



Stewardship Report

2023/2024

スチュワードシップレポート 2023/2024

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年以來、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

→ P15~24



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

→ P27~36

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

→ P39~44



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
社長メッセージ	5
今年度のハイライトと責任投資体制	
スチュワードシップ活動ハイライト	8
チーフ・サステナビリティ・オフィサー（CSO）と語る会	9
富国生命投資顧問の責任投資のしくみ	11

ESG投資

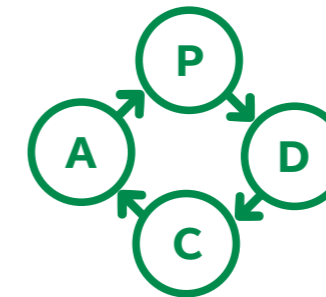
2023年度（2023年7月~2024年6月）の取組み	15
エンゲージメント活動報告	27
議決権行使状況報告	39
TCFDに基づく気候関連財務情報開示	45
スチュワードシップ・コードへの対応状況	49
スチュワードシップに関する2024年度活動方針	51

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

→ P11



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伴う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

→ P21~22



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

→ P13



3 実績

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）

→ P16



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、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。



当社はこれからも「本物のESG」、
すなわち投資の付加価値を高めて
お客さまとそして社会にも還元していける
運用にこだわり続け、
さらにその先を目指し続けていくでしょう。



奥本 郷司
富国生命投資顧問株式会社 常勤顧問
(前代表取締役社長)

富国生命投資顧問のESG投資の発展

当社のESG投資は2003年にSRIとして発足しましたが、その後もPRIを含む様々なイニシアティブへの参加、社内の組織体制整備、運用のプロセスのブラッシュアップ、海外提携先等との積極的な協働、セミナー開催や書籍出版などを通じた対外的なアピールなどにより進化を続けてきました。個別取材によって非財務情報を深く掘り下げることで真の企業価値に迫る、いわば「真のESG運用」を目指すアプローチにより、国内株式ESGアクティブ運用のパフォーマンスは、引き続き長期にわたりベンチマークを上回っております。

社長交代と今後の当社の展望

ここ数年、日本でもエンゲージメントなどのスチュワードシップ活動をはじめとする、投資家サイドからの活動が活発化しました。同時に市場からの要請の高まりにより、企業さまからの協力も一層得られるようになり、いわばその社会的協働の追い風に乗る形で日本の株式市場も好調さを維持し、それにより経済や投資成果へのポジティブなフィードバックも得られるようになってきました。資産運用立国の掛け声による追い風のなか、当社としても現状に甘んじることなく、引き続き責任投資の取組みを進め、投資の付加価値を高めることで、お客さまにさらにご満足いただきたいと思います。

GPIFのPRI署名をきっかけにESGという言葉が人口

に膾炙してからほぼ10年。一時期ESGを単なるマーケティングのための便利な単語としてしか見ていないような運用商品も登場しましたが、当社はこれからも「本物のESG」、すなわち投資の付加価値を高めてお客さまとそして社会にも還元していける運用にこだわり続け、さらにその先を目指し続けていくでしょう。

新たな取組みを推進する力と未来への期待

まだ普及していない2003年当時においてSRI商品を立ち上げられたのは、当社の現場で指揮をとられた人々、協力していただいた取引先の方々、支持していただいたお客さま、そしてグループとして思い切った決断をされた富国生命の責任ある立場の方々のおかげです。こうした新しい取組みの可能性を目の前にしたときの人々の決断こそが重要なのだと、改めて感じます。伝統的に、富国生命グループにはそういう決断をする力があります。そして当社の新しいマネジメントを含め、今後もそうあるはずだと強く信じています。

投資の重要性がクローズアップされる時代、ESGや責任投資を通じて社会の取組みがさらに深化し、当社の運用を通じて社会やお客さまへ一層ポジティブなフィードバックもたらされることを願ってやみません。

富国生命投資顧問株式会社 常勤顧問
(前代表取締役社長)

奥本 郷司



責任投資は
社会的要請に押されて行うものではなく、
収益的魅力を伴った、お客さまの
積極的な賛同に支えられて進めるべき。

鈴木 善之
富国生命投資顧問株式会社 代表取締役社長

富国生命投資顧問のESG投資と責任投資の推進について

日頃より格別のお引き立てを賜り、厚く御礼申し上げます。当社では、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することで、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果たすことができるの考えに基づき、2003年より国内株式SRI(ESG)ファンドの運用を開始するなど、独自の責任投資を推進しております。

また、2014年にスチュワードシップ・コードの受入れを表明しており、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、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ております。

富国生命の超長期的な視点

当社の親会社である富国生命は、創業時より一貫して相互会社形態を維持する、日本で唯一の生命保険会社です。生命保険は相互扶助の精神に基づく公共性の高い事業であり、かつ契約から給付が完了するまでの期間は超長期にわたります。ご契約者の利益擁護の経営理念を実現するには、超長期のサステナビリティを確保できる相互

会社組織が相応しいとの考えによるものです。そして超長期の視点で、生命保険事業を通じた保障の提供、働き方改革の推進による人権・ダイバーシティへの対応など、安心で持続可能な社会の実現に向けての取組みを推進してまいりました。

ESG投資に対する疑問と見解

私個人は富国生命の資金債券部長や財務投資部長、財務企画部長として、ご契約者の利益確保を大前提とした、ESG投融資の推進を通じた社会問題解決への取組みを推進してまいりました。

私がESG投融資を始めた当初は、大きな疑問を抱いていました。グリーン認証を得るための外部監査など、投資家の社外アピール以外に意味は全く無駄ではないか。その費用は、プロジェクトの充実や投資家への還元に充てられるべきではないかと。また、多くの金融機関がESG投融資の年間目標を公表し、目標達成を義務付けられた担当者が、ESGと名が付く債券が発行されれば、内容やスプレッド水準お構いなしに札を入れる姿にも、疑問を抱いておりました。収益を犠牲にした投融資はサステナブルではなく、また受益者に対する責任の視点が欠如しているのではないかと。そして株式のような継続的な対話を伴わない債券によるESG投資は、入口での選別にとどまり実効性への限界があり、収益的なプラスアルファも見込めないのではないかと。

利益擁護とESG投資

富国生命ではESGと名の付く債券に初めて投資を行った2014年度以来、ご契約者の利益を犠牲にしないことを大前提として、年度の投資目標は設定せず、案件を厳選する姿勢を貫いてまいりました。発行体とは新規発行の機会を極力活用し、財務面以外の議論も試行してきました。またESG投融資を推進する一方、生命保険のご契約者との対話の機会を活用し、ESG投融資の実例のご紹介も積極的に行いました。自ら支払った生命保険料の使い道への興味の強さ、運用が収益を得るだけでなく社会問題解決にもつながることに対する関心の高さと、富国生命のESG投融資への積極的な支持を実感しました。

責任投資は社会的要請に押されて行うものではなく、収益的魅力を伴った、お客さまの積極的な賛同に支えられて進めるべき

責任投資を進めることと同じように、その取り組み状況や効果についてお客さまに報告し、理解を深めていただくことは、長期の視点でスチュワードシップ活動を通じた責任投資を推進する上で欠かせないものであると考えています。責任投資は社会的要請に押されて行うものではなく、収益的魅力を伴った、お客さまの積極的な賛同に支えられて進

めるべきものと考えます。また、当社が運用会社としてスチュワードシップ活動を通じた責任投資の不断の高度化を進めることはもちろんですが、当社自身のガバナンスの強化への取組みも推進していく所存です。

今回お届けするスチュワードシップ・レポートが、富国生命投資顧問の活動に対するお客さまのご理解を深めていただく一助となり、引き続き当社への共感やご支持をいただくと幸いです。

金利環境の転換と今後

長らく続いたマイナス金利環境も転換期を迎え、金利のある世界が復活しつつあります。インフレの定着も見込まれることから、運用成果に対する要求水準は従来以上に高まってくるものと考えます。当社ではお客さまの資産の中長期的なリターン拡大に資するべく、富国生命グループの共通の価値観である「お客さま基点」に基づいた『「お客さま基点」の業務運営方針』のもと日々研鑽を重ね、お客さまのニーズに応えられる運用会社であり続けられるよう努力して参る所存です。引き続き皆さま方からのご支援ご鞭撻をお願い申し上げます。

富国生命投資顧問株式会社
代表取締役社長
鈴木 善之

鈴木 善之 略歴

1987年4月	富国生命入社。1991年5月富国生命投資顧問に出向。1年間のファンド管理担当を経て、1992年5月より国内債券の運用を担当。	2017年4月	融資部長。2018年4月社債投資機能を融資部に移管し名称変更した財務投資部長。当農型太陽光発電やバイオマス発電のプロジェクトファイナンスなど、ESG融資にも取り組む。
2004年2月	富国生命債券運用部門に異動。一般勘定内外公社債ポートフォリオの運用を担当。	2021年	財務企画部長。2022年執行役員財務企画部長。一般勘定運用方針の策定と、ESG投融資の方針策定の責任者。機関投資家として運用ポートフォリオにおけるGHG削減について、政府目標の2013年度比46%削減を大幅に上回る65%削減とする目標を策定し公表。
2006年6月	グループ運用会社である富国生命インターナショナル(米国)社長兼CIOに就任。リーマンショックをその震源地で経験。	2024年4月	富国生命投資顧問専務取締役。同年6月より現職。
2010年5月	富国生命に帰任。株式部課長として外部委託ファンドを担当。		
2011年4月	資金債券部長。内外公社債ポートフォリオ運用と、短期資金および為替ヘッジの責任者。2014年より顧客利益の確保を最優先とするESG債の投資を開始。		

スチュワードシップ活動ハイライト

(2023年7月~2024年6月)

エンゲージメントの強化 → P35~36

従来、主に日本株運用において実績を積み重ねてきました。

2023年度からは社債運用においても独自のESG評価を活用し、積極的に対話を実施しました。



エンゲージメントにおける重点テーマと取組み → P27

エンゲージメントにおいては、重点テーマとして、E、S、Gそれぞれにテーマを設定しています。



「気候変動問題」について

協働エンゲージメントも活用しながら、対話を重ねました。



「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

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。

議決権行使基準を改正 → P40

今回のガイドライン改正では、エスカレーション※について明確化しました。

※当社では、エンゲージメント(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、当該企業の株主総会における議決権行使に際して、代表権のある取締役などの選任に反対する意見を議決権行使委員会に表明することができます。



チーフ・サステナビリティ・オフィサー (CSO) と語る会 → P9~10

当社では2023年に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を設置し、取締役である豊田章伸をその任に充てています。

豊田CSOと運用担当者とが膝を突き合わせて責任投資に関する率直な対話を行いました。



運用担当者からの率直な意見とこれからの責任投資

当社では2023年に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を設置し、取締役である豊田章伸をその任に充てています。豊田CSOと運用担当者とが膝を突き合わせて責任投資に関する率直な対話を行いました。




責任投資長期ビジョンPTの立ち上げと、CSOと語る会

①豊田章伸CSOが、メッセージを発信

2022年発行の「スチュワードシップ・レポート2021/2022」

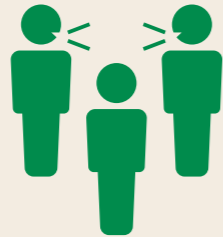
現在は2003年に始めた円株ESGと2050年のほぼ中間地点にある。先の見えない時代に、**20年後を目指してこれからのコミットメントを考える必要がある。**



②長期ビジョンPTの立ち上げ


2023年度の初回ミーティングは2023年7月

「責任投資に携わるメンバーだけではなく、**運用部門全員と対話をする必要がある**」という結論に



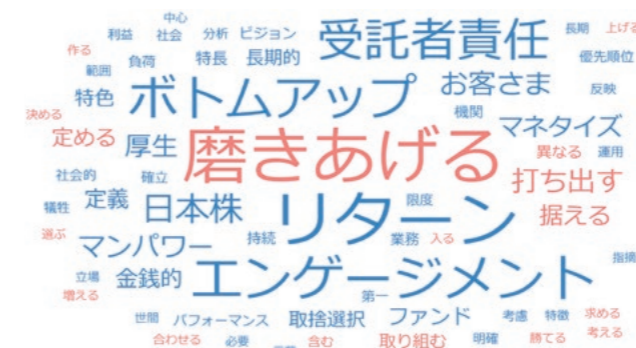
③「CSOと語る会」を実施

2023年10～11月に、3回に分けて実施

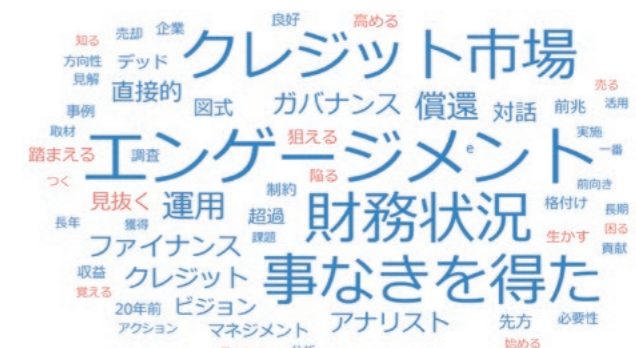


運用担当者から出た意見の頻出用語分析

■株式運用担当者



■債券運用担当者



※ユーザーローカルAIテキストマイニングによる分析 (<https://textmining.userlocal.jp/>)
赤字は動詞、青字は名詞

VOICE

CSOと語る会を終えて



豊田 章伸
CSO

責任投資の定義とESGファンドの歴史

当社の責任投資の定義は、「投資先企業との対話や議決権の行使を通じて企業価値の向上や持続的成長を促すとともに、投資に際してESGの課題を考慮すること」です。ESG投資だけでなく、責任ある機関投資家が担うスチュワードシップ責任を統合して、責任投資と位置付けています。ESGファンドは、運用を開始して約20年が経過しました。当初より、社会的責任を果たしかつ市場で割安に評価されている企業に投資するという考え方を継続しています。また、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れてから約10年が経過し、エンゲージメントにより企業との課題を共有するとともに課題解決に向けたマイルストーン管理を行ってきました。

責任投資のビジョンを再考するべきとき

これまでの間で、PRIに署名する機関投資家が増加するとともに、各国政府によるスチュワードシップ方針の導入などによりESGが広く認識される一方で、昨今では、ESG

課題の深刻化や広がりが見られます。これを受けて、カーボンニュートラルに代表される中長期的なビジョンや、それに向けた移行計画の策定が求められており、当社としても、今までの責任投資を振り返るとともに、改めて当社の責任投資のビジョンを再考するべきときではないかと考えています。CSOと語る会では、実際に「責任」を実践している運用担当者、「責任」を果たす上での課題、今後の方向性などについて議論を行いました。そのなかで特に意識したのは、トップダウンとしての考え方を説明し方向付けるものではなく、ボトムアップで、多くのメンバーの多様な意見を聞くことでした。3回に分けて実施した語る会では、「責任ある投資」とは何か、そもそも当社の「責任」とは何かという根本的なところまで深掘りされるなど、私が事前に想定した以上に活発な議論となりました。当社は、アクティブ運用を中心とした運用会社であることから、優れたパフォーマンスをお客さまにご提供することが運用の根本的な目標であり、その手段として企業への直接取材を通じて実態を的確に把握し、その企業の価値を判断するために付加価値のある取材、分析をすることに存在意義があるということは共通の認識であったと思います。当社の経営理念である「優れた運用を通じて社会に貢献する」ことに通じるこの考え方は、当社の「責任」あるいは「責任投資」を定義付ける基点となるものでしょう。

今後は先を見据えた独自の議論が必要

今回の機会は、責任投資のビジョンを再考するための大きな一歩であったと思います。ただ、結論に至るにはさらにいくつかのステップが必要であると思います。今後はESG課題を解決していくことと企業戦略、企業業績がより密接に同期化すると予想されるため、今までの責任投資というカテゴリーと関連付けつつ、先を見据えた独自の議論が必要になるのではないかと認識しています。

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点によりステュワードシップ活動の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として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名が議長を務めています。

責任投資委員会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けることが望まれるのではないか。

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、CSOと語る会を実施するなど議論を進行中。

企業価値最大化について、米澤氏作成の文書をもとに、責任投資委員会で質疑応答や論点整理(2024年4月25日)

最近ROEやROAの最大化で安住しているように見受けられるが、それは錯覚である。資本コストを上回るリターンが期待できるのであれば、そこで止まらず、企業価値の最大化を目指して、設備投資をするべきである。

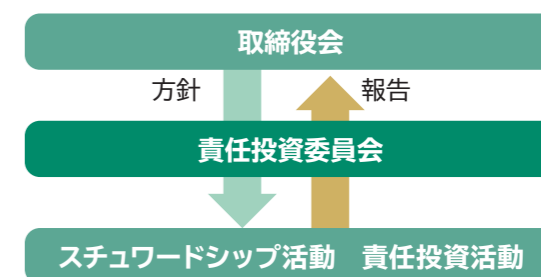
議論を踏まえ、新年度のエンゲージメントの重点テーマについて、およそ2ヵ月かけて責任投資委員会と現場で議論し決定。(P51参照)

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」「ステ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、ステ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

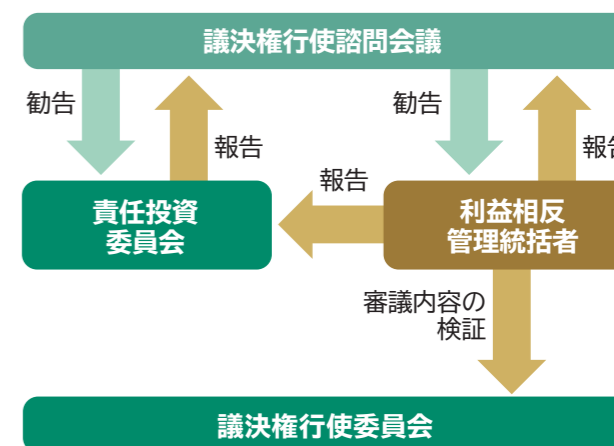
当社では、右図のような利益相反管理体制をとっています。議決権行使にあたっての意思決定は、議決権行使委員会で審議し委員長(運用本部長)が決定します。

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



密接な社内連携によりスチュワードシップ責任を遂行

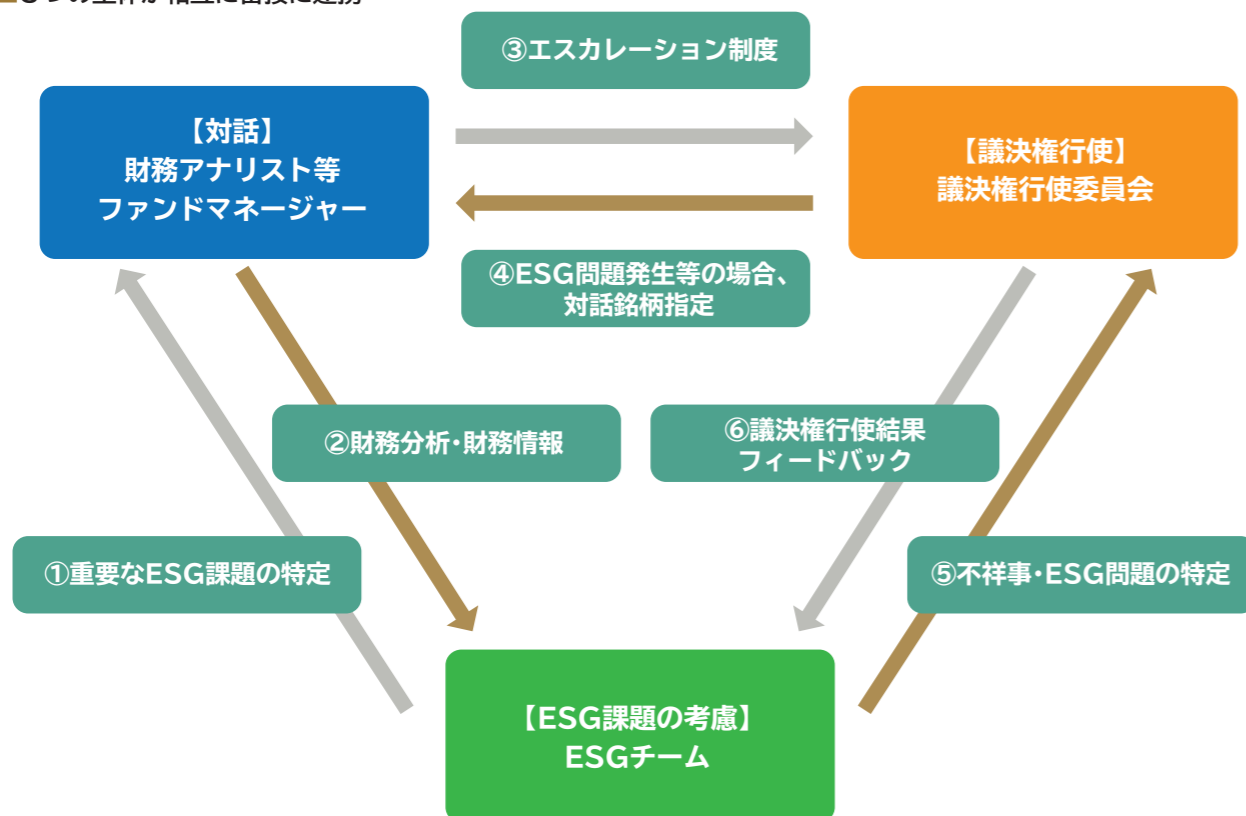
当社では、企業を熟知するアナリストやファンドマネージャーが対話の窓口を務め、ESGチームや議決権行使委員会などが密接に連携し、スチュワードシップ責任を遂行しています。

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

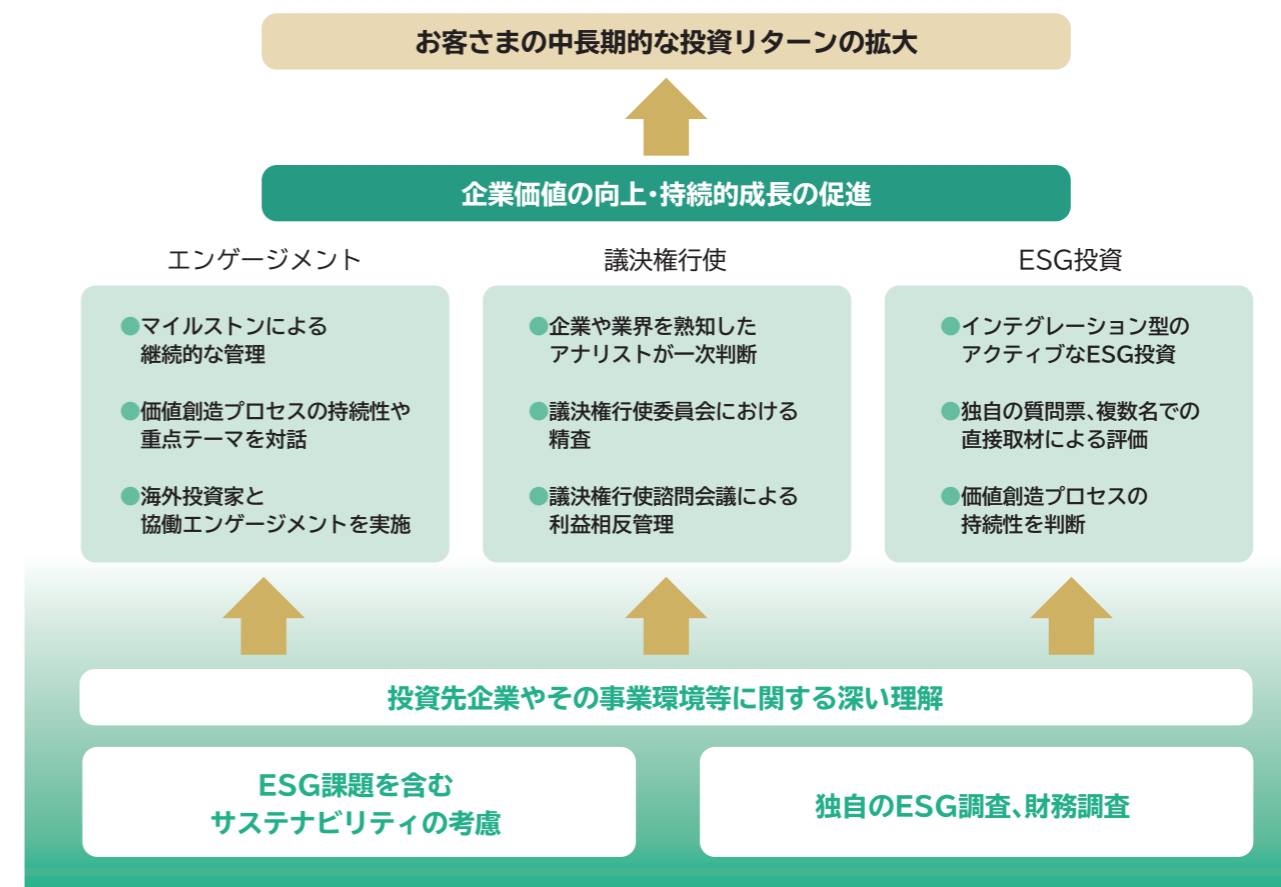
①重要なESG課題の特定	ESG等サステナビリティを巡る課題について、投資先企業ごとのマテリアリティを考慮し、取組み状況の把握に努めています。
②財務分析・財務情報	ESGチームは、財務アナリスト等やファンドマネージャーから財務情報など定量的な分析結果のフィードバックを受けます。
③エスカレーション制度	財務アナリスト等は、担当企業の株主総会議案に対する第一次判断を行います。そのような通常のケースを超えて、改善の必要性が大きいにもかかわらず対話を通じて今後の改善が期待できないと財務アナリスト等が判断した場合、取締役選任に反対する意見を表明することができます。通常の第一次判断と異なり、エスカレー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



国内株式 ESGアクティブ運用

ESGアクティブ運用

当社では、2003年より、国内株式SRI (ESG) アクティブ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。

	付加価値の源泉	ウェイト配分	ベンチマークからの乖離
パッシブ	なし	時価総額ウェイト	非常に小さい
ESGパッシブ	ESG要素	ESGスコアウェイト ESG評価が低い銘柄を除外したのち時価総額ウェイト	小さい
ESGアクティブ	ESG要素+財務要素	ESG評価と財務評価が高い銘柄に大きいウェイト	大きい
アクティブ	財務要素	財務評価が高い銘柄に大きいウェイト	大きい

(図表) 書籍『ESG投資 持続可能な将来設計』より当社作成

運用哲学

当社のESG投資は、「最も着実に成長を期待できる企業は、社会的責任を果たすことにより、持続可能な経済の成長を推進する企業である」との考えに基づき、社会的責任を果たすことで持続可能な成長が期待でき、なおかつ市場で割安に評価されている企業に投資しています。

ESGの考慮と超過リターン～3つの視点～

以下の3つの視点から、ESGが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、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	財務的な要素に加え、ESGという非財務情報を考慮することで、 真の企業価値を推定 することが可能になると考えています。

当社の国内株式ESGアクティブ運用

当社の国内株式ESGアクティブ運用の特長を運用、リサーチ、カルチャーの3つの側面からご説明します。

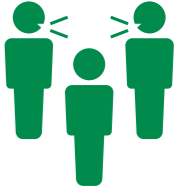
運用における特長

ESG調査を基軸としたボトムアップ調査を主とするポートフォリオ構築




調査における特長

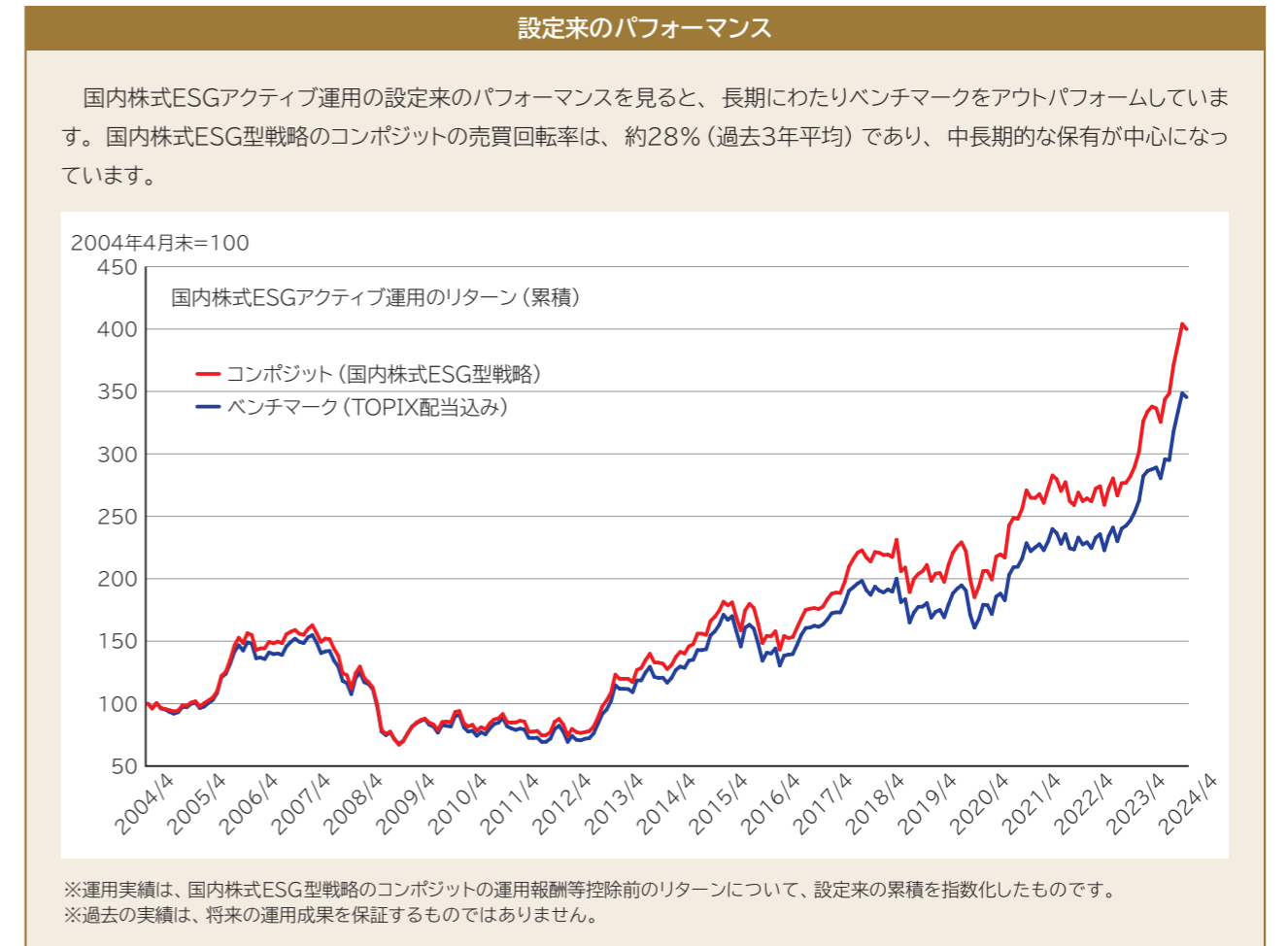
2003年当初から貫いてきた「足を使って本物を掴む」直接取材



カルチャーにおける特長

ESGアナリスト、財務アナリスト、ファンドマネージャーが日々議論を交わし、一丸となって超過リターン獲得を図る文化





当社の国内株式ESGアクティブ運用の3つの特長

運用における特長

Q ファンドマネージャーや財務アナリストが選定した銘柄を前提としておりESG評価はあくまで参考情報に過ぎないのでしょうか？

A ESG調査を基軸としたボトムアップ調査を主とするポートフォリオ構築をしています。

Q ESG評価ばかりで運用リターンが考慮されていないのではありませんか？

A ESGが優れているだけでなく、財務の評価をもとにした株価の割安性やリスク水準を考慮した上で銘柄選択しています。



→ P19~20

調査における特長

Q ESGに関する質問は投資先企業との対話において「ついで」として扱われているのでしょうか？

A ESGに特化した調査を実施しています。1社ごとに必ず複数名で丸一日かけて実施しています。

Q 企業ごとの個別課題を考慮しない画一的なエンゲージメントになっていないでしょうか？

A テーマに限らず、個々の企業の成長に資するエンゲージメントを実施しています。



→ P21~22

カルチャーにおける特長

Q 対話の担当部門と運用部門が分離していませんか？十分な連携は図られていますか？

A ESGアナリスト・財務アナリスト・ファンドマネージャーからなるチーム全員が、運用本部内の部署に属し、一体となって、自社完結型のESG運用を行っています。ESG調査と運用を一体化したコンパクトな組織体制を活かし、役割を超えた日常的な議論を活発に行っています。



Q ESGアナリスト、財務アナリスト、ファンドマネージャーそれぞれの視点と目標は？

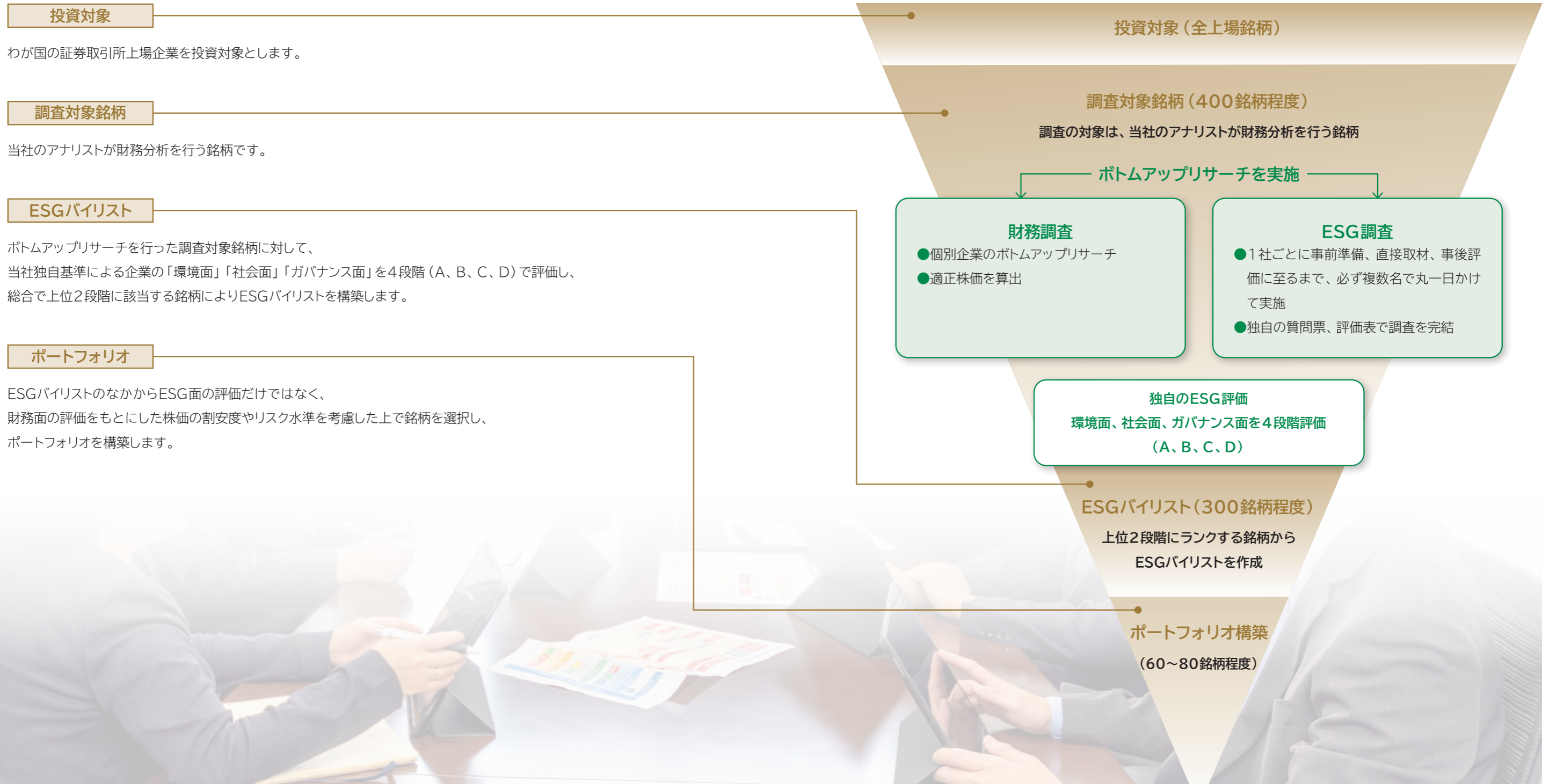
A 異なる役割で多面的な視点（株価の割安性やリスク水準、本物を掴む直接取材、財務アナリストによるボトムアップリサーチ）から、超過リターン獲得という共通の目標を見据えています。



ポートフォリオ構築プロセスと運用における特長

ポートフォリオ構築プロセス

ポートフォリオ構築プロセスは下記の通りで、ESG評価と財務面の評価を統合した運用としています。
アナリストを含めESGチーム全員が運用本部内の部署に属し、運用と調査を一体化した体制としています。



独自のESGリサーチ～「足を使って本物を掴む」直接取材～

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。ただ調査票を企業に送付しその回答を評価するのではなく、1社ごとに事前準備、直接取材、事後評価に至るまで、必ず複数名で丸一日かけて実施し、いわば“足を使って本物を掴む”直接取材を行っています。

VOICE ESGアナリストコメント

チームで築き上げたリサーチ体制



チーフESGアナリスト
律嶋 真理

当社のESGファンドのリサーチプロセスのこだわりは、「直接取材」です。これは、2003年にファンド組成の際、当社のESGリサーチプロセスの基本中の基本と位置付けられ、現在に至っています。

ファンドが設定された2003年当時の日本は「CSR元年」といわれ、日本企業の多くが環境報告書から、より包括的な情報を開示するCSRレポートへと切り替え始めた年でしたが、情報開示レベルは当社が投資判断する上で十分とはいえませんでした。もちろん、ESG情報を提供するベンダーは当時もありましたが、彼らのメソドロジー（調査手法）と当社の考えが完全に一致するということは、テラーメイドではない以上あり得ません。また、数多くの企業にアプローチするにはアンケート調査という手法もありますが、当社の質問の意図と異なる解釈をして回答する企業も一定数存在するため、その場合は何度か追加質問をして確認する必要があります。このような誤解や手間を考えると、当社が投資判断に必要なESG情報を確実に入手するためには、自ら情報を取りに行く「直接取材」という手法が適切であり、さらに当社ESGファンドの差別化要因にもなり得ることから、20年来こだわりを持って取り組み続けています。

ESG取材で聞く内容は定性情報が多く、そうした情報を評価するにあたっては主観が幅を利かせてしまう可能性もあるので、客観性を担保するため、複数名で取材し評価することを必須としています。この複数名による取材活動は、客観性が担保されるだけでなく、多面的に企業を評価できるという利点もあります。また、当社のESGリサーチでは、事前準備として統合報告書など企業が開示している資料を読み込むのはもちろんですが、有意義かつ建設的な取材にするための事前ミーティングや取材後には企業価値をしっかりと反映したESG評価を行うための評価ミーティング、さらに、昨今はESGを取り巻く状況が目まぐるしく変化していることから、ESG質問票や評価表のブラッシュアップを適宜ESGチームミーティング等で行うなど、企業とのダイレクトコミュニケーションのみならず、ESGチーム内のインターナルコミュニケーションも充実しています。こうした丁寧かつ細やかなESGリサーチを行うことでファンドのパフォーマンスに寄与する真の企業価値の評価が可能となり、この唯一無二のリサーチ体制こそが私たちの強みだと考えています。

4つのステップによる丁寧なESGリサーチ

ESGリサーチは4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



【情報収集】

参加メンバーは、まず各自で下調べを行います。

- ESG情報の収集分析
- 統合報告書や、ガバナンス報告書、評価機関による評価等



【事前ミーティング】

●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。

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。

【個別取材・対話】

- 独自の質問票に基づく個別取材
- 複数名で取材

③ESG評価



【各自のESG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。



【評価ミーティング】

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ます。（独自の評価表に基づく分析・得点化、最終評価に向けた徹底した議論）



【ESG評価の決定】

ESG評価を決定します。（総合評価の付与）

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。

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

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9年間の長期投資を行い、超過リターンを獲得したものです。同社は、独自の社内通貨制度を利用したユニークな組織高度化を行い、持続的な成長を成し遂げました。最近の言葉でいえば、人的資本の活用優れた企業です。ESGに関する優れた取組みのある企業ですが、情報開示があまり積極的ではなかったため、直接取材により、同社の真の企業価値の推定が可能となりました。また、同社との長期的な関係性は当社の実力向上にも寄与しました。

1 独自のESGリサーチ



2 真の企業価値の推定 真の企業価値 = 財務評価 ± ESG評価

ESG評価 (2015年3月)

- 独自の社内通貨制度や、それを利用した「人事異動の自由」など、他社に例を見ないユニークな組織高度化
- 仕事は取引自由 (社内オークション)
 - ・やりたくない仕事は、社内オークションにかけてやりたい人に発注し、社内通貨で支払う
 - ・新規業務が発生した場合は、社内オークションで、やりたい人が取り、社内通貨で支払う
 - ・社内通貨はボーナス時に現金化される。多い人は、通常のボーナスの数倍を稼ぐ
- 改善活動を真剣勝負に
 - ・毎月、部署対抗の改善活動発表会を実施、ほぼ全ての部署が

毎月対戦。勝者には社内通貨でボーナス支給
 ・発表会を見ている社員は社内通貨で投票 (投票が多い部署が勝者)。敗者にかげられた社内通貨は勝者にかけた社員で分配
 ・他部署に対するリテラシーが大幅に向上

■細部まで徹底的にこだわった理念や行動基準の高い浸透
 【例】独自の「成長」の定義
 売上やシェア、規模の拡大を「成長」と位置付けず、同社が社会において果たそうとする役割 (ミッション) の実現性の向上およびステークホルダーとの価値交換性を、成長と定義

→ 自らの意思で仕事を選択できる働き甲斐のある組織を実現

財務評価 (2015年3月)

- 高いマーケットシェア
- 顧客と共同開発するためのラボを多数設置
- 消耗品販売による高い利益率

→ 半導体産業におけるシリコンサイクルの影響を受けにくいビジネスモデルを構築

売上高 1,259 億円	親会社株主に 帰属する当期純利益 200 億円	時価総額 4,516 億円	ROE 14.7%
--------------	----------------------------	---------------	-----------

※売上高・当期純利益は2015年3月期実績、時価総額は、取材前日 (2015年3月17日) の終値ベース

3 真の企業価値と市場における評価のギャップを発見

【市場における評価】は、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

- 他社に例を見ないユニークなESGの取組みや、シリコンサイクルの影響を受けにくいビジネスモデルの構築などにより、**価値創造プロセスの持続性が極めて高い**と判断した。
- 一方で、業績の変動が激しい半導体製造装置メーカーという認識や、ESG関連の情報開示が積極的でないことから、**市場における株価は同社の長期的な上昇ポテンシャルを織り込んでいない**と判断。

※投資の約2年後、「第1回働きやすく生産性の高い企業」の最優秀賞を受賞 (厚生労働省2017/3発表)

4 エンゲージメントによる企業変容と当社の実力向上

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) を実施してきました。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しました。また、先進的な取組みを進める同社との継続的な対話や同社のご厚意による勉強会などは、当社の実力向上に寄与しました。

ガバナンス体制が大幅に強化



情報開示が大幅に進捗、当社の実力向上にも寄与

- 有価証券報告書で下記のような点について充実した開示を実施 (2023年6月から)
 - ・価値観の共有と浸透活動
 - ・従業員自らの強い意志 (内的動機) が個性や能力を発揮させるという考えのもと、社内通貨制度や異動の自由などの、ユニークな取組みを実施
 - ・従業員同士の関係性 (関係の質) が、業務上のアウトプットの向上に資するという考えに基づいた、研修・ランチ会などを実施
 - ・過去10年以上にわたる従業員満足度調査の結果と同社業績の推移を、グラフにて開示
- 勉強会の実施
 - ・2019年10月に同社のご厚意で、当社向けに社内通貨制度をはじめとする独自のマネジメントに関する勉強会を実施

→ 人的資本の活用的高度化により、従業員満足度が上昇し、それにあわせるように業績が上昇していることが社外からもわかる開示が実現

→ 当社は組織高度化に関する高度の知見を獲得。その他の企業とのエンゲージメントにも応用 ⇒ P29 社会に関するエンゲージメント

5 長期投資 (約9年) で時価総額は約13倍に増加

財務評価 (2024年3月)

2015年の約2.4倍	2015年の約4.2倍	2015年の約13.7倍	2015年から約7.7%ポイント上昇
売上高 3,075 億円	親会社株主に 帰属する当期純利益 842 億円	時価総額 6兆1,973 億円	ROE 22.4%

※売上高・当期純利益は2024年3月期実績、時価総額は、2024年3月末日の終値ベース

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に関する規制の影響で中断を余儀なくされましたが、規制緩和を受け、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

当社はUOBAMのESGファンドに対する日本株の助言を2020年10月に開始しました。開始当時は新型コロナウイルスに関する規制の影響から日本企業に対する協働取材は実施することができませんでした。

規制緩和後、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。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

台湾での協働取材を終えて

1. 台湾企業におけるESGに対する取組み

今回訪問した企業においては、全ての企業がパリ協定に準じて2050年におけるネットゼロ目標を掲げており、その達成に向け、ほとんどの企業がRenewable Energy 100% (RE100) やScience Based Targets initiative (SBTi) といった国際的な気候変動イニシアティブに参画するなど、環境面に関して積極的な姿勢が見られました。

ガバナンスの面では、取締役会の多様性（ボード・ダイバーシティ）や独立役員の増員や女性取締役比率などを課題として取り組んでいる企業が多く見られました。

全体を通じて、台湾企業におけるESGに関する課題や取組み状況は日本と類似している点が多く見られました。

2. 台湾特有のESGの強みと課題

台湾は半導体やPC、スマートフォンなどの受託製造の分野において、その技術力の高さや生産能力の優位性から、世界のハイテク産業の重要な拠点として機能しています。台湾企業、とりわけ製造業は環境面に関して積極的に取り組んでいますが、これは米国のPCメーカーなどの顧客が、環境にやさしい製品を求めていることが背景にあります。投資家だけでなく顧客からも環境に対して厳しい視線が向けられていることが、台湾企業の環境に対する取組みを推進させる原動力の一つと考えられるでしょう。一方、再生可能エネルギーの利用比率を高めようと各社努力をしているものの、大手企業が再生可能エネルギーを大量に購入しているという実態があり、その結果、カーボンプレジットを購入するしかないという企業が数多く存在するなど、解決すべき課題は残されています。

ガバナンスの面では、台湾のIT関連企業は創業者の高齢化が進んでおり、転換期を迎えています。企業によっては、取締役会に占める創業者ファミリーの比率が高く、指名委員会が設置されていない企業もあり、今後どのようにサクセッション・プランを策定・導入するかが課題となるでしょう。

そのほか、生成AIが注目されるなか、ITやDX人材の確保・育成についてはどの業界においても注力しており、大学と連携し人材を育成するといった取組みも見られました。

3. 協働取材、UOBAMとの協業における今後の展望

今回の取材を通じて、グローバル経済における台湾の位置付けという観点から、企業のESGに対する取組み状況を理解することができました。また、UOBAMの台湾法人のアナリストと協働取材をすることで、当社が十分に把握していない台湾独自の状況や事情を補完しながら、取材先企業と活発に示唆に富む議論を行うことができました。

今後については、2024年11月にマレーシアの企業に協働取材を行います。マレーシアでは、クラウドやAIの需要が増加するなか、アジアにおけるデータセンターの拠点として注目を集めています。大量の電力を消費するデータセンターにおいて、環境への配慮がどのように実施されるかが重要な論点となっています。

今後もUOBAMの知見と当社のノウハウを活かし、現地で得た情報をもとに、アジア企業に対するESG評価と分析の精度を一層高めていきます。



台湾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、2023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
- 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)

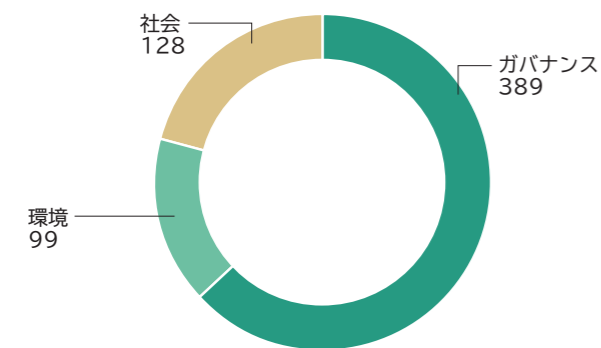
2023年度の重点テーマ

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、▶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
	<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り組みの開示 ■ 人的資本の有効活用と価値創造プロセスの関係の開示
S	<ul style="list-style-type: none"> ■ 経営資源の最適な在り方
G	<ul style="list-style-type: none"> ■ 経営資源の最適な在り方

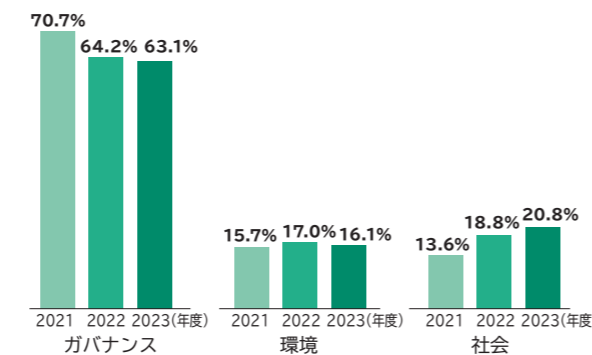
対話活動状況



対話件数の内訳



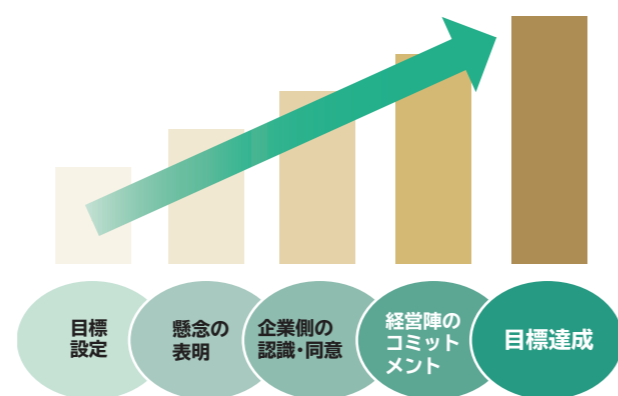
ESG関連に占める各テーマの比率



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。



エンゲージメントの具体的事例

当社では、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

化学メーカーとの価値創造的対話

事例 A社	<ul style="list-style-type: none"> ■ 業種 化学 ■ テーマ 環境 ■ マイルストーン 目標達成
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 課題 TCFD開示 ■ 主な対話相手 執行役員 サステナビリティ推進室長

2022年5月	<p>当社: TCFDに沿った開示をしているが、「戦略」の部分のリスクと機会に関する財務影響の定量分析など、開示を充実させたほうが良いのではないかと懸念。</p> <p>A社: 今回初めてTCFDフレームワークに沿った開示を行ったので、現状の開示が完璧とは考えておらず、改善を重ねていく方針である。</p>	<p>企業側の認識・同意</p>
2023年8月	<p>先方の要請で統合報告書レビューを行うなか、対話を実施。</p> <p>2023年版統合報告書にて、TCFDフレームワークの「戦略」におけるリスクと機会について、有価証券報告書と紐付ける形で財務インパクトについて開示していることを確認できたことから、目標達成とする。</p>	<p>目標達成</p>

POINT

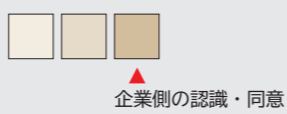

環境以外の情報開示の強化についてもエンゲージメントを実施し、全体として同社の企業価値向上への貢献を志向し、2022年5月には上記以外に、下記のエンゲージメントを行った。

当社: 先進的な報酬制度をはじめ、社外取締役の御社への貢献度など、今回の取材で御社のガバナンス体制が充実していることを確認したが、そうした実態が統合報告書等でしっかり伝えられているとは言いがたいのではないかと懸念。	A社: 確かに、ガバナンスの開示が他のセクションに比べシンプルすぎており、改善していきたい。
2023年8月に、ガバナンスに関する開示も強化されたことを確認	

S 社会に関するエンゲージメント

銀行との価値創造的対話

事例 B社	■業種 銀行	■テーマ 社会	■マイルストーン 目標達成
	■課題 顧客満足の上	■主な対話相手 代表取締役 CSO・CDTO	

2023年9月	<p>当社</p> <p>不祥事(証券会社による仕組み債の不適切販売)の再発防止は重要であるが、その一方で、守りのガバナンスばかりに注力し、事業活動においてリスクをとることを恐れすぎないことも重要であり、企業価値向上や持続的成長が鈍化することがないよう、顧客満足の上に向けた取組みを一層推進してほしい。</p>	 <p>企業側の認識・同意</p>
	<p>B社</p> <p>そのように取組みを進めていきたい。</p>	
2024年4月	<p>B社</p> <p>今回の不祥事を教訓とし「三つの誓い」を制定(2023年10月)。この「三つの誓い」とは、お客さまへの提案や業務上の判断を行う場合に、必ず立ち止まって「お客さまの思いの実現につながるのか」「お客さまの課題の解決につながるのか」「お客さまの豊かなライフスタイルの実現につながるのか」を考えるというものである。</p>	 <p>目標達成</p>
	<p>「三つの誓い」を基本とした経営を推進することで、顧客の信頼を回復し、さらなる成長を可能にしようとしている姿勢が確認できたことから、目標達成とした。</p>	

POINT

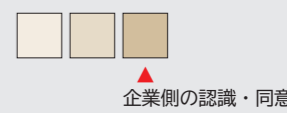

上記に加え、不祥事の再発防止にとどまらず、さらなる向上を求め、2024年4月に以下のエンゲージメントを実施。

<p>当社</p> <p>御行は、銀行業界においていち早く内部昇格の女性が取締役になるなどESGの取組みに優れ、業績も最高益を更新するなど優れた経営が行われており、業界におけるロールモデルになり得る企業として注目し、当社のESGファンドで投資もしている。そういうなかで、今回の不祥事が起きてしまった。再発防止策の取組みは十分理解できるが、さらに一歩進め、真のロールモデルになるよう期待する。「成功循環」の理論としては、組織内で「結果」ばかりを追求すると悪循環に陥りやすいが、「組織における(人間)関係の質の向上」の取組みから始めることで、良い循環を起こすことが可能である。</p>	<p>B社</p> <p>「関係の質の向上」というキーワードに留意しつつ、持続的な企業価値向上を図り、期待に応えたい。</p>
---	--

G ガバナンスに関するエンゲージメント

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 ガバナンス	■マイルストーン 目標達成
	■課題 経営戦略としてのたんぱく質の価値の開示強化	■主な対話相手 広報IR部	

2023年3月	<p>当社</p> <p>「たんぱく質を、もっと自由に。」という企業メッセージを発信しており、マテリアリティでも「たんぱく質の安定調達・供給」を掲げているが、株式市場で十分理解されているとはいえない。そのような考えや姿勢をステークホルダーに伝えるためには、「たんぱく質の価値」とは何か、そしてその価値の提供における同社の優位性が何であるかについて、国内最大級のたんぱく質供給企業として、わかりやすく説明したほうが良いのではないか。</p>	 <p>企業側の認識・同意</p>
	<p>C社</p> <p>そのような方向で検討していきたい。</p>	
2023年11月	<p>当社</p> <p>前回の対話で要請した「たんぱく質の価値」とそれにかかる優位性に関する開示については、新しい統合報告書の価値創造ストーリーにおいて力強く語られていることを確認した。そのほかにも、前回の対話で議論した点が多く反映されており、ありがたく思う。</p>	 <p>目標達成</p>
	<p>C社</p> <p>統合報告書にとどまらず、今後は「たんぱく質」を軸に投資家をはじめとしたステークホルダーとの対話を深めていきたいと考えている。</p>	

POINT

上記に加え、これまで先送りにされてきた構造改革についても、新社長が抜本的な取組みを行う姿勢であることが、必ずしも市場に認識されていないと思われることから、2023年11月に下記のエンゲージメントを行い、さらなる企業価値の向上を求めた。

<p>当社</p> <p>新社長は、これまで先送りにしていた構造改革に抜本的に取り組む姿勢を明示している。特にこれまでの縦割り組織から脱却し、経営の一体化を目指すことを掲げ、4月にはグループ戦略推進事業部やマーケティング統括部を新設するなどスピード感を持って取組みを進めているが、こうした新設部門の実効性や改革を進める上で必要になってくる社内コミュニケーションなどについて、より詳細に開示すると良いのではないか。</p>	<p>C社</p> <p>そのような方向で検討していく。</p>
---	---

詳細分析

株価ディスカウントからの脱却に関して、当初2回の対話では基本的な同意は得られたものの、改善が見られなかった企業に対して、相手の立場に理解を示しながら継続的に対話をした結果、3度目の対話で経営陣のコミットメントまで進捗した事例です。

経営陣のコミットメント後に同社が示した中長期目標は、対話開始時に当社が求めた株式価値とほぼ同水準でした。

事例 D社	■業種 その他製品 ■テーマ ガバナンス ■マイルストーン 経営陣のコミットメント ■課題 株価ディスカウントからの脱却 ■主な対話相手 取締役CFO (当初2回の対話相手はIR、経営企画)
-------	--

2021年12月	当社: 環境への貢献をビジネス戦略として取り組むことや、古くから指名委員会を設置するなど、優れたESGの取組みがある一方で、情報開示が十分でなく、市場からの評価も低水準にとどまっている。改善が必要ではないか。 D社 IRリーダー: そのような方向で検討したい。	企業側の認識・同意
2023年8月	当社: 環境の取組みと企業価値向上のリンクに関する開示などを強化し、株価ディスカウントからの脱却が求められる。 D社 経営企画室長: そのように取り組んでいきたい。	企業側の認識・同意
2024年3月	当社: 環境やガバナンスについての優れた取組みがあるにもかかわらず、株価がディスカウントされていることからの脱却について、これまで対話を続けてきたがあまり改善が見られない。先般は、貴社自身による資本コストの推定が低すぎる点について新聞でも報道された。 D社 取締役CFO: CFOである私の責任であると考えている。東証から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等」についての要請も出ており、今後は情報開示や取組みを強化していく。	経営陣のコミットメント

エンゲージメント結果の検証

株式価値、株価	対話開始時 (2021年12月) : 株式価値1,158億円、株価2,088円 当社が求めた株式価値、株価 (対話開始時) : 株式価値1,962億円、株価3,536円
WACC ^{※1} ・ROIC ^{※2}	WACC: 5.4%、ROIC: 7.5% (当社推計、対話開始時)
対話後の状況	■2024年3月 リリースで「株主の皆さまとの対話を踏まえ、より積極的かつ安定的・継続的な株主還元を実現すべく、利益配分に関する当社の考え方」を変更する旨を開示 ■2024年8月 第1四半期の決算説明資料において、第1四半期のトピックスとして以下を詳細に開示 ・資本コストを意識した経営: 中長期的にPBR1.5倍を目指す(2024/3末は約0.85倍) 「中長期目標PBR1.5倍」は、2024年3月末の1株あたり純資産2,435円で計算すると、株価は3,652円となる。これは、対話開始時に当社が求めた株価(3,536円)とほぼ同じ水準 なお、2024年8月現在、株式価値1,226億円、株価2,241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。
 ※2 投下資本利益率 (Return On Invested Capital) のこと。税引き後営業利益を投下資本 (有利子負債+株主資本) で割って算出する。

重点テーマによるエンゲージメント【気候変動問題】

2023年度の環境に関するエンゲージメント活動では、引き続き「気候変動問題」を重点テーマと位置付け、「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」を要請しました。さら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しました。

2024年度から、環境に関するエンゲージメント活動は、それまでの気候変動問題に絞ったものから、対話先企業にとって重要で本質的な環境課題へと視野を広げていく

必要があると考え、「企業価値を左右する各社の本質的環境課題の特定と取組み」を重点テーマとし、エンゲージメント活動を実施しています。

これは、2022年4月4日に東京証券取引所(東証)が市場区分を再編し、プライム市場上場企業に対してTCFD開示を実質義務化したことや、2023年1月31日に企業内容等の開示に関する内閣府令等の改正により、有価証券報告書等において「サステナビリティに関する考え方および取組み」が記載項目として追加され、サステナビリティに関する情報開示が2023年3月期決算企業から適用され始めたことなどを受けたものです。

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
食品	2023年11月	気候変動	気候変動に関する2050年目標の開示					目標達成
小売	2024年2月	気候変動	TCFDに沿った開示の充実					目標達成
繊維	2023年10月	気候変動	2050年ネットゼロ実現に向けた2030年目標の見直し					目標達成
化学	2023年8月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					目標達成
金属製品	2023年10月	気候変動	CO ₂ の総量削減目標や実績の開示					目標達成
化学	2024年6月	気候変動	TCFD賛同および長期目標策定					目標達成
非鉄	2024年1月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
機械	2024年3月	気候変動	TCFDに沿った開示の充実					
建設	2024年6月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
食品	2024年4月	気候変動	TCFDの「機会」に関する具体的な開示					
食品	2023年11月	気候変動	TCFDの財務インパクトの開示の充実					
食品	2024年1月	気候変動	TCFDの財務インパクトの開示の充実					
化学	2023年12月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
鉄鋼	2023年11月	気候変動	TCFDの財務インパクトの開示の充実					
輸送用機器	2024年5月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
電機	2024年3月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
輸送用機器	2023年12月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
不動産	2024年3月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
卸売	2024年1月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					
輸送用機器	2024年6月	気候変動	TCFD財務インパクトの開示					

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、エンゲージメント先企業に対する影響力が強くなり効果的
- 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から、有効な手段と認識
一方、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。

■当社が参画している協働エンゲージメント

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

Climate Action 100+ (CA100+)における協働エンゲージメント

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(CalSTRS)と共同リードインバスターとして東レ株式会社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

■CA100+「Progress Update」レポートへの掲載

当社がカルスターズと協働でエンゲージしている東レが、CA100+の2023年の「Progress Update」レポートにお

いて、ケーススタディの一つに選ばれ、紹介されました。



CA100+「Progress Update 2023」

■東レさまからのコメント

CA100+のエンゲージメント対象企業になって、最初と現在の印象の違い

当初エンゲージメントに際したときは、開示情報を基礎に管理・進捗のみを議論することかと考えていましたが、複数年にわたって、極めて多面的な議論をすることができ、これにより、弊社の環境関連の事業活動・技術開発活動の国際的な視点での非財務情報開示の立ち位置がよくわかるようになってきました。

また、CA100+の世界での存在感もあり、このエンゲージメント活動を政府との審議・折衝にも積極的に活用させていただいています。

当社との対話の印象

やはり長期投資家の理解があることで、企業の環境活動の長期視点での評価をしているという印象です。弊社の長期にわたっての技術研究開発活動に理解をいただいていることに感謝申し上げたいことと、カーボンニュートラルの道程は水素など革新的なイノベーション技術開発が必要であるという認識をいただいていることは嬉しい限りです。

今後期待すること

既に世界は気候変動が大きな課題であるものの、そのなかで国家安全保障、エネルギー安全保障、食料安全保障、人的安全保障などが注目されています。気候変動対策は様々な事象が関係し、資源・エネルギー・自然資本が互いに影響を及ぼすことになっており、一つの指標では評価できないと考えます。GHG削減のみでの非財務情報での企業価値評価ではなく、多面的な事項での企業評価を丁寧に行って、カーボンニュートラルへの道程へのトランジションが重要ですので、あくまでも長期的視点での企業評価をさらに望みます。

■カルスターズさまからのコメント

カルスターズは、富国生命投資顧問 (FCM) のチームと5年以上にわたり、CA 100+イニシアティブにおいて協力してきました。このパートナーシップを通じて、日本の多排出企業と対話し、気候変動に対する適切な対応を促すことで、財務リスクを軽減し、資産の長期的な価値を最大化することを目指してきました。

FCMのチームは、カルスターズが2050年までにネットゼロを達成するという目標にとって、重要なパートナーです。FCMの調査チームは、日本のESGに精通した専門家がそろっており、長期投資家であるカルスターズに貢献しています。私たちは、このチームと定期的に密接に連携し、金融、経済、政策、技術、科学が交差する視点で脱炭素移行の機会を見だし、企業のパフォーマンスを向上させるための方法を模索しています。

FCMの調査チームは、企業や規制当局と協力し、日本の気候政策の策定に影響を与える役割を果たしており、これによりカルスターズの持続可能な投資目標を支えています。今後も、FCMのチームは、日本の脱炭素化の進展において貴重な洞察と指針を提供し続け、脱炭素移行を支援する企業にとっての金融機会を特定していくと確信しています。

エンゲージメント事例

事例	■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 経営陣のコミットメント
課題	Just Transition (公正な移行)	目標設定
2023年10月	<p>当社</p> <p>CA100+のネットゼロ・カンパニー・ベンチマークの指標9では「Just Transition (公正な移行)」について評価しているが、同社の評価が「N」(回答なし)になっていることから、Just Transitionに関する原則などを理解し、実際にどのような活動を行っているのか、時流にあわせ、開示することを要請した。</p> <p>東レ</p> <p>サプライチェーンに関しては、GHGだけではなく、様々な側面を把握する必要があると考えており、人権やその他に対する考え方は、CSR調達ガイドラインを策定し対応している。ただし、これだけでは十分ではないことは理解しており、ロードマップの作成など、より実効性のある取組みとしてステークホルダーに説明する必要があると考えている。</p> <p>カルスターズ</p> <p>SBTのセクター別メソッドロジー策定の議論の場に参加することを推奨する。</p>	<p>経営陣のコミットメント</p>

国内クレジット調査におけるエンゲージメントとESG評価

エンゲージメント事例

事例 E社	■業種 機械	■テーマ ガバナンス	■マイルストーン 企業側の認識・同意
	■課題 財務状況の実態を的確に表す指標の開示	■主な対話相手 執行役員 財務経理部 部長	

2024年6月

当社

現状は会計上の株主資本比率やネットDEレシオの開示にとどまっている。永久劣後債が資本算入されることは理解しているが、実態としては負債性を持ち、ファーストコールでの償還を目指していることから、ハイブリッド資本を除いた株主資本比率やネットDEレシオを開示することで、財務状況を的確に公表すべきではないか。

E社

発行当初、ほかに永久劣後債や劣後債を発行している企業がなかったため、現在のような会計上の資本を用いて、株主資本比率を開示している。本提案は企業の財務実態を表す上では適当だと思われるため、貴重な意見として今後の開示を検討したい。

■ ■ ■

▲

企業側の認識・同意

VOICE クレジットアナリストコメント



チーフクレジットアナリスト
岡崎 多美

クレジット調査部では、アナリストが中心となり企業と対話しています。クレジットリスクにつながるESG要素について対話を行い、その方向性について議論することで、より的確にクレジットリスクを把握し、企業のサステナビリティ強化にも貢献できれば、と考えています。

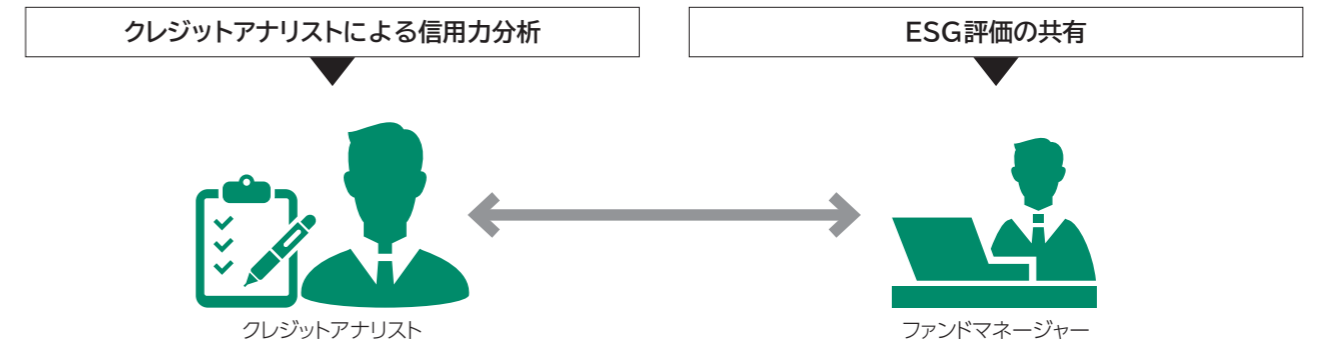
2023年3月に東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請(以下、東証要請)したこともあり、2023年度は多くの企業が対応策を開示しました。資本コストの低減が期待できる要因としては、業績ボラティリティの低下や経営に対する信頼感の醸成等が考えられますが、これらは信用力の向上にも寄与するものです。一方、余剰資金や政策投資株の縮減、PBRを高める手段ともなる自社株買い等株主還元強化については、これらを要請する一部の株主

提案に、時折懸念を感じることもあります。というのも、バランスシートにある売却可能資産は、クレジットが悪化する局面でのリスクバッファーとみなされていたものですし、行き過ぎた自己資本の圧縮は企業のサステナビリティをむしろ弱める結果になりかねない、と考えているからです。こうしたことから、企業との対話では資本政策や財務規律を確認し、最適なバランスシート・コントロールについて議論しています。

ある食品メーカーは、売却益を伴う大規模な資産売却を行った結果、財務改善が進展していましたが、東証要請への開示に際し、バランスシート方針を改定、今後は低下したROEを回復させるため財務レバレッジを高めること、これまでにない株主還元強化を行うことなどを発表しました。それまで想定していた財務方針とは異なりましたが、対話のなかで、比較的事業が分散されており安定的なキャッシュフロー創出が継続する見通しであること、格付け維持の意識が高いことを確認し、信用力に問題が生じる可能性は低いとの結論に至りました。同時に、健康課題に配慮した商品を拡大していく事業方針についても賛同しました。

今後も、企業との対話を積み重ね、ステークホルダーの一部としてメッセージを発信し、企業のサステナビリティ強化に貢献していきたいと考えています。

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

STEP4

STEP3

STEP2

STEP1

各企業のESG課題についてE、S、Gそれぞれの項目のリスク分析を行い、信用力に影響を与える重要な課題を特定する。

短期：～3年、中期：5年程度
長期：10年～

そのESG課題が、リスクとして顕在化するまでの、想定される「時間軸」を判定する。

短期：～3年、中期：5年程度
長期：10年～

ESG課題について、各企業がどのように問題認識し、対応策をとっているかを調査し、対応策がESG課題を解決する方向に寄与しているかを評価する。

実際の評価事例

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位の石炭ボイラーを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。しかしその後社内規程を徹底し、風化の防止に取り組みを怠らなため、問題は起きていない。	○



COLUMN

ESG投資のこれからを考える



当社 CSO
豊田 章伸

ESG投資のこれからを考える

数年前から反ESG(環境・社会・ガバナンス)やグリーンウォッシング問題などが、ESG投資に関連して取り上げられ、議論されてきた。反ESGの動きは、特に米国で起きている。パリ協定以降、温室効果ガス排出削減が世界的な目標となったことを受け、金融機関が化石燃料に関わる企業への資金配分を抑制するというネガティブな反応に対し、米国の一部の州政府などがESGに対し異議を唱えているのである。反ESGの影響により、カーボンニュートラルを目指すGFANZ(Glasgow Financial Alliance for Net Zero)傘下のアライアンスや気候変動に関する企業とのエンゲージメントを協働で行うグループから脱退する機関投資家が日米欧で散見されている。

グリーンウォッシング問題では、日本でも、2023年3月に金融庁がESG投信についての監督指針を新設し、ESG投資の促進や持続可能な社会構築を図るためにESG投信の定義、誤認を防止する用語の使用、開示の内容などを提示するなどの問題解決に向けた取組みが実施されている。また、世界的なESG投資の定義の厳格化も影響して、GSIA(Global Sustainable Investment Alliance)が発表した2022年度版統計によると、米国、欧州、カナダで、全体の投資残高に占めるESG投資の比率が2020年比で低下している。

これらの論点から、ESGという言葉自体が句を過ぎたという見方や、ESGという用語が頻繁にかつ広義に使われすぎであるという意見もあるが、実社会のESG課題の多くはこれから解決が期待されているのである。以下では、ESG課題に対応する注目すべき政策や制度などについていくつか触れるとともに、ESG投資のこれからについて考えてみたい。

日本における開示基準とGX

日本では、2024年3月にSSBJ(サステナビリティ基準委員会)が日本でのサステナビリティ開示基準の公開草案

(SSBJ基準案)を発表した。7月末まで一般からのコメントを募集していたが、2025年3月までに最終化される予定である。今後、任意適用開始期間を設けたのち、強制適用が開始され、この基準に基づいた開示が有価証券報告書に追加されることになる。SSBJが作成した基準はISSB(国際サステナビリティ基準審議会)が2023年6月に策定したサステナビリティ開示基準の日本版であり、内容もほぼISSBの基準に沿ったものだ。国際的な整合性をとった開示を行うことで、グローバルの投資家の投資判断に寄与するものと期待されており、企業にとっても重要な開示手法となるであろう。さらに、今回の開示基準では、テーマ別基準として気候変動を取り上げているが、今後、人的資本や生物多様性などテーマを拡大していくことになっており、さらなる充実化が図られる予定である。一方で、SSBJ基準案を構成する気候関連開示基準(案)は、ガバナンス、戦略、リスク管理、指標および目標の4つに分類され、詳細な開示が求められている。企業への負担も大きく、重要性の判断、定性的開示、広範な情報収集の必要性などの点から、今後の開示が比較可能性という面で十分に機能するためには、ある程度の移行期間が必要となる可能性もありそうだ。

また、日本政府は、2040年を見据えて「グリーントランスフォーメーション2040ビジョン」を今年度内に策定する予定であり、それと整合性をとる次期エネルギー基本計画で電源構成(エネルギーミックス)を見直すことになると見られる。特に、エネルギー政策は企業の長期戦略に向けた方向性に影響を与えることになる。日本では、2013年をピークとして温室効果ガス排出量(排出・吸収量)は減少を続け(2022年度現在)、2030年度目標に対してオントラックを継続しており、さらなる長期目標とその戦略について期待される。

欧州における規制や基準の適用

欧州では、規制や基準の適用が進んでいる。2023年5月

にはCBAM(炭素国境調整措置)規制が施行され、2025年までは移行期間とし、その後に本格導入される。CBAM規制は、炭素排出によるコストの調整を加える関税の一種であり、相対的に厳しい排出規制対策をとる国が、同国と比べて対策が緩い国からの輸入品に対して、排出量に応じた課金や還付を行うことで炭素排出コストの差分を調整するしくみである。また、情報開示規制では、CSRD(欧州連合の企業サステナビリティ報告指令)が2023年1月に発効した。気候変動や生物多様性、循環型経済、従業員、顧客、事業活動など12の基準とそれに関する1,000を超える指標がある。財務に与える影響だけでなく、環境や社会に与えている影響の度合いが大きいものを開示することになる。

国や企業のコミットメントと投資家の在り方

足元の動きを見ると、今後は世界的にESG課題への取組みが進むと同時に、国や企業の戦略や成果の情報開示が国際基準のもとで透明性を向上させ、その情報が連続性を持って蓄積されていくことになろう。その過程のなかで、国の政策や企業の戦略の優劣が評価されていくことが予想される。例えば、「産業革命前から1.5℃の気温上昇を抑える」「そのためにも2050年にCO₂排出量をネットゼロにする」ことが、

サステナブルな社会を維持する必要不可欠な条件であるということが世界的に共有されている一方で、世界の温室効果ガス排出量は高水準を続けており、WMO(世界気象機関)は「今後5年間で産業革命以前からの気温上昇が1.5℃に達する可能性が高い」と発表している。このような目標と実績のギャップについて、透明性のある情報開示とその蓄積は、課題を解決できる国と未達成の国、あるいは、課題を解決するためのイノベーションを起こした企業とその努力が結果を生まなかった企業との格差といった視点からの分析を可能にすることになる。

様々なESG課題の解決のために、新たな基準や規制、制度が実際に適用されることが、投資の分野でも企業を評価する情報の多様化につながる。そして、その情報が時系列で蓄積されるなかで、新たな活用方法が模索され、企業価値を評価する手法もまた変化することになるだろう。責任ある投資家として中長期的な投資リターンを拡大を目指すために、投資環境の変化に気づくこと、そのなかに付加価値の源泉につながる新たな要素を見つけ出すことが、今まで以上に重要になっていると考えている。



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。

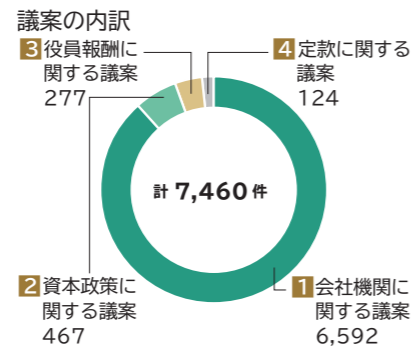
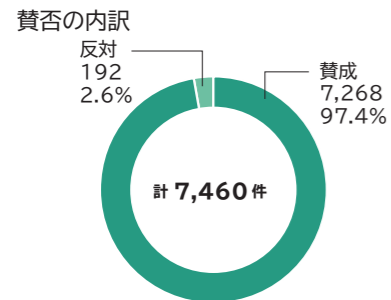
2023年度の特徴と当社の状況

前年度に引き続き2023年度も株主提案が多く提出されました。東京証券取引所から出された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」の趣旨に通じる株主提案など、株主提案の説得力が増してきているのが印象的でした。その他、ESGに関して問題となる事象が発生した企業の議案や、有事型買収防衛策などを含め、個別に慎重な判断が求められる議案が増えました。

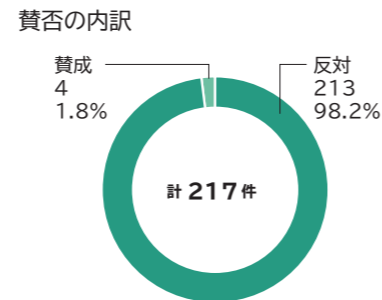
このような状況において、当社は、649社、7,677件の議案について審議を行いました。会社提出議案では、7,268議案に賛成、192議案に反対し、株主提出議案では、4議案に賛成、213議案に反対しました。

会社提案議案に対する反対率は、前年度から若干低下し2.6%となりました。株主提案について、今年度は4議案に賛成しました（賛成率1.8%）。

■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 97.4%

監査役の選解任

賛成 97.9%

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 99.5%

組織再編関連^{※1}

賛成 100.0%

買収防衛策の導入・更新・廃止

賛成 11.1%

その他資本政策に関する議案^{※2}

賛成 88.2%

3 役員報酬に関する議案

役員報酬^{※3}

賛成 98.1%

退任役員の退職慰労金の支給

賛成 42.9%

4 定款に関する議案

賛成 100.0%

議案別の行使状況

■取締役選任

在任期間が長いことや当該企業の大株主の業務執行者であったことなど、独立社外取締役として独立性が欠けると判断した企業や、社内取締役の増員に合理的な理由がないと判断した企業、収益基準に抵触し今後の回復が乏しいと判断した企業などの議案に反対しました。

■監査役選任

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、独立社外監査役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、9議案を審議し8議案に反対する一方、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

社外役員へのインセンティブ付与がある企業や退任役員への退職慰労金支給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率（子議案ベース）は、前年度の2.9%から2.6%に低下しました。取締役選任への反対率が低下したことが主たる要因です。好調な企業業績を背景に、収益基準に抵触し反対する件数が減少したほか、監査役の新員、プライム市場上場企業で親会社を有する企業において独立社外取締役が取締役総員数の1/2未満であるなどで反対する件数が減少しました。

一方、株主提案の議案の賛成率（子議案ベース）は、前年度の1.6%から1.8%に上昇しました。賛成した議案数は4件で、情報開示の観点から株主提案に賛成した議案が3件、過剰な株主資本によりROEが停滞している企業に対して株主還元強化を求める株主提案に賛成した議案が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

2024年1月に議決権行使ガイドラインを改正しました（2024年4月以降の株主総会に適用）。

当社では、エンゲージメント（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、当該企業の株主総会における議決権行使に際して、代表権のある取締役などの選任に反対する意見を議決権行使委員会に表明することができます（エスカレーション）。今回のガイドライン改正では、エスカレーションについて明確化しました。

改正前	改正後 (2024年4月以降の株主総会に適用)
<p>ガバナンスの健全性</p> <p>ガバナンスの健全性について、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判断した場合は、代表権のある取締役などに原則として反対します。</p>	<p>エスカレーション</p> <p>企業が直面する重要課題について、中長期的な企業価値向上を阻害するおそれがある、または株主価値を毀損する可能性が高いにもかかわらず、対話を通じて今後の改善が期待できないと判断した場合は、代表権のある取締役などに原則として反対します。</p>

※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

特徴的な判断の例

【概要】ガイドラインの原則と異なる判断の事例

業種	機械
ガイドライン	<p>■退職慰労金</p> <p>～中長期的な企業価値向上との整合性の観点から、原則として反対します。ただし、死亡に伴う弔慰金の贈呈、退職慰労金制度の廃止に伴う打ち切り支給は賛成します。</p>
抵触内容	退職慰労金の贈呈に該当
行使内容	賛成
理由	同社の企業価値向上に対する多大な貢献を考慮すれば問題ない水準であると判断。なお、本議案の内容は社外取締役のみで構成される特別功績金検討委員会で計9回の審議を経ており、透明性も高い。

【概要】ガイドラインの原則と異なる判断の事例

業種	情報・通信
ガイドライン	<p>■3期連続で当期純利益赤字</p> <p>～当該期間に在任していた取締役の再任に原則として反対します。</p>
抵触内容	収益基準に抵触
行使内容	賛成
理由	3期連続最終赤字であるが、同社が経営の最重要指標であると認識しているNAV (Net Asset Value) が過去最高水準で推移していることなどから賛成。

【概要】エスカレーションの事例

業種	電機
ガイドライン	<p>■エスカレーション</p> <p>～企業が直面する重要課題について、中長期的な企業価値向上を阻害するおそれがある、または株主価値を毀損する可能性が高いにもかかわらず、対話を通じて今後の改善が期待できないと判断した場合は、代表権のある取締役などに原則として反対します。</p>
行使内容	代表権のある取締役などに反対
理由	総資産の大半を現預金、長短有価証券が占め、その用途について十分な説明がないことについて継続的に対話を実施したが、今後の改善が期待できないと、担当アナリストが判断しエスカレーションとしたため、議決権行使委員会で審議。担当アナリストの意見通り、代表権のある取締役などに反対。

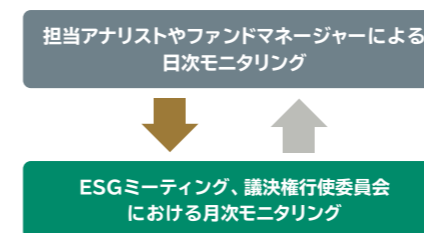
【概要】株主提案に賛成した事例

株主提案は、同社の企業価値向上策として、ROEの本質的改善、純資産の圧縮などが必要であり、単年度一株当たり106円(過去3年平均EPSの75%程度)の配当実施を求めるもの。

業種	建設
ガイドライン	<p>■株主提案</p> <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。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
行使内容	株主提案に賛成
理由	過剰な株主資本によりROEは低水準で推移。新中計で株主還元は強化されているが、目標ROEは開示されておらず、余剰キャッシュは増え続ける。株主提案は過去3年平均EPSの75%程度の配当実施を求めるもので、過大とはいえない。企業価値向上に資すると判断し、株主提案に賛成することとした。

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と感じた場合は、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	2023年8月 議決権行使 諮問会議	<p>〈ガイドラインの原則と異なる判断をした議案について〉</p> <p>F社については、監査役が減員となった。F社との対話に基づき、ガイドラインの原則と異なる判断で賛成としているが、説得力がやや弱いのではないかと。</p> <p>佐々木副議長</p> <p>5名の監査役を1名減らして4名にするという議案だが、企業の規模や事業内容から4名程度が妥当であると考えている。議決権行使委員会でもその理由に説得力が弱いことを問題視し、再度担当者に対話を指示した結果、2回の対話を実施した。F社とは、もの言う株主から出された株主提案を機に継続的に対話を重ねており、その結果、F社は経営改革を進め、資本コストに配慮した経営が行われるようになりつつあり、市場での評価も上昇している。これまでの対話は先方の取締役常務が対話相手だったが、本件は現場の担当者だったのも説得力に欠ける一因となった。しかし、そのような説明不足は、代表権のある取締役に対して反対するレベルの事象ではないと判断し、今後エンゲージメントを通じて実際の運営などについても確認することとし、反対しないこととした。</p>
	2024年5月 議決権行使 諮問会議	<p>〈追加のエンゲージメント実施の報告〉</p> <p>監査役が減員に関して、追加のエンゲージメントを実施したので報告する。F社は、2021年から実施している「グループモニタリング・プラットフォーム構築」のもと、2023年4月からは監査役サポート体制を強化(部長職を1名増員など)を実施したほか、職務遂行のグレードを上げる取組みを行っている。傘下の主要企業の監査体制は「常勤1名+社外1名」の2名体制を基本としているが、子会社の監査役知識が十分ではないという課題があり、その解決のために人員数の適正化を含め、対応を行っている。今般、監査役数を5名から4名に減員し、適正水準になったと考えている。しかし、統合報告書2023において、ガバナンス強化の変遷に、何の説明もなく監査役の減員を載せていることを含め、ご指摘の通り確かに説明不足であり、今後改善していく、との回答を得た。</p>

議決権行使とエンゲージメントの一体的運用の事例

大手損害保険3社 ●自動車保険金不正請求事件 ●共同保険にかかる保険料事前調整問題

事例の概要

- 損害保険業界全体を揺るがす大きな不祥事が2件起きたことに対して当社は、**損害保険大手3社の全てとエンゲージメント**(対話)を行い、それをもとに議決権行使委員会で**徹底した審議**を行いました。
- 結果として、2024年6月の株主総会において、**1社のCEOに反対**しましたが、**その他の2社については不祥事に基づく反対はしませんでした。**

不祥事① 自動車保険金不正請求事件

- 2022年1月 内部告発で問題が表面化、損害保険大手全社が関与
- 2022年7月 他の損保会社が同社との取引を中断するなか、X社のみが取引再開
- 2023年7月 調査委員会の報告書を公表、X社は不正を認め、社長辞任発表(1月末退任)
- 2024年1月 X社グループのCEOが辞任発表(3月末退任)

不祥事② 共同保険にかかる保険料事前調整問題

- 2023年6月 共同保険契約において、Y社社員が主導した「保険料の調整行為」が行われ、金融庁からY社に報告徴求命令
- 2023年12月 金融庁から、損害保険大手全社に対して業務改善命令

X社グループと対話実施(2024年6月)

議決権行使委員会で審議

- X社については、グループ会社社長の辞任に続き、グループCEOも辞任するなどの人事に加え、業界慣習の是正も含めた再発防止策を実施しており、本件の2つの事案を機に、古いビジネスモデルから脱却し、新しい会社を目指していることを対話で確認しました。
- しかし、他の損保会社が同社との取引を中断するなか、X社のみが取引を再開した点により、コンプライアンスの軽視、ガバナンスの弱さを露呈しました。
- 上記を踏まえ、2022年からグループCOOであった新グループCEOの再任議案には賛成する必要がないと判断しました。
- その他、社外取締役が機能しているかについてやや疑義があることもあわせ、10年以上在任する社外取締役の再任案も否定的に考えました。

X社グループの株主総会(2024年6月)

取締役選任議案に
反対



- 業界全体で相次いだ不祥事の中なかでも、保険金不正請求問題が与えた社会的影響の大きさを考慮し反対
- グループ新CEOの賛成率：61.5%

Y社グループと対話実施(2024年6月)
Z社グループと対話実施(2024年6月)

議決権行使委員会で審議

- Y社、Z社については保険料調整問題に関して、役員報酬の減額、再発防止策などの改革が実施されていることを対話で確認しました。
- あわせて、自動車保険金不正請求事件問題についても、原因究明や再発防止が行われていることを確認しました。
- また、本件を機に、本質的な保険関連ビジネスに注力し、これまで以上の企業価値向上を本気で目指していることも確認できました。
- これらの点を考慮すると、不祥事を理由に取締役選任議案に反対する必要はないと判断しました。

Y社グループ・Z社グループの株主総会(2024年6月)

取締役選任議案に
賛成



- Y社グループCEOの賛成率：66.9%
- Z社グループCEOの賛成率：65.1%

COLUMN

株主提案



取締役 運用本部長
CIO
(議決権行使委員会
委員長)
岡部 和男

株主提案の増加と当社の対応状況

少し前のことになると、6月に株主総会を開く上場企業で株主提案を受けた会社が、3年連続で過去最多になったと報じられた。当社の議決権行使委員会でも、株主提案の精査を行い、賛否を判断する時間が年々増加傾向にあることから、まさに実感に合っている。

アクティビストと株主提案の質的变化

株主提案の増加の背景の一つとしては、アクティビストの存在感が高まってきたことが挙げられ、日本では2000年代に台頭し、参入しているファンド数は2020年以降に急増している。米国などと比べ提案内容が強く制限されず、また、自社の株価が割安に放置されているにもかかわらず危機感が乏しいように見える企業が日本には多いとされていることも、アクティビストにとっては魅力的な市場に映るのかもしれない。要するに、付け入る隙があるということだ。

株主提案は量だけでなく質も大きく変化してきた。ひと昔前の株主提案には、電力会社に対する原発に関する定款変更や、企業に無理な要求を突きつけ株価を高値で売り抜けようとする「ハゲタカ」といわれる手法のものなどが多かった。また、議論に値しない提案も見られ、株主提案の大半が大差で否決されていたのは当然の結果ともいえた。

流れを変える後押しとなったのが、2023年3月に東証から出された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」の通知だ。この要請に沿うように、自社株買いや配当政策の見直しなど資本効率改善を求める株主提案が増加している。業種別に株主提案提出企業の割合を見ると、銀行、鉄鋼、建設など相対的にPBRの低い業種に多くなっており、東証が日本企業のPBRの低さを問題視している点とまさに合致している。

全ての投資家にとって、投資先企業の資本効率の改善やそれによる株価の上昇は歓迎すべきことであり、賛成が

得られやすい株主提案である。近年では可決にまでは至らないものの、賛成率が2桁となる株主提案も目立ってきた。

企業の対応と当社の見解

一方、企業側からも東証の要請に沿う形で、中期経営計画の進捗状況、成長投資や企業価値向上への取組みなどに関する発表が相次いでいる。なかには、内部留保資金の使途については、利益還元よりも成長投資を優先する、といった趣旨のコメントも多く見られる。

ただし問題はそこ中身だ。投資項目は列挙されているものの、その投資は資本コストを上回るリターンや効果が見込まれるのかどうかなどについて一切言及がないとなると、首をかしげてしまう。例えば「事業所の移転投資」は、企業価値向上にどのようにどの程度結びつくかというの、説得力のある説明がほしい。

また、策定された中期経営計画に、理念や考え方は数ページにわたって長々と記載されているものの、肝心の具体的な数値目標の記載が不十分であるとなると、そもそも計画達成への本意度を疑ってしまう。企業が改善策を示すことで総会前に株主提案が取り下げられるケースもあるなかで、説得力の乏しい内容のものについては機関投資家の目も厳しくなっており、さらに踏み込んだ成長や資産効率改善を求める株主提案への賛成率が高まるのは、当然といえよう。

議決権行使のガイドラインと賛否の判断基準

当社では、2023年の議決権行使ガイドラインの改正にあたって、株主提案に原則として反対する議案を明確化した。賛否の判断は短期的な株価へのインパクトだけを考慮するようなものではなく、当該企業の業績、財務状況、置かれている事業環境、ESG課題等により、中長期的な企業価値の向上につながるものであるかどうかといった観点から、個別に行っている。

実際に議決権行使委員会における審議にあたっては、常日頃から直接取材やエンゲージメントを実施し、その企業を熟知している担当アナリストやESGアナリストによる一次判断や意見を重視している。それをベースに審議を行った上で、確認のために企業との再度のエンゲージメントを実施し、数日かけて最終判断に至るケースも多い。

企業と株主のせめぎあいの構図は、今後ますます激しくなっていくだろう。その結果、株主提案でも納得感のある議案は可決されるケースが増える可能性がある。こうした議案に1件ずつ真摯に向き合い、適切に議決権を行使していくことが、日本の株式市場の持続的な上昇につながっていくとの信念を持って取り組んでいきたい。

気候変動問題への取り組み

当社は2019年7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	<ul style="list-style-type: none"> ●取締役会による監督 ●経営陣の役割
2.戦略	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●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	<ul style="list-style-type: none"> ●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、気候変動にかかる課題について、取締役会が監督しています。

また、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、気候変動にかかる課題について議論し、方針の策定、計画の立案、進捗の確認を行い、定期的に取り締役に報告しています。

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ESG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課題への取り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拡大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。

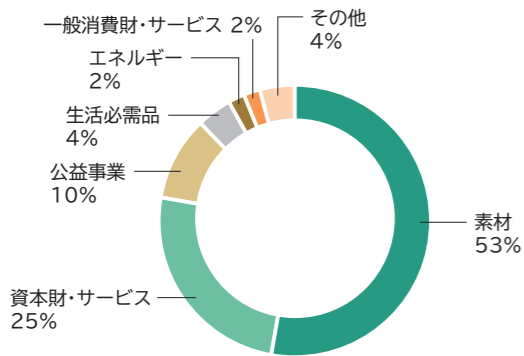
気候変動に関するモニタリング

(1) 定点観測

GHG排出量(スコープ1とスコープ2)のデータは、CDPのデータを使用し、当社にて集計しました。排出量の極めて大きい数銘柄(鉄鋼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。

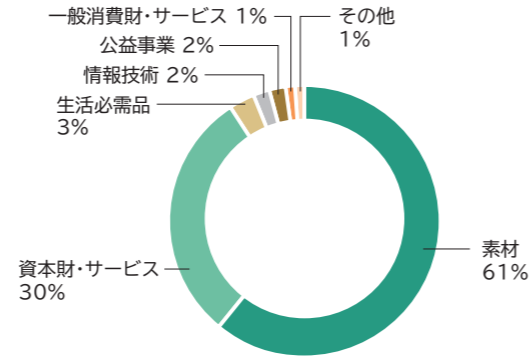
日本株ポートフォリオ

■ GHG排出量 業種別構成比

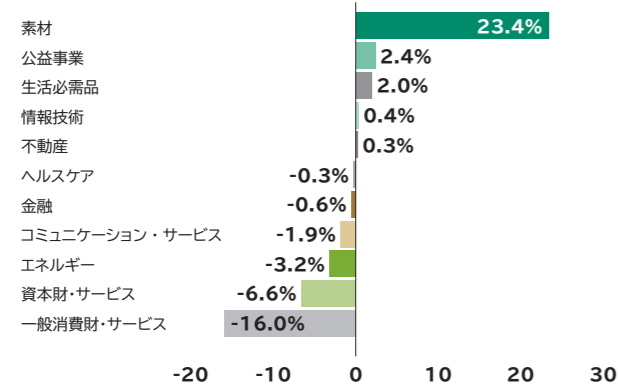


日本株ポートフォリオ(ESGファンドのみ)

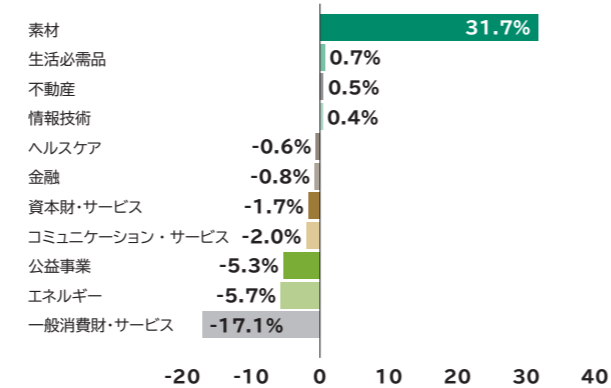
■ GHG排出量 業種別構成比



■ GHG排出量 対TOPIX業種別構成比



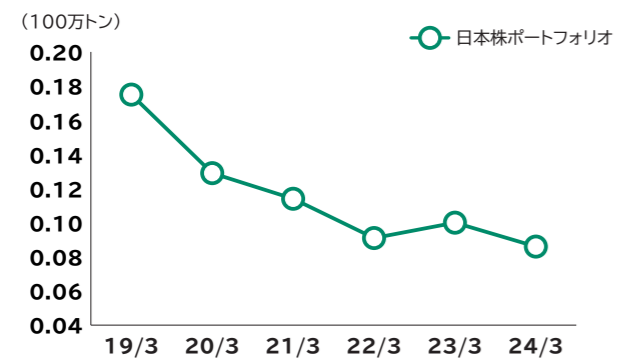
■ GHG排出量 対TOPIX業種別構成比



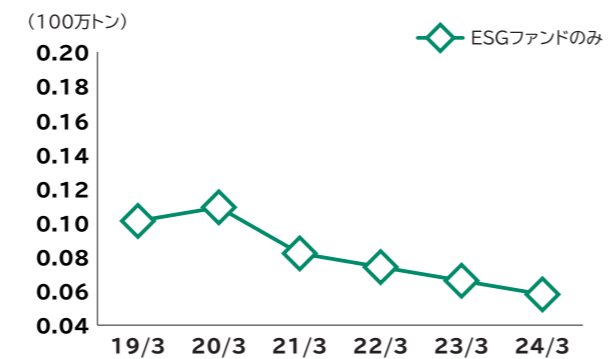
(2) GHG排出量時系列観測

2024年3月末時点では、化学、電力セクターの銘柄を購入したことなどが増加要因になったものの、鉄鋼、化学セクターの銘柄を売却したことなどから減少しました。

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

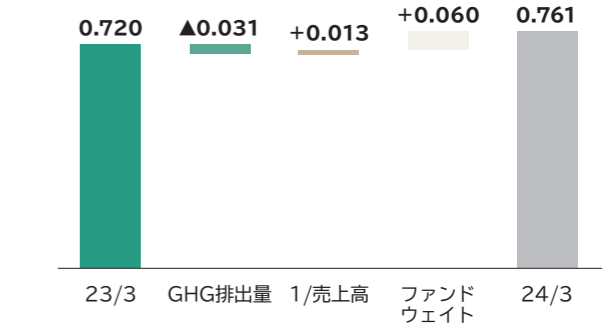
日本株ポートフォリオ

(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排出量を示す指標です。ポートフォリオ全体の評価においては、各企業の炭素強度にファンドウェイトを掛け合わせて算出します。ポートフォリオの炭素強度=Σ(GHG排出量×1/売上高×ファンドウェイト)

売上高が減少した年は、企業活動が停滞していたことにより、GHG排出量も減少しやすい傾向があります。炭素強度の計算では、売上高当たりのGHG排出量を用いるため、売上高の減少によるGHG排出量の減少をオフセットしているともいえます。また、ファンドウェイトの増減については、売買だけでなく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した場合や、株価が上昇した場合には、ファンドウェイト部分がプラスになります。

2023年3月末時点から2024年3月末時点にかけての変化

2023年3月末時点から2024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、売上高は減少(1/売上高は増加)し、GHG排出量も減少しました。ファンドウェイト部分は、化学セクターの銘柄のウェイトが上昇したことなどから増加しました。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、長年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。

2023年度スチュワードシップ活動に関する自己評価

2023年度(2023年7月～2024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	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。 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。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。	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」を毎年見直した上でホームページに公表しています。
原則2 利益相反管理 (体制についてはP12参照)	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。
原則3 的確な把握	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。
原則4 企業との対話 (P27～36参照)	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。	スチュワードシップに関する活動方針等に基づき、投資先企業と認識の共有を図るとともに、課題解決までの段階(マイルストーン)を意識した対話を継続し、問題の改善に努めています。 従来、主に日本株運用において実績を積み重ねてきましたが、2023年度は社債運用においても独自のESG評価を活用し、積極的に対話を実施しました。 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、「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。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。

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「企業価値を左右する各社の本質的環境課題の特定と取組み」「イノベーションを生み出す人的資本活用」「取締役会の役割の明確化」といったテーマを設定し、投資先企業に対話を通じて積極的に働きかけを行っています。

	方針および考え方	自己評価
原則5 議決権行使 (P39～43参照)	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実効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。同委員会の委員長を取締役CSOが務めるほか、代表取締役、取締役運用本部長が委員を務めることで、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。 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(委員長:取締役CSO)、議決権行使委員会(委員長:取締役運用本部長)、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、重点テーマを設定し、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。 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いますが、社債運用においても独自のESG評価を活用し、実績を積み上げながらさらなる実力の高度化に努めています。 加えて、協働エンゲージメントにて、共同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、行政機関、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。 これらの組織的な取組みを通じて、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、スチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を高めました。
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。

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。2024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、新たな合意点を見出すという価値創造のプロセスであるという基本認識のもと、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)

2024年度に関しては、下記を重点テーマとします。

E	●企業価値を左右する各社の本質的環境課題の特定と取組み
S	●イノベーションを生み出す人的資本活用
G	●取締役会の役割の明確化

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。
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	2023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