社会、ガバナンスという非財務情報を多面的に分析するESG運用が真価を発揮する局面だと考えています。

不確実性の状況下においても、適切なリスクをとってリターンを獲得することが、資産運用会社の本来的な仕事であり、腕の見せ所です。これまでに培った力や経験に基づき、理念を守りながら、今後もこれまで同様のスタンスで使命を全うしたいと思います。





## ESGウォッシュと真のESG投資

今年、金融庁が発表した「資産運用業高度化プログレスレポート」において、ESG公募投信の安易な設定を問題視する内容が記されています。改めて真のESG投資とは何かが問われるなか、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 米澤康博氏と当社社長奥本郷司、ESGアナリスト葎嶋真理が鼎談を行いました。



**奥本 郷司**  
富国生命投資顧問株式会社  
代表取締役社長

**米澤 康博**  
早稲田大学  
名誉教授

**葎嶋 真理**  
富国生命投資顧問株式会社  
ESGアナリスト

### ESGウォッシュ

**葎嶋**：はじめに、ESG投資を行う資産運用会社として、今年、金融庁が公表した「資産運用業高度化プログレスレポート」が印象的でしたので、それについて話していきたいと思います。当社では社長の奥本が全社員向けにメッセージを送るなかで、過去2回のプログレスレポートと比較してかなり踏み込んだものになっていることや、ESGがフォーカスされていることなどを説明しています。米澤先生はどのようにご覧になりましたか。

**米澤**：日本の公募投信については、かねてから種々の問題があることが指摘されているなか、このレポートではESG公募投信の安易な設定などを問題視していますが、その通りだと思います。

**奥本**：新聞などでも報じられている通り、海外では当局からESG（グリーン）ウォッシュという疑いをかけられ、現実に重いペナルティを科されるケースも出てきています。そういうなかで、プログレスレポートは、体制を整備し、開示をきちんとせよ、とっています。具体的に指摘されているのは、ESG評価が属人的ではないか、組織として一貫性があるかなどという点です。

当社は2003年からESG調査を実施していますが、企業に対して複数名での直接取材を行っており、取材の前後に社内でミーティングを行い、属人的にならないようなプロセスを構築しています。また、組織としてのESG評価の一貫性に関しては、当社独自の質問票や調査表を作成しています。これらは、企業との直接取材や対話における気付きをベースに約20年にわたり社内で議論を続け、現在では「バージョン9」となっています。

**葎嶋**：ESGが超過収益の源泉になると信じて運用してきた私

たちにとっては、そう考えていないESGファンドが存在することがむしろ驚きです。当社がこれまで行ってきた取組みや運用成績をわかりやすく説明し、当社のESGは本物であるとわかっていただけるように努力していきたいと思っています。

### ESGが失望されないために

**米澤**：監督官庁として問題と考えているのが、ESGファンドが粗製乱造されて、大きく売れた挙句に失望を招いて、ESG投資全般についての失望感を招くことだと思われます。

**奥本**：いろいろな批判が出ていますが、ESGはかなり息の長いテーマであると我々は捉えています。おそらく金融庁もESGを投資へのいざないとして、有望視しているのではないかと想像しています。

**葎嶋**：欧州におけるSFDR(Sustainable Finance Disclosure Regulation：サステナブルファイナンス開示規則)のような規制になると、ハウツー対策が主流になってしまい、本当の解決には至らないと考えています。規制ではなく、各運用機関が丁寧な説明をどれだけがんばれるかという話ではないでしょうか。

**奥本**：最終的には、個人投資家がどれだけ理解して、納得しているかがポイントになると思います。運用会社が説明を丁寧に行い、個人投資家のリテラシーを上げることをサポートするのが理想の姿です。個人投資家が運用機関の開示物を見て、自分たちのお金がこのような企業に投資され、良い社会を構築するために役立っているのだと、実感できれば良いのではないのでしょうか。これまで預貯金に積み上がっていた資金が、リスクテイクしてESGファンドなどに向かってくれるのであれば、今般、ESG（グリーン）ウォッシュの問題が出たことにも意義があると思います。

### ESGは超過収益の源泉となるのか

**葎嶋**：ESGが超過収益の源泉となるのかについて、学術的な動向を教えてください。

**米澤**：残念ながらまだ定説はないようです。その理由はESG銘柄の選定にまだばらつきがあり、また選定した場合にも業種、企業規模等に偏りがあり、それがESG効果なのか、これら企業特性によるものなのかは注意深く評価しなければならないからです。高ESG企業の企業特性としては「大型、テクノロジー系」であり、市場より若干高いバリュエーション（グロース株ほど高くない）です。この限定付きを許せば「米国では高ESGポートフォリオの超過収益はわずかにありそう」です。2005年以降ではESG-ETFリターンは市場に若干負けるがリスクが低いので、この点を考慮すれば市場並みかあるいは若干上回るとの結果が得られています。2010年頃以降はリターン自体で市場を若干上回っています。なお、手数料を考慮する場合には注意が必要です。

**奥本**：昨年のスチュワードシップレポートの冒頭に「ESG課題の考慮が超過収益の源泉になるのは信念」と書きましたが、理屈としてもそうだと考えています。なぜならば、将来良くなっていく企業、社会がそれによって良くなっていく企業を探そうとしているからです。

非財務情報のなかから株価に反映されていない情報を発掘し、株価がディスカウントされてしまっている企業に対して、より良い行動を提言し、持続的な成長を促すというのは、エンゲージメントの醍醐味であり本質であると思います。そのようなことを地道に続ければ、アンダーバリューであった株価がやがては正しく評価されるようになる過程を通じて、我々は超過収益を獲得でき、お客さまの中長期的な投資リターンの最大化につながっていくと信じています。

当社は、過去の自社のESG評価ごとのリターンを分析していますが、長期的に良好な成績となっています。学術的レベルでの検証は難しいですが、実際に運用してきた実績に基づき、ESG課題の考慮が超過収益の源泉になると考えています。

### エンゲージメントの社会的、経済的意義

**葎嶋**：当社のESG調査件数は多いとはいえませんが、年間100件程度の直接取材を一社一社かなり丁寧にを行っています。まだエンゲージメントという言葉が一般的ではない頃から、ESGファンドに関しては、約1時間半という時間をいただいて、対話形式でESGの調査を行ってきました。その積み重ねはかなりのものだと思います。米澤先生には、毎月の責任投資委員会にご参加いただいて、いわば執行の段階から見ていただいています。そのなかで、当社のスチュワードシップ活動について、アドバイスや感想があればお聞かせください。

**米澤**：ESGやスチュワードシップ活動で何が一番大事かというところ、エンゲージメントだと思います。仮にESGの公募投信が良いパフォーマンスをあげたとしても、エンゲージメントを行っていないファンドであったらならば、経済的な意義があるのかわかりません。もちろん、そのファンドで選択された銘柄の株価が上がり、資本コストが下がるということはあるとは思いますが。

気候変動問題に関して経済学者が何を考えているかということ、通常は、税金プラス補助金、あるいは規制で企業を誘導することです。おそらくそれが一つの答えであると思いますが、それに匹敵する機能がエンゲージメントにはあるということはこの4、5年で私も理解するようになりました。別の言い方をすれば、民間で結構できるじゃないかということです。その感触を得た一つは、富国生命投資顧問の皆さんの日頃のエンゲージメント活動を見て、確かに数は多くはないが、経済学者が考えるような税金、補助金、規制などよりも、良い方法だと思ったことです。

ESG課題を解決するために企業に対して積極的に株主権に基づく提言や対話を行い、目標に誘導していくということが肝心なことです。

マーケットでは解決できない問題を解決するルートを創り出しているという点に意義があると思います。エンゲージメントは社会的、経済的に価値があるという使命感をもって、活動していくことが重要だと思います。

**葎嶋**：実際のところ、私は現場で地道な調査と対話に没頭しているのですが、改めてエンゲージメントにはマクロ的な意義があると聞くと、とてもうれしく感じます。



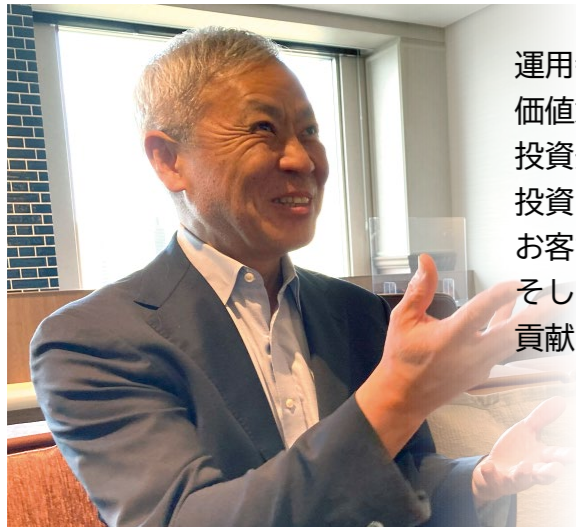
ESGやスチュワードシップ活動で一番大事なのはエンゲージメント。社会的、経済的に価値があるという使命感をもって、活動していくことが重要だと思います。

**米澤 康博**  
早稲田大学名誉教授

#### 【略歴】

- 1974年 横浜国立大学経営学部卒業
- 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
- 2021年 早稲田大学名誉教授





運用会社としては、  
価値創造的なスチュワードシップ活動を展開し、  
投資先企業の持続的成長、お客さまの中長期的な  
投資リターンの拡大という実績を積み上げ、  
お客さまの理解を得る努力を続けていかねばなりません。  
そして結果として、より良い未来の創造に  
貢献していきたいと考えています。

奥本 郷司  
富国生命投資顧問株式会社  
代表取締役社長

### E(環境)に関するエンゲージメント

**米澤**：もう一つの論点は、組成したESGファンドが超過収益を獲得するのが使命であるとお二人は力説していますが、私はE(環境)に関してはかなり難しいと考えています。企業にシビアな、けれど必要なことを要求し、なおかつリターンにつなげていくことは、ナイフの刃の上を行くようなものだと思います。

E(環境)については、今後10年から20年先にと計画してきたことが、ウクライナ問題でいっぺんに現実になってしまったように思えます。これに対処するのは大変なことだと思います。

**葎嶋**：環境に関して難しいのは、その通りだと思います。従来、ESGは長期投資なので不確実性があるといわれてきましたが、これまで曖昧な考えで不確実性という言葉を使ってきたきらいがあります。

ところが、ウクライナ問題により、いろいろなことが覆されて、欧州などでも理想論を語っていましたが、そういうわけにいかなくなってしまいました。日本でも原発を再開しなくてはならないという議論になっています。人々の生活の持続性を考えなければいけないということだと思います。

また、企業が競争力を発揮するためにはロビー活動も必要ではないかといわれています。我々がCA100+というイニシアティブと一緒にエンゲージメントを行っている海外の機関投資家は、企業によるロビー活動の強化が必要と考え、それを促しています。

**奥本**：ESGというのはもともと投資と結びつく概念であり、環境問題や社会問題に関する理想主義的な活動をするためのツールではないと思います。ところがESG投資がメインストリームに登場し始めてからは、環境団体、NPOなどが自らの理想を投資コミュニティに後押しさせる道具として活用し始めた感があるのです。

**葎嶋**：目指す長期のゴールは2050年ネットゼロで同じでも、投資家としてのアプローチは環境団体のアプローチとは違うと考えています。

当社はCO<sub>2</sub>を大量に排出する大手鉄鋼メーカーとのエンゲージメントにおいても、単に排出量の削減だけを求めるのではなく、イノベーションなどについても議論し、リスクと機会の両面から丁寧に対話を進めています。

**奥本**：大手鉄鋼メーカーは現在の経済の基本となる重要素材を作り続けることで経済成長に寄与しているのであり、CO<sub>2</sub>排出のネガティブな面とのバランスを考えていかなければならないと思います。同時にそのような企業が問題意識をもって取り組み、将来に向かってCO<sub>2</sub>削減に対するプランをきちんと説明できている場合には、むしろプラスとして評価すべきだと思います。そうした取組みをきちんと分析・評価し、その企業の見えない価値やリスク回避を市場に先立って評価することで、ポートフォリオの超過収益の源泉とする、というのがESG投資の神髄だと思います。

**葎嶋**：実際に対話を行いながら長期投資をするなかで、そのようなことを実感しています。

**奥本**：薬品会社やIT企業は、今投資しないと将来の成長はありません。米国ではR&Dの伸びが大きな企業は、全要素生産性(TFP)も伸びているという研究結果が出ています。環境投資も似たように考えれば良いと思います。昨今、戦争の影響で見方が錯綜していますが、リスクの評価がずれていた、ないしは、リスク評価に含めていなかったということでしょう。そのように考えていくと、リスクをきちんと評価して環境投資を行えば、いずれリターンにつながるかと考えられます。結果になって現れるのはずいぶん先になるのかもしれませんが、将来につながる取組みをきちんと評価できればいいのだと思います。

**米澤**：全く同感です。基礎研究は長期的な取組みであり、それをエンカレッジすることは重要であると考えています。例えば、短期的にROEが低くなったとしても、長期的な展望をもって企業を評価してもらいたいです。良いことをやっさいそうだと判断できるならば、柔軟な対応をお願いしたい。戦後、日本では、銀行の立派な支店長がそのような姿勢を貫いたお陰で、一流企業が育ちました。そこまでやるのは大変だが、乗りかかった船です。覚悟を決めて行うしかないと思います。

**奥本**：まさに、過去、日本の金融機関はそのようなことが得意でした。信用金庫の支店長が地域を歩けば、この店はこうである、あの店はこうであるというようなことを熟知していて、地域で良い融資を行い、適切な経営アドバイスを行うことで、返済の可能性も上がるという、ウィンウィンの行動をとってきました。ESGに関するエンゲージメントにも似た面があると思います。

### S(社会)に関するエンゲージメント

**葎嶋**：今後どのようにエンゲージメントを進めていくかを考える際に、エンゲージメントのテーマをどのように絞り込んでいくのかという点も重要だと思いますが、米澤先生はどのように考えていますか。

**米澤**：日本企業に元気がない感じがして、それが気になっています。後の世のためにがんばってほしいのです。特に、国内に工場を展開してほしいと思います。国際的に見ても、製造業の国内の資本装備率が低い(連結では高いのですが)。その低い資本装備率が低い賃金に結びついてしまっているのです。

S(社会)に関しては、海外の諸問題を日本に当てはめていることが多いのですが、賃金が低い点について議論をすべきでしょう。そして、解決策を含めて提案することが大切です。

**葎嶋**：解決策を含めて提案することは、本当に重要だと思います。企業の理想的状況について仮説を立て、それに達していない部分についてエンゲージメントを行ってきましたが、国内への設備投資については、これまであまりエンゲージメントしてこなかったため、今後の検討課題にしたいと思います。

S(社会)については、最近連日のように報道されていますが、個別企業レベルの問題を超えていると思います。

**米澤**：その通りだと思います。国の政策という面が大きいでしょう。個別企業の問題ではないともいえます。ただ、富国生命投資顧問が企業とエンゲージメントする場合、そのような考え方、方向性をもってエンゲージメントするのが良いと思います。

**奥本**：そのあたりは、本来数字で企業に提示できれば良いと思います。エンゲージメントを行う際に、具体的な数字として企業にみせることができれば、インパクトがあります。ESGインテグレーションというのは、数年後のキャッシュフローに反映させることもいえます。

**米澤**：長期的なリスク管理と捉えることもできるでしょう。そのようなロジックであれば、経営者も合理的だと納得できると思います。

### ESG投資の将来

**葎嶋**：本日は、プログレレポートから始まって、ESGやエンゲージメントの効果や意義について、そしてどのように実践すべきかについて議論してきました。課題もたくさん見えてきました。

我々は、2003年にESG運用を開始したときから、覚悟をもって取り組んできたつもりです。将来を展望したときにESGは避けて通れないという指摘もありますが、ESG投資はメインストリームになっていくと思われませんか。

**米澤**：なかなか難しい問題です。欧州が先行しましたが、米国でも立派に成長しテイクオフしています。当面このような流れは続くと思います。ただ、ESGファンドもさることながら、ESG課題をエンゲージメントするファンド全てに期待したいと考えています。そういうなかで気がかりなのは、エンゲージメントの費用はどこから出ているのかという問題です。精神論だけで行って息絶えては仕方ないでしょう。持続的に行うことが肝要です。

**奥本**：ESGは通常のファンドに比べコストがかかります。丁寧なエンゲージメントや議決権行使を行っている上、近年では調査内容の高度化も求められています。例えば環境のデータを網羅的にそろえようとすると、外部データを購せざるを得ません。そのようにコストがかかる投資なので、手数料は多くいただきたいという気持ちはありますが、現状の手数料は通常のファンドと同程度としています。それは、将来的にはESGファンドが本筋になるだろうという考えがあり、それが実現すれば経営的に問題はないはずであるという理想論の考え方です。

運用会社としては、価値創造的なスチュワードシップ活動を展開し、投資先企業の持続的成長、お客さまの中長期的な投資リターンの拡大という実績を積み上げ、お客さまの理解を得る努力を続けていかねばなりません。そして結果として、より良い未来の創造に貢献していきたいと考えています。

**葎嶋**：本日は貴重なお話や思いを聞かせていただき、大変ありがとうございました。原点に立ち返ることや、運用会社としての使命を再認識することができました。米澤先生には今後も責任投資委員会をはじめ、様々な機会でご助言いただければと思います。本日のこの場も対話だと思いますが、対話は本当に重要であると再認識しました。

当社がこれまで行ってきた取組みや運用成績を  
わかりやすく説明し、  
当社のESGは本物であるとわかっていただけるように  
努力していきたいと思っています。

葎嶋 真理  
富国生命投資顧問株式会社  
ESGアナリスト





## 国内株式 ESGアクティブ運用

日本株ESG運用における超過収益の源泉は、独自のESGリサーチ体制によるESG評価と、ボトムアップによる財務評価の両輪にあると考えています。

### 「真の企業価値」の推定と長期投資によるリターン拡大

日本株ESG運用では、個別の直接取材を核にした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、「真の企業価値」を推定しています。

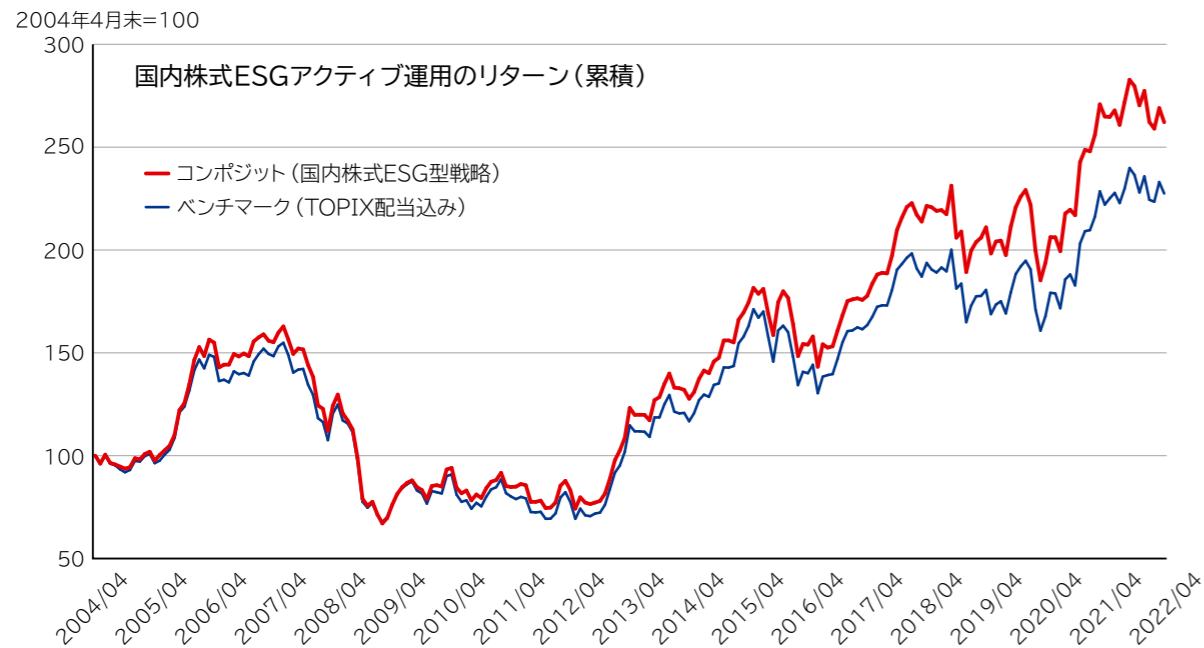
また、売買回転率を低く抑えた<sup>※</sup>長期投資を行いながら、価値創造的なエンゲージメントや企業の実態に即した議決権行使を行うことで、真の企業価値の発現と持続的成長を促し、お客さまの中長期的な投資リターン拡大に努めています。

※ 国内株式ESG型戦略のコンポジットの売買回転率は、約26%（過去3年平均）です。



### 設定来のパフォーマンス

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見ると長期にわたりベンチマークをアウトパフォームしています。



※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課題の考慮が超過収益につながる三つの理由

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いますが、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、以下の三つの視点から、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一つになると考えています。

一つ目は、機会の視点です。ESGの取組みが優れている企業は、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。

二つ目は、リスク低減の視点です。ESG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。

三つ目は、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、「真の企業価値」の推定が可能になると考えています。

### 一般的なESG評価機関との違い

一般的なESG評価機関は、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、超過収益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機関からの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などが、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ます。

### ESG評価機関との対話

当社では、日本企業のESGに関しては、自社で完結したESGリサーチ体制に基づくESG評価を行っていますが、外部のESG評価機関のESGデータを主に取材前の参考資料として利用しています。

本年度は、より良い外部ESGデータの取得の観点から、複数のESG評価機関と対話を行い、選定（見直し）を実施しました。

評価機関との対話では、ESG評価の質の向上、ソースの明確化、企業カバレッジの拡大（特にアジア企業）などを求めました。

また、評価機関は、主として英語での開示情報により評価を行っていることが多く、日本語での優れた開示情報が評価対象に含まれない場合があることから、AIの活用による改善を促しました。

### POINT

#### ESG評価機関による評価がない企業へも投資

当社は、自社で完結したESGのリサーチ体制があるため、評価機関による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、創業者夫婦による、優れた人的資本の活用が特徴的な企業への投資を挙げることができます。

当社が投資を開始した2014年当時の同社は、資料によるESG情報の開示がほとんどありませんでしたが、個別取材でESGについて積極的な議論を行いました。

その結果、中途採用を行わず新卒社員を家族同様に徹底的に育てるなどの組織力強化をベースに、顧客企業の課題を長期的目線で解決するという持続的なビジネスモデルを構築していることなどを評価し、ESGファンドで投資しました。

その後も、継続的な対話により、ESGの取組みの強化や情報開示を促してきました。今では、情報開示に優れる、時価総額2兆円以上の企業となりました。



## 外国株式 アジアESGアクティブ運用

### UOB Asset Management社との協働

当社はシンガポールを拠点とするUOB Asset Management社(UOBAM)から投資助言を受け、「外国株式アジアアクティブ運用ESG型ファンド」の運用を行っています。  
また、当社からUOBAMに対して、同社が運用している日本を含むアジア全体を投資対象としたESGファンドの日本株部分に対して助言を行っており、当社とUOBAMはお互いに助言を行うといった関係にあります。



### 定例ミーティング

UOBAMとは毎月ミーティングを実施しており、そこでは主に今後の市場動向や運用方針に加え、ファンドの組入れ銘柄のファンダメンタルズ見直しやESG評価について議論し合います。保有銘柄について不祥事があった場合、その概要を把握し、対象企業の取材などを通じて再評価し、UOBAMと情報共有しています。

個別企業に対するESG評価という点については、当社はアナリストによる直接取材を通じたESG評価を基本としており、そのプロセスを長年行ってきたという点に強みがあり、ノウハウの蓄積があります。一方、UOBAMはアナリストによる評価に加え、人工知能(AI)や機械学習を

その運用プロセスに組み込んでいます。これは当社が持ち合わせていないノウハウであり、ミーティングでは、AIや機械学習について、そのしくみや投資プロセス組入れに対する考え方などをUOBAMに適時ヒアリングするなどして、当社の知見を深めています。

また、直接ファンドに関係すること以外でも、アジアや日本におけるESGの最新動向なども情報交換しています。こうした取組みを通じて、自社の運用プロセスや自国内の動向以外の視点から、新たな気づきを得ることができま。今後もUOBAMと連携し、双方のESG投資のさらなる進化を目指します。



定例ミーティングの様子

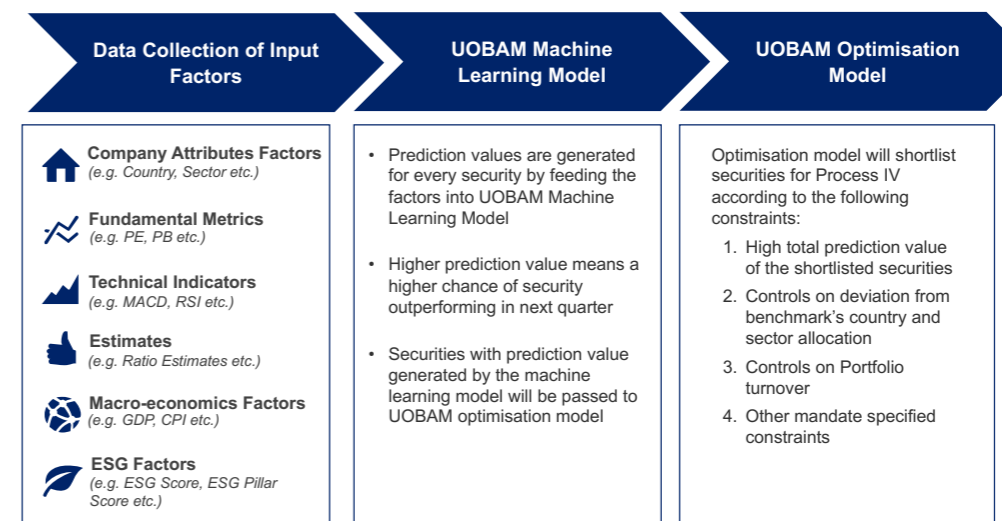


### UOBAMのAIを活用した運用プロセス

UOBAMでは人工知能や機械学習(AI-MLモデル)を運用プロセスに組み込んでいます。財務データやESGデータなど、複数のファクターをAI-MLモデルにインプットし、

個別銘柄の選定やポートフォリオの最適化を行います。下図は同社の運用プロセスの一部抜粋です。

### Machine Learning Model Summary (Process III)



### UOBAMに対する日本株における議決権行使助言

UOBAMは米国の議決権行使助言会社であるインスティテューショナル・シェアホルダー・サービスズ(ISS)社と助言契約を結んでいます。エンゲージメントをベースとしている富国生命投資顧問の議決権行使判断も考慮し、議決権行使のさらなるレベルアップを図っています。



### VOICE

#### 「現地の視点」を考慮したアクティブ・オーナーシップ



UOB Asset Management  
サステナブル・オフィス チームヘッド  
**Victor Wong 氏**

我々は企業のESG課題を考慮する際に、「現地の視点」を重要視しています。我々が運用するESGファンドにおいて、富国生命投資顧問から受領する日本株の助言対象企業と対話を行う際は、我々が策定した質問事項を踏まえて富国生命投資顧問が対話を行うなど、協働して対話を行っています。日本株の議決権行使においては、その対話の結果が考慮さ

れており、まさに「現地の視点」が反映されたものだ認識しています。また、日本においては、議決権行使は年次株主総会に集中するなど、慣行面で諸外国と異なる点もあり、富国生命投資顧問によるサポートは欠かせないものとなっています。

当社はシンガポールを拠点にアジアにおいて中国の合併会社を含め6カ国でリサーチ運用拠点を有しておりますが、日本には運用拠がないため、富国生命投資顧問との協働が必要不可欠となっています。日本企業のファンダメンタルズやESG課題に精通した富国生命投資顧問のアナリストの専門的な見解・助言を得られることで、言語や文化、慣行の違いといった障壁を克服し、適切なアクティブ・オーナーシップが体現できていると考えています。



## 価値創造的なエンゲージメント

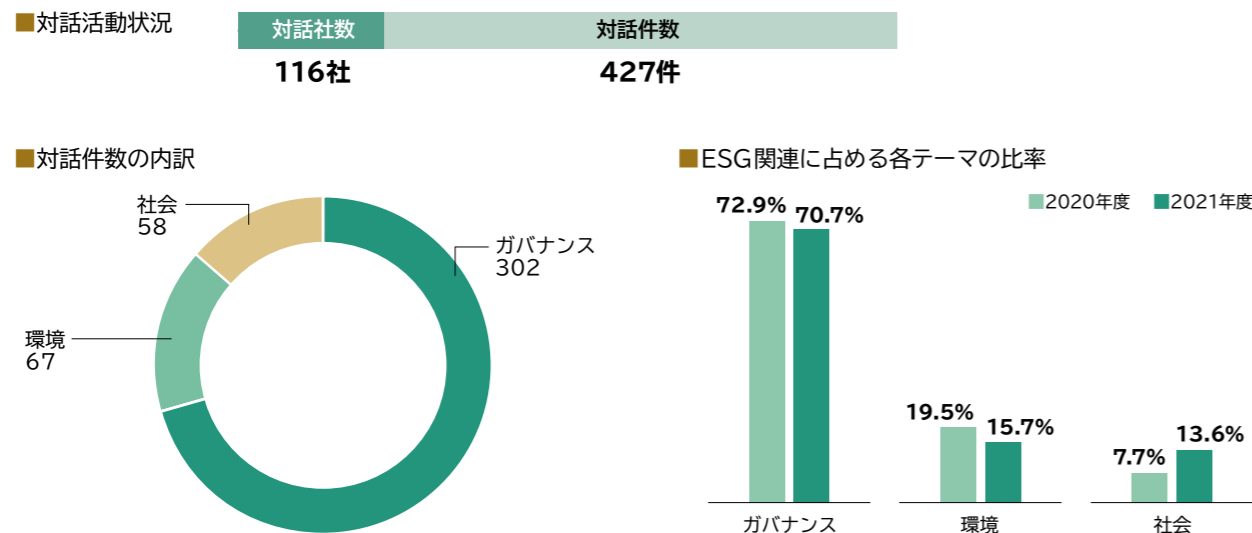
エンゲージメント(対話)とは、立場や価値観の異なる者同士が対等に真摯に話し合うことによって、相互理解を深め、信頼関係を構築し、新たな合意点を見いだすという価値創造のプロセスであると考えています。当社は、下記のような5つのアプローチによりエンゲージメントを行っており、2021年度は下記のようにESGのそれぞれに関して重点テーマを定め、エンゲージメントを実施しました。

### エンゲージメントのアプローチ

- ①価値創造プロセスに関する重要課題についてのエンゲージメント
- ②ESGの観点で問題となる事象(不祥事等)が発生した場合のエンゲージメント
- ③議決権行使に関するエンゲージメント
- ④協働エンゲージメント
- ⑤その他(ESG評価機関、学術機関、行政機関など投資先企業以外に対するエンゲージメント)

### 2021年度の重点テーマ

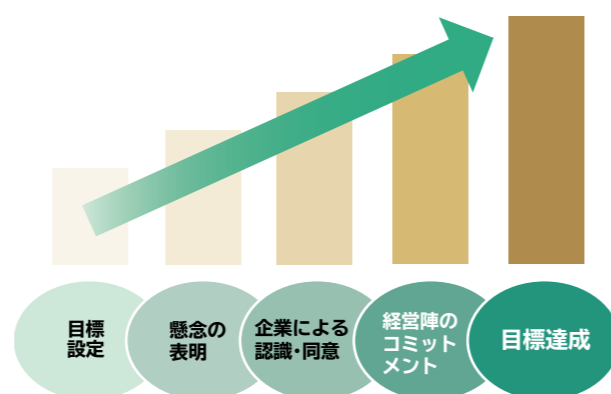
- E(環境)「気候変動問題」**  
サブテーマ: 2050年ネットゼロを宣言している企業に対して、実現可能性のロードマップについての開示
- S(社会)「人権」**  
サブテーマ: 特にリスクの高い業界に対して、人権デューデリジェンスに対する取組み状況についての開示
- G(ガバナンス)**  
「中長期ROEの目標および資本コストの考え方」  
「経営資源の最適な在り方」  
サブテーマ: 経営資源の分類と認識



### 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。

2022年4月より、社内連携の強化と業務効率の向上を図って、高度化したマイルストーンシステムを稼働しています。



### 一つの企業に対して、複数のテーマで継続的にエンゲージメント

当社では、一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による進捗管理の事例です。

#### 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度行っているが、進捗が見られなかった。
不祥事	不祥事が2件発生した。うち、1件については、対話を行い、真相の究明や再発防止策などが納得できることを確認し、達成とした。 もう1件の不祥事については、再発のおそれがあることから、改善策の提言を行うなどの対話を行ったが、2021年5月には明確な回答がなかった。その後も同様な不祥事が続き、2022年6月に再度対話した。しかし、再発防止策は不十分で、再発のおそれがあると判断した。 以上の対話の結果、2件目の不祥事については「企業による認識・同意」にとどまっている。

分類	テーマ	対話実施	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	長期的視点をもった価値創造プロセスの構築					
		2020年6月						
		2021年5月						
不祥事	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
		2021年5月						
	不祥事②	2022年6月	ITやDX、システムなどに知見のある取締役の選任					

**POINT**

上記のように、複数のテーマで継続的に対話することにより、下記が可能となり、価値創造的なエンゲージメントになります。

- ①企業の全体的な経営状況や企業文化を把握する
- ②企業の価値創造プロセスの持続性を判断する
- ③その上で、重要な課題と思われる点について、継続的に対話し、改善を求め、地球環境および社会の持続性向上への貢献と持続的成長を促す



一つの企業に対して、様々な角度から継続的にエンゲージメント

財務アナリスト、ESGチーム、議決権行使委員などが、一つの企業に対して、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、新たな合意点を見いだすという価値創造的プロセスであるという基本認識のもと、様々な角度から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	<p>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る。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・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」にとどまった。</li> <li>・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、マイルストーンを一つ進めている。</li> <li>・2021年11月の対話では、同社が中期経営計画でROE目標 (10%) を明示したことから、マイルストーンをさらに一つ進め、「経営陣のコミットメント」とした。</li> </ul> <p>⇒約4年間の継続的対話により、「中長期的ROE向上」というテーマに関して、「懸念の表明」から「経営陣のコミットメント」まで進捗した。</p>
ESGチーム	<p>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、経営に結びついたESG情報の開示といった様々なテーマについて、対話を行っている。</p>
議決権行使委員	<p>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った。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た。</p>

対話実施	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	経営に結びついたESG情報の開示					
2021年11月	財務アナリスト	経営戦略	中長期的ROE向上					




エンゲージメントの具体的事例

当社は、企業が取り組むべき課題について目標を設定し、企業と対話します。以下は、当社が企業と継続的に対話を行い、目標を達成した事例です。

**E** 環境に関するエンゲージメント

環境に関する対話と企業価値向上のリンク (食品メーカーとの価値創造的対話)

事例：C社 ■業種：食品 ■テーマ：環境 ■マイルストーン進捗：目標達成

課題 (主たる対話相手)	環境に配慮した容器開発 (取締役CSO 兼 常務執行役員)	 ▲ 目標設定
2018年9月	環境汚染と廃棄物についての取組み強化の必要性について対話した。インスタントラーメンを世に出したメーカーとして、生分解性プラスチック容器の開発・使用を容器メーカーおよび世界の同業メーカーに働きかけ、持続可能な製品提供を主導していきたいとの考えを確認した。	 ▲ 企業側の認識・同意
2021年9月	環境戦略の柱の一つである「Green Food Challenge」において、製品に使用する容器を「バイオマスECOカップ」に切り替えており、2021年度中に全量の切り替えが完了する予定になっていることを確認したことから、「達成」とした。	 ▲ 目標達成

POINT

上記のようなサステナビリティに資するための活動について、いかに企業価値向上につなげていくかについても、当社は下記のように対話しています。

同社は、製品価格の値上げによって付加価値を得ることを基本に考えていましたが、低価格志向の強い即席めんユーザーには違った観点からの啓発活動が必要だと提言しました。

その後、同社は、Z世代への訴求、健康志向や食糧問題への対応など、同社を取り巻くESG課題を的確に捉え、イノベーションを活用し企業価値を最大化するストーリーを公表しました。


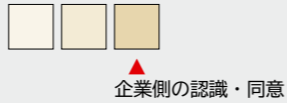

●このように、当社は企業に対して様々な面から多様な対話を同時並行的に行うことで、対話と企業価値向上がリンクするように努めています。



## S 社会に関するエンゲージメント

社会(人材)に関する対話と企業価値向上のリンク(金融機関との価値創造的対話)

事例：D社 ■業種：金融 ■テーマ：社会(人材) ■マイルストーン進捗：目標達成

課題 (主たる対話相手)	強みである人材の専門性を企業価値の源泉であるという視点で外部にアピールすること (経営企画部サステナビリティ推進部長)	 目標設定
2020年12月	専門性の高い人材による質の高いサービスの提供を強みとしているが、その人材の専門性に関する開示が人材育成などの人事施策の一環としてしか語られていなかった。各事業部門でもその専門性を磨く取組みが展開されていることから、企業価値の源泉として専門性が磨かれているというストーリーをより一層アピールする必要があることを指摘したところ、同意を得た。	 企業側の認識・同意
2021年9月	その後に出された「統合報告書2021」では、「信託の力」を支える人材について、トップメッセージや特集などにおいて、人材の専門性が企業価値向上の源泉になっていることがよく理解できるような開示となっていたことから、「達成」とした。	 目標達成

### POINT

同社に関しては、上記の対話だけでは、同社の抱える重要課題である「株価低迷/ディスカウント」からの脱却に不十分であると考えられることから、当社は下記のような対話も同時並行的に行っています。

同社の社外取締役が同様の問題(株価低迷、PBR1倍未満)を抱える企業出身者に偏っているため、性別や国籍のダイバーシティのみならず、経歴(バックグラウンド)のダイバーシティも考慮した社外取締役の選任を要請。また、そうした社外も含む取締役の貢献度を示すスキルマップを開示することも要請。




社外取締役については、翌年の株主総会で3名退任し、新たに3名が選任された。そのうちの1名がPBR1倍を超える企業出身者となっており、徐々に社外取締役のバックグラウンドにおける多様性も改善。スキルマップについては、専門性のカテゴリを追加するなど、バランスがとれていることも確認できたことから、目標達成とする。

- このように当社は、企業価値向上の源泉である「人材」に関する対話に加えて、ガバナンス面からも企業価値向上に関する重要課題(株価低迷)について、同時並行的に対話することにより、同社の企業価値向上を促しています。
- 世界的な金利上昇など経営環境の変化もありますが、上記の対話以降、同社の株価ディスカウントは縮小方向に向かっています。

## G ガバナンスに関するエンゲージメント

ガバナンスに関する対話と企業価値向上のリンク(化学メーカーとの価値創造的対話)

事例：E社 ■業種：化学 ■テーマ：ガバナンス(役員報酬体系) ■マイルストーン進捗：目標達成

課題 (主たる対話相手)	役員報酬の評価指標へのESGパフォーマンスの導入 (SDGs推進室 室長)	 目標設定
2021年5月	同社は「サステナビリティ宣言」を発表したが、経営者のコミットメントを示す一つの取組みとして、役員報酬の評価指標へのESGパフォーマンスの導入が望ましいと思われる点について対話した。同社としては、「CO <sub>2</sub> 排出量目標値の達成率」を導入する考えであることを確認した。	 経営陣のコミットメント
2022年5月	サステナビリティに対する経営者のコミットメントを示す手段として、役員報酬の評価指標へのESGパフォーマンス導入について前回の対話で言及のあった「CO <sub>2</sub> 排出量」に加えて、「従業員エンゲージメント」と「お取引先様評価」の非財務指標を取り入れていることが確認できたため、「達成」とした。	 目標達成

### POINT

当社からの提言を超える取組みがあった事例です。

ESGの取組みに先進的な企業においては、「CO<sub>2</sub>排出量」を報酬制度のKPIとして導入している例は多いですが、「従業員エンゲージメント」や「お取引先様評価」までも指標として盛り込んでいる企業はまだ少なく、先進的な取組みです。  
このような真摯で徹底的な取組みは、長期持続的な企業価値向上の礎になると高く評価しました。

- 企業に対して様々な面から多様な対話を行うことにより、各企業の経営課題への取組みの真摯さや、PDCAマネジメントの強さをうかがい知ることが可能になり、それは企業の成長力の持続性を測る重要なファクターであると考えられます。
- また、このような先進事例に触れることにより、他の企業に対して深みのあるエンゲージメントを行うことが可能になるという意味においても、上記は価値創造的な対話であると認識しています。




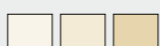

## 詳細分析 エンゲージメント結果の検証①

エンゲージメントの前後における企業価値の変化について検証しました。下記の例では、株価のディスカウントが解消され、企業価値が向上しています。

株価の変動要因は多岐にわたり、当社以外のステークホルダーも同様のエンゲージメントを行っている可能性が

あることなどから、当社のエンゲージメントだけで企業価値が向上したわけではありません。しかし、少なからず同社の企業価値向上に貢献できたと考えており、当社が運用するファンドにおける超過収益獲得に貢献したエンゲージメントであったといえます。

事例：F社 ■業種：電機 ■テーマ：ガバナンス ■マイルストーン進捗：目標達成

課題 (主たる対話相手)	株価ディスカウントからの脱却 (サステナビリティ推進本部 企画部担当部長)	 ▲ 目標設定
2020年3月	好業績に加え、社外取締役が充実したガバナンスなど、ESGの視点からも高く評価できる一方で、株価のディスカウントが続いている。これは、同社の新戦略が理解されていないことが一因と考えており、わかりやすい説明などに努めることで、正当な株価に評価されると説明したところ、基本的な同意を得た。	 ▲ 企業側の認識・同意
2021年9月	大規模な事業ポートフォリオ入れ替えや好業績に加え情報開示を強化したことで、新戦略による持続的成長性が評価され、株価は大幅に上昇した(同期間の業種指数やTOPIXの上昇率を上回っている)。中期的成長力からは、まだ上昇余地は高いと考えているが、極端な割安は解消されており、エンゲージメントとしては、「目標達成」とする。	 ▲ 目標達成

### エンゲージメント結果の検証


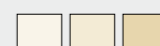

株式価値 (対話時、2020年3月)	■株式価値：3兆4,968億円	※1 加重平均資本コスト(Weighted Average Cost of Capital)のこと。債権者の要求収益率(負債コスト)と株主の要求収益率(株主資本コスト)を加重平均して算出する。
WACC※1・ROIC※2 (対話時、2020年3月)	■WACC：6.1% ■ROIC：6.1%	※2 投下資本利益率(Return On Invested Capital)のこと。税引き後営業利益を投下資本(有利子負債+株主資本)で割って算出する。
対話によって 当社が求める株式価値	■株式価値：6兆549億円	
対話内容	■2020年3月、対話を実施。以下により、マイルストーンは「企業側の認識・同意」とした。 ■好業績であることに加え、社外取締役が充実したガバナンスや、社会課題解決型事業により持続的成長を図る戦略など、ESGの視点からも高く評価できる。しかし、株価のディスカウントが続いていることから、わかりやすい説明に努めることを求めたところ、基本的な同意を得た。	
企業価値毀損の可能性の根拠	■株式市場では他の総合電機メーカーと同様のイメージが払拭されず、株価は低迷。 ■一方、以下のような優れた取組みが評価されていない。 ◎他の総合電機メーカー等とは異なり、リーマンショック時に徹底的な改革を断行したことが高く評価できる。巨大企業であるため迅速とはいえなかったが、海外大手企業経営者などの社外取締役が並ぶ独立性の高い取締役会や、事業ポートフォリオの適切な入れ替えなど、改革は着実に進展しており、今後は新戦略による持続的な成長が期待される。 ◎新戦略は、社会課題を解決する「社会イノベーション事業」に注力することであり、持続性の高い価値創造プロセスの構築が期待される。この社会イノベーション事業の新戦略により、顧客企業は、デジタル空間とリアル空間を自在に連携させてイノベーションを実現し、企業価値を向上させることができる。 ※足元のROICは6.1%で、WACCと同水準にとどまっているが、会社側は中期経営計画のKPIとしてROIC10%以上を目指している。その実現可能性は高いと見ており、その際はWACCを超える。 ⇒株価低迷は、成長を牽引する新戦略が理解されていないことが一因と考えており、わかりやすい説明などに努めることで、正当に評価されると説明したところ、会社側からおおむね同意を得た。	
目標達成時の状況 (2021年9月)	■2021年9月に以下を確認し、問題が改善されたと判断し、対話の「目標達成」とした。 ■大規模な事業ポートフォリオ入れ替えや好業績に加え情報開示を強化したことで、新戦略による持続的成長性が評価され、株価は対話時から大きく上昇した(同期間の業種指数やTOPIXの上昇率を上回っている)。中長期的成長力から判断して上昇余地はあると考えられるが、極端な割安は解消されており、エンゲージメントとしては「目標達成」とした。 ■株式価値：6兆2,799億円	

## 詳細分析 エンゲージメント結果の検証②

下記の例は、不祥事をきっかけに株価が大きく下落した企業の経営再建に関するエンゲージメントです。詳細分析①とは異なり、直接的な企業価値向上(=株価上昇)を意図していませんが、結果として、エンゲージメントの目標が達成された時点と、対話開始時を比較すると企業価値は大きく上昇しています。

不祥事を起こした企業に対しても、不祥事以外のESGの取組みを広く調査し、それらについてもエンゲージメントを行うことで、その企業の「真の企業価値」を見いだすことができると考えています。

事例：G社 ■業種：金属製品 ■テーマ：ガバナンス ■マイルストーン進捗：目標達成

課題 (主たる対話相手)	不祥事(内紛)後の経営再建 (IR室長 常務執行役)	 ▲ 目標設定
2019年8月	一連の内紛の発端は取締役会の機能不全にもあると考えられることから、現状の課題をきちんと認識した実効性評価プロセスの構築を求めた。これに対し、現在、社外取締役を中心に改めて現在の取締役会における課題抽出を図っており、年内にも報告を予定しているとの回答を得た。	 ▲ 企業側の認識・同意
2021年9月	一連の内紛を教訓に、取締役会の透明性については徹底する姿勢を内外にしっかり明示している。取締役会の実効性評価や、価値創造プロセスなどの情報開示が大幅に改善されたことから、「目標達成」とした。	 ▲ 目標達成

### エンゲージメント結果の検証

株式価値 (対話時、2019年8月)	■株式価値：4,931億円
WACC・ROIC (対話時、2019年8月)	■WACC：4.0% ■ROIC：2.0%
対話によって 当社が求める株式価値	■株式価値：6,079億円
対話内容	■2019年8月に対話を実施。以下により、マイルストーンは「企業側の認識・同意」とした。 ■一連の内紛の発端は取締役会の機能不全にもあると考えられることから、現状の課題をきちんと認識した実効性評価プロセスの構築を求めた。これに対し、現在、社外取締役を中心に改めて現在の取締役会における課題抽出を図っており、年内にも報告を予定しているとの回答を得た。
企業価値毀損の可能性の根拠	■内紛などガバナンス問題が大きな話題となり、株価が低迷。 ■一方で、下記のような優れた取組みがある。 ◎水回り製品のグローバルトップメーカーの責務として取り組んでいるSATOプロジェクトは、単なる社会貢献活動にとどまらず、従業員満足度や競合他社との差別化要因になっている(現在は、製品での差別化が難しい環境)。 ※足元のROICはWACCを下回っているが、経営再建後には業務遂行の円滑化や上記のようなESGと事業戦略が一体化された取組みにより、WACCを超えると予測。 ⇒このような優れた取組みがあるにもかかわらず、事業戦略とESG戦略が融合しておらず、現在の価値創造プロセスなどの開示では、同社の持続的な企業価値の向上を外部から理解しがたい。同社も同様の認識をしており、2020年までに抜本的に見直し、大幅改定する予定であることを確認した。
目標達成時の状況 (2021年9月)	■2021年9月に対話を実施。以下を確認して、対話の「目標達成」とした。 ■一連の内紛を教訓に、取締役会の透明性については徹底する姿勢を内外にしっかり明示している。取締役会の実効性評価や、価値創造プロセスなどの情報開示が大幅に改善されたことから、「目標達成」とした。 ■株式価値：9,166億円



重点テーマによるエンゲージメント【気候変動問題】

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、2015年のパリ協定以降、2050年までにネットゼロ(温室効果ガスの排出量実質ゼロ)を目指すという世界的な潮流に変化はなく、むしろその勢いは増えています。

前年度は、「CO<sub>2</sub>削減に関する2050年目標の設定、開示」をサブテーマとし、セクターや業種を限定せず幅広い企業群に対し、長期視点に基づい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実施しました。2022年4月に実施された東証の市場区分再編に伴い、プライム市場上場企業に関しては、TCFDを含むサステナビリティに関する開示が求められていることもあり、多くの企業が2050年を達成年度としたCO<sub>2</sub>削減目

標の設定、または設定に向け検討を進めていることを確認できました。

当報告年度は、2050年ネットゼロ実現に向けた企業の実施状況を確認すべく、サブテーマに「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」を掲げ、さらに一歩踏み込んだエンゲージメントを行っています。具体的には、2030年の排出削減目標の設定状況やSBT (Science Based Targets、科学的根拠に基づく目標) への対応状況などを確認し、目標達成に向けた対策やロードマップが明確ではない企業に対しては、2050年目標達成に向けたシナリオ分析等の実施を要請しています。

■対話事例：TCFD開示、CO<sub>2</sub>削減に関する長期目標の設定・開示

業種	対話実施	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
輸送用機器	2022年1月	気候変動	TCFDへの賛同およびTCFD開示フレームワークに沿った情報開示					
鉄鋼	2022年1月	気候変動	環境に関する個社の長期目標の設定と開示					
化学	2022年4月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
化学	2022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成					
情報通信	2021年7月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
食品	2021年9月	気候変動	ネットゼロへのコミットメント					
その他製品	2021年9月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
化学	2021年10月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
その他製品	2021年12月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
機械	2021年12月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
小売	2021年12月	気候変動	TCFDに基づく情報開示					
不動産	2021年12月	気候変動	2050年をターゲットにしたCO <sub>2</sub> 排出削減目標の設定、開示					
不動産	2021年12月	気候変動	TCFDに基づく情報開示					
輸送用機器	2022年2月	気候変動	TCFDに基づく情報開示					
食品	2021年9月	気候変動	2050年をターゲットにしたCO <sub>2</sub> 排出削減目標の設定、開示					
非鉄	2022年3月	気候変動	2050年排出削減目標の設定					
小売	2022年3月	気候変動	ネットゼロへのコミットメント					
輸送用機器	2021年9月	気候変動	気候変動に関する中長期的目標の設定、開示					
医薬品	2022年2月	気候変動	TCFDに基づく情報開示					

VOICE

重要性が高まる対話に基づく非財務情報の評価



株式会社運用部ストラテジスト  
兼チーフアナリスト  
(兼任: ESGチーム、  
議決権行使委員会メンバー)  
山崎 総一

非財務情報重視のトレンド

金融庁により2014年に日本版スチュワードシップ・コードが策定され、その後、2017年、2020年に改訂されたことで、機関投資家の役割は拡充されています。これに伴いアナリストの取材活動は、ヒアリング型から対話重視のスタイルへ変化しています。また、日本証券業協会が2016年に定めた「アナリストの取材等ガイドライン」は、アナリストの調査活動に大きな影響を与えました。このガイドラインでは、未公表の決算期の業績に関する取材を厳しく規制する一方で、中長期的な成長戦略などについてアナリストと事業会社が対話することを促しています。これ以前は、プレビュー取材と呼ばれる決算発表直前に四半期の状況について事業会社へのヒアリングが実施され、それに基づく情報が個別銘柄の値動きに影響を与えていました。株価は業績動向だけでなく、金利や需給面など複合的な要因で決定されますが、このガイドライン制定後は四半期の業績よりも中長期的成長力が重視されるようになってきました。つまり、市場と対峙して株価を判断するアナリストは、財務分析に加え、中長期的な成長性を判断するためにガバナンスなどの非財務情報を分析し評価することも求められるようになってきているといえます。

一方で、事業会社サイドでも前向きな変化が見られます。多くの事業会社は財務情報に加え、非財務情報を開示しアナリストと建設的な対話ができる体制を整えてきています。事業会社と価値のある対話をして中長期な成長力や持続的な企業価値の向上を促すべきであるという、スチュワードシップ・コードがアナリストに求める役割が果たせる環境になってきているといえるでしょう。

当社のESGリサーチの特徴

当社では、2003年からESGファンド(旧SRIファンド)を運用しています。当社のESG取材活動について当初から一貫して重視しているのは、企業理念・ビジョンとこれに基づく企業価値向上についての評価です。具体的には、その企業理念・ビジョンを実現するための事業活動が、どのように社会貢献するかを正しく理解した上で、企業価値向上につながる経営戦略について議論しています。この判断には非財務情報が重要と考えており、ガバナンス面ではトップマネジメントの資質、取締役会の運営、社外取締役の役割など、社会の面からは、社員育成とモチベーションの高さ、取引先

などから構築されているサプライチェーンなどについて対話しています。環境面では、CO<sub>2</sub>の削減といった脱炭素対策だけでなく、トータルで見た環境改善活動が企業価値の向上につながるビジネスモデルであるかなどを話し合います。一方で、財務分析をメインとしてきたアナリストに求められていることも、アプローチや手法は異なるものの、事業会社と持続的な成長、企業価値向上のために対話し、評価するという目的には変わりありません。当社では互いの強みを活かすという考えから、財務分析の視点からのアプローチとESG面からのアプローチの情報を共有し、これを投資先選別のツールとしています。

企業文化の把握の重要性

少し違う視点となりますが、取材で大切なのは、会社が開示する財務・非財務情報に加え、機関投資家の窓口であるIR担当者との対話などのなかから、その事業会社の企業文化を理解することと考えています。経営戦略についてはトップマネジメントとの対話が望ましいですが、広い意味で情報開示の権限を担当者に委譲している事業会社であれば、建設的な対話ができますし、我々のような機関投資家の提言もトップに正しく伝達されています。これは議決権行使の際の事業会社とのエンゲージメントについても同じことがいえるでしょう。役員に限らずその担当者が説得力のある考えや戦略を語り、建設的な対話ができることは、それぞれの社員が能力を発揮できるカルチャーが醸成されていると捉えることができます。良い企業文化をもつ事業会社は、社員による不祥事を起こさないなどガバナンス面や社会面でもプラスに働いていることが多く、アナリストが事業会社を評価する上でも重要と考えています。

新たなエンゲージメントの取組み

このように事業会社と信頼を築いた上で企業文化を把握することは、定性的な評価だけでなく、エンゲージメントの視点からも重要ですが、実際には事業会社と長く付き合うことで気づくことや、アナリストにより捉え方が異なることもあります。こうした課題の克服の意味も含めて、アナリストチームでは、グループディスカッションを通じた新しいエンゲージメントの取組みを開始しています。それぞれのアナリストが、持続的成長の視点などから企業を選び、ESG担当アナリストも含めたメンバーにプレゼンテーションします。そして、この後に強み・弱み、機会・脅威、そして経営戦略や企業文化などグループで議論して共有化を行います。こうして選ばれた企業を個々のアナリストではなくチームとして、中長期スパンでエンゲージメントしていきます。このようなプロセスなどを踏まえて、事業会社と建設的な対話を継続することが長いスパンでの企業の価値向上、そしてファンドの高パフォーマンスにつながると考えています。



協働エンゲージメント

■共同リードインバスターとして海外機関投資家とともにエンゲージメントを行っています

「Climate Action 100+」(CA100+)は、グローバルな環境問題の解決に大きな影響力のある企業を対象に、情報開示や温室効果ガス排出量削減に向けた取組みなどについて建設的な対話を行う、機関投資家の世界的なイニシアティブです。当社は、エンゲージメント活動の強化の一環として2018年7月にCA100+に参加し、共同リードインバスターとして海外機関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るほか、エンゲージメント対象となっているほかの日本企業に対してもサポートインバスターとして参画しています。

リードインバスターとして行っているエンゲージメント活動では、半年に1度程度、対面もしくは電話・オンラインで面談を行い、気候変動に関するガバナンス体制の整備や2050年ネットゼロに対するコミットメントについてエンゲージメントを行ってきました。

CA100+では、エンゲージメント対象企業の排出削減目標・脱炭素戦略・気候情報開示の実践を検証するための指標である「ネットゼロ・カンパニーベンチマーク」を用

いた評価も行っており、本年度はこの評価結果をベースとしたエンゲージメント活動などを行いました。

■協働エンゲージメントについての考え方

協働エンゲージメントには、以下のようなメリットがあると考えています。

- ①他の投資家と協働することから、エンゲージメントする企業に対する影響力が強く効果的
- ②海外の機関投資家の生の声を聴けることや、企業も含め多面的な議論ができることから、運用機関としての実力向上の観点から有益
- ③イニシアティブに基づく協働エンゲージメントでは、自らが参加しないエンゲージメントに関してもグローバルの進捗状況や課題状況などの把握ができることなどから、有効な手段と認識

一方で、もっとも得るところの大きいリードインバスターになる場合は、エンゲージメント対象企業、他の投資家、事務局との連絡、相談、議論、報告などの負担が重いことから、メリハリをつけた活動をしています。



POINT

CO<sub>2</sub>削減貢献量(スコープ4)\*に関する対話

最近、気候変動問題に対処するため、「CO<sub>2</sub>削減貢献量」が重要であるという議論が増えていますが、当社はCO<sub>2</sub>削減貢献量で日本有数の実績のある繊維メーカーに対して、2019年から海外機関投資家との協働エンゲージメントで、CO<sub>2</sub>削減貢献量について対話を重ねてきました。

当初は、CA100+のエンゲージメント対象となる企業が「温室効果ガスの排出量の多い企業」であるというイメージが強かったことから、同社自身、対象企業となったことを「不名誉」と捉えており、我々のエンゲージメントに対し前向きな姿勢ではありませんでした。

そこで、同イニシアティブの目的が「グローバルな環境問題の解決に大きな影響力のある企業を対象に情報開示や温室効果ガス排出量削減に向けた取組みなどについて建設的な対話を行うものである」ことを説明するとともに、企業の技術や製品などがCO<sub>2</sub>削減に貢献するという『スコープ4』について投資家の立場として注目しているため、このエンゲージメントの場をアピールの場と捉えてほしい旨を伝え続けてきました。

その結果、2021年にはスコープ4に対する同社の考え方が明確に説明されました。まだスコープ4の測定方法が確立していないなかでチャレンジングな取組みではありますが、CO<sub>2</sub>削減に貢献する技術や製品についてアピールしたいとの意気込みを確認することができました。

\* 事業者自らの排出だけでなく、事業活動に関係する排出を合計した排出量を指すのがサプライチェーン排出量であり、サプライチェーン排出量=スコープ1排出量+スコープ2排出量+スコープ3排出量で計算される。一般的にスコープ1は、事業者自らによる直接排出、スコープ2は他社から供給された電気などの使用に伴う間接排出、スコープ3はスコープ1、スコープ2以外の間接排出(事業者の活動に関連する他社の排出)と定義される。スコープ4は、企業の技術や製品などがCO<sub>2</sub>削減に貢献するという新しい考え方。

国内クレジット調査におけるESG要素の組み込み

VOICE  
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



クレジット調査部長  
宍戸 一欽

クレジット調査部では、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、企業が社債の新規発行を行う際のロードショーや、定期的なデットIRがエンゲージメントの機会となります。

クレジットアナリストは、まず財務データや経営計画等、公開情報をもと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必要な情報を補完することで、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での企業との対話は、情報を収集し信用力を判断する上で有益な手段であると認識しています。

ESG項目のなかでもっともクレジットに影響を及ぼすのはG(ガバナンス)といわれてきましたが、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、株式運用部に所属するESG担当のアナリストに同行取材するなど、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、建設的な対話は企業の長期的な資金調達をサポート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、企業が定めるESG関連目標の達成度合いによりクーポンなどの債券の条件が変わるサステナビリティ・リンク・ボンドや、温室効果ガス排出削減を目指す企業が脱炭素社会へ移行(トランジション)するためのプロジェクトの資金調達を目的に発行するトランジションボンドなど、新たな種類のESG社債が生まれています。これらのESG関連社債を発行する企業が増えていることも、債券投資家と企業との対話の頻度がより増加していく要因になると考えています。

ESGチームとの同行取材/対話を実施

対話実施	業種	取材/対話の内容
2021年7月	自動車	<p><b>E:</b> 環境では、新社長は2050年に同社に関わる全ての製品と企業活動を通じてカーボンニュートラルを目指すとしている。グローバルで販売する新車を2040年までに全て電気自動車(EV)と燃料電池車(FCV)にする目標を打ち出した。新車販売全てをEVとFCVとする計画を出したのは、国内の自動車大手では同社が初めて。環境に対する取組みは事業に直結しており、今後の成長の観点からも重要であるものの、開示している環境データや取組み等が同社の財務にどのような影響を与えているのかについての開示が不十分であることから、開示の強化を求めた。同社としてもTCFD開示を進めており、気候変動の財務インパクトの開示が必要になることは認識しているとの回答を得た。</p> <p><b>S:</b> 社会では、社会特性や個人の状況に合わせた最適な商品・サービスを提供。具体的には、福祉車両の提供を通じて身体の不自由な方々が活躍できる機会や場の拡大をサポートしている。「安全」に関しては、「事故に遭わない社会」の実現を目指し、「交通安全教育」等を推進している。</p> <p><b>G:</b> ガバナンス体制は21年6月より「監査等委員会設置会社」から「指名委員会等設置会社」へ移行。価値創造プロセスについては、社内で議論中とのことで開示がない。また統合報告書の発行も行っておらず、情報開示の充実が求められることについて対話したところ、同社としてもその必要性は社長も認識し、経営重要課題として位置付けていることが確認できた。</p>
2022年2月	金融	<p><b>E:</b> 環境については、TCFD提言に賛同表明している。KPIとしては、再生可能エネルギー融資等サステナブルファイナンス実行額(2019年度から2030年度までに2兆円)、国内事業所におけるCO<sub>2</sub>排出量の削減(2030年度までに46%削減(2013年度比))を設定している。2019年12月にTCFD提言に賛同表明しており、統合報告書でもTCFD開示フレームワークののった開示を行っているが、戦略のリスクと機会に関して、財務インパクトを含めより明確な開示を求めたところ、基本的な同意を得た。</p> <p><b>S:</b> 社会では、ダイバーシティの推進と地域貢献(事業承継支援)に注力。KPIとして女性リーダー職比率(2026年7月30%(2021年7月25.5%))等を設定。DX戦略は収益性が高いデジタル顧客の数をKPI(2023年3月末までに150万人(現状85万人))としている。一方、離職率等の開示は不十分で改善すべき点がある。</p> <p><b>G:</b> ガバナンス体制は取締役9名のうち、社内取締役6名(うち女性が1名)、社外取締役3名(うち女性が2名)。ボードのダイバーシティが進んでいる。中長期的には金融機能の深化とDX戦略浸透により成長を図る。</p>



# エンゲージメントやボトムアップリサーチに基づく、 企業の実態に即した議決権行使

当社は、受託者責任の観点から、企業価値の向上および毀損の防止を図ることを目的に議決権を行使しています。形式的判断にとどまらず、エンゲージメントやボトムアップリサーチによる投資先企業に対する深い理解をベースに、企業の実態に即した実質的判断を行うように努めています。

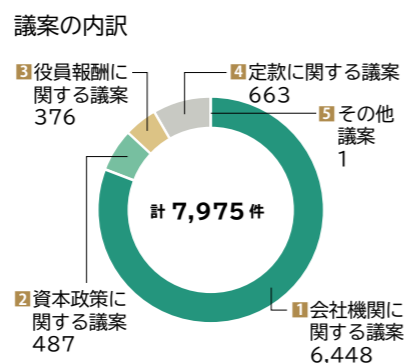
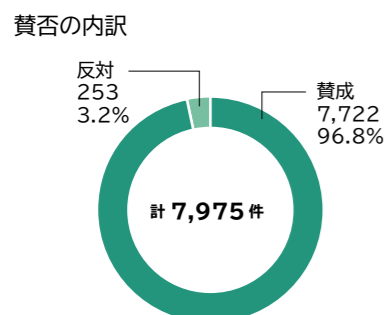
## 2021年度の特徴と当社の状況

2021年度は、アクティビスト・ファンド(もの言う株主)等からの株主提案が増加したことや、機関投資家の議決権行使において、不祥事を起こした企業の取締役選任議案(特に社外取締役)に対する行使の厳格化が特徴的でした。

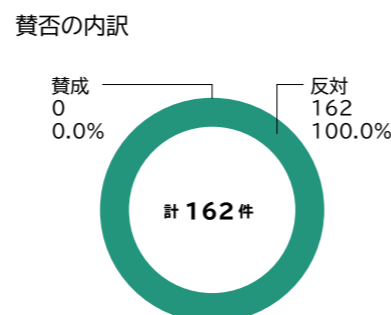
当社は、664社、8,137件の議案について審議を行いました。会社提出議案では、7,722議案に賛成、253議案に反対し、株主提出議案では、全ての議案に反対しました。個別議案においては、取締役選任についての議案に対する反対が多くなりました。

※ アクティビスト・ファンド(もの言う株主)から株主提案を受けた企業に対して、対話に基づき当社が議決権行使を行った事例をP35-36に掲載。  
※ 不祥事を起こした企業に対して、対話に基づき当社が厳しい判断を行った事例をP33に掲載。

### ■議決権行使状況(会社提案)



### ■議決権行使状況(株主提案)



#### 1 会社機関に関する議案

取締役の選解任

賛成 96.7%

監査役を選解任

賛成 98.0%

会計監査人の選解任

賛成 100.0%

#### 2 資本政策に関する議案

剰余金の処分

賛成 98.0%

組織再編関連<sup>※1</sup>

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<sup>※2</sup>

賛成 92.3%

#### 3 役員報酬に関する議案

役員報酬<sup>※3</sup>

賛成 96.1%

退任役員の退職慰労金の支給

賛成 53.8%

4 定款に関する議案

賛成 99.5%

5 その他議案

賛成 100.0%

※1 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等  
※2 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  
※3 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

## 議案別の行使状況

### ■取締役選任

当該企業の大株主の業務執行者であった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。また、東証における市場区分見直しに伴い、2022年4月からプライム市場上場企業に対して高いレベルの取締役会の独立性を求めており、一定の基準に達しない企業の議案に反対しました。

### ■監査役選任

在任期間が長いほか、当該企業の大株主の業務執行者であったなど、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

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、ESGの観点で問題となる事象が発生した企業の議案に反対しました。

### ■剰余金処分

配当基準に抵触した企業の議案のほか、中長期的な資金使途が不明確なまま現預金と有価証券が継続的に積み上がってい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2.76%から3.17%に上昇しました。要因としては、議決権行使ガイドラインを改正し、2022年4月からプライム市場上場企業に対して高いレベルの取締役会の独立性を求めたことや、コロナ禍を背景とする収益の低迷などにより、取締役選任への反対率が上昇したことなどを挙げることができます。

## 議決権行使のPDCA

本年度は、下記のような取組みにより、議決権行使プロセスの高度化を図りました。

- 企業との対話や、社内アナリストからの意見に基づき、議決権行使ガイドラインの改正を実施。
- 電子行使プラットフォームの利用開始(2022年2月)。
- 電子行使プラットフォーム推進会社、データ提供会社、システム会社、信託銀行などのステークホルダーと対話を実施。
- 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により利益相反管理等を行うなか、本年度は社外有識者がその役割や責務を果たす上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を一層強化。

## 今年度の議決権行使ガイドラインの改正

2022年2月にガイドラインの改正を実施しました(2022年4月以降の株主総会に適用)。主な改正内容は以下の通りです。

- |  |   |
|--|---|
| <p>(1) 東証市場区分変更(プライム市場)への対応</p> <p>プライム市場上場企業に対しては、取締役会に関して高い独立性を求めることとした。</p> | <p>(3) 社内取締役の増員</p> <p>取締役会のスリム化や独立性の向上が進展している企業が増加していることを背景に、社内取締役の増員に関する基準を緩和した。</p>        |
| <p>(2) 社外役員の独立性</p> <p>上記(1)の導入に伴い、個々の社外役員に関する独立性基準を簡素化した。</p>                 | <p>(4) 株式報酬の不適切な付与対象</p> <p>社外取締役比率の増加や、期待される役割の範囲が拡大したことを背景に、社外取締役に対するインセンティブ付与の基準を緩和した。</p> |



## ガイドラインの原則と異なる判断をした例

【概要】株価が大幅に下落し、ガイドラインに抵触したものの、対話や調査による投資先企業への深い理解に基づき、議決権行使委員会で議論し、賛成した例です。

業種	情報通信
議案分類	取締役の選解任
ガイドライン	■ 株価が前期末(期中上場の場合は上場日)比50%以上下落 ～代表権のある取締役の再任に原則として反対します。
抵触内容	株価が前期末比50%以上下落
行使内容	賛成
理由	株価下落要因の成長期待の剥落について、海外事業失敗の責任をとり創業者の1人が代表権を返上していること、マザーズ市場全体も下落していること、担当アナリストやESGチームが同社CEOやCFOと対話を多く行うなかで同社への理解を深めており、株式市場における一般的な見方とは異なり、新経営陣のもと今後の持続的成長が期待できると判断したことなどから、賛成とした。

【概要】兼務数が多いため独立性基準に抵触した社外取締役について、対話や調査による投資先企業への深い理解に基づき、議決権行使委員会で議論し、賛成した例です。

業種	小売
議案分類	取締役の選解任
ガイドライン	■ 証券取引所に届出する独立取締役の適切性 ～下記に該当する者は適切性に欠けると判断し、当該独立役員に原則として反対します。ただし、下記に該当する者であっても独立役員として適切である理由が十分に説明されている場合、賛成します。 ・当該企業の大株主、またはその業務執行者、またはその出身者 ・当該総会終結時に連続在任期間が10年以上となる者 ・取締役会の出席率が75%未満の者 ・5社以上の社外役員を兼任している者 ・上記以外の理由で利益相反が生じるおそれのある者、または社外役員としての職務を適切に遂行できない可能性のある者
抵触内容	社外取締役の独立性基準に抵触
行使内容	賛成
理由	5社以上兼務しているが、取締役会出席率100%であり、かつ同社グループの人材育成において重要な役割を果たしている女性の社外取締役(投資家向け説明会などにも出席)であることから、賛成とした。

## POINT

### 丁寧なプロセスにより、社外取締役の選任に対して厳しい判断を行った例(大手金融機関)

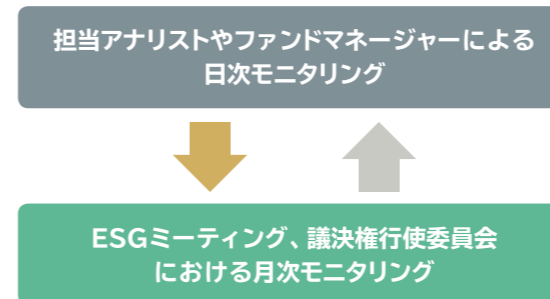
不祥事を起こした企業の社外取締役に対して、今年度は反対する運用機関が増加するなど企業の実態に即した議決権行使が増加していますが、当社はそれ以前から対話に基づき社外取締役に反対していません。

- 2021年6月の総会で当社は、同社との対話で、再発防止への対応が十分とはいいがたく、再発のリスクを排除できないとの懸念から、システムに関する知見のある取締役が必要であると提言した上、社外取締役の指名委員長、グループCEO、会長の3名に反対しました。このときの社外取締役の指名委員長への賛成率は95%で、多くの機関投資家は反対しませんでした。
- その後、金融庁が業務改善命令とともに、異例にも社外取締役の責任に言及したことや、システム障害などの不祥事が続いたことから、2022年6月の株主総会において、前年95%の賛成だった社外取締役の指名委員長の賛成率は、68%に大きく下がりました。

## 不祥事のモニタリング体制

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判断した場合は、対話のなかで提案等を行います。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。

### ■議決権行使諮問会議における指摘とPDCAマネジメント

当社は社外有識者を過半数とする議決権行使諮問会議において、議決権行使の妥当性の検証などを行っています。下記は、社外有識者である佐々木副議長の指摘を起点とするPDCAマネジメントの事例です。

佐々木 恒太郎 氏  
社外有識者  
議決権行使諮問会議副議長

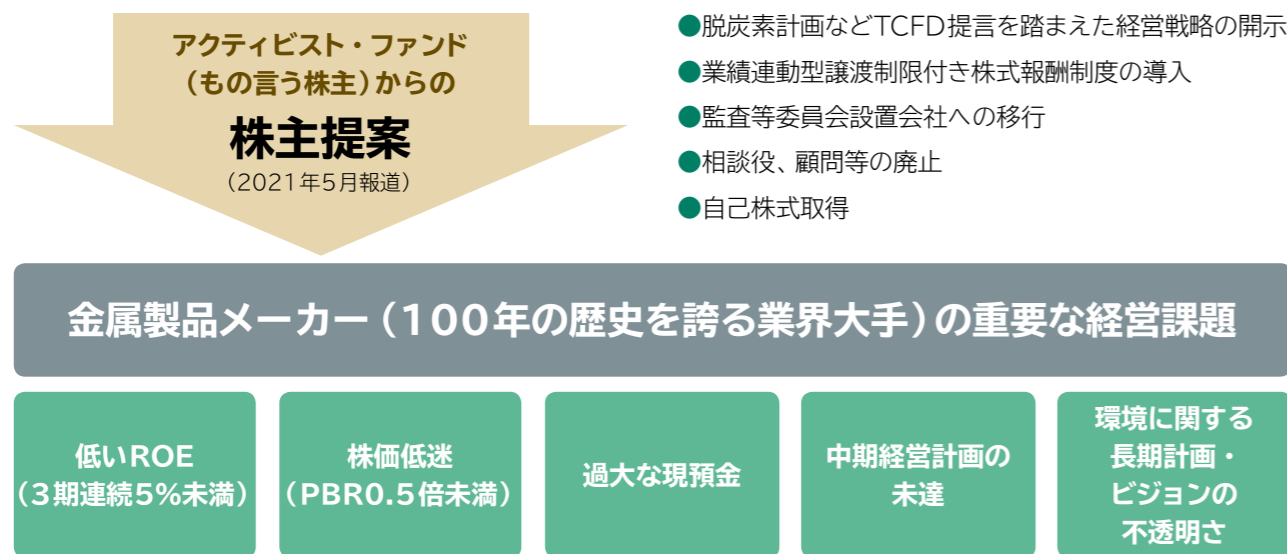


指摘事項	2021年11月 議決権行使 諮問会議	〈不祥事を起こした企業について、継続的なモニタリングが重要である点の指摘〉 株式発行企業や債券発行企業の実態を把握するためには、PDCAサイクルを駆使した対話が必要である。スチュワードシップレポートに掲載されている、海運事故を起こした企業の事例のように、事故を起こしてしまった後に、優れた対応や開示を行った点を評価して議決権行使を行ったことは妥当と思われる。しかし、さらに今後も適切なアクションが行われるのかについてモニタリングを続けることも重要である。
指摘事項に関するその後の状況報告	2022年5月 議決権行使 諮問会議	〈事故後のモニタリングの報告〉 ・同社は、2022年2月にモーリシャス沖事故を受けたESG説明会を実施。 ・事故の反省から、それまでの業界慣行を超えて、備船契約であっても船長や船員に至るまでの品質向上に努めると、同社は事故後に発表したその実現性に懐疑的な見方があった。しかし、説明会では同社が有言実行し、取組みが着実に進捗していることについて詳しい報告があった。
指摘事項	2021年8月 議決権行使 諮問会議	〈利益相反管理銘柄で収益基準に抵触した企業の議決権行使に関する指摘〉 「3期連続ROE5%未満」という収益基準に抵触した企業に関して、対話に基づき今後の改善が見込めるため、過去の経営責任の観点から代表権のある取締役だけに反対しているのは、今回の議決権行使としては妥当と考えられる。しかし、同社の中期経営計画資料などからでは、今後については不透明感が残る。対話先から継続的な対話を求められたとのことだが、低ROEからの脱却については念入りなフォローが必要である。
指摘事項に関するその後の報告	2022年5月 議決権行使 諮問会議	〈その後の対話の報告〉 2021年12月1日に、低水準のROEが継続している点に関して対話を行った。中期経営計画の進捗を確認しながら、将来展望についても具体的に議論した。環境規制強化により、同社製品の需要が北米で高まるなど、同社にとって有利な風が吹きつつあることなどから、足元の業績は順調で、2022/3期のROEの予想を上向き修正した。



議決権行使とエンゲージメントの一体的運用の事例

対話前は多くの課題を抱えていましたが、継続的に対話を行うなかで、大きな改善が見られました。



**当社との第1回対話(2021年6月)**

- 低位ながら安定した業績、キャッシュリッチ、リーディング企業としての歴史などから、危機感が薄いなか、低いROE、経営目標未達が常態化している点などについて当社から懸念を表明した。
- 2021年5月、同社は長期ビジョンおよび詳細な中期経営計画を公表。対話者である常務執行役員が中心となって策定したビジョンと計画であり、過大な現預金、株主還元方針、政策投資株削減などについても、合理的な説明があった。改革に向けた姿勢を打ち出し、これまでの延長線ではない経営姿勢、中長期的な企業価値向上を進めていくことを力説。
- 5つの株主提案について、一つ一つ議論し、全てに対して納得性のある説明があった。TCFDに基づく脱炭素計画については、2021年5月に2050年ネットゼロを目指す長期ビジョンを公表したほか、2030年目標を改定しており、株主提案に賛成する必要なしと判断。役員報酬改定に関しても、サステナビリティ指標の導入を含む先進的な会社提案をしてきており、株主提案よりも妥当と判断。
- 会社全般に危機感が生じており、今後に期待できると判断した。

①ROE	②株価	③株主総会
2.6% (2021年3期実績)	1,575円 (2021年6月) ※対話の前日	株主提案あり (2021年6月)
		<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社は、対話に基づき会社側に賛成、株主提案に反対。</li> <li>※3期連続ROE5%未満という過去の実績を踏まえ経営責任の観点から代表取締役に対して反対したが、その他の取締役については、新しい中期経営計画のもと、今後の業績改善が期待できることなどから、賛成とした。</li> <li>※株主提案に関しては、対話により、会社側から納得性の高い説明があったことから、反対とした。</li> <li>●結果的に、全ての株主提案は否決。</li> </ul>

【事例の概要】

- 同社は100年の歴史を誇る業界大手企業ですが、ここ数年はROEが低迷し、過大ともいえる多くの現預金を保持していたことから、もの言う株主に注目され、株主提案が出されました。そういうなかで、下記のように、当社は同社と対話を行い、対話に基づき議決権行使を行いました。
  - 時系列に見てみると、第1回対話を行った際は、①同社はROEが低く、②株価も低迷、③もの言う株主から株主提案が提出される(経営改善が必要)という状況でした。
  - しかし、対話やそれに基づく2021年6月総会における議決権行使の後には、順調に第1回対話の①~③の全てが改善しています。なお、株価に関しては、相場全体が下落傾向にあるなか、上昇しています。また、同社から、今後も継続的な対話を要請されました。
  - 本件は、当社が改善提案したというよりは、当時、耳を傾ける投資家が少ないなか、真摯に対話を行い、それに基づき議決権行使を行った例になります。
- そして、その後の展開は、当社が期待したように、上記の①~③の全ての問題点は改善に向かい、現状では、今後の持続的な成長が期待できるようになったと考えられます。

**当社との第2回対話(2021年12月)**

- 当社から議決権行使のフィードバックを実施。
- 長期ビジョンや中期経営計画と照らし合わせながら、業績の進捗状況や今後について議論。
- 低いROEが常態化していた要因の一つは、ペットボトルの出現と普及により、かつての高収益事業がシュリンクし続けたことであるが、近年の環境意識の高まりにより、アルミ缶の需要が高まるなど、むしろ同社にとって有利な風が吹きつつある。今後イノベーションに注力するなど経営改革に取り組み、ROEの向上が期待できる点などについて、具体的に議論。

①ROE	②株価	③株主総会
7.0% (2022年3期実績)	1,795円 (2022年9月) ※執筆時	株主提案なし (2022年6月)
		<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社は、全ての会社提案に賛成。</li> <li>※「3期連続ROE5%未満」から脱却</li> <li>※その他、問題となる議案なし。</li> <li>●株主提案なし。</li> </ul>

上記①~③の全てについて、改善が見られた。



## 「持続性議論」をベースとした運用を開始

持続的に企業価値を向上させることのできる企業20社程度に長期投資することをコンセプトに掲げ、2022年2月、「国内株式アクティブ運用集中型」の運用を開始しました。アナリストが選定した銘柄をチーム内で徹底的に議論することによって投資先企業を厳選しています。

### アナリストチームの議論から生まれた新しい運用スタイル

「国内株式アクティブ運用集中型」は、アナリストチームの力を総結集した運用といえます。

これまで、アナリストチームはアルファ獲得に資するため、長年にわたり試行錯誤を重ねてきました。このような取組みの一環で2017年に立ち上げた「持続的な企業価値向上」のプロジェクトでは、アナリストチームで「企業価値」について議論を行いました。議論を深めるなかで、アナリストたちの多様な意見に基づく徹底的な議論が新たな発想を促し、結果として本質を突いた創造的な見解を生み出す有益な「場」となっていることに気づきました。

こうした有益な「場」を実現できるのは、当社のアナリストが直接取材を重要視し、企業の成功や失敗、あるいは卓越した経営者のリーダーシップや強靱な組織など、数多くの事例を地道な取材を通じて積み重ねてきたからだと考えています。こうした議論をしくみ化し、これを「持続的な企業価値向上を議論する」という意味で「持続性議論」と名付け、アナリストチームの毎週の取組みとしました。

そして、アナリストチームの徹底的な議論を起点とした好循環を具現化することをコンセプトに「国内株式アクティブ運用集中型」が誕生しました。

### 持続性議論で心がけること

<p><b>No.1 徹底的な議論</b> 相手に対する敬意と率直に意見をすることを高水準で両立する</p>	<p><b>No.2 心理的安全性</b> 間違いや人と異なる意見などを歓迎する雰囲気醸成</p>	<p><b>No.3 暗黙知の継承</b> 経験豊富なベテランアナリストの暗黙知を継承することに努める</p>
<p><b>No.4 本質は何かを考え続ける</b> その話が枝葉の部分でないかを常に疑い、本質をおさえ続ける努力をする</p>	<p><b>No.5 連鎖反応効果</b> 安易に意見を批判せず、他者の発言から気づきを得ることを意識する</p>	<p><b>No.6 論点を明確にした話し方</b> 簡潔で伝わる内容を再構成した話し方を考える</p>

### VOICE

#### 直接取材を通じた投資先企業との共存共栄

「国内株式アクティブ運用集中型」では、「持続的な企業価値向上」が期待できると判断した20社程度に長期投資することをコンセプトに掲げ、アナリストが選定した銘柄をチーム内で徹底的に議論することによって投資先企業を厳選しています。運用では「チームによるディスカッション」に加え、「直接取材」を大切にしています。現場の一次情報にこそ価値があると信じており、投資先企業と直接接点をもつことができるためです。

取材では、資本コストを上回るROEの持続性の観点から、企業の人的資本に対する考え方や経営

組織の在り方などについて重点的な対話を行っています。この背景には、人材の成長の集積が企業の成長に結びつくとの考えがあるためです。

また、エンゲージメントによって企業価値向上が期待できると判断した企業に対しては、チームでディスカッションを行い、その企業に適した独自のエンゲージメント案を作成した上で対話に臨んでいます。

このような取組みを通じて「持続的な企業価値向上」という同じ方向性で対話を行うことにより、投資先企業と共存共栄の関係を構築することに努めています。



佐藤 栄二  
株式運用部  
運用グループ  
ファンドマネージャー

### 国内株式アクティブ運用集中型におけるエンゲージメント

#### ①アナリスト全員で議論し、投資候補を厳選

一般的にはアナリストそれぞれが担当業界をもっていますが、当該運用では業界を横断して銘柄を選定します。



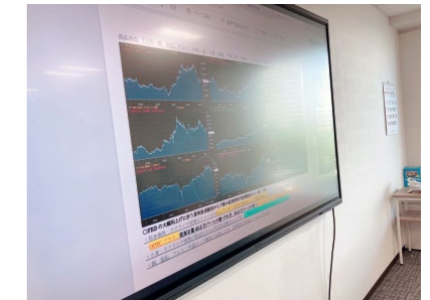
#### ②複数名で投資候補の企業を取材

アナリスト1名ではなく複数名で取材し評価することで客観性を担保します。



#### ③長期にわたるエンゲージメント

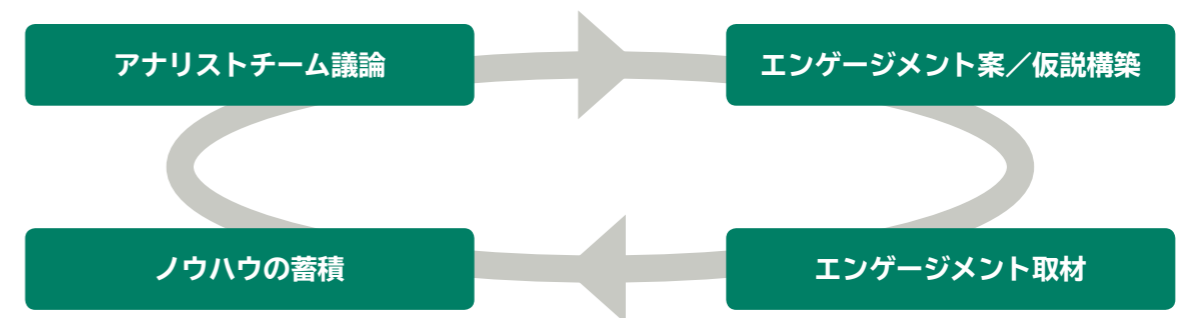
長期保有を前提とし、企業価値向上のお手伝いをするため投資先企業と対話します。



### PDCAサイクルを回し、エンゲージメント活動を洗練

アナリスト全員で議論しエンゲージメント余地があると判断された銘柄を、さらに少人数チームで議論し詳細かつ具体的なエンゲージメント案/仮説を構築します。実際

にエンゲージメントを行い投資先企業の企業価値向上を図りつつ、得られた知見をチームに還元し、ノウハウの蓄積を行います。





## 気候変動問題への取組み

当社は2019年4月に「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)」による提言への賛同を表明しました。

当社は、気候変動が各企業に与える影響について理解を深めることは投資意思決定の重要なプロセスの一つであると考えており、企業の持続的な成長と地球環境問題解決のバランスを重視したアプローチを展開しています。これは、気候関連ファクターが「リスク」と「機会」の両面を通じて企業に財務的なインパクトをもたらすという、TCFDの考え方と整合的であると考えます。

### TCFD提言に基づく開示推奨項目

1.ガバナンス	●取締役会による監督 ●経営陣の役割	
	2.戦略	●気候関連リスクと機会 ●気候関連リスクと機会によるインパクト ●シナリオに基づいた組織のレジリエンス
	3.リスク管理	●気候関連リスクの特定・評価プロセス ●気候関連リスクの管理プロセス ●上記のプロセスを会社全体のリスク管理へ統合する方法
	4.指標と目標	●気候関連リスクと機会を評価するための指標 ●GHG排出量 ●気候関連リスクと機会を管理するための目標

### 1.ガバナンス

当社では、他の経営上の重要な課題と同様、気候変動に係る課題について、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、気候変動に係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。

### 2.戦略

#### ■リスクと機会

当社は気候変動を重要課題の一つとして認識し、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。

#### ■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

#### ■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	低炭素製品・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

### ■リスクと機会を踏まえた当社の戦略

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およ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を拡大を図ります。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な投資リターンの向上につなげることを図っています。なお、エンゲージメントは、当社が独自に行う場合のほかに、CA100+などの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評価機関との協業を行い、より高度な知見の獲得や新たな気づ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な投資リターンの拡大に資するよう努めています。

### 3.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、CO<sub>2</sub>/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。

さらに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。

### 4.指標と目標

当社は取締役会の監督のもと、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を対象に、GHG排出量関連指標（GHG排出量、加重平均炭素強度等）、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。



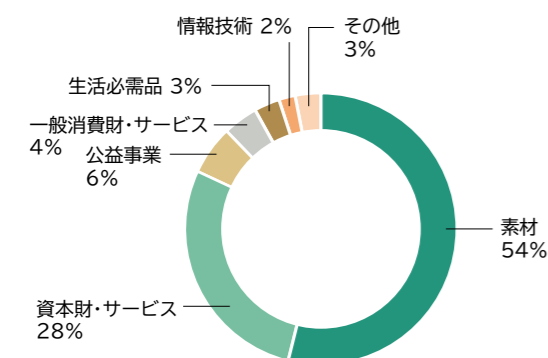
## 気候変動に関するモニタリング

### (1) 定点観測

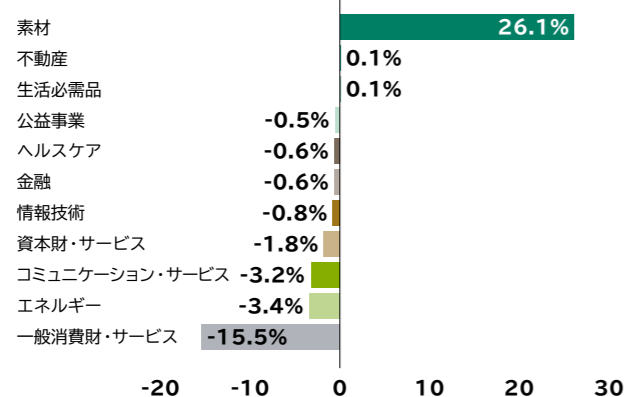
排出量の極めて大きい数銘柄（鉄鋼や海運セクターの企業など）が、全体に与えるインパクトが非常に大きいことが特徴です。

#### 日本株ポートフォリオ

CO<sub>2</sub>/GHG排出量 業種別構成比

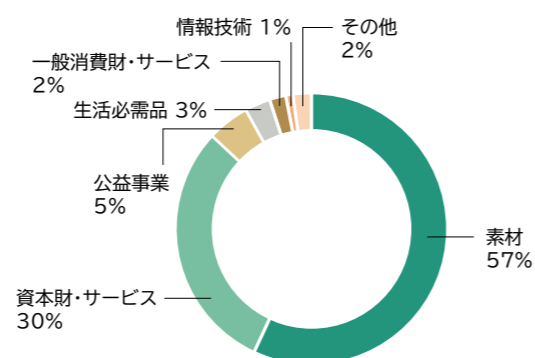


CO<sub>2</sub>/GHG排出量 対TOPIX業種別構成比

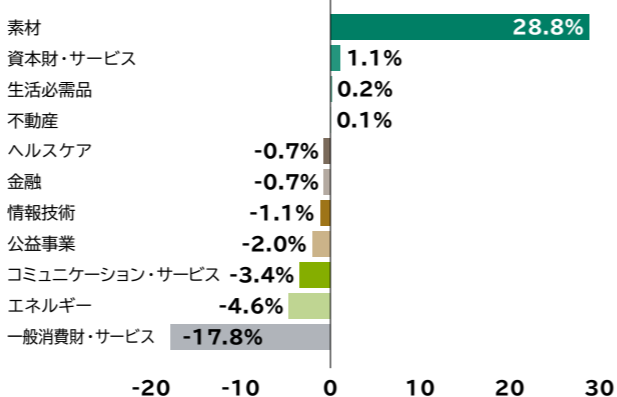


#### 日本株ポートフォリオ(ESGファンドのみ)

CO<sub>2</sub>/GHG排出量 業種別構成比



CO<sub>2</sub>/GHG排出量 対TOPIX業種別構成比

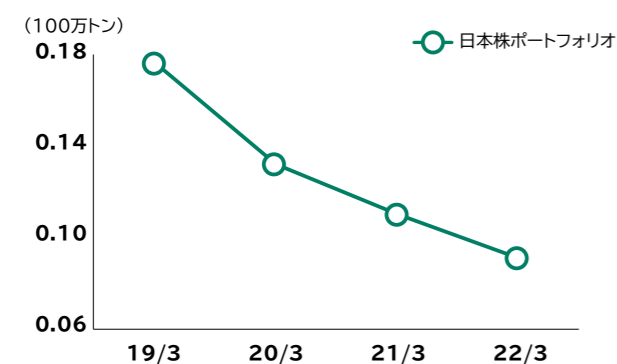


### (2) ポートフォリオのCO<sub>2</sub>/GHG排出量時系列観測

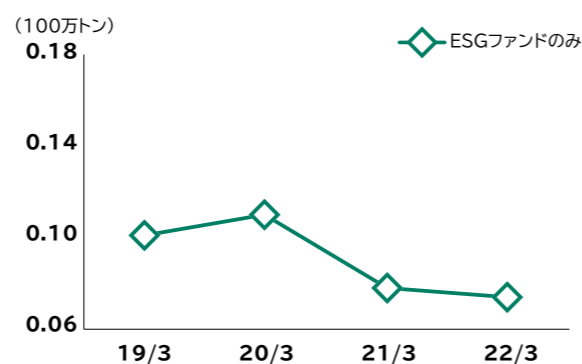
日本株ポートフォリオ全体のCO<sub>2</sub>/GHG排出量は、減少傾向にあります。

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、CO<sub>2</sub>/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。

#### 日本株ポートフォリオ



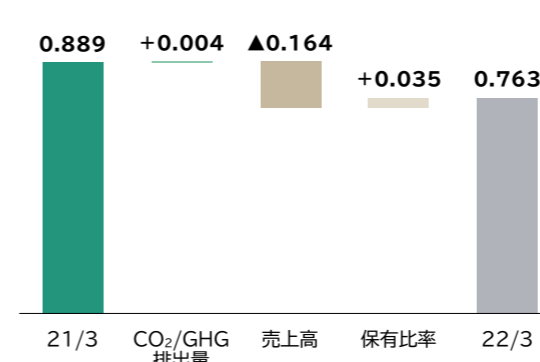
#### 日本株ポートフォリオ(ESGファンドのみ)



### (3) 炭素強度の要因分解 加重平均炭素強度 (WACI)※

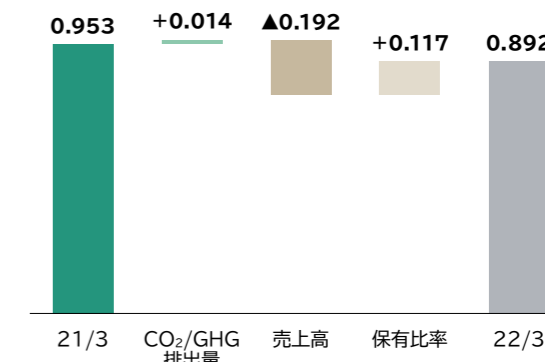
#### 日本株ポートフォリオ

(売上100万円当たりCO<sub>2</sub>/GHGトン)



#### 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CO<sub>2</sub>/GHGトン)



※企業の売上当たりのCO<sub>2</sub>/GHG排出量をポートフォリオにおける保有割合に応じて加重平均した数値。TCFDが開示を推奨している。投資行動だけでなく、株価の変動を受けて保有比率、炭素強度が変動する。

### 気候変動に関する対話の事例：排出量の大きい大手鉄鋼メーカー

当社は2022年1月、排出量の大きな鉄鋼メーカーに対して、TCFDフレームワークの「戦略」におけるリスクと機会の開示を通じて、気候変動による財務インパクト(定性的表現を含む)についての開示を求めました。

特に、CO<sub>2</sub>を大きく排出することによる「リスク」だけでなく、世界最高の効率で、世界最高の品質の鉄鋼を生産する能力は、鉄鋼に対する世界的な需要が今後も堅調に推移すると見込まれるなか、「機会」となり得る点をきちんと主張すべきと提言しました。

その他、当社の運用戦略との整合性の観点から、継続的に右記のような点について対話を行い、地球環境に貢献しながら、持続的成長を図るように促しています。

①ESGを経営の重要課題と位置付けていることから、こうした取組みが経営陣のコミットメントのもとで執り行われるよう、役員報酬の指標にESGパフォーマンスを考慮することを求めた。

②統合報告書にスキルマトリックスを開示しているが、そのスキルセットが中期経営計画や目指す姿、ESGマテリアリティにどのようにひもづいているのかが明確ではなく、より詳細な説明と開示を求めた。

③株主価値向上に向けた取組みの強化により、株価のディスカウントを減少させることを求めた。

#### POINT

#### 持続的成長と地球環境問題解決のバランスを重視したアプローチ

- ☑ 当社ポートフォリオ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インパクトが大きいことが特徴であることを踏まえ、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、長期にわたる取組みや今後の計画などを議論した上、当該企業の持続的成長とCO<sub>2</sub>/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。  
 ※CO<sub>2</sub>/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。P41のグラフにおけるCO<sub>2</sub>/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。



## 2021年度スチュワードシップ活動に関する自己評価

2021年度(2021年7月~2022年6月)のスチュワードシップ活動に関して、原則ごとに自己評価を実施しました。

その結果、おおむね適切なスチュワードシップ活動を行うことができた、自己評価しました。

なお、スチュワードシップ活動の概況および自己評価は、

社外有識者が参加する責任投資委員会で検証したのち、取締役会へ報告しました。

### ■「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
<b>原則1 方針の策定・公表</b>	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。	日本版スチュワードシップ・コードを踏まえて制定した、当社方針「スチュワードシップ責任に関する基本方針」をホームページに公表しています。
<b>原則2 利益相反管理 (体制についてはP5参照)</b>	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。	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、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。
<b>原則3 的確な把握</b>	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。	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。
<b>原則4 企業との対話 (P19~30参照)</b>	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進めます。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。	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。

### 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さら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。

	方針および考え方	自己評価
<b>原則5 議決権行使 (P31~36参照)</b>	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。原則として全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。	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。
<b>原則6 顧客・受益者への報告</b>	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。	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。
<b>原則7 実力の高度化</b>	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。	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。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。また、協働エンゲージメントにて、リードインベスターとして国内外の機関投資家との意見交換を実施したほか、NGO、大学、ESG評価機関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ました。さらに、2022年6月からPRIが提供する責任投資のオンライン研修プログラム「PRIアカデミー」を採用しました。
<b>原則8 インベストメント・チェーン機能向上</b>	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。	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。

## 新年度に向けたスチュワードシップ活動方針を策定

当社は、スチュワードシップ責任を適切に遂行するために、年度の活動方針を責任投資委員会で定めています。2022年度は下記の活動方針のもと、価値創造的なスチュワードシップ活動を展開し、投資先企業の持続的成長、お客さまの中長期的な投資リターンの拡大、そしてより良い未来の創造に貢献していきたいと考えています。

### エンゲージメント(対話)

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、新たな合意点を見いだすという価値創造的なプロセスであるという基本認識のもと、下記のようなアプローチで多面的かつ継続的にエンゲージメント(対話)を行います。

- ① 価値創造プロセスに関する重要課題についてのエンゲージメント
- ② ESGの観点で問題となる事象(不祥事等)が発生した場合のエンゲージメント
- ③ 議決権行使に関するエンゲージメント
- ④ 協働エンゲージメント
- ⑤ その他(企業以外へのエンゲージメント)

2022年度に関しては、下記を重点テーマとします。

E	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 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)</li> <li>● TCFD開示におけるリスクと機会に関するインパクトの開示</li> </ul>
S	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 人権デューデリジェンスに対する考え方と取組みの開示</li> <li>● 人的資本の有効活用と価値創造プロセスの関係の開示</li> </ul>
G	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 経営の重要課題と取締役会構成の妥当性</li> <li>● 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)</li> </ul>

### 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、個別案件審査、エンゲージメントなど付加価値の高い業務に注力するために、議案精査前の事前スクリーニングの精度向上などによる業務効率化を図ります。
2. 妥当性検証	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」を中心に妥当性を検証します。
3. 議決権行使ガイドライン	2021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。

### 会社概要

#### 富国生命投資顧問株式会社

〒100-0011 東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル5F  
 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