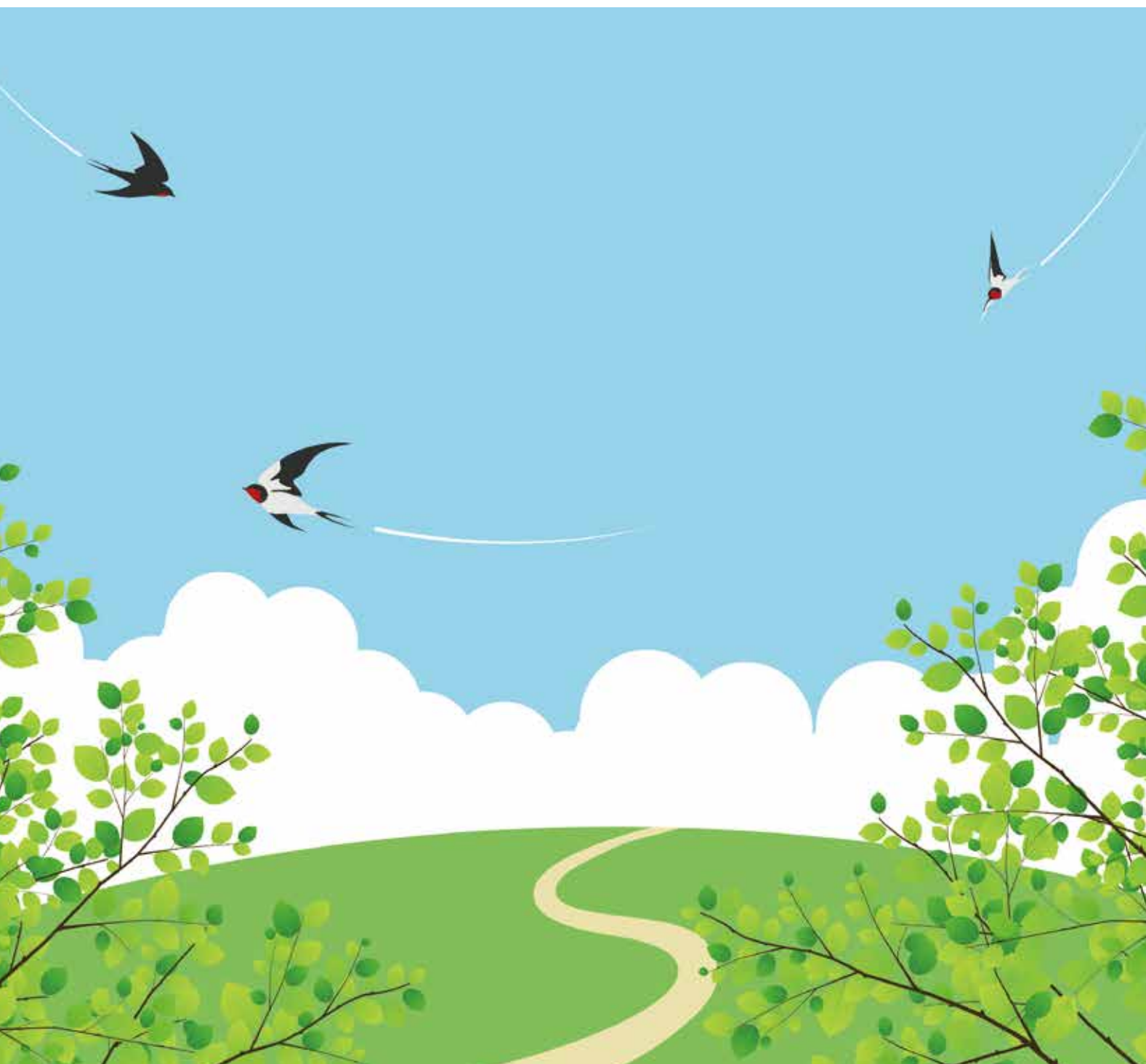


富国生命投資顧問株式会社

Fukoku Capital Management, Inc.

一步先の未来、お客さまとの信頼を礎に。



Stewardship Report

2022/2023

スチュワードシップレポート 2022/2023

責任投資とお客さまの中長期的な投資リターンの拡大

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拡大には、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 責任投資における特長

①国内株式ESG投資のパイオニア

2003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、自社完結型のESG調査を実施

→ P5~8、11



②企業の持続的成長を主眼としたエンゲージメント

●企業に対して社会的利益だけを求めるのではなく、どうしたら企業価値が向上するのか、対話を通じて徹底的に議論

→ P25~36

●2003年当初から、ESG取材における最初の質問は「企業理念」について（当社のESGの成り立ちを語る）

→ P5~8

③企業の実態に即した議決権行使

- 形式的判断にとどまらない、実態に即した議決権行使
- 運用本部長を含めた調査・運用の実務に長けた多彩なメンバーが、議決権行使委員会に原則として全員出席し、審議

→ P37~44



Contents

イントロダクション

富国生命投資顧問の責任投資	1
富国生命投資顧問の責任投資のあゆみ	3
富国生命投資顧問の責任投資のしくみ	9
スチュワードシップ活動ハイライト	14
社長メッセージ	15
トピックス	17
ESG投資	19

2022年度(2022年7月~2023年6月)の取組み

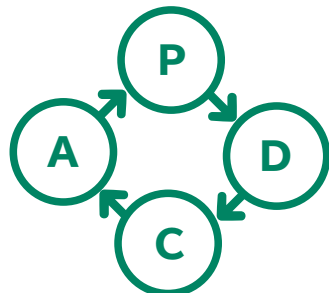
エンゲージメント活動報告	25
議決権行使状況報告	37
TCFDに基づく気候関連財務情報開示	45
スチュワードシップ・コードへの対応状況	49
スチュワードシップに関する2023年度活動方針	51

2 独自のしくみ

①社外有識者の参画によるPDCAサイクル強化

- 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
- 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

→ P9



②チーフ・サステナビリティ・オフィサー (CSO) の設置

- 運用会社として責任投資の一層の高度化を進めるために、CSOを設置
- 当社の責任投資活動の企画およびそれに関わる対外コミュニケーション活動の実務を統括

→ P4



③独自のESGリサーチ体制

- 直接取材により、【真の企業価値】を見いだす
- 独自の質問票・評価表などESG評価体系を整備

→ P11



④密接な社内連携

- 企業を熟知する財務アナリストがスチュワードシップ活動の窓口
- ESGチームや議決権行使委員とも密接に連携し、スチュワードシップ責任を遂行

→ P12



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)

→ P20



積極的に未来を先取りする精神で、 一步一步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、
一步一步、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が、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。

A proud participant of
Climate Action 100+
2018年7月
CA100+参加

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)

2018年1月
CDP署名

2016年1月
PRI署名

2014年8月
スチュワードシップ・コード
受入れ表明

Signatory of:
PRI Principles for
Responsible
Investment

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

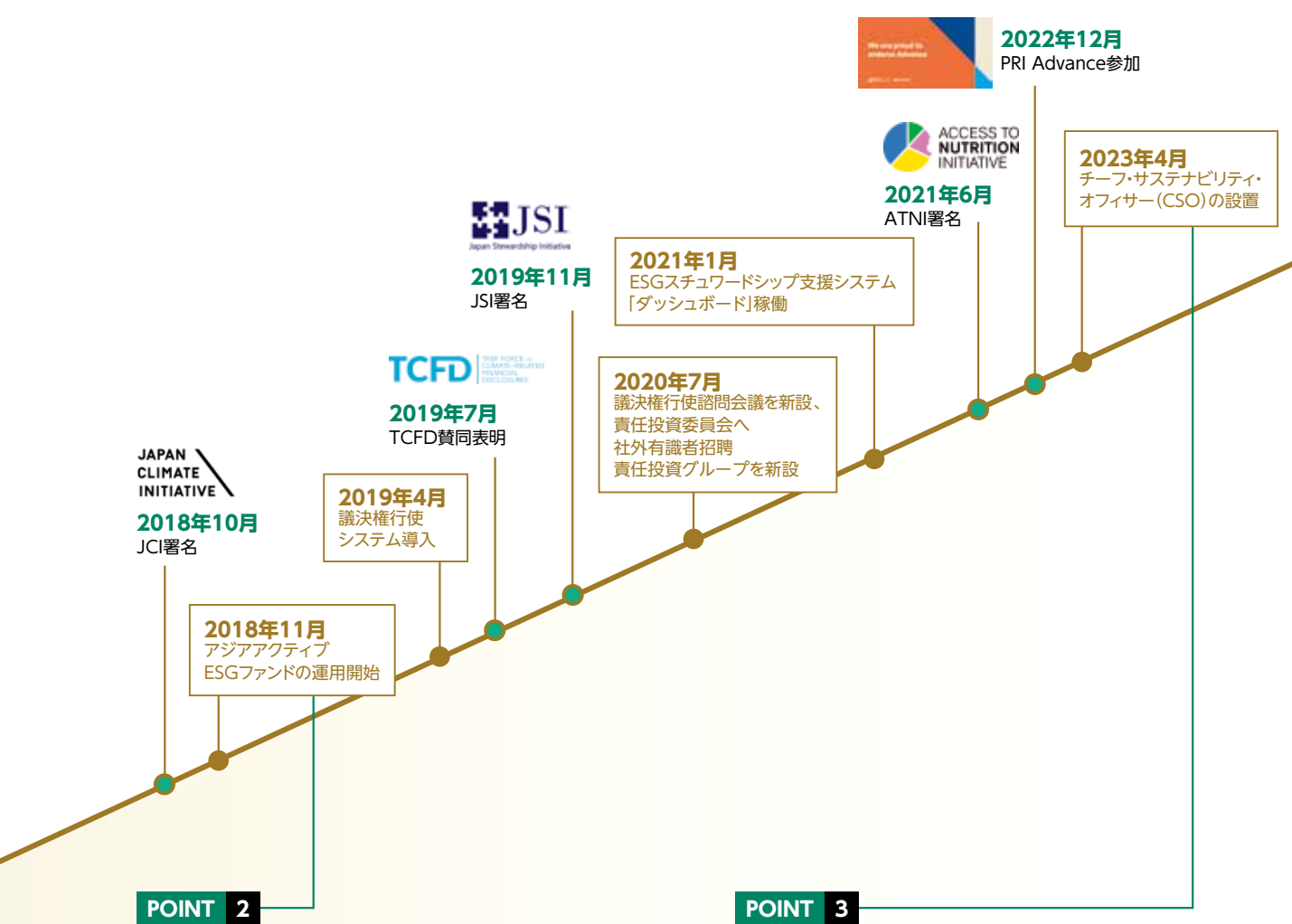
POINT 1

国内株式ESGアクティブ運用開始20年

2003年より、国内株式SRI (ESG) ファンドの運用を行っています。
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。運用開始から20年を迎え、当初のメンバーで座談会を実施しました。

➔ P5~8、11





POINT 2
**アジアアクティブESGファンド
 (UOBAMとのパートナーシップ)**

2018年より、シンガポールを拠点とする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。

2023年6月にはUOBAMのメンバーが来日し、日本企業の協働取材を実施しました。2023年10月には外国株式運用の協働取材として、台湾に出張しました。

→ P23~24



POINT 3
**チーフ・サステナビリティ・オフィサー
 (CSO) の設置**

2023年、運用会社として責任投資の一層の高度化を進めるために、チーフ・サステナビリティ・オフィサー(CSO)を設置し、取締役である豊田章伸をその任にあてることとしました。CSOは当社の責任投資委員会の委員長を務め、当社の責任投資活動(ESG投資の枠組みやプロセス、投資先に対するエンゲージメント、議決権行使などを含む)の企画、およびそれに関わる対外コミュニケーション活動(本レポートなどを通じた外部とのコミュニケーション、PRIを含む諸団体とのコミュニケーションを含む)の実務を統括します。



当社のESGの成り立ちを語る

～当初から20年間大切に続けてきた「サステナビリティ」と今後～

当社では2003年より、国内株式SRI (ESG) ファンドの運用を行っています。
運用開始から20年を迎え、ファンド設立当初のメンバーで座談会を実施しました。



設立当初のメンバー

豊田 章伸

当社 CSO(チーフ・サステナビリティ・オフィサー)

横田 洋一

当社 株式運用部部长

鳥居 直之

富国生命保険相互会社取締役
(元 当社株式運用部部长)

むくらじま 真理

当社
チーフESGアナリスト

SRIとの出会い

豊田 鳥居さん、本日はよろしくお願いします。当社でESG (当時SRI) 運用を開始した2003年から今年で20周年となります。安定的にベンチマークをアウトパフォームしており、長生きしているファンドだと自負しています。今日はそのルーツに迫りたいと思います。

鳥居 2003年はフコク生命80周年記念の年でもありました。その記念の一環としてSRIを始めたという経緯があります。当時、私は富国生命投資顧問の株式運用部に所属していましたが、フコク生命から「フコク生命の80周年記念として、SRIのファンドを立ち上げられないか」と言われました。私は、即「NOです」と答えました。

豊田 NOと返事したんですね (笑)。なぜNOだったんですか。

鳥居 SRIを考慮して本当にパフォーマンスをあげられるのか自信がなかったからです。パフォーマンスをあげて受託者責任を果たすことが我々の最大の責務ですから。何度も断りました

が、フコク生命側がしつこくて……(笑)。そこまで言うのなら、やるだけやってみるかと思いました。

そのとき、当時提携していた外資系金融機関がSRIの元祖のような存在で、アドバイスももらえる環境にありました。当時、同機関に属していた日本のESGのパイオニアである「葎嶋アナリスト」(現当社チーフESGアナリスト)を紹介してもらいました。

当時からこだわってきた「サステナビリティ」

豊田 プロジェクトは、この3人(鳥居、豊田、横田)で始めましたね。

鳥居 そうです。ESGの草分け的存在であった葎嶋さんがプレゼンをしてくれましたが、こだわっていたのが「サステナビリティ」という言葉でした。だから、最初から「エコ」だけではなかったんです。それは企業を評価する際に大事な要素だと実感できました。ですので、当時から「サステナブルな企業ってどんな企業か」という話をしていました。そこから今にも通

ずる我々の考え方が生まれて、当時から今でも変わらず、まずは「御社の企業理念は何ですか」から対話を始めるわけですね。

豊田 当時から「サステナビリティ」だったんですね。

鳥居 もちろんエコについてもたくさん議論しましたが、最初に聞いたのは「企業理念やミッション」でした。質問票も今では9回も改訂しているらしいですが、最初の質問は変わらないはずですよ。

財務のアナリストもESGのアナリストも「直接取材」

豊田 変わっていませんね。当時、SRIの評価といえば、アンケートが中心でしたが、当社のアプローチは直接取材を重視していました。

鳥居 特に他社と別のアプローチをしようと思ったわけではありません。財務のアナリストは、当時から他社を含めて、企業に直接インタビューして、それをもとに評価を行うというスタイルでした。これをSRIだけ例外にするかと思ったら、そうはしなかったということです。

当時、SRIで直接取材というのは、ほかから見れば結構斬新な発想だったのかもしれませんが。

横田 当時は企業の開示も今ほど充実しておらず、開示物だけ見ても評価のしようがありませんでした。当時も外部評価機関のデータを購入していましたが、その記載内容と実際の活動内容との間には違いがあると感じていました。

鳥居 当時から直接取材中心でやっていたのは、律嶋さんが属していた外資系金融機関でしたね。複数人で取材するというスタイルも当初からそうだったと思います。その「律嶋流」を我々が取り入れました（笑）。

ESG取材でしかわからないこと

鳥居 当時取材で印象に残っている会社があります。その企業で一番驚いたのは、「社員の行動基準」です。最初のページに「正義と会社の利益のどちらかを選ばなければならないと

したら、あなたは正義を選ぶことができますか」という質問がありました。その下に、「どんなに小さなことであっても、この分かれ道でのあなたの選択が、会社のブランドを大きく左右することになります」と書かれています。これは、私にとって衝撃的でした。こういったことは、財務アナリストの取材だけでは知りえなかったと思います。

横田 当時はこういった企業理念をホームページに開示している企業も少なかったと思います。取材に行って、その企業理念を作った背景までヒアリングできるのは貴重でした。

豊田 企業のPDCAサイクルを重視して評価する姿勢は、始まりから変わらないものでしたね。

鳥居 以前はPDCAという言葉はあまり使われていなかったように思います。わざわざ「PDCAとは？」の解説から始まるような時代でした。

豊田 「サステナビリティ」「直接取材」「企業のPDCAサイクル」、どれをとっても当初から大切にしてきたものは今でも変わっていませんね。今では当然のことですが、当時から進化してきたといえるでしょう。

使命はあくまで受託者責任を果たすこと

鳥居 当時から財務とCSRの両方を考慮してファンドを立ち上げました。CSRだけを見ていては、ファンドは成り立ちません。財務データなどから適正株価を算出し、割安なら買うし、割高ならば売るべきです。当たり前のことです。CSR評価がいくら高くても割高だと思えば買いませんでした。我々の使命は超過収益を獲得し受託者責任を果たすことだからです。それは今でも変わっていないでしょう。

律嶋 当時、トリプルボトムライン（経済・環境・社会）の考え方がありました。徐々に企業価値向上に資するCSRを見ないとダメだという考え方が世の中に浸透していきました。

横田 ファンド立ち上げにあたって、まず「CSRを取り入れて本当にパフォーマンスがあがるのか、バックテストを実施してほしい」と、鳥居さんから指示がありました。「CSRをやるの



当時からこだわっていたのが「サステナビリティ」という言葉でした。だから、最初から「エコ」だけではなかったんです。それは企業を評価する際に大事な要素だと実感できました。

鳥居 直之

富国生命保険相互会社取締役
(元 当社株式運用部長)



「サステナビリティ」「直接取材」「企業のPDCAサイクル」、どれをとっても当初から大切にしてきたものは今でも変わっていませんね。今では当然のことですが、当時から進化してきたといえるでしょう。

豊田 章伸
当社 CSO
(チーフ・サステナビリティ・オフィサー)

はいいいけど儲からないならダメだ」と言われたのを覚えています。過去2年ほどのデータを用いてバックテストしたところ、プラスになる結果が得られました。そのテストで結果が良くなければ、SRI (ESG) ファンドは日の目を見なかったでしょう。

鳥居 20年間で見たときに、超過収益があがるファンドになっていてほっとしています。

当初苦労したこと

横田 CSR取材といっても、当初前例も少なく、手探り状態でした。何を聞けばいいのか誰も教えてくれず、質問票もこんなもので本当に評価できるのかという不安はありましたよね。よく覚えているのが、最初にテレビ取材を受けたことです。まだ当社も全然準備もできていないのに、テレビ取材を受けてほしいと言われ、焦りましたよね(笑)。

当時は、こちらも不慣れだったこともあり、予定通りのCSR取材ができなかった記憶があります。それでも、毎月のESGミーティングや質問票の見直しなど、自分たちもPDCAサイクルを回して、この20年間改善を重ねてきました。

波に乗ってきた取材

葺嶋 2005年頃、鳥居さんの号令で、財務アナリストに「ESG質問票」を配布したんですよね。あのとき取材件数が一気に増えた記憶があります。

鳥居 当時、ESG質問票は企業取材においてメジャーではありませんでしたが、財務アナリストと企業に関係性があったので、企業に受け入れてもらえました。

ESGが主流になった今

豊田 今は、ESGに関する情報はあふれていますね。

鳥居 ESGについては、温室効果ガスが原因で温暖化になっているのか、米国の政治とESGの問題など、様々な見解や意見があります。しかし、「サステナブルな世の中にしなければいけない」というのは間違いないでしょう。100年後の子どもたちが安心して暮らしていける環境を用意しなければいけません。それは我々の責務だと思います。

豊田 当初からサステナビリティに着目していたというお話もありましたが、当社の投資哲学は変わっていません。

CSR取材といっても、当初前例も少なく、手探り状態でした。何を聞けばいいのか誰も教えてくれず、質問票もこんなもので本当に評価できるのかという不安はありましたよね。それでも、毎月のESGミーティングや質問票の見直しなど、自分たちもPDCAサイクルを回して、この20年間改善を重ねてきました。

横田 洋一
当社 株式運用部長



開示内容と実態との乖離は、やっぱりありますよね。企業に質問しても、答えられなかったり、本末転倒な回答が来たりします。

だからアンケート調査ではなく、取材を重視するのは、こういった実態を見抜くためでもあるのです。

葎嶋 真理

当社 チーフESGアナリスト



鳥居 哲学はそんな簡単に変わるものではないと思います。我々は何のために存在するのか、常に考える必要があります。これが曖昧ではいけません。

本質を見抜く取材

豊田 昔は取材といえば、情報を獲得するというのがメインだったのが、最近是对話という形に変わってきましたね。今は情報があふれていますが、取材の形は変わるものでしょうか。

鳥居 今ではコーポレートガバナンス・コードも改訂され、企業の開示も充実していますが、実態は企業によってまちまちです。本質を見抜くという意味で、取材は価値があります。その点で、本質を見抜く質問のテクニックや知識は欠かせません。

葎嶋 仰る通り、開示内容と実態との乖離は、やっぱりありますよね。企業に質問しても、答えられなかったり、本末転倒な回答が来たりします。取材したなかで、女性管理職比率30%という目標を出されている企業があり、「30%とした根拠は何か」と質問したところ、「政府が30%と言っているから」という旨の回答でした。それでは自社で腹落ちして目標を立てているのではなく、やらされているだけですよね。だからアンケート調査ではなく、取材を重視するのは、こういった実態を見抜くためでもあるのです。

20年前もアンケート回答を得ても多分、実態が違うだろうというのが頭のどこかにあったのです。だから、わざわざ足しげく全国を駆け回ってきましたね(笑)。

豊田 実際に取材をすると、驚きが多いですよ。 「思っていたほど良くない」「意外とちゃんとやっている」など、いろんなことが見えてきましたよね。

鳥居 そうですね。当時から開示は積極的でも、取材には消極的な企業が結構あったと思います。消極的だった会社のかには、その後、経営危機に陥った企業もありました。

葎嶋 取材をするっていうのはすごく時間もかかるし、大変な作業ではあるんですけど、やっぱり丸投げしないということが重要ですよ。よく20年前にこのしくみを作っていました(笑)。

エンゲージメントにおける機関投資家の役割

豊田 今では、対話を通じて付加価値を引き出すではなく、インパクトを与えるということも重要になってきていると感じます。

鳥居 まさしくインパクトを与えることこそ機関投資家の大きな役割だと思います。エンゲージメントによって企業が実際に動いた事例は、実感として結構あります。「ダメなら売っちゃえばいいや」というのはあまり好きではありません。

豊田 エンゲージメントにあたっては、やはり目に見える形で何かインパクトを評価するようなこともやらなければいけないのかもしれない。

サステナブルな社会とは

鳥居 当初から「サステナビリティ」を重視してきたと冒頭に言いましたが、一つのESG課題だけ解決すればいいという考え方は問題だと思います。例えば2050年ネットゼロは達成したけれども、雇用が失われ、社会の貧困が拡大するというのはサステナブルでないと思います。

葎嶋 まさにジャストランジションの考え方ですね。例えば鉄鋼会社では温室効果ガス排出量削減のために高炉を徐々に廃止していますが、同時にその高炉があった町の雇用を守るといった問題にも直面しています。

20年経った今、今後の20年に期待すること

豊田 20年経った今、今後の20年に期待することを教えてください。

鳥居 20年ファンドが続きましたが、20年と言わず100年続くファンドにしてほしいと思います。そのためには、常に自分たちの役割は何かを問い続け、社会のために貢献することが重要です。それが存在する意味になるでしょう。時代とともに進化することは必要ですが、根底にある大切なものはブレてはいけません。今後も誇りと自信を持って取り組んでください。

一同 今日貴重なお話をありがとうございました。

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点によりスケジュール活動の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。

委員会・会議における米澤氏の主な発言内容とその後の対応



早稲田大学名誉教授 **米澤 康博**

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

責任投資に関する課題(2023年2月24日)

ほかの運用会社と比較して、富国生命投資顧問の責任投資には良い点があると感じている。しかし、運用会社として、どのようにビジネスにつなげていくのかが明確ではない。株式会社として、このあたりの道筋を明確にしていくことが望まれるのではないかと。

AI(人工知能)やDXの推進(2023年6月23日)

自動化や効率化に関する現場としては無理難題であっても言っていく必要がある。日本人は我慢することが多いが、欧米では現場が次々に希望を表明し、機械化が実現している。不可能なものはできないが、できたら良いという声をあげていくことが、イノベーションにつながる。

責任投資委員会における米澤氏の助言や議論に基づき、社内に「長期ビジョンPT(プロジェクトチーム)」などを設置し、道筋の明確化に着手。

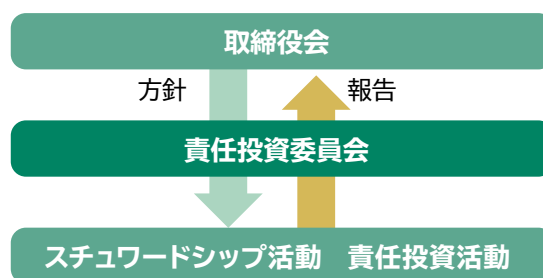
責任投資委員会における米澤氏の助言や議論に基づき、社内で「AI/DX実践講座」を開講。

責任投資に関する組織体制

当社では、責任投資に関して右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ます。

■責任投資に関する組織体制



利益相反管理体制

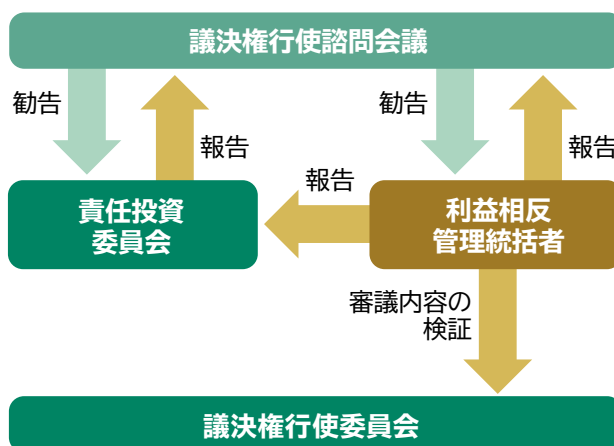
当社では、右図のような利益相反管理体制をとっています。議決権行使にあたっての意思決定は、議決権行使委員会で審議し委員長（運用本部長）が決定します。

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。

■利益相反管理体制



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。

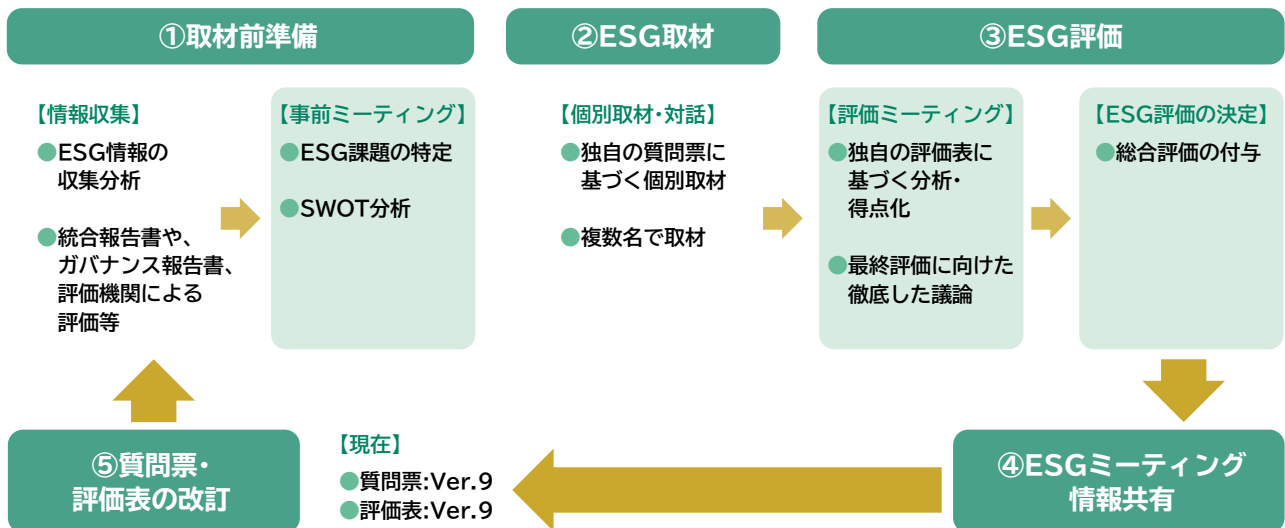
■直接取材により、【真の企業価値】を見いだす

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。

(詳細はP19～22)

■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【Ver.9】）。

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会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。

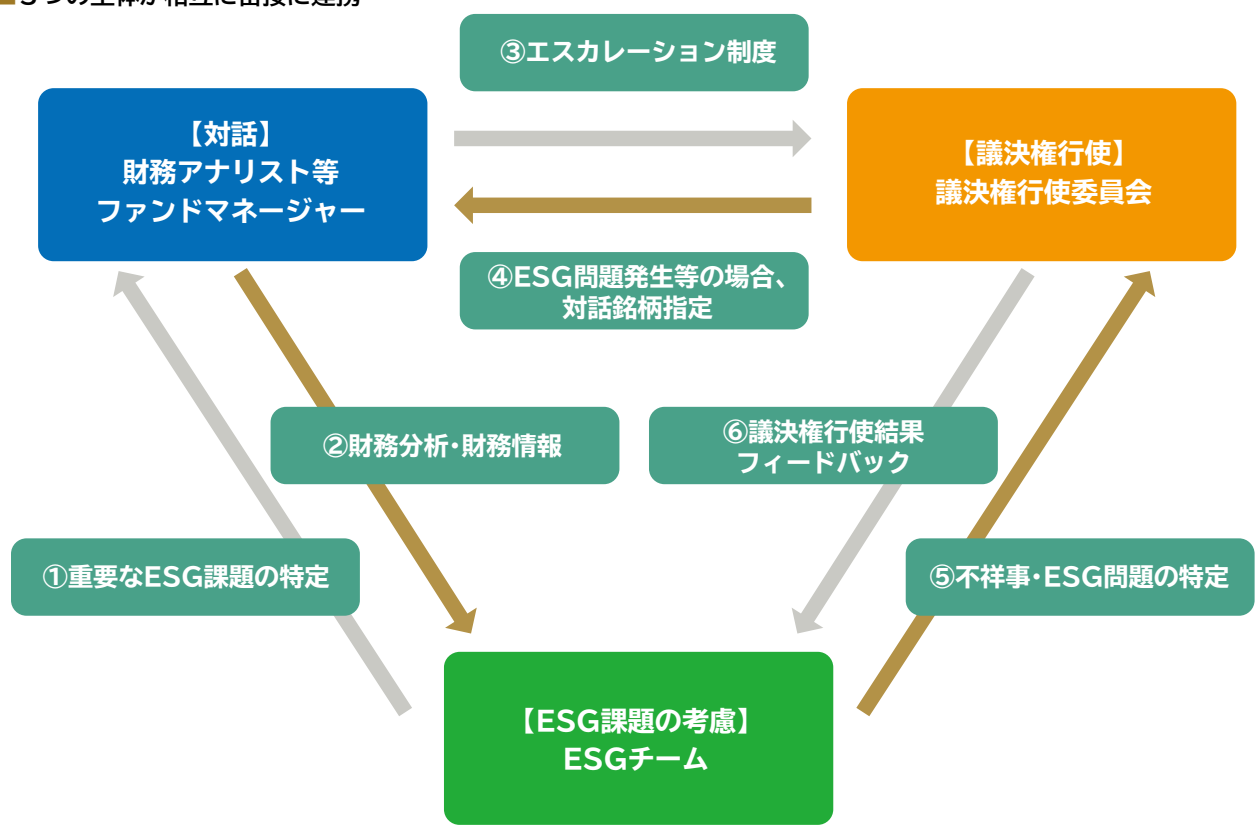
例えば、議決権行使に関しては、アナリストが対話に基づき随時、経営陣の選任に反対の意向を社内内で表明できる「エスカレーション制度」(下記③)を2019年10月から導入しています。逆に、不祥事発生など、議決権行使

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。

(事例はP39、P43～44)

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

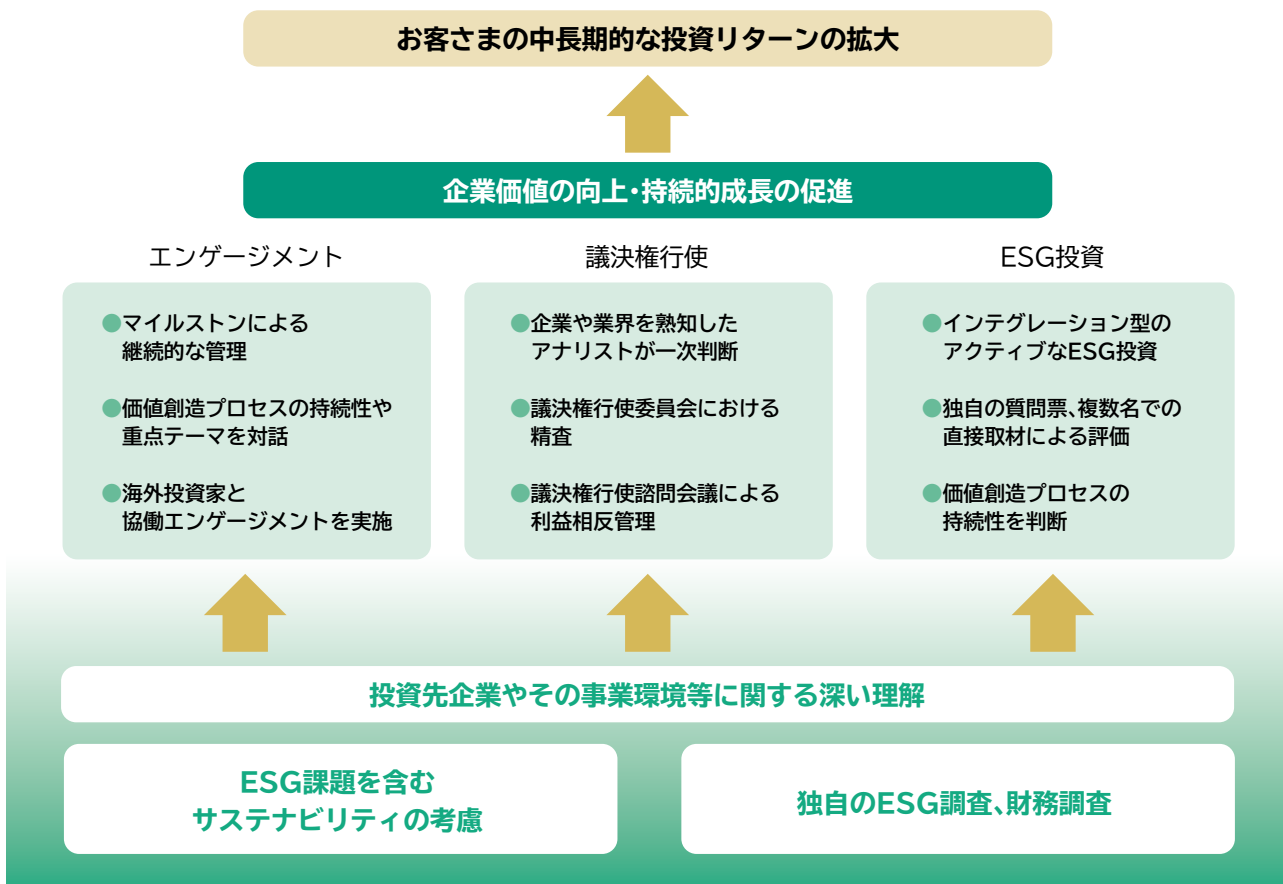
①重要なESG課題の特定	ESG等サステナビリティを巡る課題について、投資先企業ごとのマテリアリティを考慮し、取組み状況の把握に努めています。
②財務分析・財務情報	ESGチームは、財務アナリスト等やファンドマネージャーから財務情報など定量的な分析結果のフィードバックを受けます。
③エスカレーション制度	財務アナリスト等は、担当企業の株主総会議案に対する第一次判断を行います。そのような通常のケースを超えて、改善の必要性が大きいにもかかわらず対話を通じて今後の改善が期待できないと財務アナリスト等が判断した場合、取締役選任に反対する意見を表明することができます。通常の第一次判断と異なり、エスカレーションの場合、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。

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



スチュワードシップ活動ハイライト

(2022年7月~2023年6月)

チーフ・サステナビリティ・ オフィサーの設置

2023年4月には、責任投資の体制をより強固で合理的なものとするため、チーフ・サステナビリティ・オフィサー(CSO)を設置しました。

→ P4



国内社債運用における 独自のESG評価を開始

従来、主に日本株運用においてスチュワードシップ活動に取り組んできましたが、2022年度からは国内社債運用において独自のESG評価を開始するなど、取組みを一層強化しました。

→ P35~36



スチュワードシップ責任に関する基本方針の見直し

上記2点を踏まえ、以下のような変更を行いました。

→ P49~50

原則 1 (方針)

当方針について、日本株以外の資産の運用においても可能な範囲で適用する旨を記述しました。



原則 7 (実力高度化)

チーフ・サステナビリティ・オフィサー (CSO) を設置したことについて記述しました。



エンゲージメントにおける 重点テーマと取組み

重点テーマとして、E・S・Gそれぞれ2テーマずつ、計6テーマを設定し、企業の持続的成長を主眼としたエンゲージメントを行いました。

→ P25



議決権行使ガイドラインを改正

近年、株主提案が増加していることを受け、株主提案に関する当社の議決権行使ガイドラインを改正し、賛否の判断基準を明確化しました。

→ P38





サステナビリティへの配慮が重視される時代へ

経済活動や場合によっては生存そのものが依って立つ基盤の危殆化を目の当たりにして、それぞれの生活やビジネス活動におけるサステナビリティへの配慮がさらに重視される時代となっています。そうした配慮や行動の有無が、行動主体である企業などの将来価値に影響を与えるのだ、という考え方が受け入れられつつあるように思います。

奥本 郷司

富国生命投資顧問株式会社 代表取締役社長

サステナビリティへの配慮が重視される時代へ

新型コロナ禍やウクライナ戦争、また気候変動による大規模災害など、社会の大きな枠組みや前提を揺るがすような事件が起きています。金融経済の世界では、そうした事件も原因となって、世界的なインフレ高騰、人手不足が起き、金利環境が大きく変化しています。また中国の不動産不況はその規模の大きさから影響が長引くことも想定され、こうしたことが今後の世界の政治経済状況へどのように反映されてくるのか注目されるどころです。

現在の人類の活動を「人新世 (Anthropocene)」と名付けて特別な位置付けを与える研究者も増えています。産業革命ないし第二次世界大戦の時代から、人々の生活・生産活動の要素が大きく変化し、組織的に地球資源を利用した大規模な活動が繰り返され、それまでの行動様式と大きく違うとして区別される「人新世」においては、地球環境に対する負荷、社会構造の変化とそれに伴う問題など、様々な環境や社会に対する課題が新たに、しかも短期間で生まれ増殖しています。個人として、企業や組織として、そして社会全体としてもこうしたことへの対応を考えていかなければならない時代になってきました。経済活動や場合によっては生存そのものが依って立つ基盤の危殆化を目の当たりにして、それぞれの生活やビジネス活動におけるサステナビリティへの配慮がさらに重視される時代となっています。そうした配慮や行動の有無が、行動主体である企業などの将来価値に影響を与えるのだ、という考え方が受け入れられつつあるように思います。

当社のESG投資とスチュワードシップ活動

当社は日本株において2003年からESG (SRI) 投資を開始し、そのような課題に対する企業さまの取組みが将来の企業価値に与える影響を詳細な個別取材を通じて把握し、【真の企業価値】の発見に近づくことで投資パフォーマンスをあげ、お客さまに対するより良い成果を提供すべく努力を続けてまいりました。具体的な調査については毎年調査票を見直すなど常日頃から改善を心がけており、おかげさまで長期にわたっての超過リターンを獲得できています(⇒P20)。

このプロセスでとりわけ重要なのが、企業さまとの建設的な対話や段階的なエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動です。調査や対話をもとにした深い議論を通じて、企業さまの行動に働きかけ、その企業価値向上にいくばくかお役に立ち、同時に当社の運用成果に反映されることを目指しています。エンゲージメントの効果については、当社がデータ提供に協力した大学の研究結果によると、エンゲージメントの株価への効果が示されており(⇒P17~18)、ほかでも徐々に有効性を確認するデータの蓄積が進んでいます。当社はこのようなエンゲージメントを含むスチュワードシップ活動の継続による運用パフォーマンスの向上を通じて社会全体のサステナビリティにも寄与していきたいと考えております。また様々なイニシアティブに参加・賛同し、国際的な枠組みでの貢献を果たす努力を続けています。

チーフ・サステナビリティ・オフィサー (CSO) の設置

当社の内部体制も、さらなる付加価値を求めて着実に充実と工夫を続けています。2023年4月からはチーフ・サステナビリティ・オフィサー (CSO) が任命され、ESG やサステナビリティに関する取組み全般を統括しています。また引き続き利益相反の防止などの観点から外部有識者が過半数を占める議決権行使諮問会議において活発な議論を行っています。また、新たに国内社債運用におけるESG評価を開始し(⇒P35~36)、幅広いアセットクラスでのサステナビリティ投資に向けた足取りを進めております。

高まる非財務情報の重要性と投資判断

現在、ESGやサステナビリティ投資に関しては、米国の反ESGの政治問題化などを通じて不透明な状況が生まれています。一方でISSBの開示基準公表など、さらなる「標準化」の流れも定着しつつあるように思います。そもそもESGという言葉自体はそれほど古いものではなく、本来は企業が取り組む活動における非財務情報の類型の頭文字を並べたものですが、非財務情報開示に関する議論の進展は、一般にESG情報の重要性がさらに広く受け入れられ始めたことを意味します。

人の健康診断に例えるならば、財務情報は一定の検査をすれば見えてくる「骨」ないし臓器の「影」あるいは血液などの一定のバイオデータのようなもので、これをもとに医師などが現状について一定の診断を下すように、財務データをベースに現在の企業の稼ぐ力や安全性を測

非財務情報の内容を、エンゲージメントなどを通じ、進むべき方向性、理念あるいは哲学といった深いレベルで企業さまと共有し、それを独自の視点で生かしていくことで、よりよい投資判断とお客さまへのよりよい結果のご提供が可能になる、という信念を私たちは持ち続けています。

り、将来のキャッシュフローなどを推定することができます。一方で、非財務情報を例えるなら、通常の検査データでは確認しづらい性格、意志、思想、行動パターンなどです。検査データによる診断でも病気はわかるかもしれませんが、将来その人がどういう付加価値を身に着け、評価されあるいは逆に非難されるような人になるのかまではわかりません。企業でいえば、将来どのような企業になっていくのかがサステナビリティの視点では重要になってきますし、それを正しく評価することで、将来企業が生み出すキャッシュフローの評価にも影響が出てきます。非財務情報の把握と分析は、そうした企業評価の精緻性に直結するものです。さらにそうした非財務情報の内容を、エンゲージメントなどを通じ、進むべき方向性、理念あるいは哲学といった深いレベルで企業さまと共有し、それを独自の視点で生かしていくことで、よりよい投資判断とお客さまへのよりよい結果のご提供が可能になる、という信念を私たちは持ち続けています。

お客さまの「一歩先の未来」の持続的な繁栄に貢献

本レポートでは、当社のこれまでの地道なスチュワードシップ活動とその成果を紹介させていただいております。私たちはお客さまの「一歩先の未来」の持続的な繁栄に貢献するため、引き続きこうした活動に真摯に取り組んでまいります。お読みいただく皆さま方には、本レポートを当社とのコミュニケーションに役立てていただくとともに、これらの活動内容を通じて当社が表現しているESGやサステナビリティ投資に対する「信念」を感じ取っていただければ幸いです。



エンゲージメントの効果に関する研究と書籍の発行

当社では、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、スチュワードシップ活動の高度化やブレゼンス強化に取り組んでいます。2022年度はエンゲージメントの効果に関する研究と書籍の発行についてご紹介します。

エンゲージメントの効果に関する学術研究

当社が東京工業大学の井上光太郎教授の研究室にデータ提供で協力させていただいた研究プロジェクトの成果が2023年4月に公表されました。〈林・木村・井上「機関投資家のESエンゲージメントの選択と効果」(2023 日本ファイナンス学会大会報告論文)>

同研究は、井上教授のグループ(井上研究室)によって行

われ、当社含め4社による2017年から2020年までの日本企業に対するエンゲージメントデータを用いて、どのような企業をエンゲージメント先として選択し、企業にどのような変化をもたらす効果があったかを検証しています。

研究の成果は、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)の2022年度ESG活動報告に掲載されました*。

VOICE

研究成果と富国生命投資顧問への期待



井上 光太郎
東京工業大学 教授

研究内容と成果の概要

本研究では、貴社を含む大手機関投資家4社による2017年から2020年の間の日本企業に対する環境・社会面の合計898回のエンゲージメントに関するデータを用い、機関投資家がどのような企業をエンゲージメント先として選択しているか、そして実施されたエンゲージメントが企業の環境・社会面にどのような効果を持つか検証しました。

分析の結果、機関投資家は自身のモニタリング動機の高い企業、資本効率の良い企業、ガバナンス体制や環境・社会面の情報開示に優れている企業に対して環境または社会面のエンゲージメントを行うことが明らかとなりました。この傾向は、アクティブファンドの方が顕著であります。また、エンゲージメントの効果については、環境エンゲージメント

の結果、企業のCO₂排出量が削減され、長期的なCO₂排出量削減目標の作成が促されること、社会エンゲージメントとガバナンスエンゲージメントの結果、企業の女性役員比率が向上するとの結果を得ました。

株価への効果に関しては、環境および社会エンゲージメントでは改善効果は確認できませんでしたが、ガバナンスエンゲージメントについてはトービンのQの改善が確認され、エンゲージメントのテーマ別の効果の違いが示唆されました。

機関投資家の内部情報であるエンゲージメント自体を観測した研究は限られていますが、本研究では機関投資家がエンゲージメントを行う動機とその効果を直接検証しています。なかでも中長期的なCO₂削減目標やCO₂排出量に対する効果、女性取締役比率といった非財務指標へのESエンゲージメントの直接の効果を明らかにした点で本稿は新規性を持つと考えています。加えて、機関投資家のモニタリングインセンティブ指標を投資スタイルで分離し、アクティブファンドがパッシブファンドに比べて資本効率を特に重要視してESエンゲージメント先を選択していることも新たに発見しました。

投資先企業と投資家の課題

投資家によるエンゲージメントの結果、投資先企業が環境・社会活動に積極的になることは確認されましたが、

一定の頑健性をもってエンゲージメントの効果が示されたという点で、評価の高い研究として同報告書で取り上げられています。このことは当社の地道な活動が一定の成果をもたらしていることを外部からも示していただいたという点で、画期的なものであると考えています。

※GPIF「2022年度 ESG活動報告」
https://www.gpif.go.jp/esg-stw/esginvestments/2022_esg.html

企業がエンゲージメントとその後のアクションについて一貫通貫して開示している事例は多くなく、エンゲージメントとその効果が見える化されていない点は課題に感じています。一方、投資家においても、エンゲージメントの結果、企業の取組み姿勢などを評価し、例えば議決権行使において原則と異なる判断とする場合がありますが、そうした事例が豊富に開示されているとは言い難い状況です。エンゲージメント後の実際のアクションを企業・投資家ともによりオープンにし、見える化していくことが重要であると考えます。

富国生命投資顧問への期待

本研究では、分析期間が短いということもあってか、企業価値向上への効果に関して、環境・社会のエンゲージメントでは改善効果は確認できませんでしたが、環境・社会面の指標改善においてその効果は長い期間をかけて徐々に企業価値に反映されると考えられます。

貴社においては、およそ20年にわたり、E・S・Gそれぞれ幅広いテーマで企業との対話を中心としたエンゲージメントを行っていらっしゃいます。引き続きエンゲージメントを通じて、企業のCO₂排出量削減といった社会的利益の実現のほか、企業価値向上に貢献していただきたいと思います。

書籍『ESG投資 持続可能な将来設計』出版

2022年11月29日、書籍『ESG投資 持続可能な将来設計』をダイヤモンド社より発行しました。

本書は、資産運用や金融の専門家向けではなく、むしろあまりそうということがよくわからない、という方々にESG投資について理解していただくために書きました。

本書には、広く一般の方々のESG運用に対する理解を深め、その持つ資産形成や将来社会の持続可能性に対する意味を確認しつつ、資産運用に取り組んでいただくきっかけとなればという願いを込めています。



『ESG投資 持続可能な将来設計』
<https://www.diamond.co.jp/book/9784478115893.html>

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。

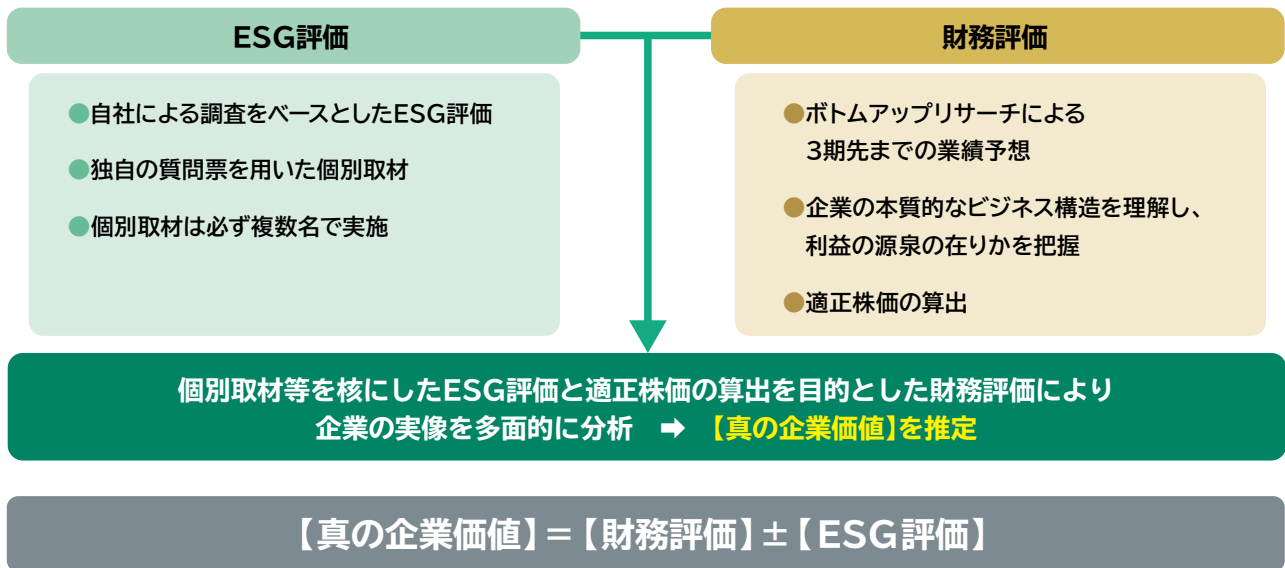
【真の企業価値】の推定と長期投資によるリターン拡大

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※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24%（過去3年平均）です。



【真の企業価値】の発見と長期投資により、超過リターンを獲得した事例⇒P21～22

ESG課題の考慮が超過収益につながる3つの視点

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一つになると考えています。

機会の視点

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。

リスク低減の視点

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も、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。

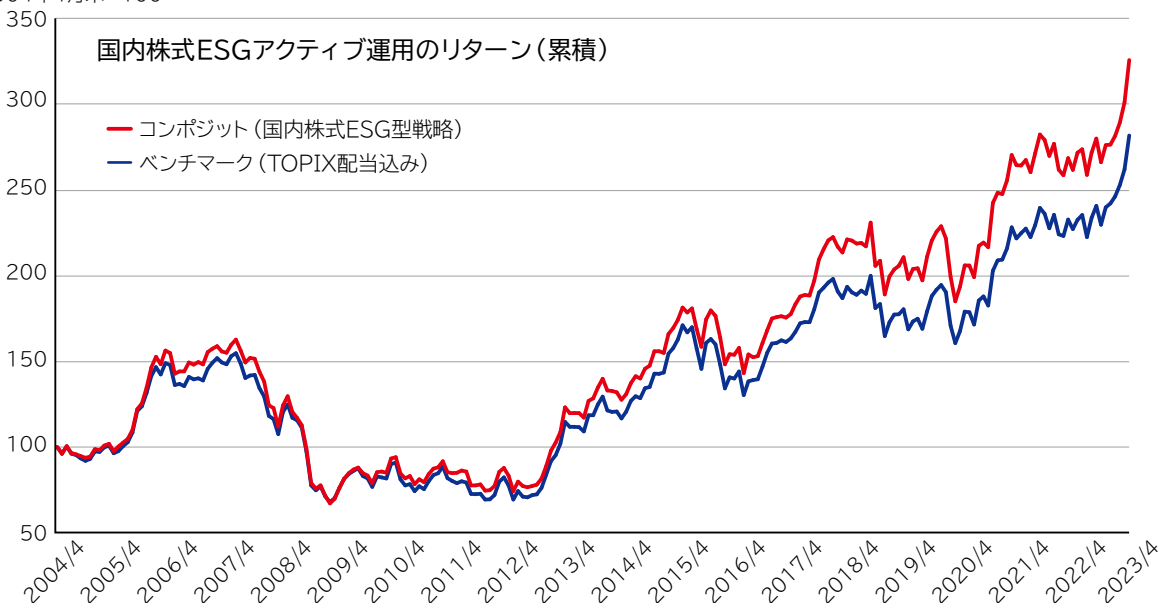
企業価値推定の精度向上の視点

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。

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。

2004年4月末=100



※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直接取材による【真の企業価値】の発見と 長期投資による超過リターン獲得の事例

ESGに関する公開情報が少ない銘柄

独自の ESGリサーチ (直接取材)

- 独自の質問票
- 複数名で直接取材
- 取材前に、取材メンバーで事前ミーティング
- 取材後に、取材メンバーで独自の評価表に基づき、評価会議
- 取材メンバーが参加する月次ESGミーティングで、ESG評価と財務評価をベースにポートフォリオ構築

企業価値の推定

$$\text{【真の企業価値】} = \text{【財務評価】} \pm \text{【ESG評価】}$$

財務評価 (2014年9月)

独自開発の
業務統合ソフトウェア(ERP)

高いレベルのサポート体制

良好な財務体質

業績および時価総額

売上 **550** 億円

当期利益 **169** 億円

時価総額 **3,809** 億円

※売上・当期利益は、2014/3期実績、時価総額は、取材前日(2014年9月8日)の終値ベース

ESG評価 (2014年9月)

対話によってわかったユニークで特徴的な取組み⇒持続的成長の確度が高いと判断

中途採用なし
(家族主義)

外注なし
(自前主義)

売上を追わず、
真に顧客の
ためになる提案
(顧客第一主義)

顧客が来訪
(効率性重視の
ユニークな取組み)

「課題はごちそう」
全社員で解決
(活発な社内コミュ
ニケーション)

しかしESGに関する開示物がほとんどない。ESG評価機関の評価もない。

【真の企業価値】と市場における評価のギャップ

市場における評価

長期持続的な成長期待を織り込んでいない
【真の企業価値】に比べ、株価は割安と判断



担当アナリスト

ESG投資を開始した2014年当時の予想PER(株価収益率)、PBR(株価純資産倍率)は、3期先予想からは割高感が強く、財務取材だけではポートフォリオに組み入れる判断は、難しかったと思います。ESG取材を通じて、社員のモチベーションを高め、顧客の満足を追求する価値創造プロセスが確立されていることを評価し、持続的成長の確度が高いと判断しました。

事例の概要

この事例は、ESGの直接取材により【真の企業価値】を発見し、約10年間の長期投資を行い、超過リターンを獲得したもので、以下のような特徴があります。

- 独自のESGリサーチにより、ESG評価機関による評価がない企業の【真の企業価値】を推定し、市場評価とのギャップを発見
- 2014年より、長期投資
- 時価総額は約6倍に増加
- 継続的なエンゲージメント(対話)により、企業変容が実現。社外取締役の招聘に消極的で、ESGの情報開示がほとんどなかった中小型企业が、ガバナンス体制が大幅に強化され、情報開示にも優れる大企業に成長

業績

長期にわたる連続営業増益
28期

高水準のROE
15.5%

圧倒的に高い営業利益率
60.5%

業績および時価総額

売上 **1,001** 億円

親会社株主に
帰属する当期利益 **501** 億円

時価総額 **2兆2,947** 億円

※売上・当期利益は、2023/3期実績、時価総額は、2023年6月末日の終値ベース

エンゲージメントによる企業変容

当社は、長期投資を行いながら、同社に対して継続的にエンゲージメント(対話)を実施。

同社の置かれた状況や考え方をよく理解し、解決を急がず、対話を行ってきた結果、長期的に見ると、下記のような企業変容が実現。

- 2016年には1名しかいなかった社外取締役の増員について対話。当時の同社は、経営が順調に行われているなか、社外取締役が増えることによるリスクを警戒し、慎重に人選をしていた結果、複数の社外取締役をそろえることができなかった。しかし、2023年6月には、全8名というスリムな取締役会において、3名の社外取締役(37.5%)がいるという、独立性に問題のない取締役会となった。
- また、2014年の投資開始時には文書によるESG情報の開示がほとんどなかったが、2022年には統合報告書を開示するなど、現在では情報開示が大きく進捗している。

- ガバナンス体制が大幅に強化(2016年8月より対話)

2016年6月
取締役11名
うち社外1名(9.1%)
うち女性1名(9.1%)



2023年6月
取締役8名
うち社外3名(37.5%)
うち女性1名(12.5%)

- 情報開示が大幅に進捗(2018年2月より対話)

取締役会の実効性評価の開示、価値創造プロセスの開示、環境情報(目標、KPIなど)の開示を行うよう提案し、現在では目標が達成されている。

また、2022年からは統合報告書も開示されている。

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。



アジア株の協働取材・エンゲージメントについて

アジア株の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、当社の基本であります。アジア株についてはUOBAMと協働取材・エンゲージメントを行っています。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、多角的かつ的確なESG評価および分析に努めています。2017年から開始したこの取組みは、2019年まで年1回のペースでシンガポール、マレーシア、タイなどの企業を延べ17社訪

問し、対話を行ってきました。2020年以降、新型コロナウイルスの影響で中断を余儀なくされましたが、その間、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準備を進めてきました。今般、新型コロナウイルスに関する規制が緩和されたことから再開を決定し、2023年10月に台湾企業を訪問取材しました。

日本株の協働取材・エンゲージメントについて

当社がUOBAMのESGファンドに日本株の助言を開始したのは2020年10月からとなります。アジア株と同様、日本株に関してもUOBAMと協働取材・エンゲージメントを行いたかったものの、コロナ禍であったことからUOBAMが来日して取材を行うことはできませんでした。その間、当社が企業と取材を行う際に、UOBAMが作成するESG質問シートの内容も考慮して行う形をとってき

ました。今般、新型コロナウイルスに関する規制緩和を受け、2023年6月にUOBAMが来日し日本企業のESG取材を初めて協働で行うことができました。今回の取材では、気候変動や水問題を主なテーマとし、UOBAM独自の視点から企業に質問を投げかけるなど活発な議論が行われました。

VOICE

日本での協働取材を終えて



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

1. 日本企業に対する印象

日本企業は、スコープ3の削減やSBT認証をはじめ積極的なネットゼロ目標を掲げ、気候変動への取組みにおいて強力なリーダーシップを発揮していることがわかりました。取材した企業の一つは、TCFDとTNFDの両方のレポートを公開し、長期的な水管理イニシアティブに取り組むことで環境保全に対する責任を示していました。別の企業も、野心的なネットゼロ目標を掲げ、温室効果ガス排出量を削減するための環境にやさしい技術の開発に取り組んでいました。これらの企業は、気候関連情報の開示や持続可能性への取組みを通じて、ESG活動および投資家とのコミュニケーションに熱心に取り組んでいることがわかりました。

2. 対話を通じて確認された日本企業の主なESGの強みと課題

多くの日本企業が強力な開示基準を設けていることがわかりました。これは、積極的な温室効果ガス削減目標の設定、強力なガバナンス体制、および環境問題に関する開示などにおいて顕著にあらわれています。取材した企業の一つは、気候変動への取組みにおいてリーダーシップを発揮し、

スコープ3排出削減に関してサプライヤーとの素晴らしい取組みを示していたことは印象的でした。

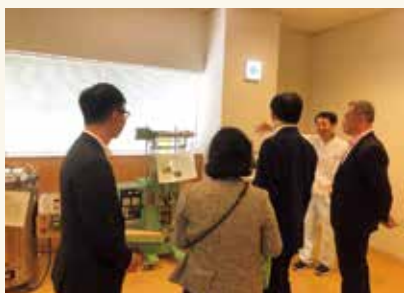
一方、課題については、飲料を製造するメーカーにおいて原材料に関連する物理的リスクおよび移行リスクの管理において課題が生じていることが取材を通じて確認できたほか、日本における再生可能エネルギーの不足やサプライヤーの排出量計算の難しさなどがあげられるでしょう。

3. 協働取材、富国生命投資顧問との協業における今後の展望

今回取材した企業は、気候変動リスクや労務管理、製品のパッケージや廃棄物の分野におけるESG課題について、とても良い取組みをしていることがわかりました。こうした企業の強力なリーダーシップとステークホルダーに対する配慮により、日本の社会は持続可能な未来に向けてより明るいものとなるでしょう。

今後も私たちは富国生命投資顧問との協業を強化し、日本企業のESG課題に対する進捗状況を確認したいと考えています。具体的には、企業が設定する足もとの目標、とりわけ気候変動における物理リスクに関する目標に注視し、それを達成するための行動計画を評価します。物理リスクを軽減するには様々な困難が伴うため、企業は課題解決に向け、政府や業界におけるパートナーシップを通じた取組みが不可欠となるでしょう。

最後に、気候変動だけではなく、ガバナンスや社会の分野においても富国生命投資顧問との連携が今後さらに強化されることを楽しみにしています。



日本での協働取材の様子

企業の持続的成長を主眼としたエンゲージメント活動

当社では投資先企業の企業価値向上を軸としたエンゲージメントを行っています。企業とのエンゲージメントにおいては、「一方的に当方の要望を伝える」というのではなく、「どうすれば企業価値が向上するのか、そのための重要課題(マテリアリティ)は何か」といった点について、対話を通じて相互理解を深めています。具体的には、下記のように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、2022年度は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)

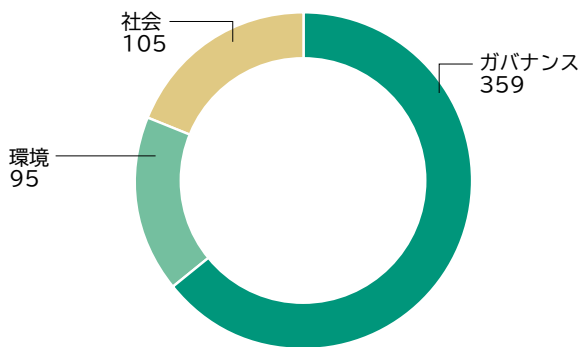
2022年度の重点テーマ

E	<ul style="list-style-type: none"> ●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) ●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
S	<ul style="list-style-type: none"> ●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 ●人的資本の有効活用と価値創造プロセスの関係の開示
G	<ul style="list-style-type: none"> ●経営の重要課題と取締役会構成の妥当性 ●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)

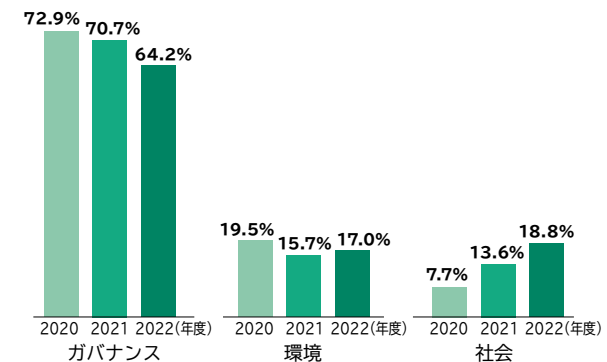
対話活動状況



対話件数の内訳



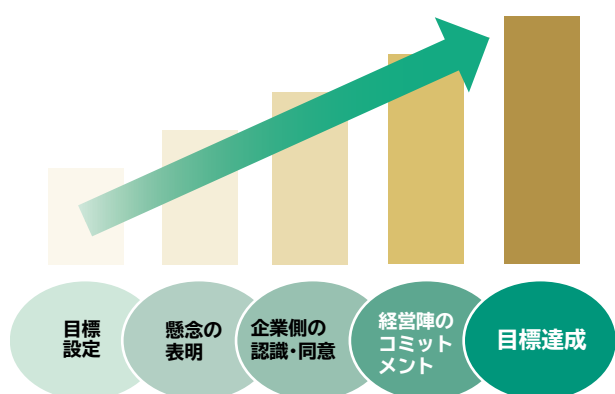
ESG関連に占める各テーマの比率



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、企業側の認識・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さらなる向上を目指し、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進捗管理の事例です。

事例：A社（金融）

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	マイルストーン				
				目標設定	懸念の表明	企業側の認識・同意	経営陣のコミットメント	目標達成
環境	気候変動	2020年12月	石炭火力への投融資削減施策の範囲の拡大 (プロジェクトベースだけでなくコーポレートローンまで拡大)					
		2023年2月						目標達成
社会	人的資本	2020年12月	人財の専門性が企業価値向上の源泉であることについての情報開示強化					
		2021年9月						目標達成
	従業員エンゲージメント	2023年2月	社員エンゲージメントの改善 (役員報酬制度への反映)					
ガバナンス	株価ディスカウントからの脱却	2020年12月	ボードダイバーシティの改善 (PBR1倍以上である企業経営経験者を社外取締役役に)					
		2021年9月						目標達成
		2023年2月		PBR1倍以上の達成に向けたより明確な戦略の開示				
	政策保有株式、議決権行使の考え方	2020年12月	保有株式のさらなる削減 (保有比率20%以下の目標設定)					
		2021年1月	先方からの依頼で対話 (議決権行使における政策保有株式に関する考え方、対話全体に関する意見交換)	意見交換 (マイルストーン対象外)				
		2021年5月	保有株式のさらなる削減 (保有比率20%以下の目標設定)					目標達成
不祥事	2020年12月	自社の不祥事の再発防止にとどまらず、国全体の議論をリーディング企業の使命としてけん引						
	2023年2月						目標達成	

POINT

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プロセスであるという基本認識のもと、上記のように、複数のテーマで継続的にエンゲージメントを行い、企業の持続的成長を促しています。

一つの企業に対して、様々な主体が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、財務アナリスト、ESGチーム、議決権行使委員という主体が密接に連携しながら様々な課題に関して対話を行い、投資先企業の持続的成長を促しています。

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"> ・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。 ・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。 ・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。 <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、E(環境)S(社会)G(ガバナンス)のうち、当該企業の持続的成長に関する重要な課題について、目標を設定し、対話を行っている。また、先方から、同社のESG活動の進め方について相談を受け、そのなかで当社から提案を行った。</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>

エンゲージメント担当者	テーマ	対話実施	サブテーマ	マイルストーン				
				目標設定	懸念の表明	企業側の認識・同意	経営陣のコミットメント	目標達成
財務アナリスト	ガバナンス	2018年1月	中長期的ROE向上					
		2019年1月						
		2021年11月						
ESGチーム	社会	2018年12月	エシカルな社会づくり					
		2023年5月	従業員エンゲージメント					
			CSR監査					
	ガバナンス	2018年12月	ビジネスモデルの再構築					
		2023年5月						
		2019年1月	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、および、当社からの提言)					
		2020年5月	経営に結びついたESG情報の開示					
		2023年5月	マテリアリティ					
			社外取締役					
			グループ経営					
議決権行使委員	株主総会議案	2020年5月	ESG問題多発					目標達成
			社内取締役の純増					目標達成
			取締役定数の削減					目標達成




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(機械メーカーとの価値創造的対話)

事例：C社 ■業種：機械 ■テーマ：環境 ■マイルストーン進捗：経営陣のコミットメント

<p>課題 (主たる対話相手)</p>	<p>環境と企業価値とのリンク (IR室長)</p>	 <p>目標設定</p>
<p>2018年3月</p>	<p>環境と企業価値とのリンクに関する情報開示強化を提言したところ、今後の課題と認識している、との回答を得た。</p>	 <p>企業側の認識・同意</p>
<p>2023年2月</p>	<p>同社HPにおけるTCFD開示において、気候変動に関するリスクと機会について詳しく開示されている。具体的には、「エネルギー効率化やEVシフトなどにより、パワー半導体の需要が拡大」、「脱炭素ニーズに応えるソリューションの提供により、当社製品の競争力が高まる」などの財務インパクトが「大」であるのに対して、リスクとして挙げられている項目は「小」であるなど、気候変動への意識が高まるにつれ、同社の環境貢献技術が評価され、同社の企業価値向上に結びつくことが理解できる。 しかし、このような環境に対する取組みが企業戦略に組み込まれていることがやや不明確であることから、「達成」とはせず、「経営陣のコミットメント」とした。</p>	 <p>経営陣のコミットメント</p>

環境以外の情報開示も強化

同社はESGに関する優れた取組みがある一方で、情報開示に積極性がなく市場において同社が十分に理解されているとは言い難いことから、上記とは別に企業価値向上の観点から2019年5月より情報開示の拡充について対話を行っている。




2023年2月には以下のように開示が進み、市場における同社に対する理解が進んだことにより、達成としている。

- 『京都大学の経営学講義Ⅲ』に、同社社長の長文の講義録が掲載された(同社のビジョンも詳しく解説されている)
- IR高度化(決算説明解説動画をHPに掲載した後に質疑応答を含む説明会を実施、よくある誤解を解消する動画作成などの工夫)
- 働き甲斐のある企業ランキングで上位となったことによるメディアへの露出拡大などにより、株式市場における同社に対する理解は数年前に比べ大幅に進んだ

S 社会に関するエンゲージメント

社会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：D社 ■業種：食品 ■テーマ：社会 ■マイルストーン進捗：目標達成

課題 (主たる対話相手)	素材調達におけるサステナビリティ活動を強みとした、戦略的開示による企業価値向上 (IR部 部長)	 ▲ 目標設定
2020年7月	市場から適正な評価を得るためにも、サステナブルシーフード&ミートといった素材調達におけるサステナビリティについて実際の優れた取組みを含め、同社の強みとしてより詳細かつ積極的な開示を求めた。	 ▲ 企業側の認識・同意
2023年3月	2022年4月に策定された新中期経営計画においてサステナビリティ経営をしっかりと組み込み、成長戦略を描いていることを確認したことから、目標達成とする。	 ▲ 目標達成

さらなる開示の強化を求める対話とその後の株価動向

素材調達におけるサステナビリティ活動を強みとした戦略的開示は達成としたが、同社は下記のように、ほかにも多くのサステナビリティ活動に起因する企業価値向上に資する優れた取組みがあることから、さらなる開示の強化を求めた。

ハミダス活動など従業員のロイヤリティ向上やモチベーションアップにつながる取組みを高く評価しているが、人財戦略の開示で触れられておらず、従業員エンゲージメントの開示と合わせ、同社の優位性をしっかり強調した開示を求めた



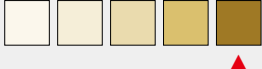
アップサイクル商品への挑戦 (規格外ご飯を除菌ウェットティッシュにアップサイクル) や抗生物質フリーの鶏肉の提供など日本の食文化や健康課題に着目した取組みを行っているが、それがきちんと消費者や投資家などステークホルダーに伝わりきれていないことを指摘し、同社の特徴をしっかりと強調して情報発信することを要請した

2023年5月、決算発表会において、堅調な成長見通しと、株主還元強化を発表。
2023年8月、同社株価は6年ぶりに史上最高値を更新

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 (機械メーカーとの価値創造的対話)

事例：E社 ■業種：機械 ■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)	経営戦略 (IR部 部長)	 目標設定
2018年3月	自動車市場からの収益が70%と高く、EV化の影響を多くのステークホルダーが懸念しているため、戦略の開示を求めた。具体的には、外部環境をどのように認識し、それに対してどのような戦略(自動車のEV化対応など)で、企業価値を向上させていくのかを、わかりやすく統合報告書の価値共創モデルに図示して開示することなどを提案した。	 企業側の認識・同意
2023年6月	自動車のEV化に対応する戦略や具体的な数値目標を含む次期中期経営計画を公表。2023/3期決算説明会や統合報告書においてわかりやすく開示している。特に、同社の株価が冴えないのは、EV化の進展により業績の伸長が見込みにくいと市場では評価されがちであるが、品質の高い製品をそろえる当社にとっては、むしろ業績拡大のチャンスである点を市場に理解されるように説明していく姿勢は評価できる。	 目標達成

その他の評価ポイントとその後の同社の取組み

統合報告書では、ネガティブ情報(過去10年のTSR[※]が、セクター平均やTOPIXに劣位していること)を明確に開示することによって、将来に向けた企業価値向上のメッセージとしている。

※TSR：総合投資収益率。同社株に投資した場合のトータルリターン



2023年7月には、発行済み株式数の9.3%の自社株消却を発表
PBR(株価純資産倍率)1倍を割れている株価のディスカウント解消を図っている

PICK UP ESG活動の効果と財務指標

今年度は、先進的企業数社がESG活動の効果を財務指標で開示し、注目を集めました。そのうちの1社は昨年度の当レポートでエンゲージメント結果を検証した企業でした (P32に昨年度の検証結果を再掲)。

この事例は、優れたESG活動を行っているものの、株価がディスカウント状態にあることからの脱却を求め、情報開示の積極化を求めたものでした。

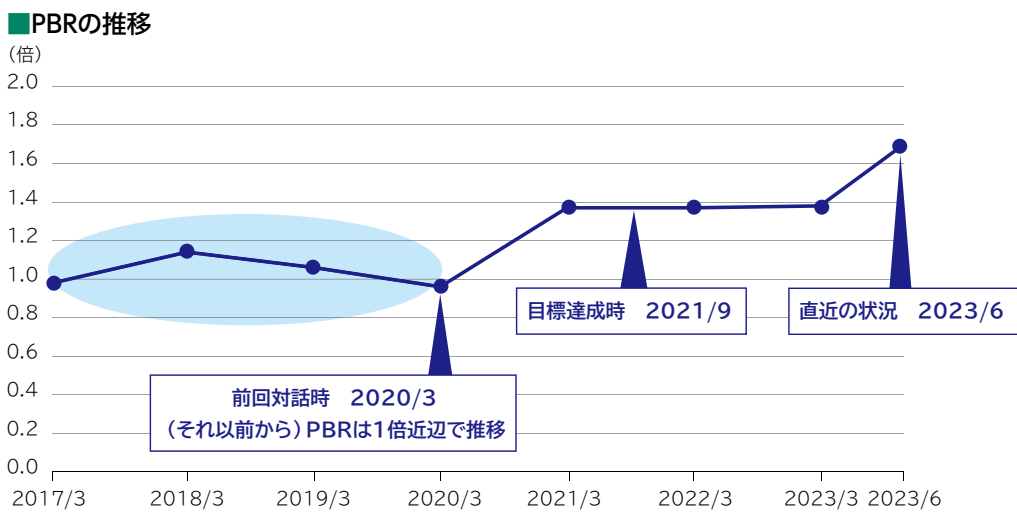
2022年の同社統合報告書によると、同社は、京都大学との共同プロジェクトにより、同社の環境や人材への取組みが財務指標 (ROIC/WACC) に正のインパクトを与えていることを学術的アプローチ等により定量的に確認しています。同社のESGの取組みは「2017～20年度の4年平均のROIC (QUICK・ファクトセットによると7.1%) を約1ポイント押し上げる効果があったという」と報道されています (日本経済新聞2022年12月10日)。

当社は、2023年3月にも同社と対話を行い、上記の取組みの詳細や今後の展望について議論しました。投資家

と企業という差はあるものの、ESG課題の考慮が投資リターンの拡大に寄与するという当社の考え方と、ESG活動が財務指標にプラスの影響を与えているという同社の考え方が整合的であることを確認しました。

東京証券取引所が2023年3月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」という要請を行い、PBR (株価純資産倍率) が1倍を割れている企業に対して改善策の開示を求めています。下記のグラフに示すように、2020年3月の対話時は1倍程度であった同社のPBRは上昇し、現在では1.7倍程度となっています。

また、下記「POINT」にあるように、同社の前CEOが金融庁のフォローアップ会議 (2023年4月19日) において、情報開示を2020年に積極的に行ったところ株価が大きく上昇したことを話されています。株価ディスカウントからの脱却を求めたのは当社のみとは限りませんが、当社とのエンゲージメント通りのことが実行され、企業側も効果があったと認識していることが確認されました。



※2017年3月末～2023年3月末は、実績BPSと3月末株価により計算。
2023年6月末は、2023年3月期実績BPSと2023年6月末株価により計算。

POINT

金融庁のステュワードシップ・コードおよびコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議の議事録 (2023年4月19日) より






同社前CEO

私の実際の経験では、2020年のコロナのときに情報開示をドーンとやりました。そうすると、株価は2.5倍ぐらいに上がりました。だから、いかに開示して、社長、CEOが責任を持って説明して、これをやることによって、株価は上がるし、PBRの問題はありましたけど、それは上がってくると私は確信しています。

昨年度掲載の「詳細分析」

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	<p>■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。</p> <p>■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。</p>	
企業価値毀損の 可能性の根拠	<p>■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。</p> <p>■一方、以下のような優れた取組みが評価されていない。</p> <p>◎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。</p> <p>◎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。</p> <p>※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。</p> <p>⇒株価低迷は、成長をけん引する新戦略が理解されていないことが一因とされており、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。</p>	
目標達成時の状況 (2021年9月)	<p>■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。</p> <p>■大規模な事業ポートフォリオ入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。</p> <p>■株式価値：6兆2,799億円</p>	

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「カーボンネガティブ」といって2050年より前倒しでネットゼロを達成しようとする動きも出てきています。

2022年度は、前年度に引き続き、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、「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」をサブテーマに掲げ、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ました。また、これに併せ、TCFD賛同企業に対しては、TCFDフレームワークに沿った開示において、特にリスクと機会に関するインパクトの開示を求めました。

2023年度については、引き続き「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」を要請するとともに、気候変動対策がマテリアリティと考えられる企業に対しては、「2050年カーボンニュートラルへのコミットメント」を促し、「カーボンニュートラルを目指す上でのトランジションを含む実行可能なロードマップの開示」についてエンゲージメントを実施・継続しています。

■対話事例：TCFD開示、CO₂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	企業側の認識・同意	経営陣のコミットメント	目標達成
化学	2022年10月	気候変動	環境の長期目標設定					目標達成
水産・農林	2023年1月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					目標達成
不動産	2023年3月	気候変動	ネットゼロへのコミット					目標達成
金属製品	2023年4月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					目標達成
機械	2023年6月	気候変動	CO ₂ 削減2050年目標の設定					目標達成
機械	2022年12月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
不動産	2023年2月	気候変動	CO ₂ 削減2050年目標の設定					
食料品	2022年7月	気候変動	カーボンネガティブを意識した取組みの検討					
サービス	2022年9月	気候変動	TCFDに沿った環境情報の開示の充実					
サービス	2022年9月	気候変動	TCFDに沿った環境情報の開示の充実					
建設	2022年9月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
化学	2022年10月	気候変動	TCFDに沿った環境情報の開示の充実					
化学	2022年12月	気候変動	CO ₂ 削減2050年目標の設定					
繊維	2022年12月	気候変動	SBTへのコミットメント					
機械	2022年12月	気候変動	カーボンニュートラルの目標設定					
食料品	2023年3月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
食料品	2023年3月	気候変動	気候変動に関する2050年目標の開示					
不動産	2023年3月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
機械	2023年4月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
小売	2023年5月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
卸売	2023年5月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
ガラス・土石	2023年6月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
ゴム製品	2022年7月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
石油・石炭	2022年11月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
小売	2023年2月	気候変動	ネットゼロへのコミット					
情報・通信	2023年4月	気候変動	TCFDリスクと機会の全体像の開示					

協働エンゲージメント

■協働エンゲージメントとは

協働エンゲージメントとは、複数の機関投資家が集まり、投資対象の企業にESGの課題について協働して働きかけることです。ESG課題に対し投資家が意見を統一して企業と対話することにより、従来の1対1のエンゲージメントよりも効果的だと考えられています。

■協働エンゲージメントに対する当社の考え方

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、エンゲージメントを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、自らが対話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、リードインベ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行っています。

■当社が参画している協働エンゲージメント

- ・ Climate Action 100+ (CA100+)
- ・ Advance
- ・ CDP SBT協働エンゲージメント
- ・ ACCESS TO NUTRITION イニシアティブ

気候変動問題解決に大きな影響力がある企業を対象に、情報開示やCO₂排出削減などの取組みについて建設的な対話を行うグローバルな投資家イニシアティブであるCA100+では、米国のアセットオーナーであるカルスターズと共同リードインベスターとして繊維企業に対しエンゲージメント活動を行っています。

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・気候情報開示等、気候変動課題解決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、こうした評価結果も加味したエンゲージメント活動を行っています。



カルスターズ担当者と当社担当者

事例：G社

- 業種：繊維 ■テーマ：気候変動（クライメート・ポリシー・エンゲージメント）
- マイルストーン進捗：経営陣のコミットメント

課題 (主たる対話相手)	クライメート・ポリシー・エンゲージメント [※] に関する、現状の取組み状況の開示（地球環境事業戦略推進室 参事）	<input type="checkbox"/> ▲ 目標設定
2022年4月	クライメート・ポリシー・エンゲージメント(CA100+ ネットゼロ・カンパニーベンチマーク NO.7)に関して、ロビーイングまで現段階では求めないが、経団連などにおける地球環境問題に関する取組みに貢献している分野などがあると思われることから、現状の取組み状況の開示を求めた。 その後、共同リードインベスターである海外年金から同社に対して、本件に関するフォローアップレターが出された。そのなかで、北米や欧州における先進的事例の概要を紹介しながら、同社に対してもう一步踏み込んだ対応を求めた。	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ▲ 企業側の認識・同意
2022年12月	2022年4月のエンゲージメントを受け、同社は統合報告書2022において、2050年カーボンニュートラルおよびパリ協定の目標の実現に向け、参画している経済団体や業界団体、国などと議論や対話を行っていることを示し、参画している主な団体とその委員会および部会についてのリストを開示した。ただし、先進企業のような具体的な記述までには至っておらず、ポリシーエンゲージメントに関する方針もまだ定まっていないことから、今後の開示の充実を求めたところ、同社としてもそのような考えているとの回答を得た。	<input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> <input checked="" type="checkbox"/> ▲ 経営陣のコミットメント

※気候変動対策における企業から政府への働きかけのこと。

国内クレジット調査における独自のESG評価を開始

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、国内株式のESG担当者に同行取材するなどし、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。

また、2022年からは社債運用において独自のESG評価を開始しました。全保有銘柄に加え、調査ユニバースに含まれる全ての企業の個別のESG評価を行っています。当初は各企業の公開情報をもとに評価を開始しましたが、今後はエンゲージメントの機会も活用しながら評価のブラッシュアップを図っていきます。

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。

アナリストとファンドマネージャーの連携

クレジットアナリストによる信用力分析



クレジットアナリスト

ESG評価の共有

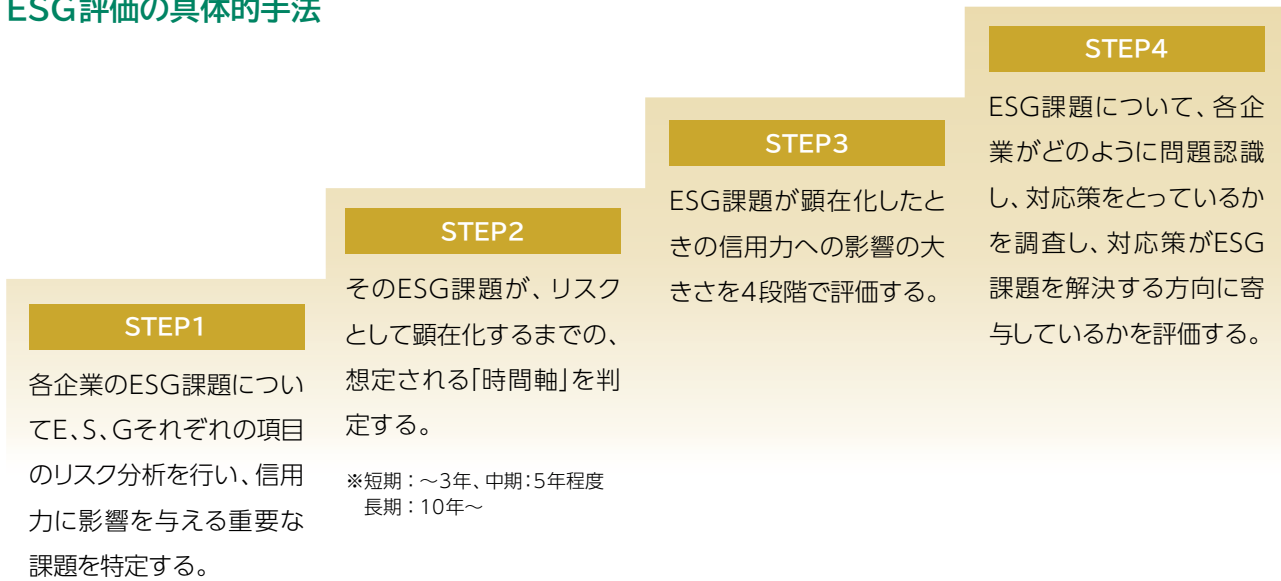


ファンドマネージャー

クレジットアナリストは調査対象企業について、定量分析および定性分析により把握した、財務リスク・事業リスクに加え、ESG評価によって把握したESGリスクも考慮して、信用力の分析を行う。

ESG評価の内容は、ファンドマネージャーがいつでも評価の詳細を確認できる状態にある。

ESG評価の具体的手法



実際の評価事例

時間軸（短期：～3年、中期：5年程度、長期：10年～）、リスク評価（1→低、2→低～中、3→中～高、4→高）

業種	チェック			時間軸	リスク評価	クレジットに影響を与える重要なESG課題と対応策	方向性評価
	E	S	G				
紙・パルプ	✓			長期	2	【カーボンニュートラルへの対応】 ・製造工程で多くの蒸気を利用することから自家発電比率が高いが、石炭使用比率が高い。現在工場にある3缶の石炭ボイラーを10年単位で1缶ずつ停止・代替設備への置き換えを進め、50年までに石炭ボイラー停止の方針を打ち出している。石炭からの燃料転換に相応の投資金額が必要で、財務を圧迫する可能性がある。 ・2050年のカーボンニュートラルを打ち出しており、温室効果ガス削減のための石炭からのフェードアウトのほか、南米で植林事業を行うなど気候変動対応に努めている。 ・また脱プラスチックに貢献する製品を統一ブランド名で展開しており、環境対策への意識は高い。	○
電気機器		✓		中期	1	【人的資本の流出】 ・従来のITからDX投資にシフトする世の中の流れもあり、需要取組みに成功している。CO2排出量の少ないビジネスのため、E要素がリスクとなる可能性は小さい。 ・ITハードからソリューションやサービスを提供するビジネスに転換しているため、人的資本が重要である。IT業界では好待遇による人員引き抜きなども見られ、大量に離脱や流出した場合はリスクとなる。 ・2010年代に一部の業務で独占禁止法違反行為があり、公正取引委員会の立ち入り検査も受けた。しかしその後社内の規律を徹底し、風化の防止に取り組むなどしたため、問題は起きていない。	○



ESG評価の見直し

社内システムの情報掲示板
における情報連携



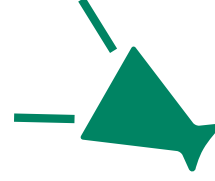
評価に影響を与え得る事象の見落としなどが無いように、社内システムの情報掲示板を活用し、情報連携を行っている。

ESG評価に影響を
与える事象の発生



ESG評価に影響を与えるような事象が発生した場合には、それに対する対応策、信用力に与える影響を考慮した上で、随時ESG評価の見直しを行う。

実際にESG評価を
変更した場合



ESG評価を変更した場合には、ファンドマネージャーに速やかに情報連携をするほか、責任投資委員会で定期的な報告を行っている。

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。

2022年度の特徴と当社の状況

前年度に引き続き2022年度も株主提案が増加しました。特に、企業の経営権を巡る株主提案が可決されたことが特徴的でした。当社も有事型の買収防衛策に関する議案や株主提案について、議決権行使委員会を開催し審議を行い、慎重に賛否の判断を行いました。

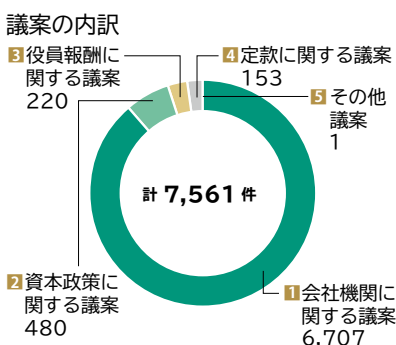
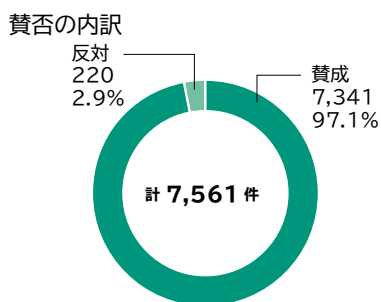
また、大手電機メーカーの株主総会で社長の賛成率が可決ラインぎりぎりであったことも特徴的でした。これらの事例は、機関投資家の議決権行使の重要性が高まって

いることを示しています。

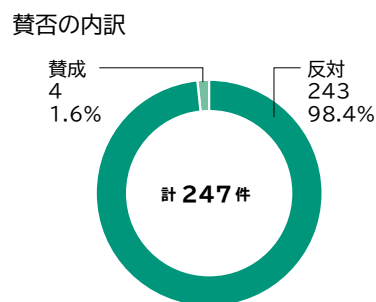
このような状況において、当社は、660社、7,808件の議案について審議を行いました。会社提出議案では、7,341議案に賛成、220議案に反対し、株主提出議案では、4議案に賛成、243議案に反対しました。

反対率は、前年度から若干低下し2.9%となりました。また、前年度は全て反対した株主提案について、今年度は4議案に賛成しました。

■議決権行使状況（会社提案）



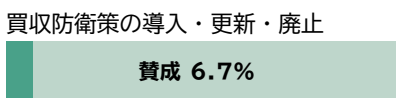
■議決権行使状況（株主提案）



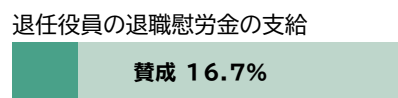
1 会社機関に関する議案



2 資本政策に関する議案



3 役員報酬に関する議案



※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、独立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は、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、独立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。

■買収防衛策

中長期的な企業価値向上の観点から、15議案を審議し14議案反対する一方、中長期的な企業価値向上に資すると判断した有事型の買収防衛策(1議案)に賛成しました。

■役員報酬関連

退任役員への退職慰労金支給がある企業や、業績不振の企業、社外取締役へのインセンティブ付与がある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3.2%から2.9%に低下しました。取締役選任への反対率が下落したことが主たる要因です。特に、独立社外取締役の独立性基準に抵触する件数が減少しました。この点に関しては、企業側の対応が進んだ結果であると分析しています。東証の市場区分の変更に伴い、特にプライム市場上場企業においてガバナンス強化が進みました。また、機関投資家による企業へのエンゲージメントにも一定の効果があったと考えられます。

一方、株主提案の議案の賛成比率(子議案ベース)は、前年度の0.0%から1.6%に上昇しました。これは、昨年度から株主提案が増加していることを受け、株主提案に関する当社の議決権行使ガイドラインを改正し、賛否の判断基準を明確化したことの結果であると分析しています。具体的には、情報開示の観点から株主提案に賛成した議案が3件、グループガバナンスの観点から賛成した議案が1件ありました。

今年度の議決権行使ガイドラインの改正

2023年1月に議決権行使ガイドラインを改正しました。

株主提案が増加していることを背景に、主として株主提案に関する規定を下記の通り拡充しました。

改正前	改正後 (2023年4月以降の株主総会に適用)
<p>株主提案</p> <hr/> <p>中長期的な企業価値向上の観点からESG課題等も考慮し、個別に判断します。</p>	<p>株主提案</p> <hr/> <p>中長期的な企業価値向上の観点からESG課題等も考慮し、個別に判断します。</p> <p>なお、下記のような議案には、原則として反対します。</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 特定の社会問題、政治問題の解決を目的とする議案 ● 具体的な業務執行に関わる議案 ● 企業側が既に十分な取組みを行っている議案 ● 競争上の不利益を招く可能性のある議案 ● 上記以外で、中長期的な企業価値向上を阻害するおそれがあると考えられる議案

ガイドラインの原則と異なる判断をした例

【概要】ガイドラインの原則としては反対する「社内取締役の増員」に該当するものの、対話や調査による投資先企業への理解に基づき、議決権行使委員会で議論し、賛成とした例です。

業種	化学
議案分類	取締役の選解任
ガイドライン	■ 社外取締役以外の取締役の増員 ～合理的な理由がない限り、代表権のある取締役に原則として反対します
抵触内容	社内取締役の増員に該当
行使内容	賛成
理由	今後2年間で次期CEOへの引継ぎ期間と明言しており、社内ではあるが新任者の選出に問題ない（総会後の取締役会は10名、うち5名が社外。十分にスリムであり、独立性も高い）

【概要】ガイドラインに定める「配当基準」に抵触するものの、対話や調査による投資先企業への理解に基づき、議決権行使委員会で議論し、賛成とした例です。

業種	情報・通信
議案分類	剰余金処分案
ガイドライン	■ 2期連続で当期純利益赤字かつ有配 ～剰余金処分に原則として反対します
抵触内容	配当基準に抵触
行使内容	賛成
理由	世界のIPO市場の低迷から業績は一時的に不振だが、手元流動性は余裕があり賛成とする

対話に基づきアナリストが反対すべきと判断した事例（エスカレーション[※]）

【業種：機械】

※エスカレーションについてはP12「③エスカレーション制度」を参照

議案分類：剰余金処分



中長期的な資金使途が不明確なまま現預金・有価証券が継続的に積み上がっており、反対としたい。

担当アナリストの意見
通り反対とする。



議案分類：取締役の選解任



エスカレーション。過去からの対話により改善を促しているが効果は限定的である。長期的な資金使途が不明確なまま現預金・有価証券が継続的に積み上がっており、代表権を有する候補者番号1と実質的な最高責任者である候補者番号2に反対したい。

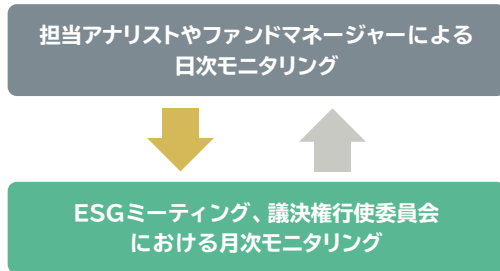
担当アナリストの意見
通り反対とする。



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と判断した場合は、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り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

<p>指摘事項</p> <p>2022年8月 議決権行使 諮問会議</p>	<p>〈3期連続でROEが5%を下回り、収益基準に抵触した企業の取締役選任について〉 業績低迷の主因はコロナ禍を背景とした自動車生産台数の大幅な減少であり、2023/3期以降は生産の正常化により回復見通しであることから、代表取締役の再任に賛成している。今回の議決権行使には特段の問題はないと考えるが、同社はリスク認識は高いと思われるものの、戦略については少し危うさを感じることから、今後の対話のなかで確認し問題があるようであればエンゲージメントを期待する。</p>
<p>指摘事項に関する その後の 状況報告</p> <p>2023年8月 議決権行使 諮問会議</p>	<p>〈その他の対話の報告〉 同社は、自動車の電気自動車化への進展への対応が重要な経営課題であることを認識し、EV化に対する戦略や具体的な数値目標を含む次期中期経営計画を公表。2023/3期決算説明会や統合報告書においてわかりやすく開示している。</p>
<p>指摘事項</p> <p>2022年8月 議決権行使 諮問会議</p>	<p>〈昨年、アクティビストからの株主提案があり、経営陣と対話を行った上で株主提案に反対した企業について〉 今年（2022/3期）はROEが5%を超え、収益基準に抵触せず取締役選任に賛成したが、国内市場の大きな伸びが期待できないなか、海外事業が重要になると考えられるため、引き続き、そのような点を含め、密接なエンゲージメントが必要と考えられる。</p>
<p>指摘事項に関する その後の 報告と展開</p> <p>2023年5月 議決権行使 諮問会議</p>	<p>〈その後の対話の報告〉 米国ではアルミ缶のリサイクルが環境に良いと認識されていることを背景に、米国事業はさばききれないほどの受注がある。買収した会社を中心に事業展開しており、調達面での懸念も見当たらない。 〈佐々木氏より〉 2023/3期のROEは原材料価格高騰による一時的な要因により再び5%を下回った。しかし、株式市場における同社の評価は逆に高まっており、株価は上昇している。このところ、新聞でも同社に関する明るい記事をよく目にする。これは、アクティビストとの対峙を契機に、富国生命投資顧問および他機関投資家と真摯にエンゲージメントしたことが良い影響になったのではと思われる。今後もこのような取り組みを期待したい。</p>

VOICE

運用本部長 CIOが語る当社の議決権行使



取締役 運用本部長 CIO
(議決権行使委員会 委員長)
岡部 和男

特徴のある議決権行使メンバー

当社では、議決権行使にあたっての意思決定を、議決権行使委員会で行っています。この委員会では、運用本部長 CIOである私が委員長となり、審議の結果、全ての対象議案についての賛否の判断の最終決定をする役割を担い、決裁を行っています。また、副委員長を株式運用部長、運用企画部長の2名としているほか、株式運用部調査グループのリーダーや財務リサーチアナリスト、株式運用グループのファンドマネージャー、運用企画部責任投資グループのESGリサーチアナリストなどを委員として選任しています。運用の最高責任者である私や、運用本部内のラインの部長も含め、調査・運用の実務に長けた多彩なメンバー9名が、随時開催される議決権行使委員会に原則として全員出席し、審議を行っている点は、おそらく同業他社にはあまり見られない当社の特徴ではないでしょうか。こうしたメンバーにより様々な観点からの活発な議論を交わしていることが、投資先企業の持続的成長に資する議決権行使につながっていると自負しています。

議決権行使ガイドラインと担当アナリストの判断

リサーチの対象としているユニバース約400銘柄の議案の賛否の判断にあたっては、第1段階として、担当している財務アナリストが議決権行使ガイドラインに基づき、定量・定性の両面から個々の議案ごとに内容の検証を行います。これは組織としての人数的な制約もあるなかで、議決権行使の専門部署や部隊を抱えきれないが故の苦肉の策でもあります。一方で投資先企業を深く理解しているアナリストが関わることによる大きなメリットも存在します。

議決権行使ガイドラインには、議案の種類ごとに詳細に判断の基準が明記されており、原則通りの形式的な判断による行使を粛々とこなすのであれば、人手も時間もかけること

はありません。しかし、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するという当社の基本的な考え方に沿い、原則と異なるような、企業の実態に即した実質的な判断が迫られるようなケースでは担当アナリストの判断が非常に重要になってきます。

議決権行使委員会での徹底した議論

実際に、業績が大きく悪化し、定量基準に抵触するような企業の議案の精査にあたっては、訪問取材などのボトムアップリサーチにより、当社のアナリストが随時作成している3期間の独自の将来予想をベースに、今後の業績回復の可能性や確度について議論を行います。そして、そもそも業績悪化の要因が、例えばコロナ禍においてサプライチェーンが分断された影響などによるものであり、個々の企業の取締役の責任が問われるべきものなのか、といった議論に際してもアナリストの判断を重視しています。また、取締役選任議案の判断においては、全員一律に反対などということはせず、個々の取締役の役割や貢献度合いについて、常日頃行っている企業とのガバナンスに関するエンゲージメント(目的を持った対話)の記録や、ESG(環境・社会・ガバナンス)リサーチによるガバナンス評価などを参考にしながら、1名ずつ子議案ごとに丁寧な判断を心がけています。こうした議案の審議に、1回の委員会では結論が出ず、該当企業とのエンゲージメントを再度実施し、最終確認を行うなどして、何日かかけてようやく賛否の判断に至ることも多々あります。

業務の効率化

議決権行使に関する事務作業面では、業務の効率化に着実に取り組んできました。何箱もの段ボール箱で郵送されてくる企業の株主総会招集通知書から投票締切日を確認し、企業担当者別に配布するといった作業は、システム化により

過去のものとなりました。また、電子行使プラットフォームの利用を開始しており、賛否の判断を議案ごとにエクセルシートにもう一度、手入力するといった単純作業からも解放されています。事務ミスを防ぐことや、重要な議案の審議に十分な時間を割くことのできる体制は整いつつあります。

増加する株主提案とガイドラインの改正

議決権行使ガイドラインの改正にも毎年取り組んでおり、株主提案に関する判断基準をより詳細に明記したこともその一つです。ひと昔前の株主提案には議論するに値しない議案も多く見られ、株主提案に賛成するケースは非常に限られていました。しかし近年では内容が高度化しており、気候変動など環境関連の提案が一段と活発になっています。また、

東証によるPBR(株価純資産倍率)1倍割れ企業への改善要請などもあり、増配や自社株買いなど株主還元に関する提案の増加も見込まれることから、これまで以上に審議に時間をかけて判断することが必要になってきます。

今後の課題

結果として当社の会社提案の議案への反対比率は、同業他社と比較すると決して高くありません。各社の反対比率の数値のみが捉えられて、議決権行使に取り組む姿勢が評価されてしまうことをやや危惧しています。外部に対して当社の議決権行使への真摯な取り組みをどのようにアピールしていくかは、今後の課題であろうと考えています。



議決権行使とエンゲージメントの一体的運用の事例

大手自動車メーカー ●グループ企業で不祥事続出 ●欧州年金等から気候変動関連の株主提案

事例の概要

- 同社は日本を代表する自動車メーカーですが、本年度は傘下企業における不祥事が続出したことに加え、欧州年金等から気候変動関連の株主提案が提出され、同社の株主総会に注目が集まりました。
- この事例は、そのような企業に対して、当社がエンゲージメントに基づき議決権を行使したものです。
- 当社は議決権行使委員のほか、ESGアナリスト、クレジットアナリスト、財務アナリスト、ファンドマネージャーが同時に参加することで、対話先企業の負担軽減に努めつつ、多くの観点から深度ある対話を行いました。

テーマ① グループガバナンス

第1回対話 (2022年8月) ※グループ会社で不祥事発生



当社側出席者
ESGアナリスト
クレジットアナリスト
財務アナリスト
ファンドマネージャー

今般の傘下企業A社の不祥事について、同社の「思想、技、所作」がグループ全体に行き渡っているならば防げる部分もあったのではないかと。グループガバナンスの一層の強化を求める。

このような不祥事を受け、今後強化していかなければならないという認識はある。



対話相手

同社にとって「グループ会社」とは、同社名を冠した傘下企業だけという意識があり、途中から資本・業務提携して入ってきた企業などに対しては、「グループ会社」としての認識が希薄であるという印象を得た。このあたりを含めたグループガバナンスの強化が今後どのように進められていくのかを注視する必要がある。

さらに不祥事が続出

第2回対話 (2023年6月)



当社側出席者
議決権行使委員
ESGアナリスト
クレジットアナリスト
財務アナリスト
ファンドマネージャー

販売会社における車検不正に加え、A社、B社、C社、D社など、傘下のグループ企業において不祥事が続出しており、懸念を感じざるを得ない。

当社としても重く受け止めている。会長は記者会見で「最も大切な安全に関わる問題であり、お客さまの信頼を裏切る絶対にあってはならない行為だと思っている」と述べ、「ガバナンスやコンプライアンスに関することは会長である自分が責任を持って取り組む」と表明した。この会長の記者会見に至るスピードは、これまでにないレベルである。



対話相手

上記以外に、下記を考慮すると、グループ企業において不祥事が続出したが、スピード感をもって、抜本的対策を講じていると判断した。

- 傘下企業と外部パートナー企業との提携合意を発表したスピードも従来と比べるとかなり速い。
- 同社が疑問を感じた場合は、第三者による調査に加え、同社スタッフが発覚直後から傘下企業の現場に入り込み原因や背景を調査している。
- 不正発覚が外部からの声であったケースに関しては、社内、グループ内に、声を上げにくい雰囲気がある可能性があり、同社としては風土改革を進める必要があると判断している。
- 株式持ち合いの考え方についても、大きく考えを変えている。資本の傘の下で、依存する体質が芽生えるときちんと成長できない。持続的に成長するための土台として、自立が必要と考えている。

テーマ② サステナビリティ

第1回対話(2022年8月)



当社側出席者

ESGアナリスト
クレジットアナリスト
財務アナリスト
ファンドマネージャー

「SDGsに本気で取り組む」など経営トップの強いコミットメントが示されているなか、役員報酬にもESG関連の指標を導入することを提言。

役員報酬制度へのESG評価指標の導入については、現在検討中である。



対話相手

欧州年金等から気候変動関連(ポリシーエンゲージメント)の株主提案

第2回対話(2023年6月)



当社側出席者

議決権行使委員
ESGアナリスト
クレジットアナリスト
ファンドマネージャー

従前から、継続的に対話を行っており、環境への取組みに関しては、日本企業のなかでも先進的であると評価している。また気候変動に係る渉外活動については、当社が参加している国際的な協働エンゲージメント(CA100+)においても、同社の「気候変動政策に関する渉外活動の開示」(ポリシーエンゲージメントのレポート)は、CA100+のエンゲージメント対象になっている日本企業のなかでも一定の評価は得られていると理解している。一方で、持続的な成長の観点から、現状のような戦略を採用している点について、長期的に懸念なしとは思われない。

提案してきた株主とは継続的に対話を行っている。パリ協定など目指す目標は同じだが、パス(それに至る道)はいろいろあると考えており、当社はマルチパスウェイの考え方である。各国、各個人の経済状況や所得環境などが様々であり、その点を考慮すると、新車販売の100%が電気自動車となるにはそれなりに時間がかかると思われる。そのようななかで、目標に向けて経済合理性に基づいた戦略を立てて、事業を推進している。



対話相手

議決権行使委員会で精査(2023年6月)

テーマ① グループガバナンスについて



担当
アナリスト

対話を実施。新体制になって情報発信の頻度、量が増えたため今般の取締役会の体制は適切と判断。グループ会社で相次いだ不祥事に対しても、認証部門が現場に入って検証をしているほか、外部パートナー企業との提携発表、持ち合い株見直しを進めるなど迅速に、適切に対処している。

担当アナリスト意見通り、賛成する。



委員会

テーマ② 株主提案について



担当
アナリスト

対話を実施。渉外活動(ロビーイング)について同社は開示を積極化しており、定款変更の必要はないと判断する。

同社の渉外活動報告は日本では高いレベルであり、CA100+において海外投資家からも評価されているほか、ベンチマークにおける点数が低い点について同社は評価会社と数年対話を行っている。中長期的な企業価値向上の観点からも現状のアプローチが妥当と判断。担当アナリスト意見通り、株主提案に反対する。



委員会

株主総会(2023年6月)

取締役選任議案



当社
賛成

株主総会の結果

賛成

候補者番号1の
会長の賛成率:
84.6%

気候変動関連の株主提案



当社
反対

株主総会の結果

否決

賛成率:
15.06%

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、チーフ・サステナビリティ・オフィサー（CSO）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、企業による開示情報のほか、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、ポートフォリオのGHG排出量に関する定観測や時系列分析、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排出量削減やよりよい地球環境の保全に貢献するよう努めていく方針です。

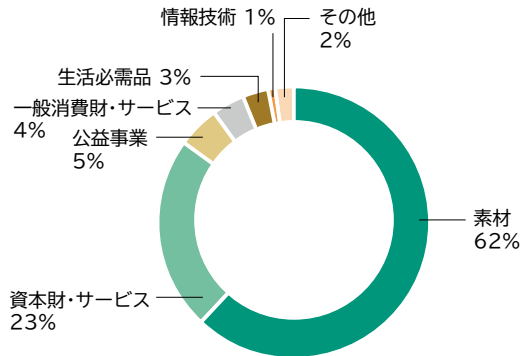
気候変動に関するモニタリング

(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。

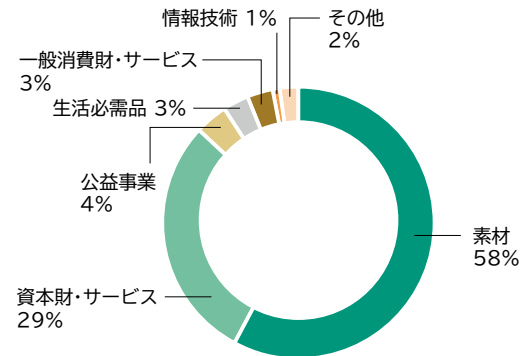
日本株ポートフォリオ

■ GHG排出量 業種別構成比

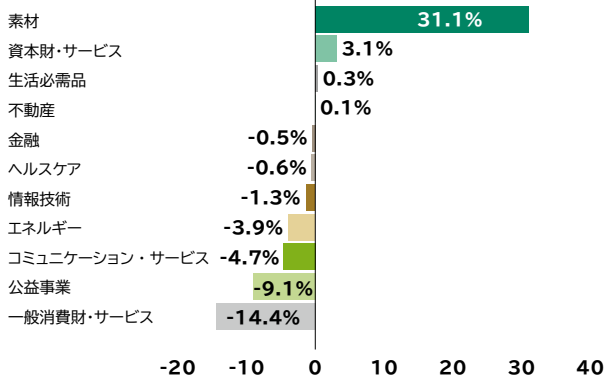


日本株ポートフォリオ(ESGファンドのみ)

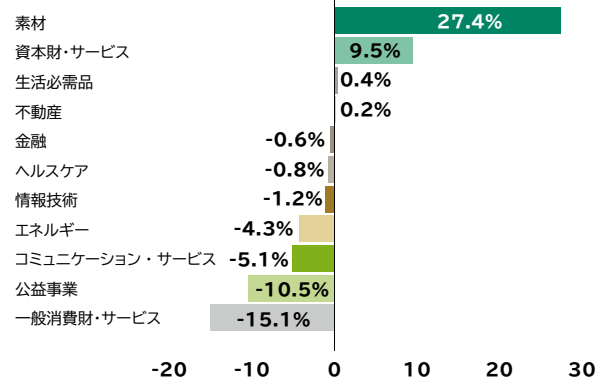
■ GHG排出量 業種別構成比



■ GHG排出量 対TOPIX業種別構成比



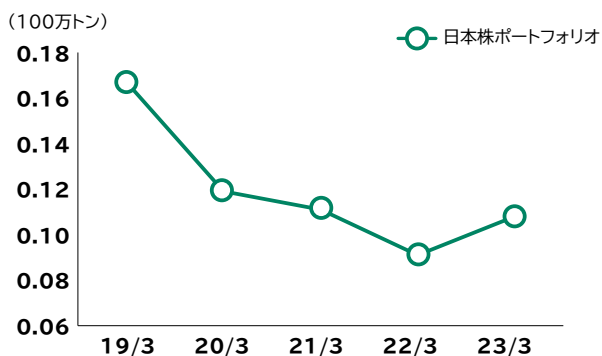
■ GHG排出量 対TOPIX業種別構成比



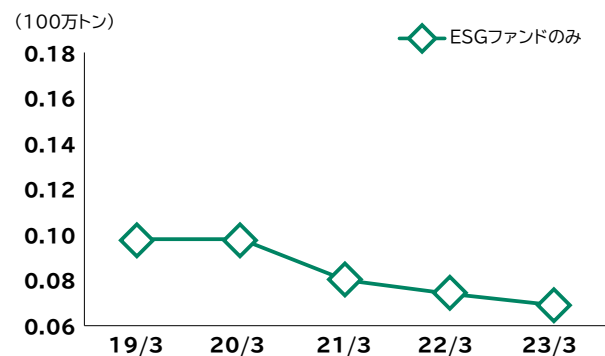
(2) GHG排出量時系列観測

GHG排出量(スコープ1とスコープ2)のデータは、CDPのデータ(2023年10月12日時点)を使用し、当社にて集計しました。排出量の大きい数銘柄の売買によって、全体の数値が大きく左右されます。2023年3月末時点では、日本株ポートフォリオ全体では素材セクターの銘柄を購入したことなどから増加しました。

日本株ポートフォリオ



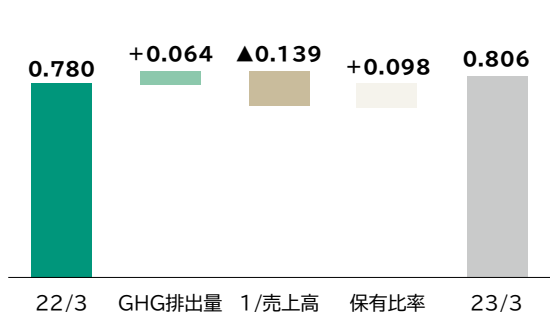
日本株ポートフォリオ(ESGファンドのみ)



(3) 炭素強度の要因分解

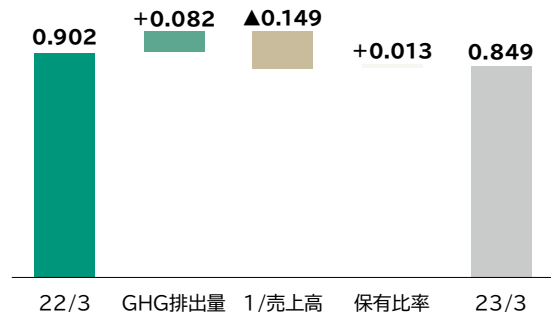
日本株ポートフォリオ

(売上100万円当たり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GHGトン)



炭素強度とは？

炭素強度とは、企業の売上高当たりの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で、TCFDが開示を推奨しています。

(炭素強度=GHG排出量×1/売上高×保有比率)

売上高が増加した年は企業活動が活発だったという理由からGHG排出量も増加しやすい傾向にあります。炭素強度の計算においては売上高当たりのGHG排出量を計算することで、売上高増加によるGHG排出量増加をオフセットしているとも言えます。保有比率部分の増減については売買のほか、株価の変動の影響も受けます。GHG排出量が相対的に大きい銘柄を購入、あるいは株価が上昇した場合には、保有比率部分がプラスになります。

2022年3月末時点から 2023年3月末時点にかけての変化

2022年3月末時点から2023年3月末時点にかけては、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) ともに、売上高は増加 (1/売上高は減少) し、GHG排出量も増加しました。保有比率部分は、日本株ポートフォリオ全体では素材セクターの銘柄を購入したことなどから増加した一方、日本株ポートフォリオ (ESGファンド) ではほぼ横ばいとなりました。その結果、日本株ポートフォリオの炭素強度はやや上昇し、日本株ポートフォリオ (ESGファンド) はやや低下しました。

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。

※CDP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。

2022年度スチュワードシップ活動に関する自己評価

2022年度(2022年7月～2023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」

※下線部分は昨年からの主な変更点です。

	方針および考え方	自己評価
原則1 方針の策定・公表	<p>当社は「スチュワードシップ責任に関する基本方針」を定め、ホームページに公表しています。スチュワードシップ責任とは、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である、と当社は考えています。</p> <p>このような考え方に基づき、当社は投資先企業の財務面の情報だけではなく、ESG要素等の非財務情報も勘案して、投資先企業とエンゲージメントを行うこと、また議決権を行使することにより、スチュワードシップ責任を果たすよう努めます。<u>当方針は、主に日本株運用に適用しますが、その他の資産の運用においても、可能な範囲で適用するように努めます。</u></p>	<p>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。2022年度は当社における責任投資体制の強化を受けて、方針を見直しました。</p>
原則2 利益相反管理 (体制についてはP10参照)	<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。</p> <p>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。</p>
原則3 的確な把握	<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。</p> <p>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>
原則4 企業との対話 (P25～36参照)	<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、重点テーマとして、E、S、Gそれぞれ2テーマずつ、計6テーマを設定し、そのうち「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、「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」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ました。</p> <p>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>

今後の取組み

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。とりわけ、2022年度から独自のESG評価を開始した社債運用においては、スチュワードシップ活動の実績を積み上げ、一層の実力の

高度化に努めます。

エンゲージメントの重点テーマとして、E、S、Gそれぞれにテーマを設定し、そのうち「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、「人権デューデリジェンスに対する考え方と取組みの開示」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
原則5 議決権行使 (P37～44参照)	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。
原則6 顧客・受益者への報告	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。
原則7 実力の高度化	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。 当社の経営陣は、スチュワードシップ責任を効果的に果たすための適切な能力・経験を備えた人材で構成されており、同責任を果たすための体制整備として責任投資委員会を設置しています。経営陣が同委員会の委員長や委員となることで、実質的なスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築、人材育成に関する課題への取組みを推進しています。 2023年4月には、責任投資の体制をより強固で合理的なものとするため、チーフ・サステナビリティ・オフィサー(CSO)を設置しました。 当社は、自らのガバナンス体制、利益相反管理、スチュワードシップ活動等の改善に向けて定期的に自己評価を実施し、結果をホームページに公表しています。	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。 2023年4月には、責任投資の体制をより強固で合理的なものとするため、チーフ・サステナビリティ・オフィサー(CSO)を設置しました。 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。 従来、主に日本株運用においてスチュワードシップ活動に取り組んできましたが、2022年度からは社債運用において独自のESG評価を開始するなど、取組みを一層強化しました。 協働エンゲージメントにて、リードインバ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調査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。
原則8 インベストメント・チェーン機能向上	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。

スチュワードシップに関する2023年度活動方針

(2023年7月～2024年6月)

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。2023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の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)

2023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">● 気候変動問題 [サブテーマ]● TCFD開示におけるリスクと機会に関する財務インパクトの開示● 気候変動対策がマテリアリティと考えられる企業に対し、<ul style="list-style-type: none">・ 2050年カーボンニュートラルへのコミットメントを促す・ カーボンニュートラルを目指す上でのトランジションを含む実行可能なロードマップの開示
S	<ul style="list-style-type: none">● 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● 人的資本の有効活用と価値創造プロセスの関係の開示
G	<ul style="list-style-type: none">● 経営資源の最適な在り方

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、プロセス全体を見直します。
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	2022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、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るなど、ESG課題に配慮した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

