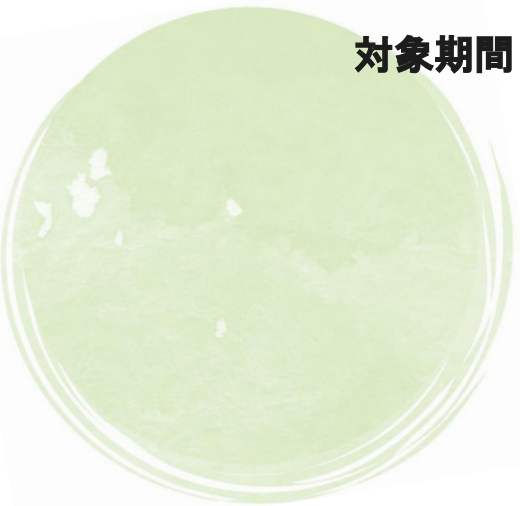




スチュワードシップ 活動報告書 2026

Stewardship Activities Report

対象期間 2025/7 ~ 2026/6



NISSAY

日本生命保険相互会社
Nippon Life Insurance Company

編集方針

スチュワードシップ活動報告書は、お客さまや投資先企業を含む多くのステークホルダーに当社のスチュワードシップ活動を理解していただくことを目的に作成しており、当社の基本的な考え方・スタンスや投資先企業との対話テーマ、議決権行使プロセス、スチュワードシップ活動の取組結果等を記載しています。

今年度は、「持続的な企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を目指して ～投資先企業の企業価値関連指標の変化に関する統計的分析を踏まえて～」、「対話先企業からの声」、「スチュワードシップ活動に関する対外発信強化」等のコンテンツを新設・拡充し、国内最大級の対話活動を行っている機関投資家である当社のスチュワードシップ活動の成果を、分かりやすくお伝えすることを意識しました。また、「成長投資」、「エフェクティブ・ボード」といった当社が対話で重視していきたい事項についても記載を充実しています。数多くの対話や議決権行使事例を掲載している事例集と当報告書を合わせてお読みいただくことで、投資先企業との信頼関係を重視したスチュワードシップ活動を通じて、投資先企業の持続的な成長・企業価値向上を後押ししている姿を感じ取っていただければ幸いです。

<想定する読者の方々に向け、お読みいただきたいページ>

個人・法人のお客さま	まず、「ご契約者の皆さまへ」と、当報告書の要約としても位置付けられている「CIO メッセージ」をご覧ください。ことで、当社のスチュワードシップ活動に対する理解が深まると考えています。当報告書はエンゲージメント、議決権行使等の活動単位での章構成としており、活動ごとの基本理念、プロセス、事例をご覧ください。ことで一層活動の詳細をご理解いただけると考えています。
企業の IR、経営企画等、機関投資家との対話や株主総会対応に関わる方	上記のとおり、ご関心のある活動ごとの基本理念、プロセス、事例をご覧ください。ことで対話や議決権行使における当社のスタンス・方針について理解が深まると考えています。

<ご関心に対応する主なコンテンツ>

日本生命のスチュワードシップ活動の全体像を知りたい	P1-2 ご契約者の皆さまへ P3-7 CIO メッセージ P8-20 第 1 章 はじめに
対話テーマや対話方針、企業の反応や取組状況について知りたい	P21 当社のエンゲージメントに対する基本理念 P16-19 対話先企業からの声 P22-24 対話プロセス P28-44 主な対話テーマ
対話の成果について知りたい	P13-15 前期のスチュワードシップ活動実績 P47-49 対話の効果を高める取組み(エスカレーション)
議決権行使方針や議決権行使プロセス、議決権行使事例について知りたい	P51-52 当社の議決権行使に対する基本理念 P53 議決権行使のプロセスと基準 P54-56 議決権行使の事例
活動報告書（2025）と活動報告書（2026）の主な変更点を知りたい	P20 スチュワードシップ活動に関する対外発信強化 P25-27 持続的な企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を目指して ～投資先企業の企業価値関連指標の変化に関する統計的分析を踏まえて～ P28-33 主な対話テーマ(成長投資、エフェクティブ・ボード)

< 目次 >

ご契約者（アセットオーナー）の皆さまへ	1
CIO メッセージ	3
第1章 はじめに	8
(1) 当社のスチュワードシップに対する基本理念	8
(2) スチュワードシップ活動プロセス	11
(3) 前期のスチュワードシップ活動実績	13
(4) 対話先企業からの声	16
(5) スチュワードシップ活動に関する対外発信強化	20
第2章 エンゲージメント	21
(1) 当社のエンゲージメントに対する基本理念	21
(2) 対話プロセス	22
(3) 主な対話テーマ	28
(3-1) 経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンス	28
(3-2) サステナビリティに関連した取組み：気候変動及び自然資本	34
(3-3) サステナビリティに関連した取組み：人権	42
(4) 協働エンゲージメント	45
(5) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）	47
(5-1) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）に対する当社の考え方	47
(5-2) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）の手法	47
(5-3) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）の事例	48
(5-4) 議決権行使に係る「重要な論点」の解消状況	49
(6) 当社のエンゲージメントにおける今期の方向性	50
第3章 議決権行使	51
(1) 当社の議決権行使に対する基本理念	51
(2) 議決権行使のプロセスと基準	53
(3) 議決権行使の事例	54
(4) 当社の議決権行使における今期の方向性	57
第4章 当社スチュワードシップ活動におけるガバナンス	59
(1) ガバナンス体制	59
(2) スチュワードシップ諮問委員会	60
(3) スチュワードシップ諮問委員会の主な議論内容（2025/7～2026/6）	62
第5章 日本版スチュワードシップ・コードの諸原則への取組みと自己評価	65

【資料①】対話及び議決権行使の事例集

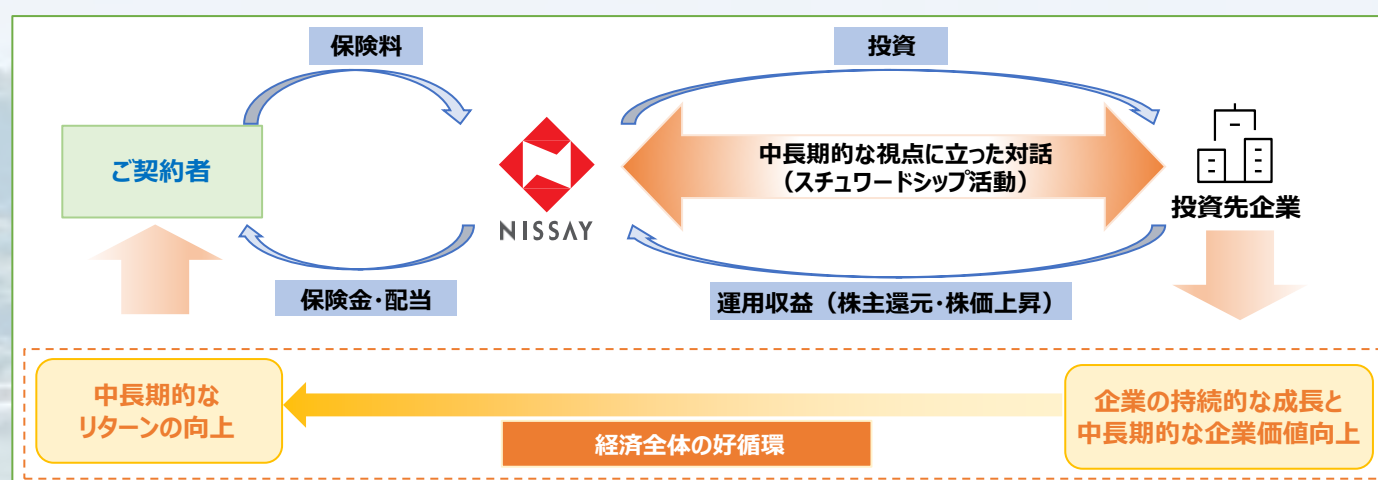
【資料②】議決権行使精査要領

ご契約者（アセットオーナー）の皆さまへ

生命保険会社の資産は、ご契約者の皆さまからお預かりした保険料の集積です。当社は、生命保険契約というご契約者との長いお約束を守り、保障責任を全うするとともに、着実な配当をお支払いするため、安全性・収益性・流動性・公共性の観点を踏まえ、長期的な視点で資産運用を行っています。

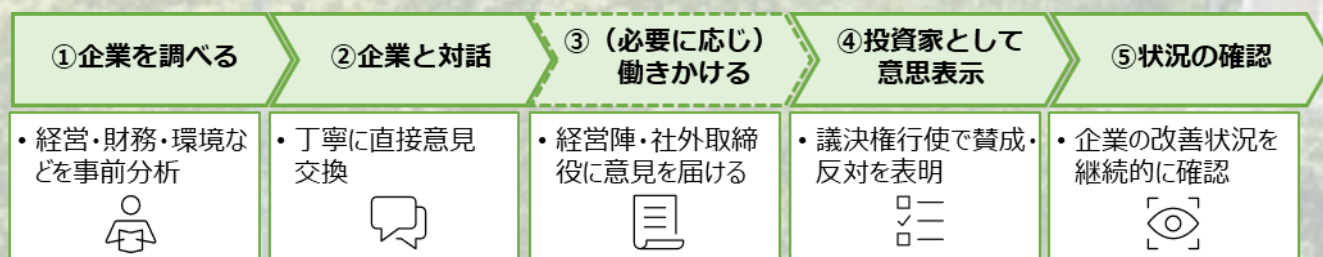
国内上場株式・国内社債投資においては、中長期的な視点に立った投資先企業との対話（スチュワードシップ活動）に注力しています。スチュワードシップ活動を通じ、投資先企業の持続的な成長に向けた取組みを後押しすることで、中長期的な企業価値向上に貢献していきたいと考えています。また、スチュワードシップ活動においては、サステナビリティの視点も踏まえた対話も行っています。

当報告書を通じ、皆さまからの保険料（生命保険会社の資産運用）が、経済全体の好循環にもつながっているということを、少しでも感じていただければ幸いです。



<スチュワードシップ活動のプロセス>

スチュワードシップ活動は、まず「①企業を調べる」ことから始まります。投資先企業の経営戦略や財務状況、サステナビリティへの取組みなどについて、事前に分析を行います。そして、その分析を基に「②企業と対話」を行います。対話では、一方的に当社の意見を押し付けるのではなく、企業との信頼関係の構築に努めながら、丁寧に意見交換をすることを心がけています。ただし、企業が持つ課題解決に必要なだと判断した場合には、「③働きかける」ことも行います。具体的には、経営陣や社外取締役に対して、当社の意見を届けています。そして、企業との対話内容も踏まえた上で、議決権行使を通じて「④投資家としての意思表示」を行います。対話先企業の取組状況については、「⑤状況の確認」を行います。こうした一連の流れを繰り返すことで、投資先企業との信頼関係の構築につなげながら、中長期的な企業価値向上の後押しに努めています。



<企業との対話事例>

当社は年間約 600 社の投資先企業と、経営・財務戦略、コーポレートガバナンスに関するテーマから、サステナビリティに関するテーマまで、様々なテーマで対話を行っています。以下の図表には一部の事例を記載していますが、各テーマにおいて対話を行った結果、企業の取り組みは進展していることを確認しています。引き続き、投資先企業の持続的な成長を後押しするとともに、日本社会全体の健全な発展に貢献していきたいと考えています。



<Q&A>

Q1. 「スチュワードシップ活動」とは何でしょうか？

A. 投資家には、お客さまの中長期的な投資リターンの拡大を図る責任（スチュワードシップ責任）があります。

「スチュワードシップ活動」とは、そのスチュワードシップ責任を果たすべく、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に加え、サステナビリティの視点も踏まえた建設的な対話を通じ、投資先企業や日本社会の持続的成長を促す活動のことです。

Q2. 生命保険会社が、なぜ「スチュワードシップ活動」に取り組む必要があるのでしょうか？

A. 生命保険会社には、お客さまからお預かりした保険料を資産運用するという投資家（機関投資家）としての側面があり、機関投資家には、上記のようなスチュワードシップ責任を果たすことが求められています。スチュワードシップ活動を通じて投資先企業の持続的成長に向けた取組みを後押しすることで、ご契約者利益、すなわち、保障責任を全うするとともに、着実な配当をお支払いすることに努めています。

Q3. 投資先企業へは、どのように働きかけを行うのでしょうか？

A. 対話を通じて、投資先企業についての理解を深め、企業の現状と課題、今後目指すべき方向性などについて、投資先企業との間で、認識の共有を図っています。対話においては、一方的に当社の意見を押し付けるのではなく、企業との信頼関係の構築を意識しながら、丁寧な意見交換に努めています。経営状況やサステナビリティへの対応に課題がある企業に対しては、改善を求めて直接意見を伝えています。

CIO メッセージ



執行役員（CIO） 河崎 圭助

長期の資金を供給する機関投資家としての社会的責任を踏まえた活動

－長期保有を基本とした投資 【ご契約者（アセットオーナー）の皆さまへ：P1-2 ご参照】

当社は、生命保険契約というご契約者との長いお約束を守り、より多くの配当を長期・安定的にお支払いすることを使命とし、資産運用に取り組んでいます。運用する資産はご契約者からお預かりした保険料の集積であり、一定の運用利回りをご契約者に保証している契約もあります。こうした資産特性や生命保険事業の使命・公共性を踏まえ、投資に当たっては安全性・収益性・流動性・公共性を勘案しつつ、長期的な視点で投資を行っています。

国内上場株式・国内社債投資においても、長期保有を基本とした投資を行っており、長期の投資資金を供給する機関投資家としての社会的責任も踏まえてスチュワードシップ活動に注力し、投資先企業との間で、企業価値の向上に向けて、サステナビリティも考慮に入れた建設的な対話に取り組んでいます。なお、一般勘定における国内の上場株式は、一部のファンドを通じた投資を除き、全て株式運用所管が自ら運用しており、スチュワードシップ活動における対話・議決権行使も外部に委託することなく、全て自ら行っています。

－投資先企業との信頼関係を重視

上記の活動により、投資先企業の持続的な発展に寄与・貢献することを通じて、当社の資産運用における収益向上を実現すると同時に、当社が中期経営計画で掲げる『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』の実現を目指します。なお、このような取組みに際しては、日本市場の特性も踏まえ、投資先企業との相互信頼に基づく Win-Win の関係を構築し、ともに成長していくことが重要と考えています。こうした考えのもと、企業の考えに耳を傾けながら、資本コストを踏まえた期待リターン、リスク、事業ポートフォリオ及びガバナンスについて建設的に議論するとともに、当社の負債特性や資本規制、リスク許容度を踏まえた最適な運用ポートフォリオ構築の観点から、長期的な契約者利益に資する運用方針等についても丁寧にお伝えし、企業との相互理解を深めていきます。

－国内最大級の対話活動

当社が、スチュワードシップ活動において最も重視しているのは、エンゲージメント、すなわち投資先企業との丁寧な対話を通じた企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を意図した働きかけです。対話を通じて、企業との相互信頼に基づく Win-Win の関係を維持しながら、企業の取組みを後押ししていきたいと考えており、そのために、国内最大級の対話量である年間約 600 社の全国の投資先企業と対話を行っています。

－個別企業の状況を踏まえた議決権行使

当社は、議決権を行使する際、画一的に賛否を判断するのではなく、個別企業が置かれた状況を十分に踏まえ、個々の議案を十分に精査しつつ対話を行い、最終的に賛否を判断します。当社では、「議決権行使精査要領」を定めていますが、これは、画一的に賛否を判断するための基準ではなく、対話を必要とする投資先企業を選別するため、当社の基本的な考え方や着眼点を整理したものです。こうした対話の積み重ねを通じて、当社の課題認識を共有できず改善が期待できない場合や、中長期的に目立った改善が見られない場合には、会社提案に反対しています。また、株主提案についても、会社提案と同様の視点で賛否を判断しています。2025 年 7 月から 2026 年 6 月までの期間では、会社提案への反対比率は 1. 2%（子議案ベース）、株主提案への賛成件数は 1 件となりました。

価値創造を通じた持続的な企業価値向上による日本経済への貢献

政府が進める資産運用立国の実現に向けては、長期的な企業価値向上を支える機関投資家の役割が一層重要になっています。当社は、建設的なエンゲージメントを通じて、投資先企業の持続的な成長を支援し、企業価値向上に貢献するとともに、日本の資本市場や社会全体の健全な発展に貢献していきたいと考えています。

－コーポレートガバナンス改革の実質化への貢献

国内では、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的に、コーポレートガバナンス改革が進められてきました。取締役会における独立社外取締役の割合の増加、ROEといった資本収益性への企業の意識向上など、企業の取組みは着実に進捗している一方で、更なる成長投資の拡大も必要との声もあります。「経済財政運営と改革の基本方針2026（骨太方針2026）」の成長戦略の考え方を踏まえると、日本社会と共生する機関投資家である当社としては、国内投資も重要と考えており、国内での成長投資の考え方や位置付けについても、対話を通じて確認していきたいと考えています。企業が持続的に企業価値を向上させるためには、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資）による付加価値拡大に加え、原価低減による利益率の向上、運転資本の適切な管理等といった地道な取組みも継続することで更なるキャッシュを創出し、それを成長投資やステークホルダーへの分配につなげる好循環を生み出していくことが重要であり、こうした取組みは日本経済の持続的な発展にも資するものと考えています。

成長投資を実現する過程では、企業単独では解決が難しい課題や、投資家を含むさまざまな主体との協力が必要となる場面もあります。当社は、企業に一方的に取組みを求めるのではなく、企業が抱える課題や制約、投資家に期待する役割にも耳を傾け、長期投資家として果たし得る役割についても考え、企業とともに課題への対応を検討していきます。こうした個々の企業による価値創造の積み重ねは、日本経済や資本市場の持続的な発展につながり、長期的には契約者の皆さまの利益にもつながるものと考えており、今後も企業の「稼ぐ力」の向上と中長期的な企業価値向上を後押ししていきます。

また、当社は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、取締役会がその役割を十分に発揮することが何より重要であると考えています。コーポレートガバナンス・コードでも示されているように、取締役会には、企業戦略の大きな方向性を示し、経営陣による適切なリスクテイクを支えるとともに、独立・客観的な立場から経営陣を監督することが期待されています。しかしながら、こうした役割を果たすことは決して容易ではありません。取締役会が適切な判断を行うためには、経営陣から十分な情報が提供されることが不可欠です。一方で、情報が充実していれば十分というものでもなく、取締役が限られた時間の中で多様化・複雑化する経営課題に向き合いながら、企業戦略の方向性まで示すことは、現実には大きな挑戦でもあります。

企業を取り巻く環境や経営課題は一社一社異なるからこそ、経営陣、取締役会議長、社外取締役、取締役会事務局などが、それぞれの役割と責任を適切に果たし、取締役会全体として実効的に機能していること、すなわち「エフェクティブ・ボード」となっていることが重要だと考えています。また、一社一社の状況が異なるからこそ、当社は、議決権行使に当たっても、形式的な基準を機械的に適用するのではなく、各社の状況や対話を通じて確認した取組みを踏まえ、取締役会及び会社提案を支持することを出発点としています。

当社も、投資先企業との建設的な対話を通じて、どのようなガバナンスの在り方がそれぞれの企業にとって望ましいのか、投資先企業とともに考え、追求し続けていきたいと考えています。

－『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』の実現に向けて

当社は、長期安定経営に向けたサステナビリティ経営の高度化を通じて、『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』を実現することを目指し、「人」「地域社会」「地球環境」の3つの領域で社会課題の解決に向けた取り組みを進めています。

スチュワードシップ活動においても、昨今では、サステナビリティの観点、つまり投資先企業の非財務面の取り組みが企業価値に与える影響も重視し、気候変動、自然資本、人権等を重点対話テーマとしています。各テーマの濃淡は企業ごとに異なりますし、また足元は、地政学の観点も踏まえつつ脱炭素のテーマを捉える必要性、進化するAIが人権や人的資本といったテーマに与える影響など、検討の要素も複雑化していますが、これらのテーマは持続的な企業価値向上という観点からいずれも重要であり、単にこれらのテーマについての開示充実にとどまらず、経営戦略に統合していくことが重要であると考えており、外部環境認識や資源配分の状況、企業価値への影響などについて意見交換しながら、着実な取り組みを後押ししていきます。

スチュワードシップ活動の更なる進化に向けて

－対話の質の向上 **NEW** 【持続的な企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を目指して ～投資先企業の企業価値関連指標の変化に関する統計的分析を踏まえて～：P25-27ご参照】

スチュワードシップ活動の実質化に焦点が当たっている中、昨年度、当社スチュワードシップ活動の実効性について生成 AI を用いて検証し、その分析の結果、当社の対話の質は着実に向上しており、企業の前向きな反応も増えていること、また当社の要望にも沿った形で、企業の行動変容が進んでいることが分かった旨を公表しました。そして今回、更に分析を進める形で、「対話の質」と「対話の継続性」の観点で、対話テーマごとに重視する企業価値関連指標について対話後の変化を統計的に分析しました。分析を行った結果、当社が対話テーマごとに重視してきた企業価値関連指標と、対話後に確認された企業価値関連指標の変化は概ね整合的であり、これまでの対話の着眼点や方向性には一定の妥当性があることが示唆されました。分析結果を踏まえ、今後も、持続的な企業価値向上に向けて、企業価値の源泉である将来のキャッシュフロー創出力強化をより一層後押しできるよう、中長期的な視点から質の高い対話を継続することを目指していきます。

また、当社は、生命保険協会のスチュワードシップ活動ワーキング・グループの座長会社を定期的に務めており、同ワーキング・グループが主催する協働エンゲージメント（2017 年度開始）の運営に積極的に関わることで、同ワーキング・グループに所属する生命保険会社各社と議論を重ね、当社がこれまでに培ってきた経験を共有し、社会に好影響をおよぼすための裾野拡大を目指しています。協働エンゲージメントは、参加各社のスタンスが揃っていることが前提であり、特にサステナビリティに関するテーマは相対的に協働エンゲージメントとの親和性が高いと考えていますので、現在の気候変動をテーマとする活動に加え、重要と考えている社会課題のテーマについても、各社と価値観が一致する領域を議論しながら活動を拡大していきたいと考えています。

－有益な対話相手として選ばれる機関投資家へ 【対話先企業からの声：P16-19ご参照】

当社は、多くの投資先企業と対話を行っており、その中で得た好取組事例や、具体的な効果が上がった対話事例などの情報を組織的なノウハウとして蓄積し、他の企業にも幅広く紹介しています。こうした活動を積み重ねることで、投資先企業から有益な対話相手として選ばれる機関投資家になり、更に対話の質の高度化につなげるという好循環を維持していきたいと考えています。16 ページの「対話先企業からの声」に記載のとおり、「成長ストーリーの示し方やサステナビリティ取組みの推進に向けて、対話で参考となる意見を頂いており有効に活用している」「課題等に対して建設的かつ良い意味で様々なプレストを行うことができている」、「日本生命の意見を開示の拡充や改善等を検討する際の参考にしている」といった声を頂いており、投資先企業から、当社がお伝えした着眼点が「経営改善の参考になった」と感謝を示された事例も多くなっています。

長期的視点で企業のペースに合わせて取組みを後押し

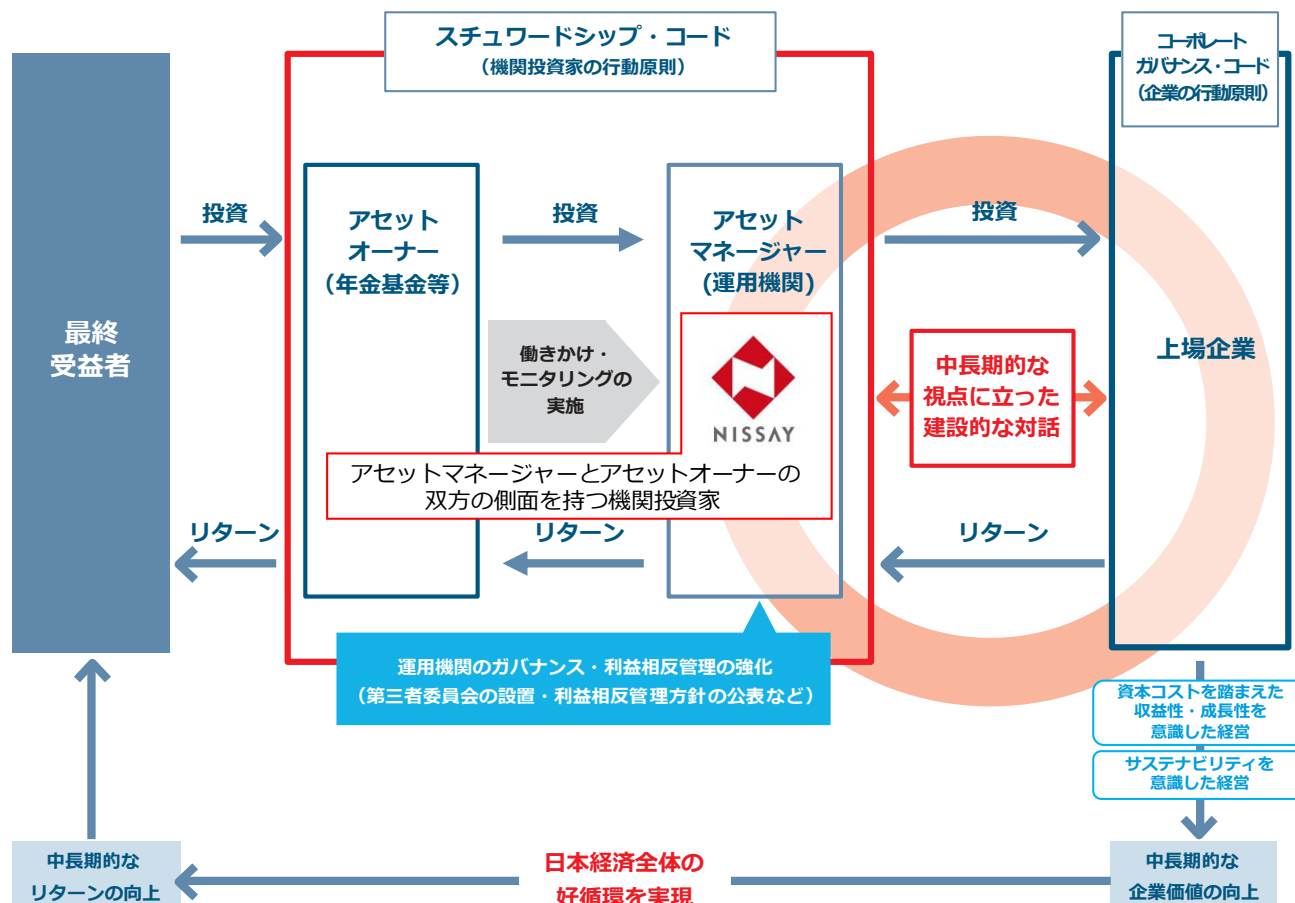
昨今、株式アクティビズムの台頭により、投資先企業との対立関係を作りながら、投資先企業との交渉を行うような対話も見られます。こうしたやり方も一つの方法かもしれませんが、当社としては、投資先企業及びその取締役会が自ら考え、自ら企業価値向上を実現する取組みを行っていただくことが、持続的に企業価値を高める上で望ましい姿であると考えています。持続的な企業価値向上には、中長期的視点からの成長投資、事業構造の見直しが必要となり、その成果は3年から5年を超える期間を経て達成されるものが多いと考えています。よって対話に当たっては対話の質と対話の継続性を重視しつつ、個別企業の状況を踏まえ、それぞれの企業のペースに合わせて取組みを後押しすることで、投資先企業の事業環境変化への対応と企業価値向上を後押ししていきます。また、当社では、責任投融資の推進を中期経営計画における重点課題と位置付けており、スチュワードシップ活動はその中核をなすものと考えています。今後も責任ある機関投資家としての役割を果たすべく、スチュワードシップ活動を通じて、投資先企業の価値創造の拡大を通じた持続的な企業価値向上の果実を当社の収益として享受するとともに、より良い社会の実現にも貢献していくことを目指していきます。

第1章 はじめに

(1) 当社のスチュワードシップに対する基本理念

当社は、日本版スチュワードシップ・コードに基づき、国内上場株式・国内社債投資先との中長期的な視点に立った建設的な対話を通じて企業価値向上を促し、最終受益者も含めた経済全体の好循環実現を目指しています。

建設的な対話を通じた企業価値の向上により経済全体のポジティブサイクルを創り出す



<スチュワードシップ活動に関する基本理念>

1. 投資先企業とサステナビリティも考慮に入れた建設的な対話に取り組むことで、中長期的な企業価値向上を促し、その果実を株主還元や株価上昇、社債の安定的な元利償還といった形で享受して資産運用収益の拡大につなげるとともに、『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』の実現を目指します。
2. 対話内容をPDCAの観点から継続的に振り返りつつ、企業の取組みの変化を確認し、必要に応じて対話の効果を高める取組み（エスカレーション）を行うことで、対話の実効性を高めます。
3. 投資先企業との継続的な対話を通じて、当社の考え方や課題意識を伝えるとともに、議決権行使においては、画一的に賛否を判断するのではなく、個別企業の状況を十分に検討した上で、賛否を判断します。
4. 対話を通じて投資先企業の取組みに改善が期待できない場合、議決権行使における会社提案への反対や株主提案に賛成することに加えて、株式及び社債の売却（ダイベストメント）も検討します。
5. 投資先企業やその事業環境等に関する深い理解を備え、日本市場の特性も踏まえた建設的な対話を通じ、投資先企業の持続的な成長に資するよう、高度な知見と専門性を持つ人材の育成に努めます。

日本版スチュワードシップ・コード制定後の当社の取り組み

2014～2016

対話先数
548社 [2015]

2017～2022

対話先数
674社 [2022]

① 経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンスをテーマとする対話

議決権行使精査要領の拡充

(2013年以前より) 配当性向等、業績不振、不祥事 (2017年～) 社外役員の独立性
(2015年～) 低ROE等、社外役員不在、役員の出席率 (2019年～) 少数株主利益保護

個別課題をテーマとする対話

(2021年～) 利益率、資産効率、資本政策など



経営・財務
戦略、コー
ポレート
ガバナン
ス

② サステナビリティをテーマとする対話



気候変動

(2018年～) 気候変動（循環型社会含む）を主要テーマとする対話
(2020年～)【要望事項】投資先全企業に対して
① 気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析と開示
② 2050年ネットゼロに向けた温室効果ガス排出量削減の方向性開示を要望

対話先数	15社 [2018年]	36社 [2019年]	71社 [2020年]	74社 [2021年]	75社 [2022年]
スコープ 1+2 排出量 上位先等					

(2022年～)【要望事項】2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望



人に関する
領域

(2018年～) ダイバーシティ、健康経営・労働安全衛生
(2019年～) 働き方改革
(2020年～) 従業員エンゲージメント
(2018年～) 地域社会・地方創生
(2020年～) サプライチェーン管理、デジタル化

人権については、関連するテーマの中で確認

③ 体制の強化



7名 [2015年時点] ※2016年より専管者2名配置 14名（専管者4名） [2018年時点] 18名（専管者8名） [2022年時点]

③ 利益相反管理強化・活動の高度化



スチュワードシップ諮問委員会の設置（2017～）

2014年

2017年

2018年

2021年

2022年

2014

日本版スチュワード
シップ・コード受け入れ

2017

国連責任投資原則（PRI）に署名
生命保険協会に協働エンゲージメント開始

2018

TCFDへ賛同

2021

ネットゼロ・アセットオーナー・アライアンス
（NZAOA）加盟

2022

Climate Action 100+加盟
Advance加盟

これまでの総括

- ① 経営・財務戦略(成長投資・資本効率)のテーマについては、株主還元や収益性に加えて、世の中の動向を踏まえ、徐々にテーマを追加するなど取組みを継続強化しています。
- ② また、近年企業・投資家ともに意識が高まっているサステナビリティのテーマについても、2017年より対話を継続強化しています。
- ③ 取組内容の強化に伴い、体制を強化しつつ対話の質の向上に取り組んでいます。

2023～2025

対話先数
607社 [2025]

2026～

(2024年～) 女性取締役不在

(2025年～) 独立社外取締役の人数基準引き上げ等

(2026年～) ROE水準の引き上げ(8%)



(2023年～)【要望事項】投資先全社に対して、
中期経営計画などの経営戦略と一体となった
人材戦略の策定・開示を要望

(2026年～)【要望事項】

・経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資
方針(定量/定性)の開示を要望

経営戦略とサステナビリティの関連性、
外部環境認識や経営資源配分の状況等、
企業価値向上との関係を意識した対話

(2026年～)【要望事項】

・排出量取引制度の導入を受けた財務面
のインパクト、排出削減に向けた取組み
を確認
・新たな国別削減目標 (NDC) を受けた
対応状況の情報収集

スコップ3
排出量
上位先等

78社 [2023年] 78社 [2024年] 78社 [2025年]

(2023年～)【要望事項】スコップ3排出量削減に向けた
取組内容の開示を要望

対話先数 43社 [2023年] 49社 [2024年] 52社 [2025年]



保有額が大きい企業のうち、
自然資本に対する「依存」*
が高い、または「影響」*が大
きいと思われる業種

(2024年) 対話開始

*自然関連財務情報開示タスクフォース
(TNFD) が推奨する分析ツール
「ENCORE」をもとに、
対話対象先の業種を選定

(2026年～)【要望事項】

・企業価値との関連性が高い領域に係る
開示・対応、その分析結果を踏まえた
目標設定を要望



(2023年～)【要望事項】投資先全社に対して、人権方針の策定、人権デューデリジェンス
の実施が確認できない先への対応・開示を要望

19名 (専管者8名) [2024年時点]

20名 (専管者8名) [2026年時点]

2023年

2024年

2025年

2026年

2024

TNFD Adopterに登録
Spring加盟

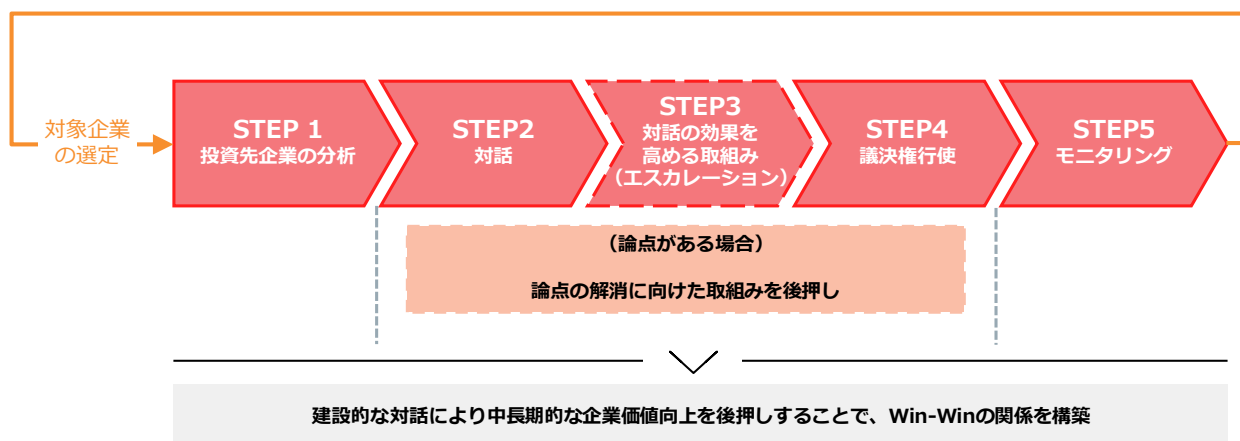
2025

TISFDへの加盟

(2) スチュワードシップ活動プロセス

当社では、スチュワードシップ活動の基本的な取組みを、「投資先企業の分析」、「対話」、「対話の効果を高める取組み（エスカレーション）」、「議決権行使」、「モニタリング」という5つのステップで定めています。当社が、この中で最も重視しているのはエンゲージメント、すなわち投資先企業との丁寧な対話を通じた企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を意図した働きかけです。

【スチュワードシップ活動の基本サイクル】



STEP 1

株式投資や社債投資に係る豊富な実務経験や高度な専門知識を備えた対話担当者、アナリスト等が、企業の業績や財務状況、業界動向等につき情報収集を行い、投資先企業を分析して対話の論点を特定します。

STEP 2

経営・事業戦略、財務戦略、ガバナンス体制などに加えサステナビリティも考慮に入れた建設的な対話を通じて、投資先企業について理解を深めるとともに、当社が考える論点を伝えつつ、企業の現状と課題、今後目指す方向性について、当社と投資先企業との間で、認識の共有を図ります。

STEP 3

投資先企業との継続的な対話を通じて、当社が考える論点についての課題認識を共有できず取組みが期待できない場合や、中長期的に目立った取組みの進捗が見られない場合には、経営層向け文書の手交、上位役職層との対話、独立社外取締役との対話といった、対話の効果を高める取組み（エスカレーション）を実施し、取組みの後押しを継続します。

STEP 4

当社では、議決権行使に係る「重要な論点」が特段無い先も含め、全ての保有株式につき、議決権を行使しています。また、当社が定める「議決権行使精査要領」に沿って選定した「重要な論点」がある企業に対しては、画一的に賛否を判断するのではなく、「重要な論点」の解消に向けたこれまでの対話の積み重ね、企業側の取組状況や今後の方向性を評価した上で、最終的に賛否を判断します。

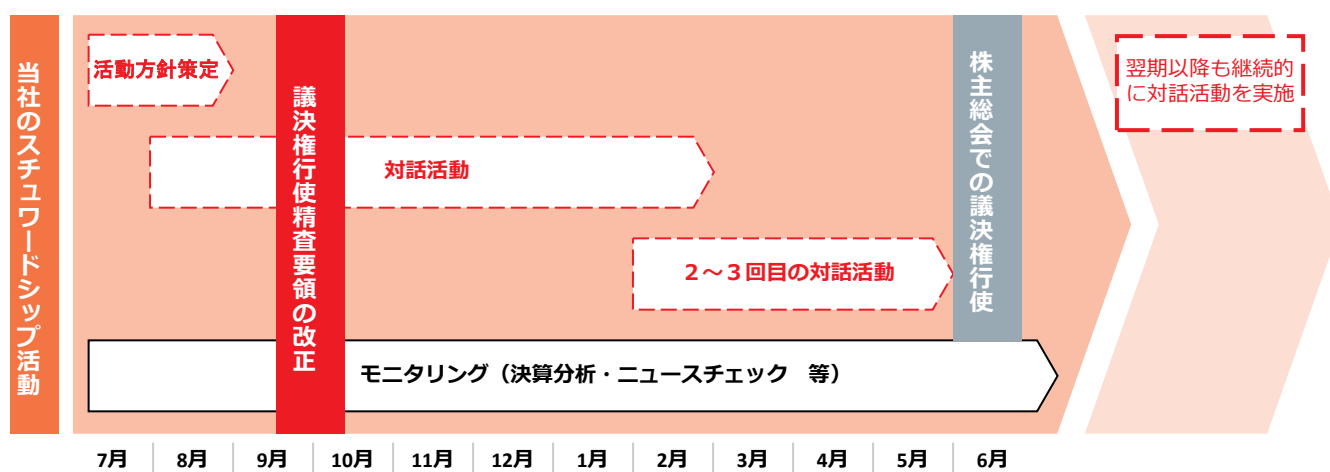
STEP 5

投資先企業と共有した目指すべき方向性に沿って、実際に経営が行われているかといった視点から、決算内容の確認や各種モニタリングを行い、投資先企業の企業価値向上に向けたプロセスの進捗を確認します。

当社では、こうした一連の基本サイクルを繰り返すことで、投資先企業との Win-Win の関係を維持しつつ、中長期的な企業価値向上を後押しすることが重要と考えています。なお、この過程において、対話を通じて対応を後押ししても変化が見られない場合や、議決権行使において議案に反対した場合については、状況に応じて株式や社債の売却（ダイベーストメント）も検討していきます。

また、当社では投資先企業の企業価値向上に向けて、以下に示す年間スケジュールに沿って、必要な人的資源を投じてスチュワードシップ活動の質の確保に取り組んでいます。当社のスチュワードシップ活動は、株式部内に設置したスチュワードシップ推進チームが中心となり投資先企業との対話を実施しており、スチュワードシップ専管人材を含む 13 名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、5 名が在籍する議決権行使チーム等、合計 20 名がスチュワードシップ活動に従事しています。なお、社債においても、担当チーム 5 名を中心に、社債投資の視点を踏まえながら、スチュワードシップ活動を行っています。今後も、国内外の動向を注視し、対話における新たな視点を取り入れながら、対話の実効性を高めていきます。

【スチュワードシップ活動の年間スケジュール（3 月決算企業の例）】



(3) 前期のスチュワードシップ活動実績

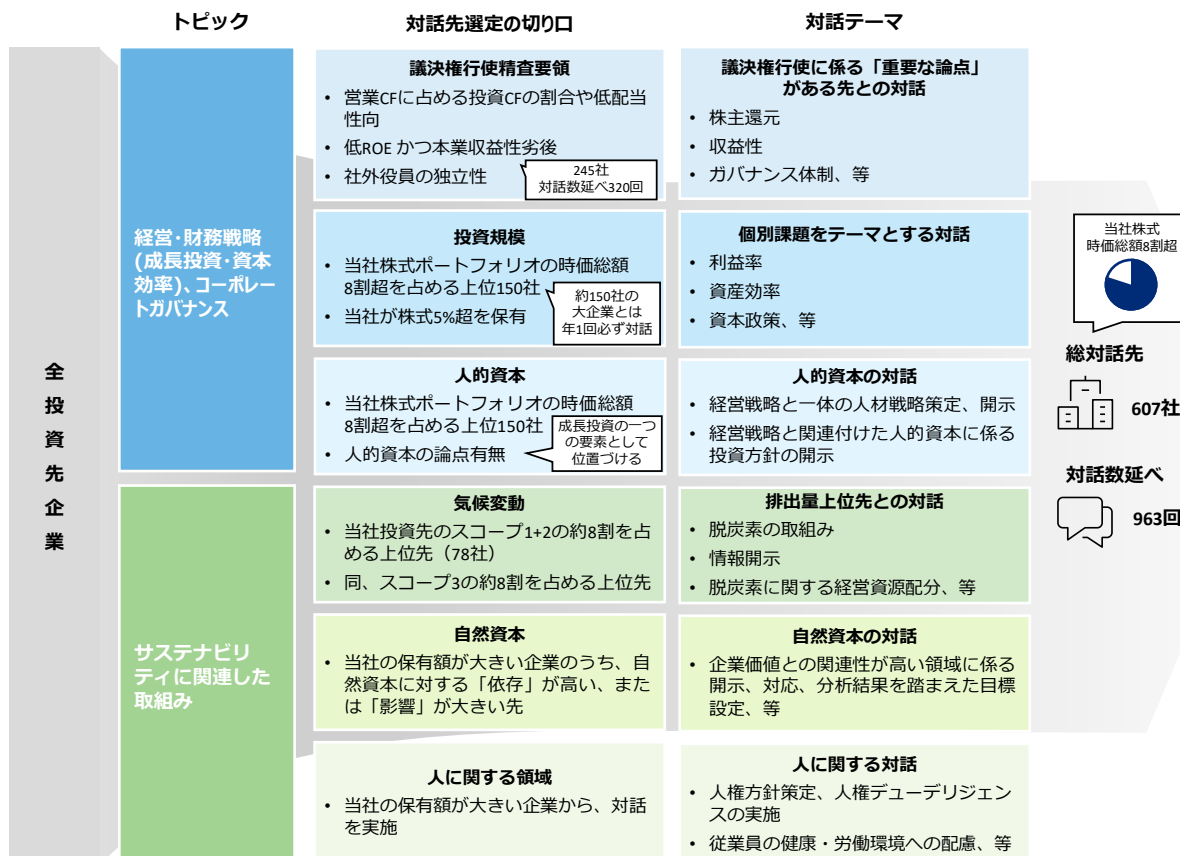
2025 年度末時点の当社の約 84 兆円の運用資産残高（一般勘定）のうち、国内株式は 18.6%を占めています。また、株式を保有する上場企業は約 1,300 社にのぼります。これらの企業のうち、2025 年（2025 年 7 月～2026 年 6 月）は、国内最大級となる、投資先企業 607 社に対して、延べ 963 回にのぼる対話を実施しました。

当社では、従来より利益率・資本政策・財務戦略といった財務関連事項や、ガバナンス体制などの経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンスに関する対話を重点的に実施してきました。同トピックについては、当社では、「議決権行使精査要領」を定め、株主還元、収益性、ガバナンス体制等に関する「重要な論点」があるとする投資先企業を選別し、これらの企業とは時価総額や当社の保有額、所在地等にかかわらず全件対話を行っています。こうした運営を行うことで、日本国内の各地域経済において重要な役割を果たしている中堅企業も対話対象とし、その取組みを後押しすることで、地域経済も含めた社会全体にも貢献していきたいと考えています。

また、対話先企業の選定に当たっては、資産運用ポートフォリオの時価総額に占める占率も勘案しています。当社の保有額が大きい企業上位 150 社で、当社資産運用ポートフォリオ全体の時価の約 8 割を占めますが、これらの企業とは毎年対話を行っています。なお、この中でも約 60 社とは、利益率・資産効率・資本政策等といった個別課題をテーマとする対話を行っています。

さらに昨今では、サステナビリティの観点を重視して、温室効果ガスの排出量が多い企業や、人権に関する論点があると考えられる企業などもエンゲージメントの対象に加え、取組みを強化しています。スチュワードシップ活動を通じて、サステナビリティに関連した取組みの対話を行い、社会課題の解決にも貢献していくことは、長期資金を供給する機関投資家としての役割を果たす上で、重要であると考えています。

【対話を実施する投資先企業の選定（イメージ）】



対話のテーマをトピック別にみると、経営・財務戦略、コーポレートガバナンスに係るものが約 31%、サステナビリティに関連した取組みに係るものが約 44%、エンゲージメントのための業況確認等が約 25%となっています。

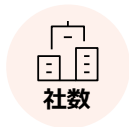
経営・財務戦略、コーポレートガバナンスに関して議決権行使に係る「重要な論点」がある先については、全件対話することとしており、245 社と、延べ 320 回、278 件の論点について対話を行いました。278 件の論点のうち、対話を通じた企業との課題認識共有や企業の取組進捗等により、106 件（38%）の論点が解消しました。これまでも対話開始初年度内での「重要な論点」の解消率は約 30%となっていますが、複数年経過後の累積では初回の対話開始から毎年継続的に対話を重ねることによって、複数年による対話の成果が表れ始めると考えている 3 年後には 70%以上の論点が解消しています。加えて、保有額が大きい企業上位 150 社のうち 56 社と利益率・資産効率・資本政策等の個別課題をテーマとする対話を実施しました。

サステナビリティに関連した取組みについては、社会的な関心が高まっている中、投資先企業を後押しすべく、432 社と、延べ 524 回の対話を行いました。このうち、気候変動を主要テーマとする対話について、自社の温室効果ガス排出量（スコープ 1+2）上位先企業等 78 社と対話を実施しました。これは、当社の投資先の温室効果ガス排出量の約 8 割を占めます。また、自社事業の活動に関連する他社の温室効果ガス排出量（スコープ 3）上位先企業 52 社とも対話を実施しています。

経営・財務戦略、コーポレートガバナンスに関する対話だけではなく、サステナビリティに関する対話の質の向上にも取り組んでおり、今後も引き続き活動を強化していきます。

【前期の対話活動結果】

前期の対話活動成果

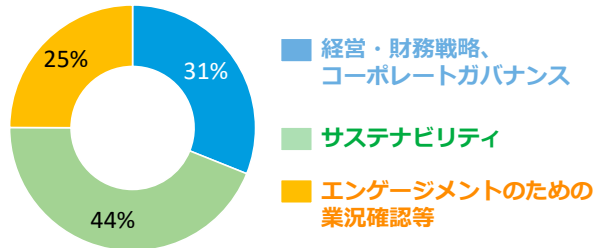


607 社



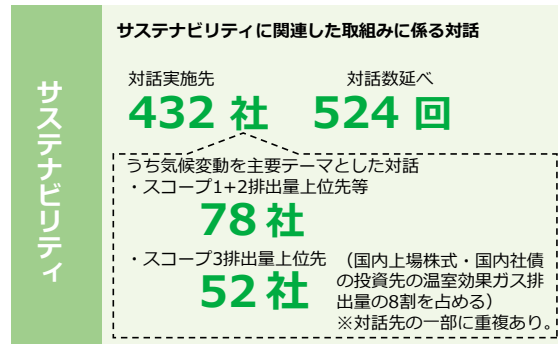
963 回

対話のトピック別内訳*

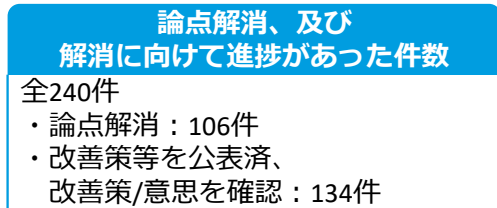
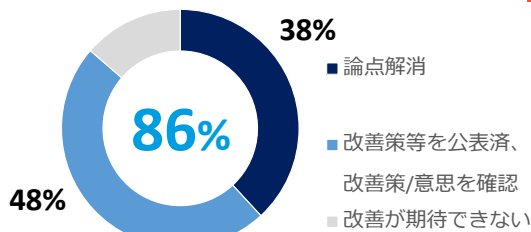


*このグラフでは「経営・財務戦略、コーポレートガバナンス」と「サステナビリティ」のトピックを両方扱った対話は重複カウントしています

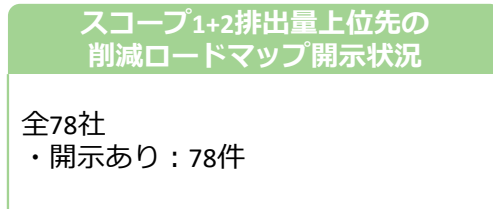
主な活動実績



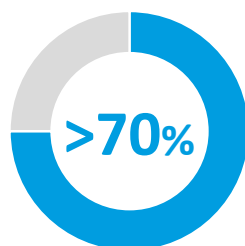
前期の対話後の論点(278件)の解消状況



2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの開示状況



複数年経過後の累計での論点解消率



※ 2021年~2023年の新たな論点先を対象とした累計論点解消率がいずれも70%を上回っている

3年経過後

(4) 対話先企業からの声

<陸運 執行役員経営企画部長>

新規掲載



弊社は日本生命をはじめとする投資家の方々との対話の機会を積極的に設けており、忌憚のない意見交換を通じて数多くの貴重なヒントを頂いています。特に日本生命との間では長年にわたって継続的に対話を行い、その時々トピックだけでなく長期的な視点に立った意見交換をさせていただいており、大変ありがたく感じています。

東京証券取引所から資本コストや株価を意識した経営の実現に関する要請がなされて以降は、投資家の方々との対話において資本収益性が論点になることが多くなっていますが、弊社の事業の特性上、経営における最優先事項は安全であり、短期的な利益を追求するのではなく、長期的な視点に立って継続的な設備投資や人材育成等を行うことが必須となります。こうした弊社の考え方に対して必ずしも全ての投資家の方々から賛同を頂けるわけではありませんが、日本生命との対話においては、弊社のこのような特性を踏まえた上で現実的な対応案のご提言を頂くなど、投資家としての意見の伝達に留まる一方向の対話ではなく、建設的で前向きな双方向の議論ができていると思います。

弊社としては、弊社の成長ストーリーを開示資料に落とし込んでいくにあたって日本生命との対話を通じて得たヒントを有効に活用しています。昨今、情報開示の質が向上したとの評価を頂くことも多く、この間の日本生命との対話の成果を実感しています。当然ながら、ご要望やご意見に対して、事業会社として対応できること、できないことがあります。そのような差異に関しても率直に議論させていただいているのは大変ありがたいことであり、今後も継続的に対話の機会を頂きたいと考えています。

<製造業 サステナビリティ担当常務執行役員>

新規掲載



日本生命とは、事業環境、資本政策、カーボンニュートラル、人的資本、コーポレートガバナンスなどの幅広いテーマでの対話の機会を頂いています。各事業を取り巻く環境の変化やサプライチェーンの課題、グローバルな競争環境など、弊社の事業と経営を研究されたうえで、ご質問とご指摘を頂いています。日本生命との対話は、弊社にとりまして長期投資家の視点とお考えを理解する貴重な機会です。

企業価値向上の観点では、事業別の投資判断、現預金の適正水準、株主還元や投資家が期待する KPI の開示などの考えを理解することができました。「資本効率と機動的な成長投資を両立し、それらを外部に分かりやすく伝えて欲しい」とのご指摘は、サステナビリティ経営を進める上でたいへん参考になりました。

メーカーである弊社がカーボンニュートラルを達成するためには、エネルギー効率を極限まで高め、原料を徹底的に無駄なく使うことが必須です。そのため、「温室効果ガス排出量の原単位の改善」と「絶対量の削減」という二つの目標を定めるに至った経緯と弊社の方策を説明し、ご理解を深めていただきました。人権に配慮した経営、人的資本や人材の多様性では、人材の育成、幹部候補の研修、女性活躍や経営哲学の継承に関する対話も重ねています。

今後も、日本生命との対話により、経営をより高めていくことに取り組んでいきます。

<小売 経営企画室 広報・IR 課長 シニアマネージャー>

新規掲載



日本生命とは定期的に対話の機会を頂いており、弊社のコーポレートガバナンスや中長期の成長戦略などについて、幅広く意見交換を実施する中で、さまざまな示唆を頂いております。特に、M&A 戦略の策定にあたっての資本配分と財務健全性、WACC（加重平均資本コスト）を踏まえた投資判断、ROE・ROIC 等の経営指標を通じた企業価値創造といった観点から、機関投資家の視点に基づいた建設的なご助言を頂いています。弊社が変化の速い事業環境の中で成長を加速させる際に、適切な資本コストや ROE 目標

の認識のもとで、エクイティスプレッドの拡大を目指した最適な事業ポートフォリオの構築をいかに実現するかについて、深掘りした議論を交わすことができ、極めて有意義です。頂いたご意見・ご指摘については弊社内で経営陣や取締役会、関連部署へのフィードバックを実施し、対話を踏まえた取り組みや、決算説明会、統合報告書などでの開示拡充の参考にさせていただいております。

引き続き対話の機会を頂くことで、弊社の中長期ビジョン達成に向けた各施策、持続可能な企業価値向上のための経営指標の達成状況、及び弊社のコーポレートガバナンス強化へのご意見を頂きたいと思っています。

<放送局 専務取締役 CFO>



日本生命とのエンゲージメントについて、ティピカルな対話にとどまらず、弊社の課題等に対する建設的かつ、良い意味で雑多なプレストも行われることが特徴的だと感じています。もちろん、すべての事項に対して、お互いアグリーであるとは思っていませんが、端々に出てくる有益な言葉を外部から見える弊社の明確な姿と捉えて、勝手に頭の整理の機会として使わせていただいています。

例えば、「資本効率」の指標について。弊社は有限希少の電波を預かる会社としての公共性と独自性故に、KPI として示さないスタイルを踏襲してきたものの、企業価値の向上やコーポレートガバナンスの遵守等に向けて避けては通れず、「ROE」、「ROIC」、または「独自指標」、どれを選択すべきか社内での議論を続けていました。

ちょうど、そのようなタイミングで「統合報告書」を用いた SR エンゲージメントの機会があり、本筋の対話ではなく、ふとしたプレストをしている中で、弊社グループの状況と成長を指し示すために、最も端的かつ適正な KPI となるものがセグメント別の「ROIC」であると確信したことを思い出します。

<商社 IR 部長>



日本生命とは定期的な対話の機会を頂いており、決算説明会資料や統合報告書などの開示物を読み込まれた上で、毎回、示唆に富むアジェンダを提示いただいております。また、担当者には弊社事業に関する説明会にも出席いただき積極的にご質問を頂くなど、弊社事業を深く理解しようとされていることが印象的です。弊社や弊社事業への深い理解・洞察に基づくご意見は開示の拡充や改善、各種イベントを検討する際の参考にしております。加えて、対話を踏まえた弊社の開示拡充についてのフ

ィードバックも頂いており、対話→対話を踏まえた取組み→フィードバックの好循環につながっております。

昨年はバランスシートのあり姿について過去変遷に基づく分析資料を基に、貴重なご意見を頂きました。短期的な業績や利益という切り口ではなく、独自かつ中長期的な成長性の観点からのご指摘は、弊社への期待の表明と受け止めております。

サステナビリティ関連のアジェンダについても、一方的な質問や意見の提起ではなく、日本生命における考え方や見識を説明いただいた上で対話がスタートするので、幅広いテーマについて、双方向型の建設的な対話を実施できていると感じております。

気候変動・自然資本においては、弊社が実際に取り組むプロジェクトを参照いただきながら、対応について示唆を頂いております。併せて参考になる他社の優れた開示例もご紹介いただいております。開示改善に向けた具体的な検討につなげやすいと感じております。

人的資本についても、企業共通、業種、個社の経営戦略に連動した取組みのうち、弊社固有の人材戦略が経営戦略とどう連動しているかを分かりやすく示すことが企業価値評価に当たって重要であると、納得感ある形でご説明いただいております。更なる開示をご期待いただいている部分について具体的なコメントを頂いており、参考にしております。

<機械 役員クラス 経営企画本部長>



弊社は、資本コストや株価を意識した経営として ROE 改善等に向けた施策を公表し、各施策の取組みについて株主・投資家の皆様にご理解いただけるように、経営陣を主な対応者として積極的な対話を実施してまいりました。

日本生命とは、弊社の足元の業績をはじめ、中期経営計画で掲げる諸施策の取組み状況、今後の戦略の方向性やコーポレートガバナンスの取組み等に関して幅広く意見を交換するなど建設的な対話をいたしました。

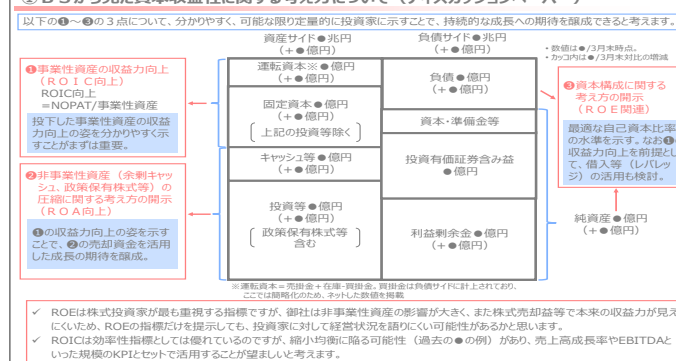
弊社からは、ROE 改善に向けた現在の取組み状況や中期経営計画の進捗を説明し、日本生命からは資本コストや株価を意識した経営の下、PBR 向上におけるエクイティスプレッドの確保の重要性などをご説明いただきました。株主資本コストの低減においては、収益向上と投資家が着目する事項に関する情報開示が重要であり、弊社では収益面の改善、業績予想の精度の向上、構造改革の推進が重要であるといった具体的な指摘を頂くとともに、中期経営計画の各施策の取組みの進捗の開示の工夫や長期ビジョンの開示の必要性など中長期投資家目線での参考になるご指摘も複数頂きました。

弊社は持続的に成長し、中長期的に企業価値を向上させていくために、株主・投資家の皆様との対話を重要な取り組みの1つと認識しており、一連の対話で日本生命から頂いたご意見・ご指摘は、取締役会や経営陣にフィードバックし、今後の決算説明会、統合報告書はじめ開示の改善に活かしております。

今後も引き続き、弊社の発信する各施策やコーポレートガバナンスの取組みについて、日本生命から中長期投資家目線での忌憚のないご意見を頂きたいと考えております。

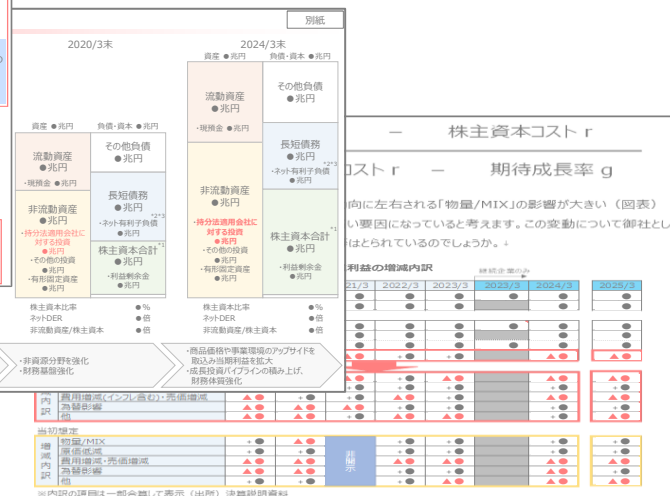
<対話で使用したアジェンダのイメージ>

① BSから見た資本収益性に関する考え方について（ディスカッションペーパー）



● 億円	● 億円	● 億円	● 億円
株主資本比率	● %	株主資本比率	● %
ネットDER	● %	ネットDER	● %
非流動資産/株主資本	● %	非流動資産/株主資本	● %

・トレーディング事業投資へ事業形態が変遷



(5) スチュワードシップ活動に関する対外発信強化

当社は、お客さまや投資先企業を含む多くのステークホルダーに当社のスチュワードシップ活動に対する理解を深めてもらうために、「スチュワードシップ活動報告書」や当社ホームページでの開示にとどまらず、社外セミナーへの登壇等を行い、対外発信を強化しています。当社のスチュワードシップ活動について詳細をお知りになりたい方は以下のインタビュー動画もご覧ください。

東京証券取引所（東証）による対談動画 に出演

2026年3月、日本の株式市場や国内外の機関投資家への理解を深めることを目的とした、東証による機関投資家との対談動画『Investor's Voice』（機関投資家インタビュー）に出演し、当社のスチュワードシップ活動方針や取組み等について発信しました。



インタビュー動画
(活動方針等)



<インタビュー動画掲載先>

- 日本証券取引所グループ公式ホームページ
<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/investor-interview/index.html>

ECGI Patrons Council Roundtable に参加

2026年6月、シンガポールで開催された ECGI Patrons Council Roundtable に参加し、「日本のコーポレートガバナンス改革やアクティビズム、企業買収を巡る近年の動向」が主要テーマとなる中、当社のスチュワードシップ活動に対する考え方や、日本企業のコーポレートガバナンス改革に対する見解を海外の教授・投資家に発信しました。



<当日のレポート>

<https://www.ecgi.global/system/files/2026-07/ecgi-patrons-council-roundtable-executive-debrief-singapore-2026.pdf>

ECGI（European Corporate Governance Institute）：コーポレートガバナンス分野におけるグローバルな研究者ネットワーク。

CFA 協会セミナーに登壇

2026年2月、日本 CFA 協会が主催する投資分野のプロフェッショナル向けセミナーに講師として登壇し、2014年に日本版スチュワードシップ・コードが策定されてから現在に至るまでの、コーポレートガバナンス改革の進展・課題、日本生命のスチュワードシップ活動について、講演を行いました。



当社主催の上場企業向けセミナーに登壇

2026年1月、当社が主催する首都圏の上場企業を対象としたセミナーに東証と共に登壇し、当社における具体的な対話事例や機関投資家として注目している点等をお伝えしました。

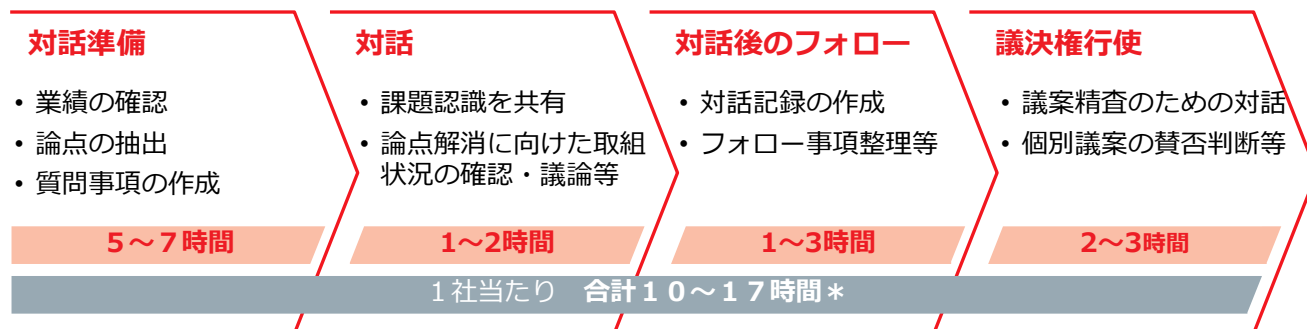


第2章 エンゲージメント

(1) 当社のエンゲージメントに対する基本理念

当社が、スチュワードシップ活動において最も重視しているのはエンゲージメント、すなわち投資先企業との丁寧な対話を通じた企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を意図した働きかけです。当社は、エンゲージメントにおいて、①建設的な対話を通じて企業の発展を後押しすること、②企業の取組みを確認し、必要に応じ追加の働きかけを行うことを基本的な考え方としています。この考え方に則り、多くの人的資源を投入して対話活動を行い、対話を通じて得られた情報を投資分析にも活用しています。

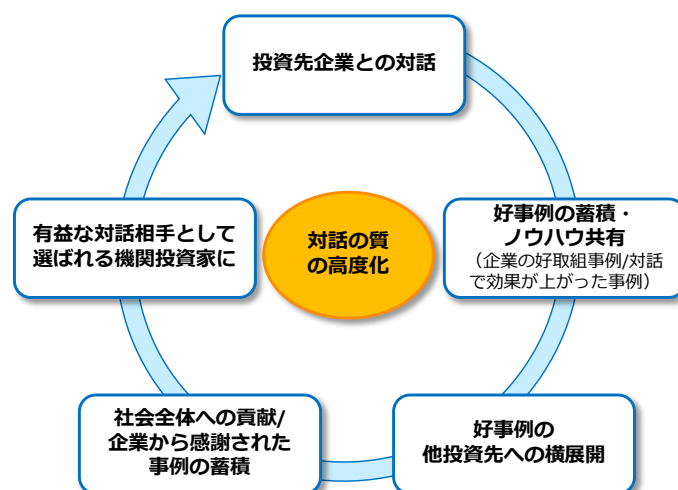
【対話フローと対話 1 回当たりの所要時間イメージ】



* 合計時間には移動時間も含む

当社では、年間約 600 社の投資先企業と対話を行い、その中で得た好取組事例や、具体的な効果があった対話事例などの情報を組織的なノウハウとして蓄積し、それを他の企業にも紹介しています。当社がお伝えした着眼点が「経営改善の参考になった」との感謝を示された事例も多く、こうした活動を積み重ねることで、投資先企業から有益な対話相手として選ばれる機関投資家になり、更に対話の質の高度化につなげるという好循環を維持していきたいと考えています。

【エンゲージメントの質の高度化に向けた好循環の構築】



例えば企業から感謝された事例として、資本効率の低さが課題となっている企業の代表取締役と、中期経営計画でどのように資本収益性や今後の資本政策・財務戦略を示すべきかという意見交換をしました。この際に、当社からは、投資家が何に注目しているかを資料にまとめて示すとともに、当社からの要望事項を伝えました。その後、同社は、資本効率の改善、資本収益性目標、成長に向けたキャピタルアロケーション等について当社の要望に沿った計画を開示するとともに、同社の代表取締役より、当社が示した内容も踏まえて中期経営計画を策定した、との言葉を頂きました。当社では、こうした建設的な対話が企業の具体的な取組みにつながる事例を、今後も増やしていきたいと考えています。

(2) 対話プロセス

企業価値向上の観点から重視する対話テーマの考え方

① 経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンスのテーマについて

当社は、投資先企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けては、資本収益性を踏まえた上で、将来のキャッシュフロー創出力を高める成長投資を継続し、更なるキャッシュフロー創出と、それを成長投資やステークホルダーへの分配につなげる好循環を構築することが重要だと考えています。企業が描く成長の道筋（価値創造ストーリー）の構築、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資）と株主還元等のバランス、資産効率・資本コストを意識した経営管理等が、企業の成長段階や経営のフェーズ、経営戦略や今後の事業戦略と結びついて戦略的に検討され、開示されているかといった点を重視します。

また、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現を支える経営の土台として、コーポレートガバナンスが実効的に機能していること、つまり、経営陣、取締役会議長、社外取締役、取締役会事務局などが、それぞれの役割と責任を適切に果たし、取締役会全体として機能していること、すなわち「エフェクティブ・ボード」となっていることが重要だと考えています。取締役会の機能発揮状況、取締役への十分な情報提供（特に独立社外取締役）や取締役会事務局の機能といった、取締役会の機能発揮を支える体制等も重視します。

② サステナビリティのテーマについて

加えて、昨今では企業の社会的責任が一層重視され、ブランド価値などの企業価値にも影響するようになってきています。株主に帰属する投資先の企業価値には、財務会計上の純資産と、財務会計上は表示されない非財務資本が含まれると考えられ、持続的な企業価値向上に向けては、投資先企業が非財務資本の価値向上に取り組むことも重要となります。したがってサステナビリティにも着目した対話テーマが、建設的なエンゲージメントの一環として、重要な要素になっていると考えています。具体的には、多くの企業が非財務情報の開示充実を通じて、株主資本コストの低減を目指している中、気候変動、自然資本、人権といったテーマへの対応に関する開示の充実を後押しすることで、投資家からみた透明性の向上を働きかけていくことに加え、経営戦略とサステナビリティの関連性、外部環境認識や経営資源配分の状況等、企業価値向上との関係を意識した対話を実施することが重要と考えています。

③ PBR について

これらのテーマで対話を行い企業価値向上に向けた働きかけを行う際の視点として、PBR（株価純資産倍率）にも注目しています。PBR は株価が 1 株当たりの純資産の何倍かを表す指標です。ファイナンス理論上、PBR は（1）ROE、（2）株主資本コスト、（3）期待成長率という企業価値にも影響を与える要素で構成されています（次図③の数式）。この式の分子に注目すると、PBR が 1 倍を下回っていることは、企業の収益性が、投資家が企業に対して要求する収益性を下回っていることを示唆しています。また、この式の分母に注目すると、企業に対する投資家の成長期待が高まることで PBR が向上すると考えることもできます。当社は、PBR の展開式から得られるこのような着眼点から推察される株式市場の見方を伝えつつ、個別企業のビジネスモデルや置かれている状況を踏まえた上で、投資先企業との丁寧な対話を通じて、（1）収益性（ROE）の向上、（2）株主資本コストの低減に向けた働きかけ、（3）期待成長率の向上に向けた働きかけの 3 つの観点から企業に対して対応を要望しています。具体的には、収益性（ROE）の向上に向けて事業性資産の収益性向上（ROIC 等）や非事業性資産の圧縮余地等の対応を要望しています。株主資本コスト（ r ）と期待成長率（ g ）は投資家が個別に想定するものであるため、企業自身が直接コントロールできるものではありませんが、投資家が着目する事項に関する情報開示を充実させることで間接的に影響をおよぼすことが可能であり、投資家との情報の非対称性の解消に努めることや、中長期的な成長戦略に対する期待の醸成に資する情報開示の充実を要望しています。

【企業価値向上の観点から重視する事項と対話テーマ】

1

経営・財務戦略、
コーポレートガバナンス

テーマの詳細

＜経営・事業戦略＞

- ・価値創造ストーリーの構築、資産効率・資本コストを意識した経営管理、構造改革など変化への対応等

＜財務戦略・資本政策＞

- ・企業の成長段階や経営のフェーズ、今後の事業戦略と結びついた、資本政策・財務戦略の策定・公表
 - 成長投資(人的資本含む)
 - 成長投資と株主還元等のバランスを踏まえた経営資源配分に関する開示
 - 目標とする自己資本比率の設定・開示(資本政策を通じた財務レバレッジのコントロール)等

＜ガバナンス体制＞

- ・上記の意思決定を支える経営体制等(エフェクティブ・ボード)

議決権行使に係る「重要な論点」がある先との対話

株主還元、収益性、社外役員の独立性・低出席率、不祥事等に関する対応

保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話

利益率・資産効率・資本政策等に関する対応

人的資本に関する対話

経営戦略と一体となった人材戦略、人的資本投資方針の策定・開示

2

サステナビリティ

テーマの詳細

気候変動問題への対応、自然資本、ダイバーシティ、働き方改革、従業員エンゲージメント、地方創生、健康経営・労働安全衛生、サプライチェーン管理等

温室効果ガス排出量上位先等との対話

脱炭素に関する経営資源配分、時間軸別の業績・企業価値への影響

自然資本に関する対話

企業価値との関連性が高い領域に係る情報開示の充実

人権に関する対話

人権方針の策定、人権デューデリジェンスの実施

3

$$PBR = 1 + \frac{(1) ROE - (2) 株主資本コスト(r)}{(2) 株主資本コスト(r) - (3) 期待成長率(g)}$$

対話の視点

(1)

収益性
(ROE)
の向上

- ・成長投資を通じた事業性資産の収益性向上(ROIC)、付加価値の拡大(利益率改善)
- ・原価低減による利益率の向上、運転資本の適切な管理
- ・非事業性資産の圧縮余地等
- ・資本構成に対する考え方

(2)

株主資本
コスト
(r)の低減

- ・投資家が着目する事項に関する情報開示を充実することで、投資家との情報の非対称性を極力少なくすること
- ・事業における収益の安定化
- ・事業の持続可能性への取組み(サステナビリティへの取組み)

(3)

期待
成長率
(g)の向上

- ・中長期的な成長戦略(研究開発投資、設備投資、人的投資等)に対する期待の醸成

＜ある製造業の事例＞

・数値は2024/3月末時点
・カッコ内は2018/3月末
対比の増減

	資産サイド ●兆円 (+●億円)	負債サイド ●兆円 (+●億円)
①事業性資産の収益力向上(ROIC向上) ROIC = NOPAT / 事業性資産 ・運転資本圧縮余地 ・有形固定資産の効率性向上	運転資本※ ●億円(+●億円) 有形固定資産(固定資本) ●億円(+●億円)	負債 ●億円 (+●億円)
②非事業性資産(余剰キャッシュ、政策保有株式等)の圧縮に関する考え方の開示(ROA向上)	運転資本で買掛金をネットした分(約●億円) キャッシュ等 ●億円(+●億円) 投資有価証券(政策保有株式、関係会社株式含む) ●億円(+●億円)	資本・準備金等 剰余金等 ●億円 (+●億円)
政策保有株式●億円(▲●億円)		純資産 ●億円 (+●億円)

③資本構成に関する考え方の開示(ROE関連)

最適な自己資本比率の水準を示す。なお①の収益力向上を前提として、借入等(レバレッジ)の活用も検討

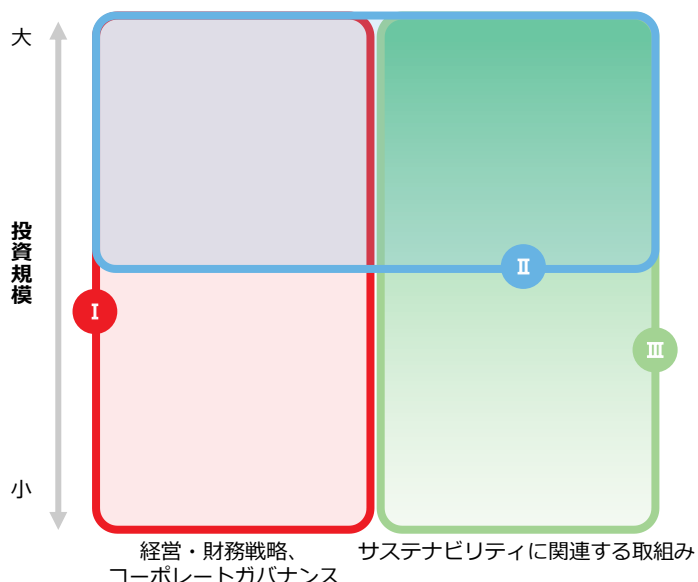
※運転資本=売掛金+在庫・買掛金。
買掛金は負債サイドに計上されているがここではネットした数値を掲載。なおその場合、買掛金の額を負債サイドから差し引くべきだが、見せ方の簡略化のため、負債サイドには買掛金を含めて示している。
・データはBloombergより取得。
一部企業の公表数値と数値や区分が異なっている可能性あり。

対話先の選定について

経営・財務戦略、コーポレートガバナンスのテーマについては、「議決権行使精査要領」に基づき、株主還元、収益性、ガバナンス体制等に関する「重要な論点」があると考えられる投資先企業を選別し、対話を行っています。これらの企業については、業績や財務状況、業界動向等につき情報収集を行い、投資先企業を分析のうえ、対話の「重要な論点」を特定して、全件対話を行っています。また、人的資本については、投資先全企業に対して、中期経営計画等と一体となった人材戦略の策定・開示に加え、2026年9月より、人的資本に係る投資方針の策定・開示を要望しています（次図のⅠ）。当社の保有額が大きい企業上位150社については、毎年対話を行っています。この中でも約60社とは、利益率・資産効率・資本政策等の個別課題をテーマとする対話を実施しています（次図のⅡ）。

サステナビリティに関連した取組みのテーマについて、まず気候変動については、企業への情報開示要望を継続的に強化しており、2020年より投資先全企業に、①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の分析と開示、②2050年ネットゼロに向けた温室効果ガス排出量削減の方向性開示の2点を要望しています。また、2022年より、投資先排出量の約8割を占めるスコープ1+2排出量上位先等の78社には、2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望しています。さらに2023年9月より、スコープ3排出量上位先52社に対し、それらの事業活動に関連して取引先から生じる温室効果ガスの排出量削減に向けた取組内容の開示を要望しています。加えて、2026年9月より、排出量上位先（スコープ1+2・3）に対し、脱炭素に関する経営資源配分、時間軸別の業績・企業価値への影響について意見交換を実施しています。自然資本については、2024年9月より、当社の保有額が大きい企業のうち、自然資本に対する「依存」が高い、または、「影響」が大きいと思われる業種に属する57社に対して対話を行い、企業価値と関連性が高い領域に係る開示・対応、その分析結果を踏まえた目標設定を要望しています。人権については、2023年9月より、投資先全企業に、人権方針の策定、人権デューデリジェンスの実施を要望しています。その中でまずは、保有額上位150社のうち、これらの対応・開示が確認できない先と対話を行い、対応や開示を要望しています。（次図のⅢ）。

【対話先の選定イメージと対話活動のポイント】



Ⅰ 経営・財務戦略、コーポレートガバナンスをテーマとする対話

- ・議決権行使に係る「重要な論点」がある企業（該当する可能性のある企業含む）とは全件対話予定（約200社を見込む）。特に収益性（低ROE）の論点未解消先とは、資産効率や資本政策も意識した対話を継続
- ・対話に当たっては、下記の取組み等を通じて論点解消を後押し
 - － 情報提供：論点の内容に応じた業界データ等を用いた分かりやすい説明や、他社の好取組事例の紹介などを実施
 - － 経営層向けの文書手交等：経営層への論点共有を目的に「重要な論点」をまとめた文書を手交するなど、対話の効果を高める取組みを実施
- ・人的資本のテーマに関する対話を継続

Ⅱ 保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話

- ・保有額が大きい企業を中心に、利益率・資産効率・資本政策等の個別課題を特定し、対話を通じて課題意識の共有・進捗確認を行い、企業の課題解決を後押し
- ・今期は前期の対話先に新規先を加えた約60社と対話予定

Ⅲ サステナビリティに関連する取組みをテーマとする対話

- ・気候変動・自然資本・人権のテーマに関する対話を継続

【コラム】持続的な企業価値向上に資するスチュワードシップ活動を目指して ～投資先企業の企業価値関連指標の変化に関する統計的分析を踏まえて～※本コラムは概要のみ記載。詳細は以下のレポートに記載。

レポート： https://www.nissay.co.jp/assets/kaisha/csr/shisan_unyou/ssc/stewardship2026_column_full.pdf

＜分析の目的と概要＞

- 2025 年度には、約 10 年にわたる国内上場株式の投資先企業との対話記録 8,830 件について、生成 AI・大規模言語モデル（Large Language Model/ LLM）を用いて対話の質、投資先企業の反応、投資先企業の行動変容との関係を分析。その結果、質の高い対話ほど投資先企業の前向きな反応が相対的に多い傾向や、企業のその後の行動変容が確認できた割合が高い傾向を確認¹。今年度は、この検証をさらに一段進め、当社のスチュワードシップ活動が、企業価値向上に向けて当社が重視する企業価値関連指標²と、対話後に実際に表れた変化との間に整合的な関係がみられるかを統計的に検証³。
- 具体的には、「対話の質」と「対話の継続性」という 2 つの観点に着目し、以下の 2 つの分析を行った。

分析 1：質の高い対話と企業価値関連指標との関係

- 当社から質の高い対話を受けた投資先企業は、そうした対話を受けていない企業と比べて、企業価値関連指標が向上したか否か

分析 2：継続的な対話と企業価値関連指標との関係

- 当社から継続的な対話を受けた投資先企業は、そうした対話を受けていない企業と比べて、企業価値関連指標が向上したか否か

- 上記 2 つの分析はいずれも、「差分の差分法（Difference-in-Differences/ DiD）」の手法⁴を用いて実施した。なお、本分析の客観性を高める観点から、実際の分析作業は、昨年の分析と同様に、グローバルに展開する戦略コンサルティング会社であるオリバーワイマン社に委託した⁵。また、今年度の分析では、昨年度に対象とした 8,830 件の対話記録について、生成 AI・大規模言語モデル（LLM）を用いて得られた、テーマ別の対話の質及び企業の行動変容に関する分析結果を活用しており、これらに対話先企業単位で整理し、計 1,321 社を対象に分析を実施。
- 当社は、持続的な企業価値向上には、資本コストを上回る収益性を確保しつつ、創出したキャッシュフローを成長投資やステークホルダーへの分配につなげることで、「将来の稼ぐ力」を高めることが重要と考える。そのためには、事業構造の変化や新規事業の育成など数年単位の期間を要する取組みが必要であり、投資家には継続的な対話を通じて企業の取組みを定期的に確認しつつ、後押しすることが求められる。このような考え方の下、当社は以下の指標を企業価値関連指標として分析対象に設定。

¹ 詳細は昨年度のレポートを参照 https://www.nissay.co.jp/assets/sustainability/contents/shisan_unyou/ssc/stewardship2025_column_full.pdf

² 今回は対話の目的や対話先選定の考え方に基づき、以下 3 つのアプローチに整理される計 8 つの対話テーマについて分析を実施。（1）議決権行使精査基準に基づく対話：当社議決権行使精査基準に抵触するケースとして、「①低 ROE」、「②低配当」、「③不祥事案」のテーマがあり、それぞれの課題解消を通じて企業価値の改善を促すことを目的としている。このため、収益性など各テーマに対応する企業価値関連指標の改善が期待される。（2）財務面に関する対話：議決権行使精査基準への抵触の有無にかかわらず、財務面の対話を行うケースとして、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」、「⑤地方銀行」のテーマがある。企業価値向上に向けた利益率・資産効率・資本政策等といった財務・経営戦略全般について対話しており、事業構造の見直しや資本配分の高度化を通じて、収益性や中長期的な企業のキャッシュフロー・創出力といった企業価値関連指標の向上につながることが期待される。（3）サステナビリティに関する対話：サステナビリティに関する対話を行っているケースとして「⑥地方銀行」、「⑦気候変動」、「⑧ビジネスと人権」、「⑨人的資本」のテーマがある。各種サステナビリティ課題への対応や情報開示の充実を通じて、投資家との情報の非対称性の縮小などを後押しし、市場からのリスク認識を低減させることで、PBR や株価ボラティリティといった企業価値関連指標の向上につながることが期待される。

³ なお企業は、企業自身の自主的な改善努力、政策、他投資家からの要望など様々な影響を受けていることから、当社の活動の企業価値関連指標への影響について分析の限界がある点、結果の解釈には慎重にならざるを得ない点には留意が必要と考える。

⁴ 「二方向固定効果（Two-Way Fixed Effects/ TWFE）回帰」による差分の差分法（DiD）を用いた。TWFE DiD は、企業固定効果・時点固定効果を取り入れた DiD 推定を可能にすることから、本分析に適した手法であると判断した。企業固定効果により時間不変の企業固有要因を、時点固定効果により全企業に共通する年次要因を考慮する。企業ごとに異なる時変要因、対話対象の選定要因、同時期の経営施策や他投資家の働きかけ等の影響は残り得る。また、処置時期が企業ごとに異なり、相対変化が企業・時点によって異質な場合には、推定係数の解釈に留意が必要である。

⁵ オリバーワイマン社とは守秘義務契約を締結し、昨年度の分析では、対話記録を同社が構築した本件専用のクラウド環境に読み込ませ、当該環境内で分析作業を実施した。

【対話で重視している企業価値関連指標】収益性を示す指標：ROIC、ROA、ROE⁶、株主資本コストの概念を含む指標：株価純資産倍率（PBR）⁷、株価変動の安定性を捉える補助指標：年間株価ボラティリティ⁸

【中長期的な向上が期待される企業価値関連指標】企業価値の源泉を示す指標：フリーキャッシュフロー（FCF）、営業キャッシュフロー（OCF）⁹

<分析 1：質の高い対話と企業価値関連指標との関係>

- 分析では各対話テーマについて当社から「少なくとも 1 回、効果的な対話（High）を受けた企業」を処置群とし、「初めて効果的な対話（High）が確認された年」を処置年と定義。処置群とそれ以外の企業（対照群）について、対話後の企業価値関連指標の変化を TWFE 回帰により検証。また処置群の観測期間は、処置前後それぞれ最大 3 年とした¹⁰。
- 分析の結果、【図表 1】のとおり、ファイナンス関連のテーマでは、ROIC、ROA、ROE といった収益性を示す企業価値関連指標を重視して対話を行っているが、質の高い対話を実施した企業について、テーマに応じてこれらの指標に一定の変化が見られた（①）。また低配当や気候変動といったテーマなど、情報開示の充実¹¹を通じた株価ボラティリティの低減や、株主資本コスト低減に関連する PBR といった企業価値関連指標を重視して対話を行っている場合にも、テーマに応じてこれらの指標に一定の変化が見られた¹²（②）。

【図表 1】質の高い対話を実施した企業群と対照群の相対変化（TWFE 回帰）¹³

対話テーマ	企業数: 処置群 (対照群)	ROIC (p.p)	ROA (p.p)	ROE (p.p)	PBR (p.p)	株価 ボラティリティ (%)	フリーCF (p.p)	フリーCF 3年平均 (p.p)	営業CF (p.p)	営業CF 3年平均 (p.p)
低ROE	179 (1142)	① β=1.52*** p=0.001	β=0.44*** p=0.001	β=1.11** p=0.042	β=0.21*** p=0.001	β=1.17 p=0.230	β=▲0.03 p=0.939	β=▲0.16 p=0.471	β=0.16 p=0.607	β=▲0.16 p=0.393
低配当	78 (1243)	β=▲2.02 p=0.282	β=▲0.43 p=0.125	② β=▲2.07** p=0.004	β=▲0.84 p=0.128	② β=▲3.69** p=0.008	β=▲0.34 p=0.578	β=0.37 p=0.439	β=▲0.18 p=0.755	β=0.42 p=0.313
事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等	364 (957)	β=1.32 p=0.188	① β=0.24* p=0.084	β=1.57 p=0.121	β=0.06 p=0.477	β=0.31 p=0.677	β=0.39 p=0.134	β=0.30 p=0.129	β=0.35 p=0.154	β=0.25 p=0.177
気候変動	73 (1248)	β=0.75 p=0.156	β=0.06 p=0.765	β=▲0.35 p=0.773	② β=0.18** p=0.021	② β=3.29*** p=0.001	β=0.31 p=0.504	β=0.63 p=0.150	β=0.30 p=0.482	β=0.48 p=0.195

（注 1）***、**、*は、それぞれ 1%、5%、10%の水準で統計的に有意であることを示す。緑は比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましい変化）、赤は比較企業群を上回る統計的に有意な相対変化（望ましくない変化）を示す。株価ボラティリティ以外の指標は上昇を望ましい変化と解釈し、株価ボラティリティは低下を望ましい変化と解釈する。なお、株価ボラティリティは年間の数値を元に算出したものである。

（注 2）β は、本回帰仕様の下で処置群と対照群の変化の差を表す推定係数であり、β の符号と大きさから、処置と企業価値関連指標との関係と程度を示す。なお、これを比較企業群との因果的な相対変化として解釈するには、平行トレンド仮定等に加え、処置時期の相違や相対変化の異質性に関する条件が必要となる。β が正（負）の場合は、当該指標が改善（悪化）する方向の変化を示す。なお、株価ボラティリティについては、低下が望ましいため、β が負の場合を改善方向と解釈する。

（注 3）p 値は、処置に対応する係数が 0 であるとの帰無仮説の下で、観察された値以上に極端な推定結果が得られる確率を示す。注 1、注 2 及び注 3 は、以降の図表についても同様とする。

<分析 2：継続的な対話と企業価値関連指標との関係>

- 昨年度の分析結果を用いて、複数年にわたる継続的な対話と企業価値関連指標との関係を TWFE 回帰により検証。なお当社では投資先企業と幅広いテーマで対話を継続しているが、投資先企業の状況によって対話の目的や対話先選定の考え方が異なる。このため、本分析では、事業戦略や気候変動など、企業価値向上に向けた取組みの高度化

⁶ 当社は、ROIC、ROA、ROE を企業価値の源泉であるキャッシュフロー創出力にもつながり得る収益性や資本効率を示す指標と考える。企業が資産・資本を効率的に活用しているかの観点から、ROIC、ROA、ROE の変化を確認。

⁷ 当社は、PBR を将来キャッシュフローの現在価値の総和である企業価値算定に用いる割引率（加重平均資本コスト）の構成要素の一つである株主資本コストの概念を含む指標と考える。資本収益性が株主資本コストを上回っているかという観点から、PBR の変化を確認。PBR 展開式は 23 ページ参照。

⁸ 企業価値と株式市場における評価は必ずしも常に一致するわけではなく、その乖離には情報の非対称性や市場の不確実性など、様々な要因が影響する。企業による情報開示の充実、企業と投資家の情報の非対称性を縮小し、この乖離を小さくする要因の一つと考えられる。よって、この市場の不確実性に関する補足的な指標として、株価ボラティリティの変化についても確認。

⁹ キャッシュフローの創出は企業価値向上の源泉となることから、フリーキャッシュフロー、営業キャッシュフローの変化を確認。なお、キャッシュフローの絶対額は分布の裾が非常に長いことから回帰推定の安定性を高めるため、キャッシュフローを総資産で割って正規化した指標を用いた。

¹⁰ この観測期間は、処置前後の観測を安定的に行うのに十分な期間を確保する観点から設定したものである。

¹¹ 低配当や気候変動のテーマでは、それぞれ株主還元・資源配分や気候変動リスクへの対応方針といった情報開示の充実が対話における主要な論点となっている。

¹² 情報開示を介した PBR 上昇や株価ボラティリティ低下の経路は一つの可能性であり、本分析では当該メカニズムを直接検証していない。

¹³ 多数のテーマ・指標について探索的に検定しているため、個々の有意結果は多重検定による偶然の検出可能性を含む。結果は探索的な示唆として解釈する。なお、企業の「稼ぐ力」の向上に直接つながるような、中長期的な向上が期待されるキャッシュフローといった企業価値関連指標では有意な結果が見られなかったが、これは本分析の時間軸（対話後 3 年以内の変化）では比較企業群との相対変化が十分に捉えられなかった可能性に加え、運転資本の変動や設備投資の実施といった企業側の一時的要因の影響により、年ごとの変動幅が相対的に大きいと考えられることから、統計的に有意な結果が出にくかった可能性が考えられる。

を継続的に促す対話を「発展型」、低 ROE や低配当など、議決権行使精査基準に抵触した企業の課題解消を促す対話を「改善型」と整理し、それぞれの目的に応じてその変化を検証する分析を行った¹⁴。

- 「発展型の継続対話」：対話を複数年継続する中で、各年の対話が企業価値関連指標に与える追加的な変化はどの程度か。
- 「改善型の継続対話」：論点解消を促す対話を複数年継続する中で、企業価値関連指標の改善は何年目の対話まで見られるか。また、改善確認後も一定期間、企業価値関連指標の改善を維持するか。

- 分析の結果、【図表 2 上段】のとおり、「発展型の継続対話」において、ファイナンス関連のテーマでは長期的な視点で対話を継続することで、収益性を示す企業価値関連指標のみならず、中長期的な向上が期待されるキャッシュフローといった企業価値関連指標などに対しても一定の変化が見られた（①）。
- また【図表 2 下段】のとおり、「改善型の継続対話」のうち低 ROE 等の課題がある企業では、当社が重視する収益性を示す企業価値関連指標と整合的な結果が得られたほか、改善した指標水準が対話終了後の観察期間においても一定期間維持されている可能性が考えられるという結果が見られた¹⁵（②）。当社としては、改善の道筋について、自社株買い等の一過性の方策ではなく、事業構造の見直し等を通じた持続的な利益成長を重視しており、本結果はこうした考え方とも整合的と考えられる。

【図表 2】継続的な対話を実施した企業群と対照群の相対変化（上段：発展型の継続対話、下段：改善型の継続対話）¹⁶

対話テーマ	ROIC (p.p)	ROA (p.p)	ROE (p.p)	PBR (p.p)	株価 相対性 (p.p)	フリーCF (p.p)	フリーCF 3年平均 (p.p)	営業CF (p.p)	営業CF 3年平均 (p.p)
①	$\beta_1 = 1.18^{**}$ $p_1 = 0.049$ (#1 = 1,097)	$\beta_1 = 0.09$ $p_1 = 0.501$ (#1 = 1,253)	$\beta_1 = \Delta 0.06$ $p_1 = 0.912$ (#1 = 1,252)	$\beta_1 = 0.01$ $p_1 = 0.907$ (#1 = 1,254)	$\beta_1 = \Delta 0.09$ $p_1 = 0.857$ (#1 = 1,256)	$\beta_1 = 0.26$ $p_1 = 0.296$ (#1 = 1,257)	$\beta_1 = 0.11$ $p_1 = 0.467$ (#1 = 1,242)	$\beta_1 = 0.19$ $p_1 = 0.407$ (#1 = 1,257)	$\beta_1 = 0.11$ $p_1 = 0.404$ (#1 = 1,242)
事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等	$\beta_2 = 0.17$ $p_2 = 0.758$ (#2 = 809)	$\beta_2 = 0.29^{**}$ $p_2 = 0.012$ (#2 = 948)	$\beta_2 = 0.94$ $p_2 = 0.140$ (#2 = 948)	$\beta_2 = 0.00$ $p_2 = 0.983$ (#2 = 948)	$\beta_2 = \Delta 0.36$ $p_2 = 0.434$ (#2 = 952)	$\beta_2 = 0.19$ $p_2 = 0.440$ (#2 = 949)	$\beta_2 = 0.28^{*}$ $p_2 = 0.055$ (#2 = 935)	$\beta_2 = 0.14$ $p_2 = 0.541$ (#2 = 949)	$\beta_2 = 0.20$ $p_2 = 0.119$ (#2 = 935)
	$\beta_3 = 0.39$ $p_3 = 0.392$ (#3 = 618)	$\beta_3 = 0.08$ $p_3 = 0.552$ (#3 = 752)	$\beta_3 = \Delta 1.06$ $p_3 = 0.388$ (#3 = 752)	$\beta_3 = 0.12$ $p_3 = 0.514$ (#3 = 752)	$\beta_3 = 0.50$ $p_3 = 0.328$ (#3 = 755)	$\beta_3 = 0.17$ $p_3 = 0.500$ (#3 = 755)	$\beta_3 = 0.24$ $p_3 = 0.105$ (#3 = 747)	$\beta_3 = 0.28$ $p_3 = 0.226$ (#3 = 755)	$\beta_3 = 0.22^{*}$ $p_3 = 0.096$ (#3 = 747)

（注 1） β_1 は対話実施 1 年目の推定係数、 β_2 は 2 年目の対話による追加的な推定係数、 β_3 は 3 年目の対話による追加的な推定係数を表す。

対話テーマ	β	ROIC (p.p)				ROA (p.p)				ROE (p.p)			
		1年間	2年間	3年間	4年間	1年間	2年間	3年間	4年間	1年間	2年間	3年間	4年間
低ROE	1 β	$\beta = 2.67^{***}$ $p = 0.001$ (# = 145)	$\beta = \Delta 0.05$ $p = 0.916$ (# = 86)	$\beta = \Delta 0.06$ $p = 0.919$ (# = 32)	$\beta = 0.01$ $p = 0.975$ (# = 30)	$\beta = 0.91^{***}$ $p = 0.001$ (# = 174)	$\beta = \Delta 0.08$ $p = 0.747$ (# = 111)	$\beta = 0.14$ $p = 0.600$ (# = 39)	$\beta = 0.31^{*}$ $p = 0.068$ (# = 41)	$\beta = 2.73^{**}$ $p = 0.019$ (# = 174)	$\beta = \Delta 2.28^{*}$ $p = 0.076$ (# = 112)	$\beta = 1.50$ $p = 0.258$ (# = 39)	$\beta = 0.02$ $p = 0.991$ (# = 41)
	2 β		$\beta = 3.37^{**}$ $p = 0.023$ (# = 80)	$\beta = 0.63$ $p = 0.378$ (# = 30)	$\beta = 0.24$ $p = 0.585$ (# = 29)		$\beta = 0.87^{**}$ $p = 0.043$ (# = 110)	$\beta = 0.35$ $p = 0.233$ (# = 39)	$\beta = \Delta 0.26$ $p = 0.134$ (# = 41)		$\beta = 6.25^{***}$ $p = 0.001$ (# = 111)	$\beta = 0.34$ $p = 0.771$ (# = 39)	$\beta = 0.46$ $p = 0.765$ (# = 41)
	3 β			$\beta = 2.57$ $p = 0.004$ (# = 29)	$\beta = 0.33$ $p = 0.600$ (# = 26)			$\beta = 0.58^{*}$ $p = 0.059$ (# = 39)	$\beta = 0.13$ $p = 0.660$ (# = 41)			$\beta = 2.50^{**}$ $p = 0.031$ (# = 39)	$\beta = \Delta 2.77$ $p = 0.260$ (# = 41)
	4 β				$\beta = 1.26$ $p = 0.233$ (# = 25)				$\beta = 0.49$ $p = 0.232$ (# = 41)				$\beta = 5.20$ $p = 0.177$ (# = 41)

（注 1）最終的な対話継続年数が 1 年、2 年、3 年、4 年であった企業群をそれぞれ処置群とし、企業価値関連指標の変化との関係を確認。

<本分析による学びと今後の取組方針>

- 本分析の結果を踏まえ、当社としては、現状対話で重視している企業価値関連指標の向上が、企業価値の源泉である将来のキャッシュフロー創出力につながっているかについても、今後対話において一層意識していきたい。その上で、企業を取り巻く環境や経営課題は一社一社異なることから、各企業が置かれた状況や課題を踏まえながら、投資先企業による成長投資を後押しし、その成果が更なる成長投資やステークホルダーへの分配につながる好循環を実現するよう、中長期的な視点から質の高い対話を継続することを目指したい。

¹⁴ 継続的な対話は、対話の中断期間が 1 年以内である場合に限り定義した。対話が 2 年以上途絶えた場合、その後の対話は継続的な対話とはみなさず、対話による変化の重複を避けるため分析対象から除外した。

¹⁵ 例えば、対話継続年数が 3 年であった場合、最終年（3 年目）以降 3 年間の指標の改善状況を見ている。継続対象企業の選択特性や対話終了条件等の影響も受け得るため、対話継続そのものの因果効果を示すものではない。

¹⁶ サンプル数が限られる区分や多数の検定を含むため、個別の有意結果を過度に解釈せず、全体的な傾向を探索的に把握する分析として位置付ける。

(3) 主な対話テーマ

本章では、当社が今年度特に重視する主な対話テーマにつき、具体的な対話事例も交えて紹介します。

(3-1) 経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンス

成長投資

企業が持続的に企業価値を向上させるためには、成長投資（設備・研究開発・人的資本・知的財産等の無形資産への投資）による付加価値拡大に加え、原価低減による利益率の向上、運転資本の適切な管理等といった地道な取組も継続することで更なるキャッシュを創出し、成長投資やステークホルダーへの分配につなげるという好循環を構築することが重要であると考えています。こうした好循環が、日本経済の発展にも資するものだと考えています。

当社は、企業がどのような課題や事業機会を捉え、どのような価値を生み出そうとしているのかを理解することを対話の出発点とします。その上で、各社の成長ステージや事業特性に応じて、成長投資の意義、時間軸、リスクとリターンについて認識を共有し、企業が描く成長の道筋について、ともに考えを深めていきます。

<成長投資に関する望ましい姿>

当社が考える望ましい成長投資とは、短期的な資本効率の改善だけでなく、資本コストを上回るリターンを持続的に生み出し、将来のキャッシュフロー創出力を高めることで、中長期的な価値創造の総量の拡大と企業の持続的な競争力向上につながる投資であると考えています。企業が持続的に成長していくためには、将来の価値創造に向けて、設備、研究開発、人材、サステナビリティ領域などの成長投資に経営資源を振り向けていくことが重要です。

<対話方針>

これまでの資本収益性を意識した対話の実施に加え、企業価値向上に直結するキャッシュフロー創出力の強化につながる成長投資を意識した対話を実施し、中長期的な企業価値向上を後押ししていきます。

① 成長投資を意識した経営資源配分の確認

【当社が特に後押ししたい成長投資】

- ✓ 設備投資・研究開発投資 : 既存事業の生産性向上、新規事業機会の創出、技術革新等に係る投資
- ✓ 人的資本投資 : イノベーション創出や生産性向上に資する投資（人材育成・獲得等）
- ✓ サステナビリティ領域への投資 : サステナビリティ領域に関する持続的な競争力強化や新たな事業機会の創出に係る投資（脱炭素領域等）

② 成長投資実行後の中長期的な進捗確認

成長投資は短期的な利益や資本効率の低下を伴うことがあります。当社は、企業が描く構想やその経済合理性、実行体制、リスクの備え等について、短期的な財務指標だけにとらわれることなく、長期投資家として、成長に必要な時間軸を評価しつつ、投資後も進捗や事業環境の変化を継続的に確認し、必要に応じて見直しや軌道修正について建設的な対話を行います。

当社は、こうした対話を通じて、企業が成長投資を通じて将来の「稼ぐ力」をどのように高め、中長期的な企業価値向上につなげていくのか、その考え方や道筋について共有いただくことを要望していきます。

<国内への投資>

国内における成長投資も、企業が描く成長の道筋を実現するための重要な選択肢の一つです。当社は、各社が成長戦略の中で日本をどのように位置付け、国内投資を自社固有の強みや将来の収益力とどのように結び付けようとしているのかについて対話を深めていきたいと考えています。

一方で、企業価値向上の観点から最適な投資先が海外である場合もあり、こうしたケースには、例えば、日本で培った強みを海外での成長につなげることに加え、海外で得た技術、知見、人材、事業機会を国内の成長に還元することも可能です。こうした観点も踏まえ、国内か海外かという二者択一ではなく、企業それぞれの事業環境や成長ステージを踏まえ、国内外の投資がどのように相互に結び付き、企業全体の競争力や「稼ぐ力」の向上につながるのかについて、企業とともに考えていきます。

企業への要望事項

- ▶ **成長投資を含む経営資源配分の策定、及び、その進捗に関する開示を要望**

持続的な成長に向けた中長期のキャピタルアロケーションと成長戦略が開示された事例

背景

鉄道会社であるA社は収益性の高い事業を手掛ける中、更なる成長に資する新規事業の創出に向けて投資規模が大きい長期プロジェクトを推進中。成長投資と株主還元等への経営資源配分について複数年にわたって対話を継続。

対話の経過

2022~2023年：既存事業で創出したキャッシュを成長投資へ優先して配分し、株主還元も意識するという方針を対話で確認できていたため、A社の成長に向けた道筋に関する投資家の理解を促すべく、経営資源配分に関する定量的な開示の充実を要望。A社からは「中長期的な定量面の開示の必要性は認識しているが、開示した目標を優先することで鉄道事業の安全投資が疎かになってはいけないため開示は慎重に考えている。一方、開示充実は課題であるため、経営理念を踏まえつつ工夫して開示したい」との回答あり。その後、A社は成長投資や株主還元等を含むキャピタルアロケーションの定性的なイメージを開示。

2024年：経営資源配分に関する定量的な開示充実の要望に加え、既存事業の稼ぐ力を強化し、獲得したキャッシュを成長投資につなげる好循環を構築している点を工夫して発信する必要性を伝達。A社からは「投資規模が大きく、長期にわたるプロジェクトであるため定量面の詳細を示すことが難しい部分もあるが、経営資源配分をステークホルダーに分かりやすく示す必要は認識している。まずは定性的なイメージから開示したが、引き続き開示充実を検討したい」との回答あり。

2025年：A社は今後10年間にわたる新規事業創出に関する定量的なキャピタルアロケーションを開示。A社との対話を継続し、新規事業創出に必要な投資金額が大きく、収益化まで時間を要することで、新規事業がA社の収益力や成長性の向上に資する重要な取組みであることが投資家に正しく伝わっていない点を伝達。A社からは「新規事業の開始直後は減価償却費を主因に一時的な利益の低下が生じるため、キャッシュフローベースの開示等、中長期的な企業価値向上に貢献している姿を示したい。また、新規事業は日本の国土強靱化・国際競争力強化に資する点についても経営トップ自ら発信していきたい」との回答あり。

結果・今後の方針

今後も成長投資に関する取組みの進捗をフォローし、企業の取組みを後押ししていく。

人的資本

2023年 追加

▶中期経営計画などの経営戦略と一体となった人材戦略（人材の育成・獲得、KPIの設定、人材の配置・活用方法を含む）の策定・開示を要望

2026年 追加

▶経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針（定量/定性）の開示を要望

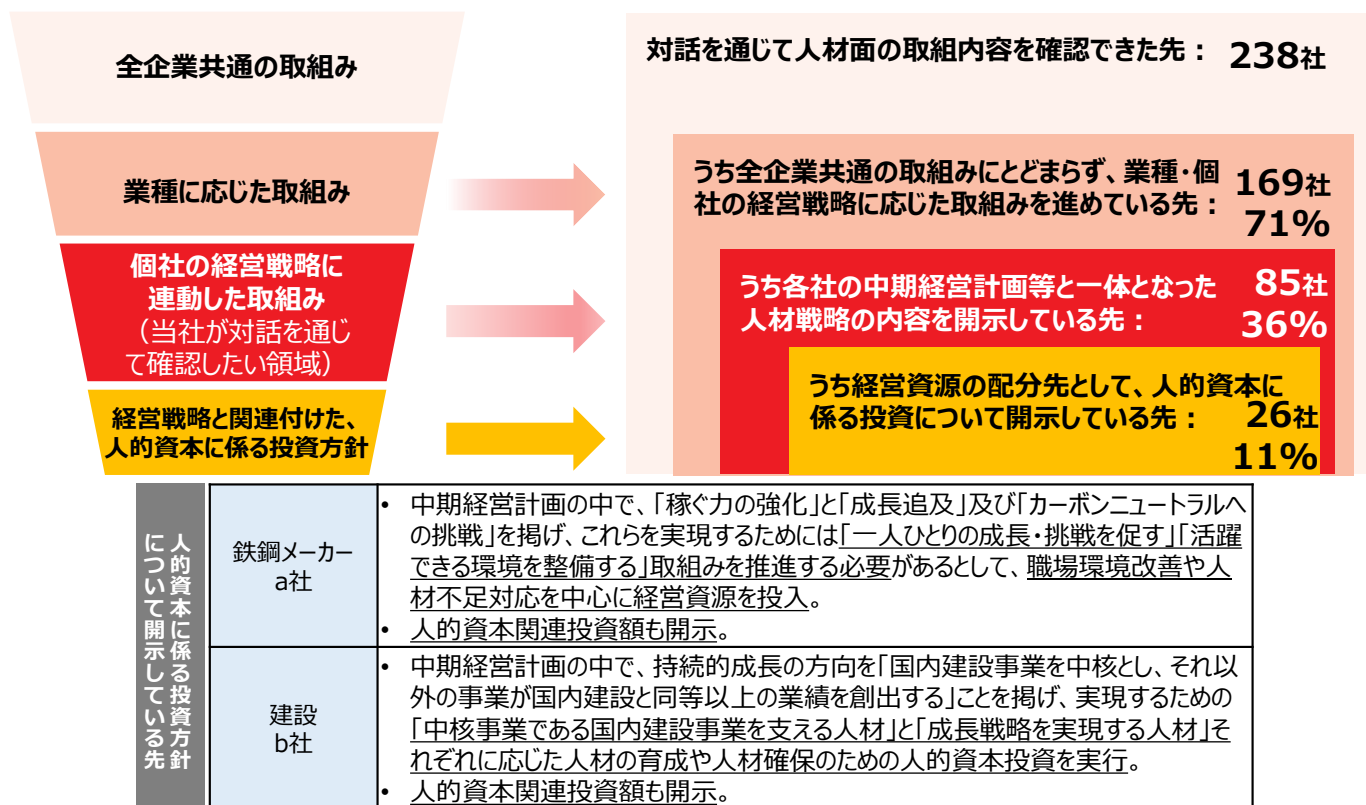
<人的資本のテーマを巡る動向及び当社の考え方>

人的資本は、企業価値を評価する上で重要な要素であるため、業種を問わず企業の積極的な開示を要望してきました。近年、政府は人的資本への投資等を企業の稼ぐ力をさらに向上させるための施策として後押ししており、「成長投資」の一つの要素として位置づけています。このような流れを踏まえつつ、当社はイノベーション創出や生産性向上に資する人的資本投資が、キャッシュフロー創出力強化につながると考え、経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針の開示を要望することを通じて、企業価値向上を後押ししていきます。

<企業の取組状況と今後の対話方針>

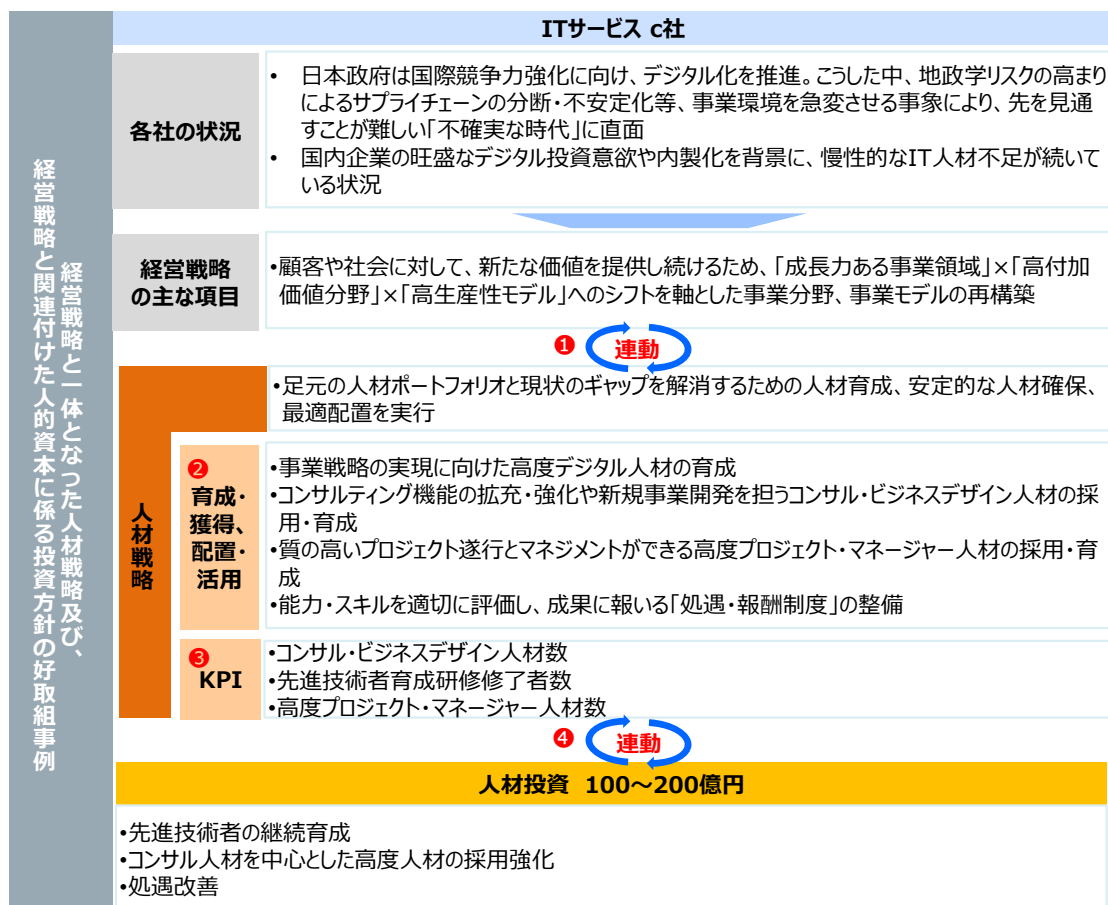
当社は、企業の人的資本をテーマとする取組みを、従前の「全企業共通の取組み」「業種に応じた取組み」「個社の経営戦略に連動した取組み」に加え、企業価値向上の観点から人的資本投資が重要と考え、「経営戦略と関連付けた、人的資本に係る投資方針」を含めた4段階の分類としました。従前から当社が重視していた「業種・個社の経営戦略に応じた取組み」については、人的資本について対話した先の約7割で、取組みを確認することができ、約4割の企業では、各社の中期経営計画等と一体となった人材戦略の内容を開示しています。複数年にわたる取組みを経て経営戦略と一体となった人材戦略を開示・実践している先も見られ、開示の進展がうかがえます。一方、経営資源の配分先として人的資本に係る投資について開示している先は約1割と少ない状況です。今後も対話先全社に対して、中期経営計画等と一体となった人材戦略の策定・開示を要望することに加えて、キャッシュフロー創出力の強化につながる経営戦略と関連付けた、人的資本に係る投資方針の開示を要望することで取組みを強化していきます。

【人的資本をテーマとする対話先の取組状況】



＜経営戦略と一体となった人材戦略及び、経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針の好取組事例＞

経営戦略と一体となった人材戦略及び、経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針の好取組事例として考えられる企業は、①経営戦略と人材戦略の連動、②育成・獲得、配置・活用に関する方針・施策、③KPIの設定・管理といった3点を含む人材戦略と④経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針も併せて開示しています。



経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針の開示を要望し、経営資源配分の中で人的資本投資額が開示された事例

背景

B社は航空会社であり、対話の中で人的資本のテーマについても取組みを確認。

対話の経過

2021～2024年度：B社は人的資本と経営戦略のつながりを段階的に明確化する形で開示を年々充実させており、当社がこれまで要望してきた「業種・個社の経営戦略に応じた取組み」や「中期経営計画などの経営戦略と一体となった人材戦略の策定・開示」の点で優れた開示事例であり、具体的な取組内容・方針を対話にて確認しつつ、他社への横展開も実施。

2025年度：インフレによる人件費の負担増が経営課題となる中、経営戦略に連動した人材戦略に加え、生産性向上に資する人的資本への投資が重要であるとの認識を伝え、キャッシュフローケーションの中で投資額やその位置付けを開示することを要望。B社からは、「今後の人件費上昇を踏まえ、現場レベルの取組みにとどまらず全社的なシステム投資も含めて、事業構造改革と人員の成長領域へのシフトにより生産性を向上する方針。こうした取組みを進める上での人的資本への投資は、DX教育関連投資や高度専門人材育成等の研修費等を想定している」との回答あり。

結果・今後の方針

その後、B社は経営戦略と関連付けた資源配分の一環として人的資本に係る投資方針・投資額を新たに発表。



経営戦略と関連付けた
人的資本に係る
投資方針を開示

エフェクティブ・ボード

<実効的な取締役会とは>

当社は、中長期的な企業価値の向上に資する経営の土台として、コーポレートガバナンスが実効的に機能していることが重要であると考えています。コーポレートガバナンス・コードも踏まえ、当社では、取締役会が、①企業戦略等の大きな方向性を示し、②経営陣による適切なリスクテイクを後押しし、③経営陣を独立・客観的な立場から監督するとともに、④その結果について必要に応じて株主と対話を行う、実効的な取締役会、すなわち「エフェクティブ・ボード」となっていることが重要だと考えています。また、取締役会がその役割を十分に果たすためには、とりわけ独立社外取締役への十分な情報提供、取締役会事務局と独立社外取締役とのコミュニケーションなど、取締役会の機能発揮を支える体制も重要であると考えています。

<エフェクティブ・ボードに必要な要素とは>

一方で、企業を取り巻く事業環境、これまで培ってきた強み、目指す姿、所有構造、事業の複雑性、成長のステージ、直面するリスクは、それぞれ異なります。中長期的な企業価値向上に重要なのは、経営陣と取締役会が主体的に考え、各社が自らの目指す姿と成長の道筋を踏まえて、取締役会がどのような機能を果たすのか、何を取締役会で決定し、何を経営陣に委ねるのか、戦略、経営資源の配分、経営者人事、リスク等をどのように監督するのか、そのために、どのような人材、知見、独立性、情報及び時間が必要なのかを自ら定め、環境の変化に応じて不断に見直していくことです。コーポレートガバナンス・コードも、取締役会の在るべき姿や、取締役会と経営陣との役割分担は、各社が描く成長の道筋や置かれた状況によって異なり得るとの考え方に立っており、当社もこの考え方に賛同しています。求められているのは、特定の機関設計や取締役会構成を一律に採用することではなく、各社が選択した仕組みの機能を実質的かつ十分に発揮させることです。また、同コード上では、取締役には、株主に対する受託者責任及び説明責任を踏まえ、他のステークホルダーとの適切な協働を確保しながら、会社及び株主共同の利益のために行動することが求められています。会社に対する法的義務と、株主をはじめとするステークホルダーへの説明責任を適切に結び付けることも、実効的な取締役会の重要な役割といってよいと考えています。

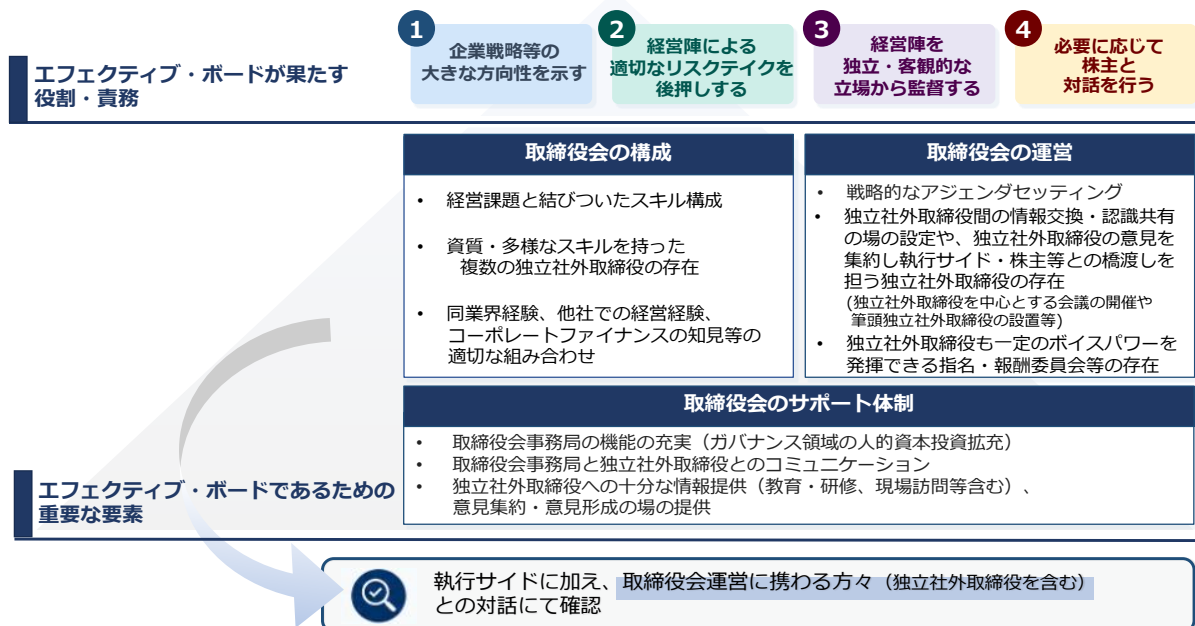
海外における“Effective Board”の議論では、取締役会が、「自社の目的と戦略を明確にしているか」、「必要な能力、知見及び情報を備えているか」、「建設的な異論を交わし、質の高い判断を行っているか」、「経営陣を支援すると同時に、独立した立場から監督できているか」、「判断後の実行と結果を検証し、必要に応じて軌道修正を行っているか」といった、取締役会の状態、能力、行動及び成果が重視されています。英国のガイダンスにおいても、各社の事情に最も適したガバナンス体制は、チェックリストを一律に適用するのではなく、それぞれの取締役会が自ら判断すべきであるとの考え方が示されています。

一方、日本では、「取締役会の実効性」という言葉が、実務上、アンケート、インタビュー、外部評価、評価結果の開示といった、年次の「取締役会実効性評価」と強く結び付いて理解されてきた面がありますが、社外取締役を何人選任したか、委員会を何回開催したか、実効性評価を実施したかという事実だけでは、取締役会が実際に機能しているかを投資家が判断することは困難です。だからこそ当社は、取締役会の実効性を確認する手段として、投資先企業との継続的な対話が重要だと考えています。

各社の成長ステージや直面する課題によって、必要となる取組みの優先順位や時間軸は異なります。当社は、エフェクティブ・ボード実現のための望ましい姿はあると考えていますが、形式だけを整えることを求めるのではなく、企業の問題意識や将来構想を理解し、国内外の知見や事例も共有しながら、継続的な対話を通じて、各社固有の実効的な取締役会、すなわち、「エフェクティブ・ボード」の構築をともに考えていきます。

こうした取組みを通じて、投資先企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に貢献し、その成果を契約者の皆さまの長期的な利益につなげていきます。同時に、日本企業の価値創造力と資本市場に対する信頼を高め、日本の資本市場、経済及び社会全体の健全な発展に貢献していきます。

当社の考えるエフェクティブ・ボード（実効的な取締役会）の例



社外取締役との対話を通じて、収益性改善に向けた構造改革等の取組みに対する社外取締役としての評価を確認し、情報開示充実を要望した事例

背景

C社は工作機械などの産業機械製品や自動車用製品を手掛けているが、中国経済の停滞や自動車メーカーの生産台数減少等により長期にわたりROEが低迷。加えて、経営計画の策定時点から事業環境が変化しているため、企業の経営状況や事業環境に応じて経営計画を見直す余地があると考えられ、情報開示にも課題。

対話の経過

2023年度：C社の中期経営計画において株主資本コストを上回るROEの達成を目標として掲げる中、C社の経営状況や事業環境を踏まえると、まずは中長期を見据えた新たな成長基盤の構築が必要な段階にあるという当社の考えを伝達。同業他社がコスト構造改革や新規領域の開拓を経営計画として掲げ、損益分岐点比率の引き下げ等をKPIとして設定し、経営管理を行っている事例を紹介し、C社と課題意識を共有。その後、C社は中期経営計画の修正を行い、「構造改革・生産再編」を新たな取組みとして掲げるとともに、目標とするROE水準を修正。

2024年度：収益性改善に向けた取組みの更なる具体化、取組みの進捗、業績に与える影響の開示を要望。C社から、「グローバルでの生産拠点再編に加え、不採算製品の整理等に取り組んでおり、当社の要望事項に沿った開示を行いたい」との回答あり。対話の効果を高める取組みとして、収益性改善に向けた社外取締役の課題意識や執行サイドに対するモニタリング状況を確認するべく、指名委員長である社外取締役との対話を実施。

当該社外取締役との対話において、C社の経営戦略の方向性、構造改革の進捗に対する評価を確認。当該社外取締役から、「取扱製品は参入障壁が低く競争優位を維持することが難しい。弊社は低価格品を販売しているため、シェアは維持できているが利益率が低い点が課題。高付加価値製品の販売による利益率の改善に向け、研究開発を通じて技術力を高めようとしている。また、生産拠点管理の最適化として海外で行っている取組みを他地域にも拡大する方針。各施策は進捗しているため、まずは収益基盤を再構築したい」との回答あり。当社からは改めて、収益改善に向けた構造改革の進捗が不透明であることを指摘し、情報開示充実を要望。加えて、C社の経営課題と結びついた、取締役会として求められるスキルについても確認。当該社外取締役から、「最適生産の実現にはデジタル技術が不可欠であるため、デジタル技術の知見を有する人物を社外取締役候補者として選任している」との回答あり。

2025年度：C社の執行サイドとの対話を継続し、生産拠点管理の最適化等、独立社外取締役との対話で確認した収益改善策の取組状況を確認。C社から「生産拠点再編やアフターマーケット事業の強化等を通じて、固定費負担の重い損益構造を改革する取組みは進捗しており、営業利益改善等、定量的な成果も現れ始めている」との回答あり。

結果・今後の方針

その後の決算において、当社が要望していた構造改革の進捗、業績への影響等を開示。今後も対話を継続し、収益性改善に向けた取組みの進捗確認や、企業価値向上に向けた取組みを後押しする方針。

(3-2) サステナビリティに関連した取組み：気候変動及び自然資本

当社では、経済成長と地球環境の両立は、企業活動の前提となる社会の持続可能性を維持するために必要なことであると考えており、投資先企業に対し、自社の中長期的な企業価値に影響を与える環境課題の認識、リスクへの対応や新たな事業機会につなげるための取組みなどについて確認します。

近年、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が公表するサステナビリティ開示基準（SSBJ 基準）の公表により、脱炭素や自然資本への対応など、企業価値に影響を与え得る環境課題への関心が高まっています。各国の政策変更や中東情勢をはじめとする地政学的緊張の激化などを背景に、脱炭素を巡る環境が変化中、自然資本についても、自然資本分析ツール「ENCORE」が業種分類をより事業の実態に即したものとする見直しを行うなど、企業価値との関連性をより適切に評価するための取組みが進展しています。当社では、こうした動向も踏まえ、企業の気候変動や自然資本に係る取組状況等を確認しながら、対話を通じて着実な取組みを後押ししています。

① 気候変動

企業への要望事項等



2022年 追加 対象：温室効果ガス排出量（スコープ1+2）上位先等78社

▶ 2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望

2023年 追加 対象：温室効果ガス排出量（スコープ3）上位先52社

▶ スコープ3 排出量削減に向けた取組内容の開示を要望

2026年 追加

対象：排出量上位先（スコープ1+2・3排出量上位先）

▶ 脱炭素を巡る外部環境認識や資源配分の状況と今後の方針、短期的な収益への影響、中長期的な企業価値向上への影響などについて意見交換を実施

- 排出量取引制度の導入を受けた財務面のインパクト及び排出削減に向けた取組みを確認
- 新たな国別削減目標（NDC）を受けた対応状況について情報収集

＜気候変動のテーマを巡る動向＞

2026 年度から開始された排出量取引制度では、CO₂ の直接排出量が一定規模以上の企業を対象に、政府が排出枠を割り当て、排出実績に応じて企業間で排出枠を取引することが可能となります。今後、排出枠の割当基準は段階的に厳格化され、排出枠価格も引き上げられる予定であることから、企業による脱炭素に向けた先行投資を促す制度として位置づけられています。このような制度の導入により、企業の脱炭素への取組みが、将来的には企業の財務面にも影響を及ぼす可能性があると考えています。

また、2025 年 2 月には、日本政府が 2035 年度*及び 2040 年度*の新たな国別削減目標（NDC）を策定し、2030 年以降を見据えた中長期的な温室効果ガス排出量削減の重要性が一層高まっており、当社も政府目標に従って、資産運用ポートフォリオにおける温室効果ガス排出量の 2035 年度*及び 2040 年度*目標を新設しました。 *2035 年度に▲60%、2040 年度に▲73%を設定（いずれも 2013 年度対比）

【排出量取引に関する企業の反応】

排出量取引に関する企業の反応	自動車部品d社	過去に削減を進めてきた企業が不利益を被ることのないよう、制度設計段階から働きかけを行ってきた。現時点で財務面に関する大きなインパクトは想定していない。
	エネルギー社	（当社より、2030年に経常利益の約2割弱、それ以降にも財務インパクトが拡大する試算を提示。）試算値の認識にズレはない。電力安定供給のために国として石炭火力発電が必要とされるのであれば、一定の設備を維持しつつ、電力料金への価格転嫁も検討する必要がある。
	鉄鋼f社	販売しているグリーンスチールに付いているプレミアムと排出枠の上下限価格との差が大きすぎると、グリーンスチールの販売が期待できない。鉄鋼業界としては、GXに係る投資負担を社会全体で負担するために、カーボンプライスをできるだけ高く設定するよう日本政府に働きかけている。

【新たな国別削減目標（NDC）の策定及び同目標に整合した当社削減目標の新設】

新たな削減目標（NDC）	2025年2月、日本政府は、2035年度、2040年度における温室効果ガス排出量の削減目標を新たに設定。 【削減目標】 2035年度：▲60%、2040年度：▲73%（2013年度対比）
上記目標を踏まえ、当社も温室効果ガス排出量における、 2035年度および2040年度のアウトカム目標を新たに設定	

＜企業の取組状況と今後の対話方針＞

一方、各国の政策変更の影響や技術革新のスピードが当初想定より遅いなど、脱炭素に向けた機運が弱まっているとの声も企業から聞かれます。こうした中でも、対話先企業において 2050 年ネットゼロの目標を取り下げる動きは確認されておらず、中長期的な脱炭素の進展を見据えて取組みを継続する姿勢がみられます。なお、当社は現状対話を通じて 2030 年度までの再生可能エネルギーや省エネ等で進められる部分については、企業の取組みが進捗していることを確認しています。しかしそれ以降の削減には、本格的なエネルギーtransitionや、コストをかけた新技術の開発によるところが大きく、実現可能性やコスト面が課題となっています。

【対話先企業の反応】

対話先企業の反応	エネルギー社	欧米でネットゼロに対する揺り戻しが大きくなっている。
	鉄鋼会社	米国に本社を構える買収先によると、トランプ政権誕生により、脱炭素に関することを言われる機会が国全体でかなり減ってきたが、今の目標の取り下げや後退までは考えておらず、2050年のカーボンニュートラルを目指し続けている。
	総合商社 i 社	足もとで脱炭素に関する機運は世界的にスローダウンしてきたという印象はある。ただ、時間軸として遅くなっているとしても、脱炭素の流れは引き続き続いていくと思う。なお仮に脱炭素の機運停滞が中長期的に継続することになれば、脱炭素戦略を見直す必要があるかもしれないので、政治動向は注視している。
	総合商社 j 社	脱炭素に対する機運は停滞していると感じる。特に技術革新の難しさが明らかになっている。2050年のカーボンニュートラルは実際には難しい取組みということだ。足元では水素やアンモニアに関する取組みは進んでいるように感じるが、鉄やセメントに係る排出量削減はグリーンに対するプレミアムが市場に浸透する必要があると思う。

当社では、排出量取引制度や新たな国別削減目標（NDC）を含む脱炭素を巡る外部環境の変化を踏まえ、各企業の対応状況を確認するとともに、こうした環境変化に対する認識や資源配分の状況と今後の方針、短期的な収益への影響、中長期的な企業価値向上への影響などについて、企業と意見交換しながら、着実な取組みを後押ししていきます。

要望事項の概要			
	投資先企業への要望	スコープ3排出量上位先（52社）への要望	
要望事項 (Step1) 2020年～	①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析と開示 ②2050年ネットゼロに向けた温室効果ガス排出量削減の方向性の開示 上記①②の「リスクと機会」「削減目標」ともに スコープ1+2排出量上位先等の78社全社が対応済み		
要望事項 (Step2) 2022年～	スコープ1+2排出量上位先等（78社）への要望	2023年～ 継続	
	2022年～ 継続 2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望 スコープ1+2排出量上位先等の78社、 全社で削減ロードマップを開示済み。今後は進捗を確認	スコープ3排出量（自社事業の活動に関する他社の排出量）削減 に向けた取組内容の開示を要望 スコープ3 排出量上位先の52社全社のうち、 約7割の38社が排出量削減に向けた取組内容を開示済み	
要望事項 (Step3) 2026年～	排出量上位先(スコープ1+2・3 排出量上位先)への要望		新規
	脱炭素を巡る外部環境の認識や資源配分の状況と今後の方針、短期的な収益への影響、 中長期的な企業価値への影響などについて、意見交換を実施		
	上記を踏まえた、対話の観点		
	排出量取引制度	NDCへの対応	
	・財務面へのインパクト ・排出削減に向けた取組み	・新たな国別削減目標（NDC）を受けた対応状況 に関する情報収集	

温室効果ガス排出量（スコープ 1+2 [自社排出量]）上位先等との対話

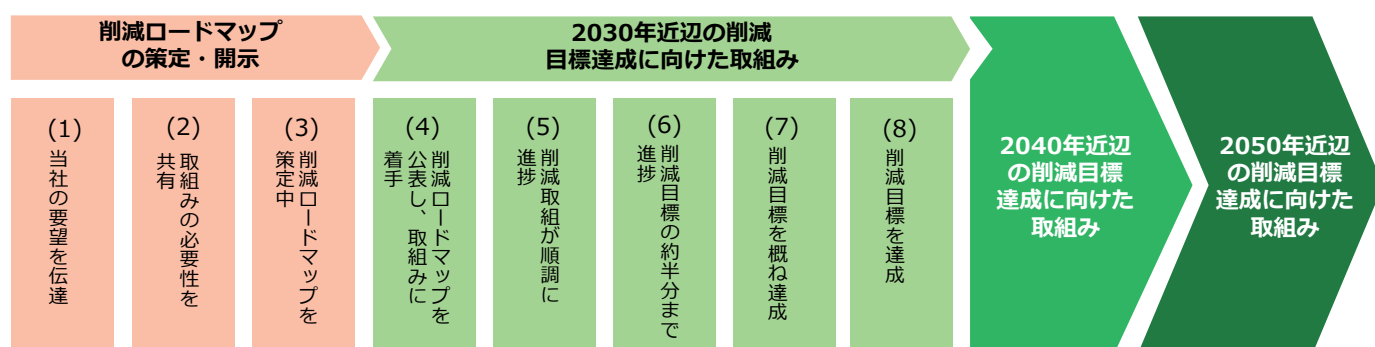
＜企業の取組状況と今後の対話方針 温室効果ガス排出量（スコープ 1+2）上位先等＞

気候変動のテーマについては、企業への情報開示要望を継続的に強化しており、2020 年より投資先全企業に、①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の分析と開示、②2050 年ネットゼロに向けた温室効果ガス排出量削減の方向性開示の 2 点を要望しています。また、2022 年より、投資先排出量の約 8 割を占めるスコープ 1+2 排出量上位先等の 78 社には、2050 年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望しています。

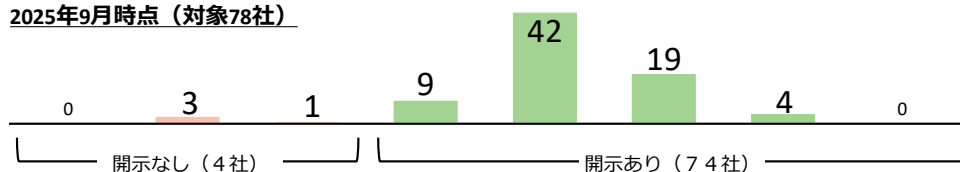
現状、スコープ 1+2 排出量上位先等の 78 社全社で削減ロードマップの開示が実現し、20 社で取組みが進捗しています。これは企業側の意識の高まりとともに、これまでの当社による対話の成果もあると考えています。昨年時点で削減ロードマップを開示していなかった 4 社では、当社との対話を踏まえ、中間目標の設定や削減に向けた具体的な取組内容の開示が行われました。引き続き、削減ロードマップに沿った取組みの進捗状況を確認していきます。

【スコープ 1+2 上位先等の取組状況】

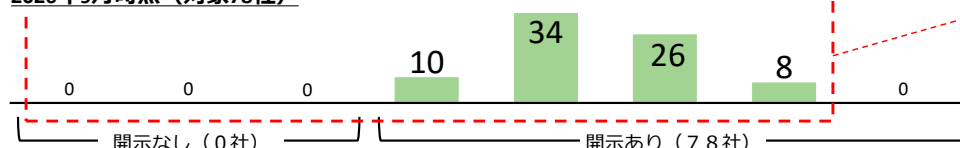
排出量上位先等78社の取組段階（2026年9月時点）



2025年9月時点（対象78社）

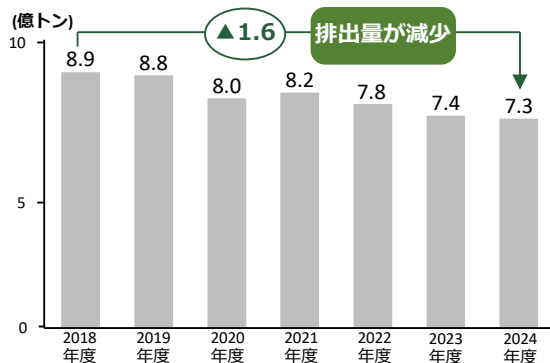


2026年9月時点（対象78社）



(2)⇒(4) 3社
(3)⇒(4) 1社
(4)⇒(5) 3社
(5)⇒(6) 9社
(5)⇒(7) 2社
(6)⇒(7) 2社
合計：20社

【温室効果ガス排出量の状況（対象：スコープ 1+2 上位先等の 78 社）】

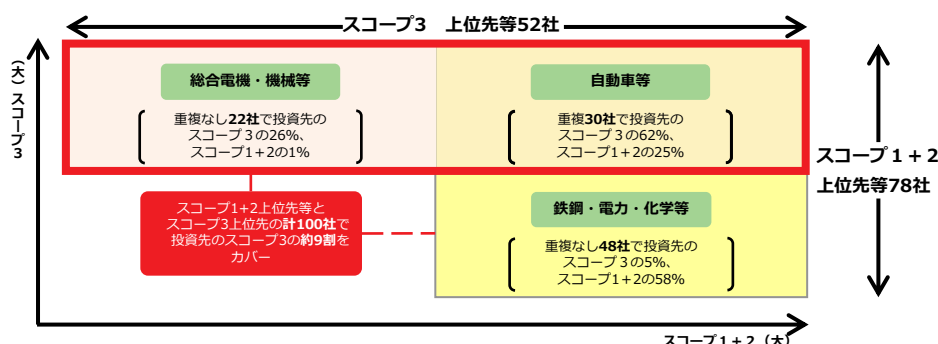


スコープ3 排出量上位先との対話

＜企業の取組状況と今後の対話方針 スコープ3 排出量上位先＞

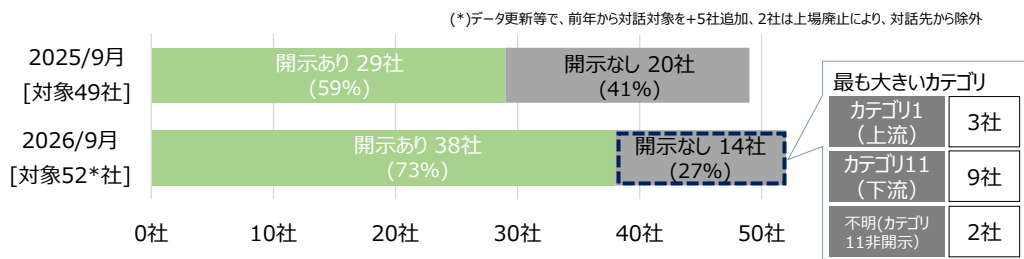
2023年9月より、スコープ3 排出量上位先 52 社に対し、それらの事業活動に関連して取引先から生じる温室効果ガスの排出量削減に向けた取組内容の開示を要望しています。

【対話対象先】

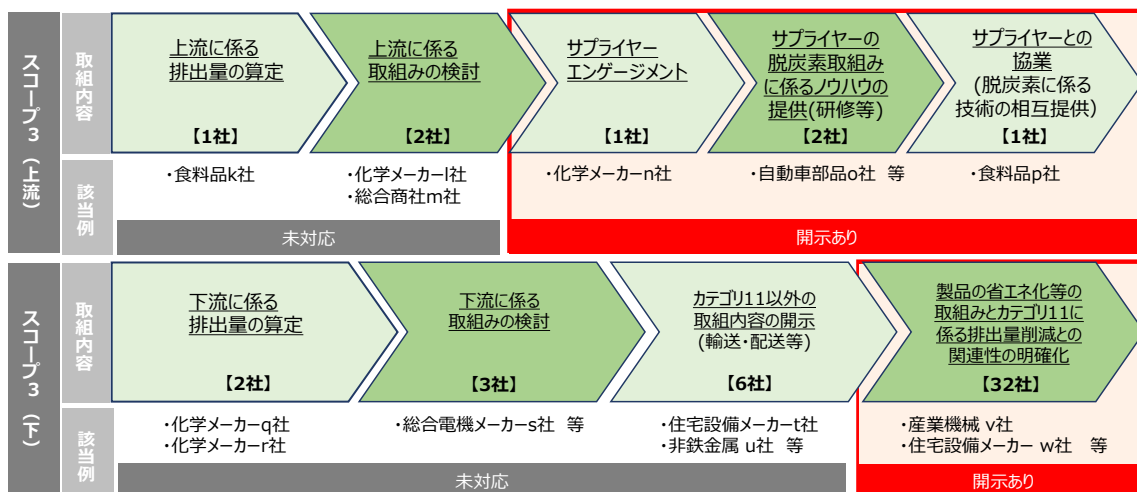


スコープ3 排出量上位先 52 社のうち、約 7 割の 38 社が排出量削減に向けた取組内容を開示しており、企業の取組みは進捗しています。一方、取組内容を開示していない 14 社のうち、排出量が最も大きいカテゴリーを確認できた 12 社については、サプライチェーンの上流に当たるカテゴリー1「購入した製品・サービス」が最も大きい企業が 3 社、下流に当たるカテゴリー11「販売した製品の使用」が最も大きい企業が 9 社となっています。上流の排出量が多い企業では、サプライヤーへの働きかけを検討している段階にあり、下流の排出量が多い企業では、製品の省エネルギー化等の取組みとスコープ3 排出量削減との関連性が十分に明確化されていない状況がみられます。今後は、好取組事例を紹介しつつ、上流については、サプライヤーへのノウハウ提供や協業等を通じたサプライヤーマネジメントの充実を促していきます。下流については、製品の省エネルギー化等の製品・事業戦略とスコープ3 排出量削減との関連性の明確化を促し、社会全体の排出量削減に資する企業の取組みと開示を後押ししていきます。

【スコープ3 排出量削減に係る開示の進捗・成果】



【対話先企業の取組状況（サプライチェーン上流・下流に係る削減取組みイメージ）】



※1 カテゴリ11非開示先の2社については、下流に係る排出量の算定フェーズに分類

※2 開示ありの38社のうち、カテゴリ3（スコープ1+2に含まれない燃料及びエネルギー活動）が最も大きい先が2社あり

複数年にわたり対話を継続し、削減ロードマップの開示につながった事例

①
論点の表明

②
改善意思
を確認

③
改善策の公表
を確認

④
改善策の進捗
を確認

⑤
論点解消
を確認

背景

D社は2050年カーボンニュートラルの実現を掲げる一方、Scope1+2排出量について、2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップにおける中間目標は、生産能力の増強を目的に大型の設備投資を進めながら排出量の絶対量の削減は難しいことから、数字目標の設定は現実的でないととして未開示。当社は、2050年目標の実現可能性や削減取組みの進捗を確認する観点から、中間目標の設定・開示が必要と考え、2022年から対話を実施。

対話の経過

2022～2023年度：2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップにおける中間目標の設定を要望。

2024年度：当社より、2050年カーボンニュートラルに向けたScope1+2排出量削減の進捗や道筋について確認。D社からは、事業拡大に伴う大型設備投資を進めながら排出量の絶対量を削減することは難しく、達成が不確実な中間目標の設定には慎重であるとの回答あり。一方、社内では中間目標を含めた削減ロードマップの必要性について継続的に議論していることを確認。

2025年度：当社より、Scope1+2排出量削減に係る中間目標の設定・開示を継続して要望。同社より、従来の生産量原単位目標に加え、温室効果ガス排出量の絶対量削減を含む新たな目標・開示を検討していることを確認。

結果・今後の方針

複数年にわたる対話を経て、2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップにおける中間目標を新たに開示。中間目標に対する削減取組みの進捗状況を確認しつつ、今後は、キャッシュアロケーションと脱炭素に係る資源配分の状況についても継続的な対話を実施していく。



複数年の対話を通じて、
削減ロードマップを
開示

②自然資本

企業への要望事項



2026年 追加

- ▶ 対話を通じて、企業価値との関連性が高い領域に係る開示・対応、その分析結果を踏まえた目標設定を要望

<自然資本のテーマを巡る動向>

2021年のTNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）の設立以降、自然資本の情報開示に関する検討が進み、2023年9月にTNFDが開示フレームワークの最終版を公表しました。

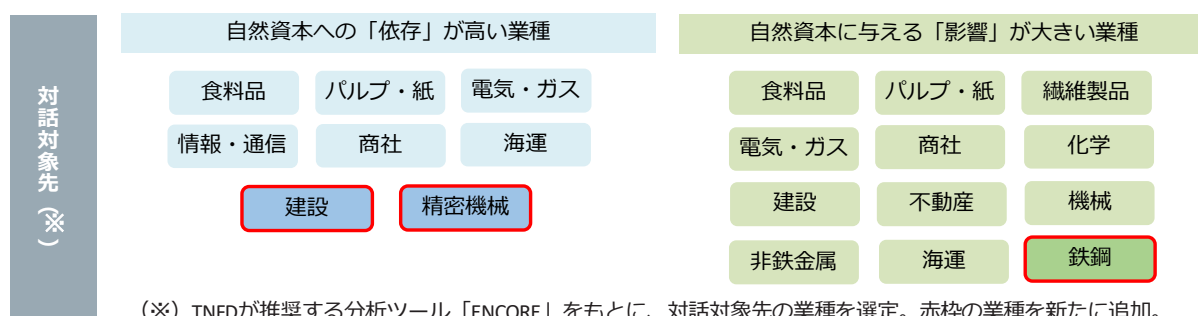
<自然資本と投資先の企業価値評価との関係についての当社の考え方>

当社は自然資本は、企業の事業活動において重要な非財務資本であり、企業価値評価において重要な要素だと考えています。具体的には、自然資本への「依存」が高い企業は、持続可能であり強靱なバリューチェーン（調達・生産）の構築が、企業価値向上の観点から重要であり、自然資本に与える「影響」が大きい企業は、まずは負の影響低減に向けた取り組みが、直接・間接の企業価値毀損のリスク抑制という観点から重要であると認識しています。

<企業の取組状況と今後の対話方針>

2024年9月より、TNFDが推奨する分析ツール「ENCORE」を基に、当社の保有額が大きい企業のうち、自然資本に対する「依存」が高い、または、「影響」が大きいと思われる業種に属する39社と対話を行い、各企業の段階的な取組み・開示充実を後押ししつつ、情報収集や他社事例の紹介を実施してきました。

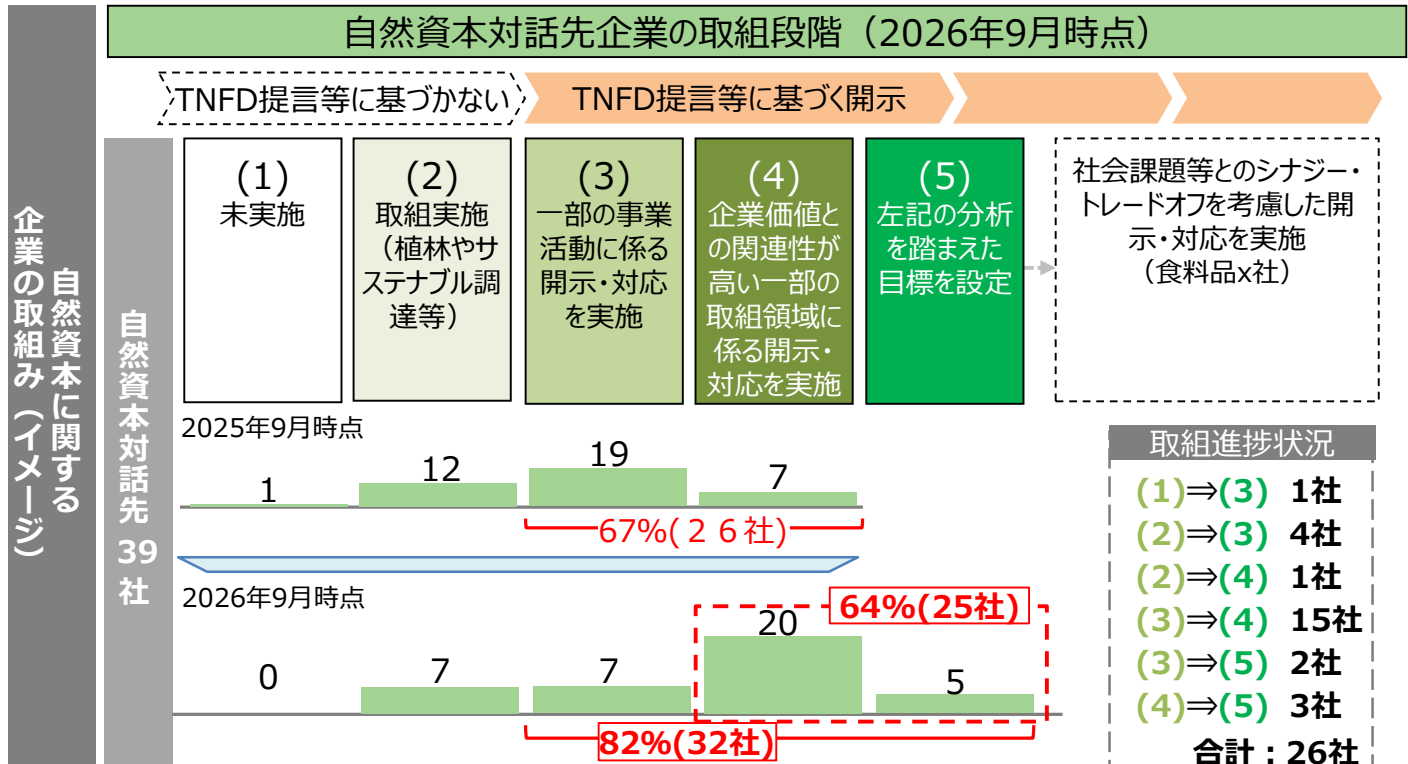
今般、自然資本への「依存」及び「影響」の大きさを業種ごとに整理した「ENCORE」において、業種分類をより事業の実態に即したものとする見直しが行われました。この見直しを踏まえ、新たに「建設」、「精密機械」、「鉄鋼」を対話対象先の業種に追加しました。その結果、2026年9月より、自然資本テーマの対話先企業をこれまでの39社から57社へ拡大しています。



自然資本テーマの対話先企業39社における本領域に関する取組みは昨年より進展しており、約8割の32社がTNFD提言等に基づく開示や対応を行っています。そのうち、当社が重視する企業価値との関連性が高い取組領域について、開示や対応を行っている企業は約6割まで増加しました。さらに、このうちの5社については、企業価値との関連性が高い取

組領域における指標と目標を設定するなど、取組みが深化しています。また、一部の企業では、TNFD 提言等に基づく開示や対応に加え、人権などの他の社会課題等とのシナジーやトレードオフを踏まえた分析・開示を進める事例も見られました。対話先企業の取組みの深化を踏まえ、これまで情報収集を中心としていた対話を発展させ、企業価値との関連性が高い取組領域に係る開示・対応を要望するとともに、その分析結果を踏まえた目標設定についても働きかけることで、各企業の取組みを後押ししていきます。

【自然資本対話先企業の取組状況】



【対話先企業の好取組事例】

企業名	指標と目標の種類	内容
食料品y社	自然資本に関連するリスク抑制に向けた「プロセス」に係る指標と目標	TNFD提言に基づく分析の結果、カカオ豆および乳原料の調達において自然資本に係るリスクを有するとして、 <u>カカオ豆および乳原料の重要サプライヤーへの監査実施数等の指標と目標を設定。</u>
電力会社z社	自然資本に関連するリスク対応策実施後の「実績」に係る指標と目標	TNFD提言に基づく分析の結果、火力や原子力発電等において自然資本に係るリスクを有するとして、 <u>産業廃棄物のリサイクル率等の指標と目標を設定。</u>

自然資本を企業価値に影響を及ぼし得るリスク・機会と位置づけ、自然資本に係る取組みを深化させていることが確認できた事例

①
論点の表明

②
改善意思
を確認

③
改善策の公表
を確認

④
改善策の進捗
を確認

⑤
論点解消
を確認

企業の状況

E社はTNFDに沿って、発電事業における自然資本への影響と生態系サービスへの依存、及び自然資本関連リスクの評価を実施。

対話の経過

2024年度：当社より、自然資本への「依存」及び「影響」に関する分析状況や、自然資本に係るシナリオ分析の考え方等を確認。火力、原子力等の分析対象事業の事業立地や設備等について自然との関係性を調査し、複数のシナリオを用いて分析していることを確認。

2025年度：当社より、自然資本に関する取組みの進捗や今後の方向性を確認。自然資本への「依存」及び「影響」の分析対象を、従来の発電事業に加え、成長事業であるICTサービス事業・都市開発事業まで拡大。また、気候変動と自然資本の関連性を踏まえ、TCFD・TNFDを一体的に分析・評価するなど、取組みの深化を確認。

結果・今後の方針

火力発電等の各事業について、自然資本への「依存」及び「影響」に加え、これらが財務に与え得る影響まで分析し、産業廃棄物のリサイクル率等の対応策に係る指標・目標を設定。今後も、指標・目標に係る取組みの進捗について継続的に確認していく。



自然資本に係る
開示や対応の深化

(3-3) サステナビリティに関連した取組み：人権

一般に、企業が中長期的な競争優位やビジネスモデルを維持していくためには、株主だけでなく、従業員や取引先・顧客、地域社会といった全てのステークホルダーと Win-Win の関係を築くことが重要です。当社では、投資先企業に対し、全てのステークホルダーとの共生を目指すことを求め、投資先企業の活動が直接・間接的に社会問題の解決につながり、社会に価値を提供する好循環を生み出すことを期待しています。

こうした観点から、投資先企業が、社会的な課題にどのように向き合い、これらを経営戦略に組み込んでいくか、また、各ステークホルダーとの関係性をどのように構築していくのか、などについて確認します。

③人権



2023年 追加

▶人権方針の策定、人権デューデリジェンスの実施が確認できない先へ対応・開示を要望

＜人権のテーマを巡る動向＞

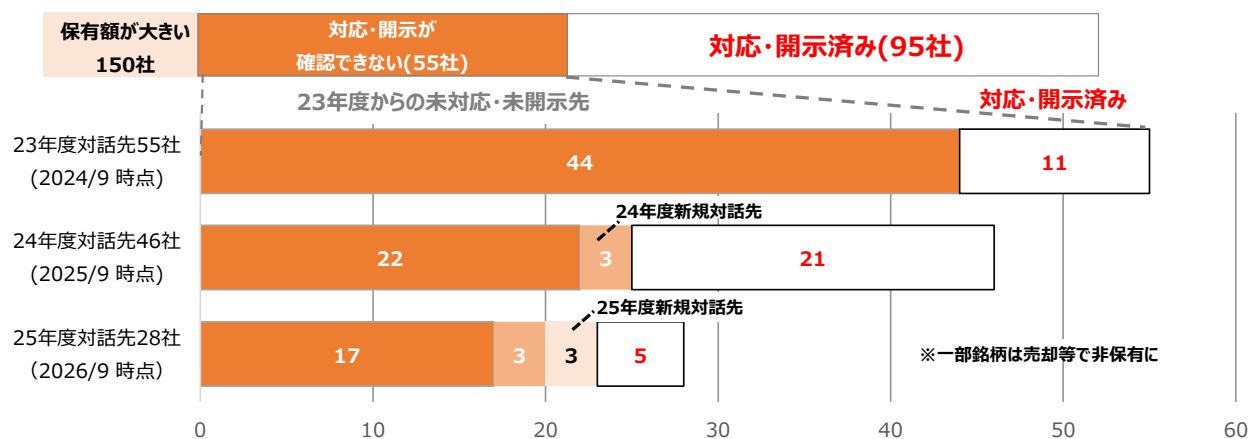
2022 年 9 月に、日本政府は全企業に対して人権尊重の取組みに最大限努めるべきとのガイドラインを公表しました。人権への取組みは、企業が社会的責任を果たしていくほか、企業価値にも大きな影響を与え得る要素となっています。

＜企業の取組状況と今後の対話方針＞

当社では、2023 年 9 月より、投資先全企業に、人権方針の策定、人権デューデリジェンスの実施を要望しています。その中でまずは、当社の保有額が大きい企業 150 社から対話先を選定しますが、約 100 社についてはこれらの対応・開示を確認できているため、残り約 50 社と対話を行い、対応や開示を要望しています。なお、これらの対応・開示が確認できない先については、多くが人権方針を策定済みであり、人権デューデリジェンスの実施を確認できない先です。対話を通じて企業の取組みは進展しているものの、2026 年 9 月時点で、2023 年度以降継続して人権デューデリジェンスに関する対応・開示が確認できていない企業は 17 社となっており、今後は同業種における好取組事例を紹介するなど、段階的な取組みを後押ししていきます。

人権への対応は全ての企業に求められるものであることから、引き続き人権方針の策定や人権デューデリジェンスの実施が確認できない企業に対して対応・開示を要望していきます。

【人権に関する企業の取組状況と当社の対話方針】



企業の取組状況：

- ・ 全28社の対話先のうち、5社については、人権方針や人権デューデリジェンスに関する取組みを確認
- ・ 残り23社についても、今後の対応・開示に前向きであることを確認

今後の
対話方針

- ・ 人権への対応は全ての企業に求められるものであることから、要望事項は継続しつつ、人権デューデリジェンスの実施・開示が確認できない先には、各業種内の好取組事例の横展開等を通じて、段階的な取組みを後押し

サプライヤーとのエンゲージメントを通じ、サプライチェーン全体の人権課題の改善に取り組んでいることが確認できた事例

①
論点の表明

②
改善意思
を確認

③
改善策の公表
を確認

④
改善策の進捗
を確認

⑤
論点解消
を確認

背景

F社に対し株主が、調達原料のサプライチェーン上のリスクに関連するリスク管理体制、内部統制及び取締役会の監督体制等について、調査する者の選任を求める株主提案を公表。同社の取締役会は、同社が実際に運用している管理体制の全体像と、その実効性を十分に踏まえた内容ではないとし、株主提案に反対。当社は、株主提案を踏まえ、同社のサプライチェーンにおける人権リスクへの対応状況や考え方について対話を実施。

対話の経過

2025年度：F社からは、調達原料のサプライチェーンをはじめとしたトレーサビリティの管理、人権や環境への影響に関するデューデリジェンスの徹底等を進め、サプライチェーンマネジメントを行っているとの回答あり。また、株主提案にて指摘された人権問題等が確認されたサプライヤーについては、直ちに取引を停止するのではなく、事実確認や是正状況を確認しながらエンゲージメントを継続し、問題の根本的な解決を図ることを基本方針としていることを確認。また、農家の声を直接吸い上げるホットラインを整備することで、脆弱な立場にあるサプライチェーン上の関係者の人権課題等の未然防止や改善にも取り組んでいることを確認。

F社からは、より持続可能なサプライチェーンの管理には、問題のあるサプライヤーとの関係を断つのではなく、エンゲージメントを通じて改善を促し、サプライチェーン全体の底上げを図ることが重要との回答あり。

当社からは、エンゲージメントを通じた改善を基本方針とするF社の考え方を理解するとともに、サプライヤーとのエンゲージメントを通じたサプライチェーン全体の底上げを実効性あるものとするため、取組みに必要な経営資源の配分や体制整備、エンゲージメントの進捗・成果の可視化に加え、改善がみられない場合の取引停止を含む対応方針・判断基準の明確化を要望。

結果・今後の方針

同社より、サプライヤーとのエンゲージメントの成果等に関する開示に課題があるとの認識が共有され、今後、開示を強化していく方針を確認。今後は、サプライヤーとのエンゲージメントを通じた人権課題の改善状況に加え、その取組みに係る経営資源の配分状況や体制整備等の開示状況について継続的に確認。



サプライチェーン
管理の向上

(4) 協働エンゲージメント

<生命保険協会での活動>

当社では、生命保険協会のスチュワードシップ活動ワーキング・グループの座長会社を定期的に務めており、同ワーキング・グループが主催する協働エンゲージメント（2017 年度開始）の運営に積極的に関わっています。この協働エンゲージメントでは、社会的な要請の変化を踏まえ、機関投資家としての生命保険会社の立場から、投資先に要望するテーマを順次拡大しています。当社では、同ワーキング・グループに所属する生命保険会社各社と議論を重ね、当社がこれまでに培ってきた経験を共有し、社会に好影響をおよぼすための裾野拡大を目指しています。例えば、当社が単独で取り組んでいる対話テーマのうち、特に社会全体への影響が重要であると考えるものについては、生命保険協会として取り組むべく各社に働きかけを行い、共同で書簡を送付することで、投資先企業の取組みをより効果的に後押しできると考えています。

生命保険協会での協働エンゲージメントでは、同協会が行っている企業・投資家向けアンケート調査における両者の認識ギャップ等の結果も踏まえつつ、①資本コストや株価を意識した経営、②資本効率を意識した財務・資本戦略、投資戦略とのバランスを考慮した株主還元の充実、③気候変動の情報開示充実の3点をテーマに設定しています。なお、2024 年度（2024 年 12 月～2025 年 11 月）までテーマとして掲げていた「統合的な開示」については、これまでの継続的な取組みにより一定の成果が得られたこと、また、今後、有価証券報告書において、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が公表するサステナビリティ開示基準（SSBJ 基準）の適用が段階的に義務化されていくことを踏まえ、収束することとしました。

今後についても、協働エンゲージメントの高度化に取り組むべく、同ワーキング・グループの運営に積極的に関与していきます。協働エンゲージメントは、参加各社のスタンスが揃っていることが前提であり、特にサステナビリティに関するテーマは相対的に協働エンゲージメントとの親和性が高いと考えていますので、現在の気候変動といった領域に関する活動に加え、重要と考えている社会課題のテーマについても、参加各社と価値観が一致する領域を議論しながら活動を拡大していきたいと考えています。

【協働エンゲージメントの取組状況】

		(社)								
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
資本政策・ガバナンス	資本コストや株価を意識した経営	---	---	---	---	---	---	---	11	23
	資本効率を意識した財務・資本戦略、投資戦略とのバランスを考慮した株主還元の充実	45	48	67	64	63	57	53	32	41
サステナビリティ情報の開示充実	統合的な開示	---	64	65	64	59	47	38	32	---
	気候変動の情報開示充実	---	---	17	50	52	52	64	71	75
協働エンゲージメント合計		45	112	149	178	174	156	155	146	139

気候変動の情報開示充実に関する要望テーマの拡大

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
スコープ1+2上位先	リスクと機会								
	削減目標								
スコープ3上位先	ロードマップ								
	削減に向けた取組内容								

<活動の成果>

2024 年度（2024 年 12 月～2025 年 11 月）は、以下 4 つのテーマについて延べ 146 社を対象に協働エンゲージメントによる対話を実施しており、いずれのテーマにおいても着実な成果が見られています。

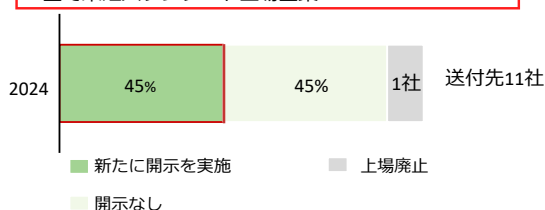
【2024 年度（2024/12～2025/11）の取組みと取組成果】

テーマ	書簡送付先数	対象企業・要望事項等	開始時期
資本コストや株価を意識した経営	11 社	時価総額 1,000 億円以上かつ PBR1 倍未満の企業のうち、東京証券取引所が要請する資本コストや株価を意識した経営に向けた対応の開示が確認できない企業に対して、自社の資本コスト・資本収益性の現状分析・評価、改善に向けた計画の策定・開示を要望。	2024 年度
株主還元の充実※	32 社	財務内容が健全で、投資実績が乏しく、長期にわたり配当性向が 30%未満の企業に対して、株主還元の向上（配当性向 30%）を要望。	2017 年度
統合的な開示	32 社	時価総額上位 300 社のうちサステナビリティ情報を含む統合的な開示等を行っていない企業に対して、統合的な開示を要望。	2018 年度
気候変動の情報開示充実	71 社	温室効果ガス（スコープ 1+2）排出量上位約 50 社に対して、①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析の開示、及び②2050 年ネットゼロに向けた温室効果ガス排出量削減のロードマップの策定・開示を要望。	2019 年度
		温室効果ガス（スコープ 3）排出量上位約 20 社に対してスコープ 3 削減に向けた取組内容の開示を要望。	2023 年度
合計	146 社	（重複除き実対象社数：135 社）	

※2025 年度から「資本効率を意識した財務・資本戦略、投資戦略とのバランスを考慮した株主還元の充実」に変更

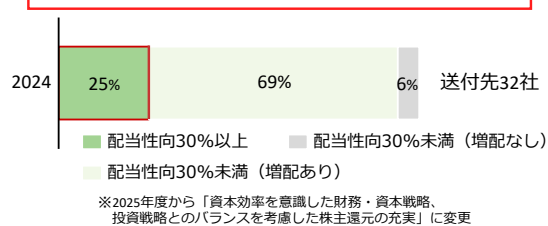
・資本コストや株価を意識した経営

✓書簡送付先11社のうち、45%は当該テーマに係る情報開示を開始。依然として未開示状態を継続する45%は、全て東証スタンダード上場企業



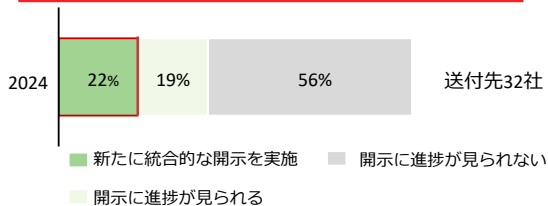
・株主還元の充実（※）

✓長期にわたり配当性向30%未満に該当する32社のうち、25%の企業について、配当性向が30%以上に向上



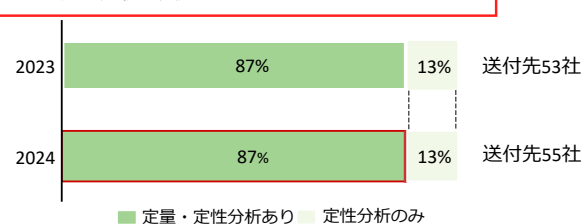
・統合的な開示

✓時価総額上位300社中、統合的な開示のない32社のうち、22%の企業が新たに統合的な開示を実施



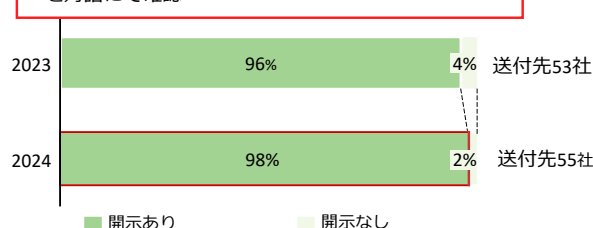
・気候変動の情報開示充実（リスクと機会）

✓書簡送付先55社のうち、経営上のリスクと機会については全社開示済み。更に87%の企業が定性に加えて、定量分析も実施



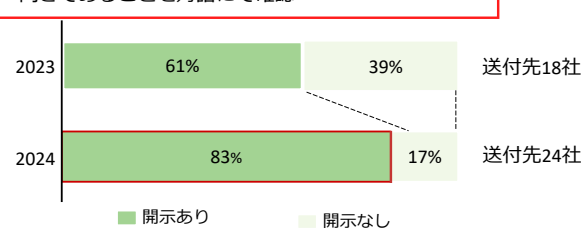
・気候変動の情報開示充実（ロードマップ）

✓削減ロードマップは、98%の企業が開示を実施。非開示先についても全社が改善に前向きであることを対話にて確認



・スコープ 3 排出量削減に向けた取組状況の開示

✓スコープ 3 排出量削減に向けた取組状況は、83%の企業が開示を実施。非開示先についても全社が改善に前向きであることを対話にて確認



（出所）生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組みについて」より当社作成

<海外の各種イニシアティブへの参画>

当社は、生命保険協会での協働エンゲージメントの他、情報収集や当社のスチュワードシップ活動の高度化等を目的に Climate Action 100+や Advance、Spring 等の海外の各種イニシアティブにも参画しています。

(5) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）

(5-1) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）に対する当社の考え方

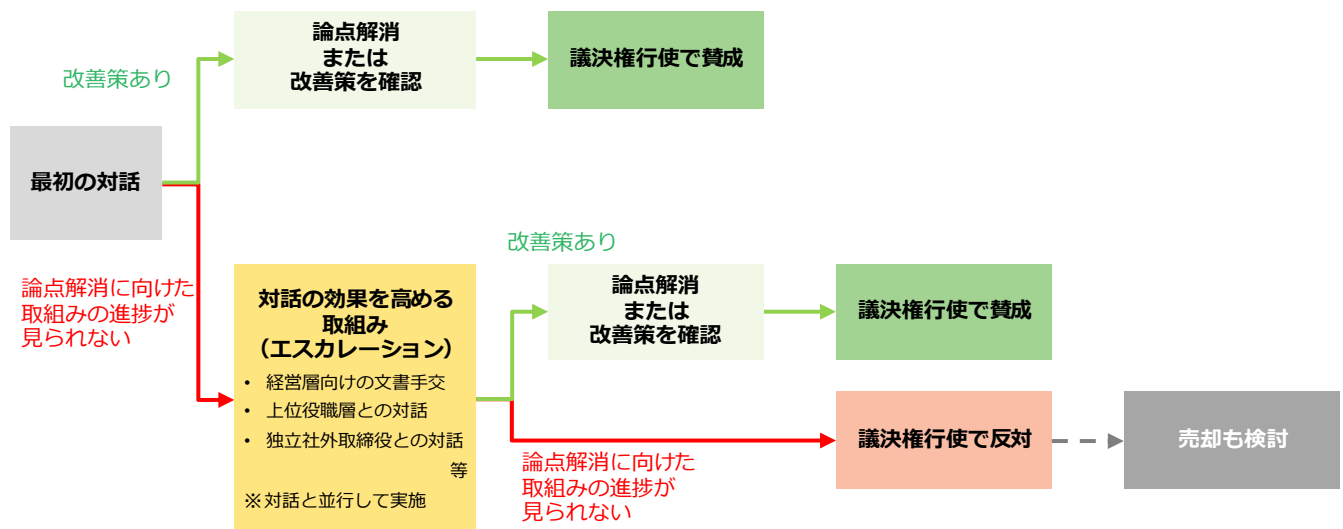
当社では、個別の対話の進捗状況を踏まえつつ、対話の効果をより高めることを意図して、経営層向け文書の手交、上位役職層との対話、独立社外取締役との対話など、様々な形での取組み（エスカレーション）を実施しています。

こうした活動を通じて、当社の考え方が的確に投資先の経営層やガバナンスを担う取締役にも浸透するように働きかけるとともに、企業側の取組姿勢に変化が見られない場合、中長期的に取組みの進捗が期待できない場合には、必要に応じて議決権行使も活用しています。

例えば、昨今では、気候変動リスクに関するテーマにおいて、複数年にわたる対話を重ねても、課題解決に向けた具体的な取組姿勢が確認できない場合は、取締役選任議案に反対することも検討します。

こうした対話の効果を高める取組み（エスカレーション）を通じて、責任ある機関投資家として、投資先企業とのWin-Win の関係を維持しつつ、投資先企業の取組みを後押ししていきます。

【エンゲージメントにおける対話の効果を高める取組み（エスカレーション）の流れ】



(5-2) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）の手法

当社では、主に下表に掲げる手法をとっています。

【エスカレーションの例】

取組み	内容
経営層向けの文書手交	当社の「議決権行使精査要領」に抵触する「重要な論点」がある場合、原則、文書手交を実施
上位役職層との対話	上位役職層に対象を拡大して対話を実施
独立社外取締役との対話	ガバナンスの主体である取締役のうち、独立社外取締役に対象を拡大して対話を実施
議決権行使	上記の取組みによっても、当社の課題認識を共有できず改善が期待できない場合や、中長期的に目立った改善が見られない場合には、議決権行使で会社提案に反対。株主提案についても、会社提案と同様の視点で賛否を判断
売却	最終的に「重要な論点」の解消が見込めないと判断した場合には、保有株式・社債等の一部、もしくは、全部売却を実施

(5-3) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）の事例

ここでは、対話の効果を高める取組み（エスカレーション）の事例を紹介します。

不祥事案が発生した企業において、指名・報酬諮問委員会の委員長である社外取締役と対話を行い、取締役候補者の選任プロセスを確認した事例

背景

機械の設計・制作やプラントエンジニアリング等を手掛けるG社にて、船用エンジンにおける検査不正が発覚。特別調査委員会の報告書において検査不正を認識していたとされる人物が取締役候補者となっていたことについて、不祥事に対する責任の所在の明確化が不十分である可能性もあることから対話を実施。

対話の経過

2024年度：G社の経営企画部長と対話を実施し、指名・報酬諮問委員会での議論の状況を確認。その後、指名・報酬諮問委員会における議論の詳細を把握する必要があると考え、当該委員会の委員長である社外取締役との対話を実施。当該社外取締役との対話を通じ、①検査不正に対する責任の有無の判断プロセスは、弁護士等の社外の有識者の意見を踏まえて社外取締役のみで決定しており、客観性を担保していること、②取締役候補者は検査不正の詳細を把握する立場になく、検査不正を是正する権限もなかったことの2点を確認。さらに、社長とも対話を実施し、経営の中枢を担っていた人物の多くが、検査不正に関与していたことで取締役を退任したことから、サクセッションプランが課題となっていることも確認。

2025年度：前年度対話を実施した社外取締役との対話を継続し、多数の経営幹部が退任した中での執行体制再構築の状況を確認。当該社外取締役から「取締役の多くが退任したことで社長の負荷が高まっていたため、指名・報酬委員会の委員長として早期の体制強化を継続して要請しており、次回の株主総会以降に強化される予定。大型の事業投資や海外展開の遅れ、信頼の再構築も課題となっており、人事刷新を含めた構造改革や専門人材の中途採用を通じて執行体制の強化を図っている」との回答あり。

結果・今後の方針

不祥事等で多くの経営層が交代する企業の体制再構築は容易ではないという学びを得たため、今後の不祥事発生企業等との対話に活かしていく。

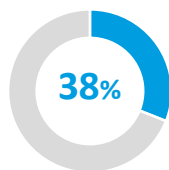
(5-4) 議決権行使に係る「重要な論点」の解消状況

当社は、対話を中心とするスチュワードシップ活動の実効性をモニタリングするため、①対話（エスカレーションの取組みを含む）を通じて「重要な論点」が解消したケース、②対話を通じて企業が改善策を公表したケース、③対話を通じて企業の改善策・意思を確認できたケース、④対話を通じても改善が期待できず、議決権行使での反対を行っているケースに分類して、「重要な論点」の解消に向けた進捗状況を継続的に把握しています。

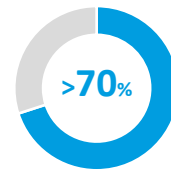
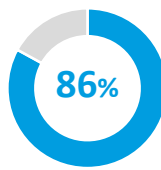
ここでいう「重要な論点」とは、当社の「議決権行使精査要領」に従って選別した株主還元、収益性（低 ROE）、ガバナンス体制（社外役員の独立性、少数株主利益保護、不祥事、買収への対応方針等）などのテーマです。なお、重要な論点の解消とは「議決権行使精査要領」に抵触しなくなることを意味します。

【「重要な論点」の解消状況】

前期の対話後の論点の解消状況



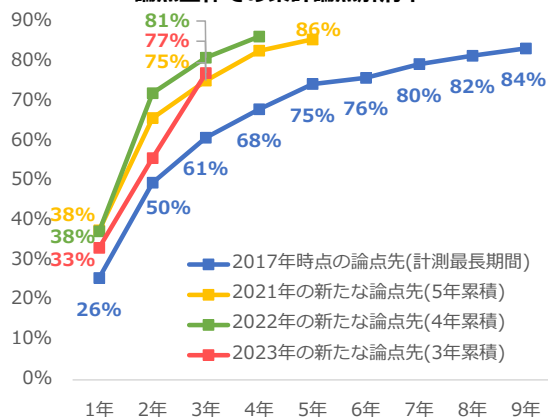
累計での論点解消率



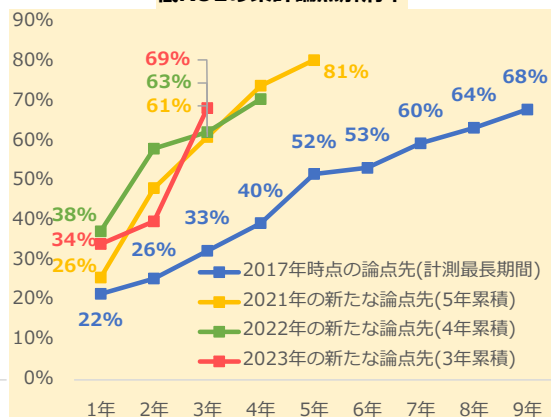
3年経過後

論点が解消した件数	論点解消、および 解消に向けて進捗があった件数
全106件	全240件 ・論点解消106件 ・改善策等を公表済、 改善策/意思を改善134件

論点全体での累計論点解消率



低ROEの累計論点解消率



2025 年（2025 年 7 月～2026 年 6 月）に「重要な論点」があった先のうち、278 件について、対話を通じた企業との課題認識共有や企業の取組進捗等により、106 件（38%）の論点が解消しました。

「重要な論点」の未解消先は 172 件存在しますが、このうち 134 件は投資先企業において改善策などを公表済みであるか、今後改善策を策定する意思を確認済みです。すなわち、「重要な論点」の解消済みをあわせたこれら 240 件（86%）については、当社との対話の結果、前向きな効果が表れたといえます。

また、対話開始初年度内での「重要な論点」の解消は約 3 割となっていますが、これまでの当社での複数年経過後の累積での「重要な論点」の解消率の実績をみると、初回の対話開始から毎年継続的に対話を重ねることによって、複数年による対話の成果が表れ始めると考えている 3 年後には 70%以上の案件で論点が解消しています。さらに近年では企業の意識の高まりや事業環境の好転等とも相まって、複数年経過時点の論点解消率は高まっています。なお、収益性（低 ROE）の論点は、経営・事業戦略や財務戦略・資本政策などの見直し等が求められることから、解消に時間を要していますが、複数年にわたって毎年粘り強く対話を継続し、必要に応じて対話の効果を高める取組み（エスカレーション）を活用することで、論点全体での傾向と同様、着実に論点解消が進んでいます。

(6) 当社のエンゲージメントにおける今期の方向性

企業を取り巻く環境や経営課題は一社一社異なることから、当社は、各企業が置かれた状況や課題を踏まえながら、スチュワードシップ活動の根幹である相互の信頼関係を重視したエンゲージメントを今後も行っていく中で、主に以下の点に着目して取り組んでいきます。

- 企業が将来のキャッシュフロー創出力を高め、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、資本収益性の改善に加え、将来のキャッシュフローの源泉となる成長投資を継続することで、更なるキャッシュフローの拡大、成長投資へとつなげる好循環を構築することが重要だと考えます。これまでの資本収益性を意識した対話に加え、各社の成長ステージや事業特性に応じて、設備、研究開発、人的資本、サステナビリティ領域などの成長投資を意識した経営資源配分が行われているか対話を通じて確認していきます。成長投資の成果は3年から5年を超える期間を経て達成されるものもあるため、利益や資本効率が短期的に低下することもあります。そのため、投資実行後の進捗や事業環境の変化を継続的に確認し、必要に応じて取組みの見直しや軌道修正についても建設的に対話を行うことで、長期投資家として成長に必要な時間軸を評価しつつ、企業の取組みを後押ししていきます。
- こうした成長投資を通じて企業が持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するためには、取締役会がその役割を十分に発揮することが重要だと考えます。企業を取り巻く事業環境、これまで培ってきた強みや事業の特性、成長のステージや直面するリスクは区々であるため、継続的な対話を通じて取締役会の実効性を確認していきます。具体的には、取締役会が、企業戦略等の大きな方向性を示しているか、経営陣による適切なリスクテイクを支えているか、経営陣を独立・客観的に監督しているか、その結果について必要に応じて株主と対話を行っているかといった、「エフェクティブ・ボード」の観点を踏まえ、取締役会の構成、取締役会の運営、取締役会のサポート体制等について、執行サイドだけでなく、独立社外取締役を含む取締役会運営の当事者との対話を通じて確認していきます。
- また、気候変動、自然資本、人権といったサステナビリティに関連した取組みについても、対話を通じて企業価値との関連性が高い領域から段階的な取組みを後押ししてきましたが、足元では、地政学の観点も踏まえつつ脱炭素のテーマを捉える必要性等、考慮すべき要素が複雑化しています。これらのテーマは、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現という観点からいずれも重要である点は変わらないため、単なる開示充実にとどまらず、これらのテーマを経営戦略に統合していくことが重要だと考えています。よって、サステナビリティ関連の取組みに関する外部環境認識や経営資源配分の状況、企業価値への影響等について意見交換しながら、企業の取組みを後押ししていきます。

なお、当社ではスチュワードシップ活動を資産運用立国の実現の重要な軸の一つとして位置付けています。エンゲージメントを通じて、投資先企業の持続的な成長を支援し、企業価値向上に貢献することで、当社運用力の向上や家計資産増大、日本市場への海外投資家の呼び込みにも貢献していきます。

第3章 議決権行使

(1) 当社の議決権行使に対する基本理念

議決権行使の考え方

当社では、議決権を行使する際、画一的に賛否を判断するのではなく、個別企業が置かれた状況を十分に踏まえ、個々の議案を十分に精査しつつ対話を行い、最終的に賛否を判断します。当社では「議決権行使精査要領」を定めていますが、これは画一的に賛否を判断するための基準ではなく、対話を必要とする投資先企業を選別するため、当社の基本的な考え方や着眼点を整理したものです。議決権行使に係る「重要な論点」のある先とは全件対話を行っており、対話の積み重ねを通じて、当社の課題認識を共有できず改善が期待できない場合や、中長期的に目立った改善が見られない場合には、会社提案に反対します。また、株主提案についても、会社提案と同様の視点で賛否を判断しています。

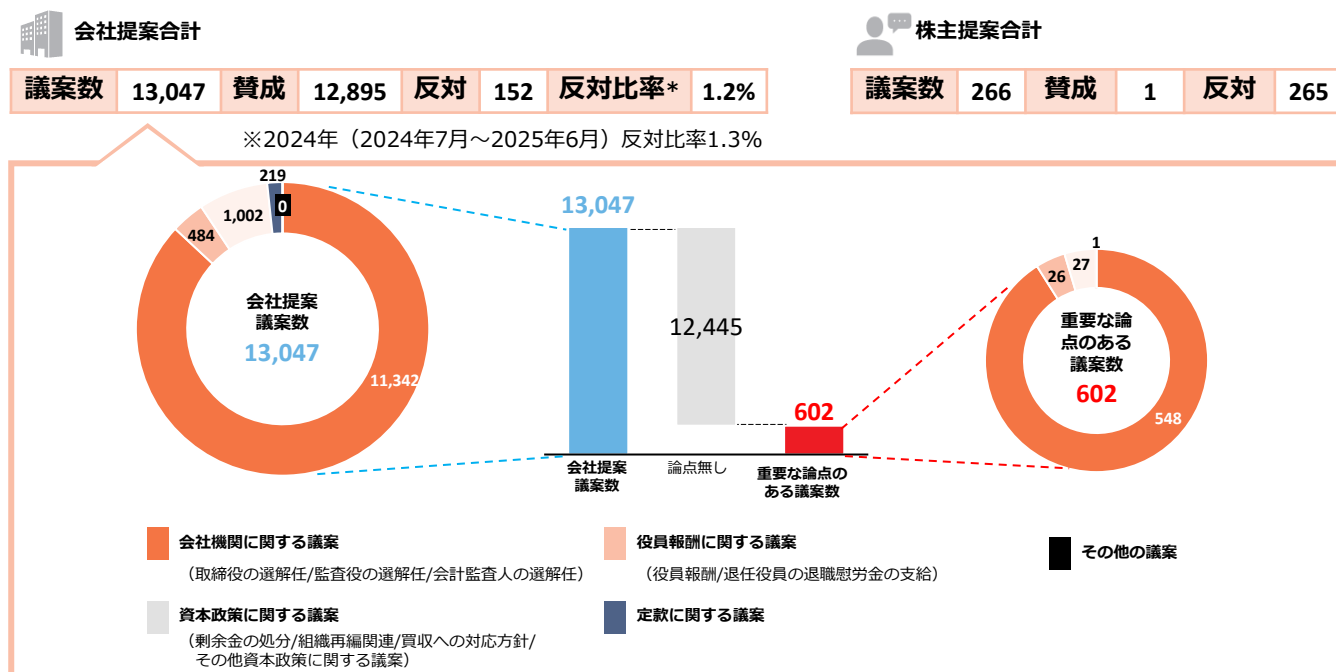
なお、議決権行使により会社提案に反対した場合でも、引き続き「重要な論点」解消に向けたモニタリングやフォローアップ対話を継続しています。

前期の議決権行使結果

こうした考え方のもと、対話の内容も踏まえた議決権行使を行った結果、2025年（2025年7月～2026年6月）の議決権行使は、対象企業（会社提案ベース）は1,312社、会社提案への反対比率1.2%（子議案ベース）となりました。また、株主提案への賛成件数は1件で、これは株主提案全体の0.4%でした。

会社提案議案のうち、当社が議決権行使に係る「重要な論点」があると判断した議案数は602件であり、特にこれらの議案については、十分な精査と対話を重ねた上で、最終的に賛否を判断しています。

【前期の議決権行使の状況】



以下の表では、「重要な論点」がある議案についての賛否割合を示しています。この中に、形式的な要件のみを見て反対するのではなく、十分な精査と対話を重ねた上で投資先企業の実態を見て、最終的に賛成に至った議案も含まれています。例えば、不祥事、業績低迷、財務・資本戦略といった論点については、投資先企業におけるこれまでの対応策や今後に向けた経営姿勢などを勘案して、最終的に会社提案に賛成しているケースもあります。

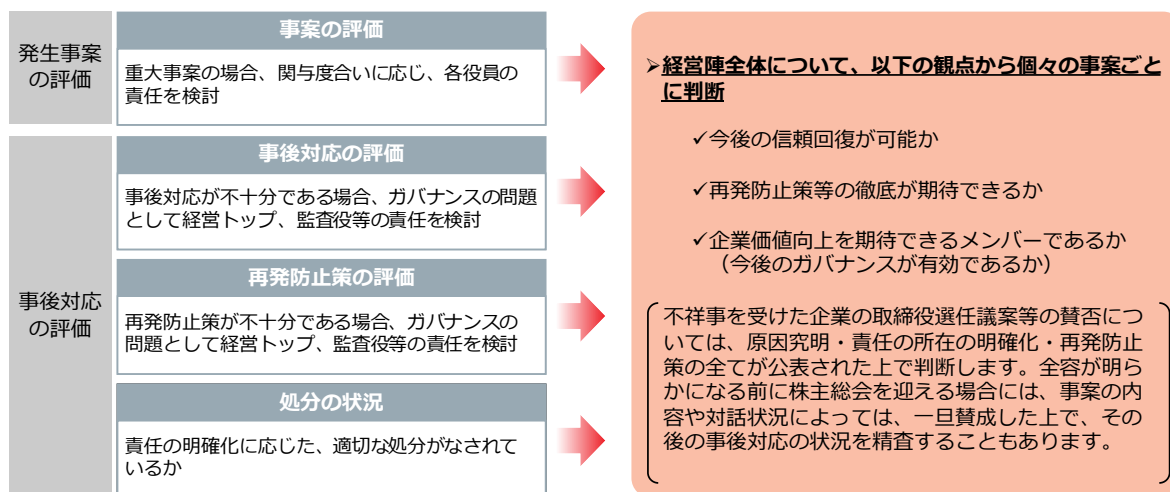
なお、投資先企業における不祥事等については、発生事案の評価、事後対応の評価という観点から、対話を通じて企業の取組みを確認しています。発生事案の評価は、利益への影響といった定量評価に加え、法令違反の有無、事案の性質・悪質性、再発事案か否かといった定性評価を加味します。事後対応の評価は、原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定状況に加え、これらについての情報開示・対話姿勢等を加味します。画一的に当該企業の役員の選任議案に反対するというのではなく、役員等の経営層が事後対応も含めて真摯な対応で取組みを行っているかといった点を重視しています。（社外委員を過半とする「スチュワードシップ諮問委員会」で審議した議案の内容については、63～64 ページを参照。）

【前期の議決権行使に係る「重要な論点」のある議案における賛否割合】

議案	論点	(論点のある議案数のうち)	
		賛成	反対
取締役の選解任	業績低迷・低配当性向	72%	28%
取締役の選解任	不祥事等	96%	4%
役員報酬	業績低迷・低配当性向	92%	8%
退任役員の退職慰労金の支給	業績低迷・低配当性向	62%	38%
剰余金の処分	配当性向	83%	17%
買収への対応方針	業績低迷	17%	83%

※低配当性向は議決権行使精査要領の改正に伴い、2027 年 5 月総会より財務・資本戦略に表現を変更

【投資先企業において不祥事が発生した場合の対応方針】



(2) 議決権行使のプロセスと基準

議決権行使のプロセス

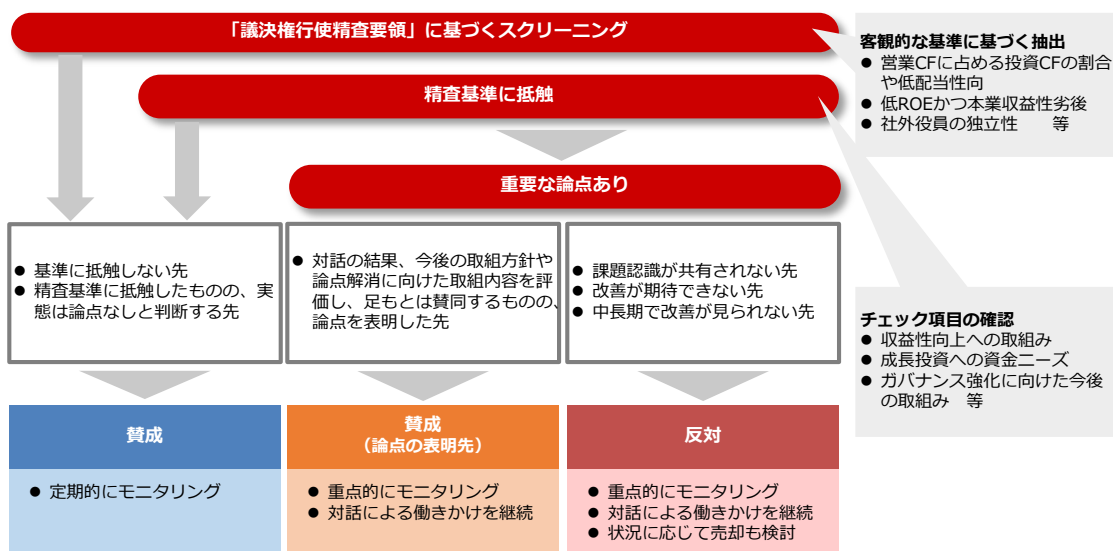
当社は、実効性の高いスチュワードシップ活動を実践していくために、議決権行使助言会社を利用することなく、全ての投資先企業に対して、以下のプロセスに基づき、自らの判断で適切に議決権を行使しています。

具体的には、経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンスに関連して、当社の「議決権行使精査要領」に基づき、株主還元、収益性、ガバナンス体制といった「重要な論点」があると考える投資先企業を選別しています。例えば、株主還元を含めた資本政策のあり方、投資先企業の収益性、ガバナンス体制（社外役員の独立性・低出席率、少数株主の利益保護、不祥事、買収への対応方針等）などが「重要な論点」となり、こうした企業とは全件対話を行っています。

議決権行使に際しては、画一的ではなく、個別企業の状況を踏まえた上で賛否を判断します。

なお、当社が重視する取組みのテーマについて、複数年にわたる対話を通じての働きかけにもかかわらず、課題の解決に向けた取組姿勢を確認できない場合、必要に応じて取締役選任議案に反対することも検討します。

【議決権行使のプロセスと判断】



議決権行使の基準

<賛成の考え方>

「議決権行使精査要領」に照らして基準に抵触しない企業や、形式上抵触したものの、過去の対話状況やエスカレーション対応の過程で、投資先企業の状況を確認した上で取組みの進捗が期待できると判断した企業に対しては、議案に賛成し、その後、定期的にモニタリングしていく方針です。

<反対の考え方>

抵触した先の中で、対話を経ても、当社と「重要な論点」の解消に向けた課題認識を共有できず、取組みの進捗が期待できない場合や、課題認識は共有され、具体的に取り組む意思は表明されたものの、中長期的に取組みの進捗が見られない場合には、会社提案に反対、もしくは当該論点に関連する株主提案に賛成します。さらに、取組みの進捗が期待できない、または取組みの進捗が見られない場合には、状況に応じて、売却を検討します。

(3) 議決権行使の事例

ここでは、当社が取り組んでいる議決権行使の中で、注目しているテーマにつき、当社の考え方と、具体的な事例をご紹介します。

自己株式の有利価格での処分

<当社の考え方>

特に最近の傾向として、株主総会での議案となるケースが増加しており、株主権の観点から注目しているテーマの一つとして、自己株式の有利価格での処分が挙げられます。これは、企業が財団を設立し、自己株式を有利価格で当該財団に処分するという手法に係わるものです。当社としては、企業価値の観点、及びガバナンスの観点の両面から、複数の確認項目を設定しており、これらを全て満たしていなければ議案に反対することとしています。

財団への有利価格による自己株式の処分案に賛成した議決権行使事例

背景

アパレル事業を手がけるH社は、今期、財団法人へ有利価格で自己株式を処分する議案を上程。これが当社の定める「財団法人等への有利価格による自己株式の処分」の精査基準に抵触。企業価値に係る論点とガバナンスに係る論点への対応がなされているかを確認する必要があった。

対話の経過

上記の論点について、対話を通じて、①財団の活動である次世代クリエイターの育成と中長期的な企業価値のつながり、②希薄化への対応、③財団の議決権を不行使とするスキーム、④財団の活動状況を継続的に公表する意思、をそれぞれ確認し、企業価値・ガバナンス両方の論点に対して手当がなされていることを確認した。

会社提案



企業価値・ガバナンス両方の論点に対する手当が確認できたため、賛成

賛否判断・今後の方針

以上のことから、対話を通じて、企業価値・ガバナンス両方の論点に対して、それぞれ手当がなされていることが確認できたため、会社提案の本議案に賛成した。今後、財団の活動状況が継続的に開示されることなどを、公表資料や対話等を通じてモニタリング予定。

財団への有利価格による自己株式の処分案に反対した議決権行使事例

背景

筆記用具などを取り扱うI社は、今期、財団法人へ有利価格で自己株式を処分する議案を上程。これが、当社の定める「財団法人等への有利価格による自己株式の処分」の精査基準に抵触。企業価値に係る論点とガバナンスに係る論点への対応がなされているかを確認する必要があった。

対話の経過

上記の論点については、対話を通じて、①財団の活動と中長期的な企業価値のつながり、②希薄化への対応、③信託銀行の基準に則って議決権行使するスキーム、④財団の活動状況を継続的に公表する意思、をそれぞれ確認したもの、企業価値・ガバナンス両方の論点に対して手当がなされていることが確認できなかった。

会社提案



企業価値・ガバナンス両方の論点に対する手当が確認できなかったため、反対

賛否判断・今後の方針

以上のことから、対話を通じて、課題認識を共有できなかったため、会社提案の本議案に反対した。

剰余金処分案の取締役会授權を求める定款変更

<当社の考え方>

また、当社が株主権の観点から注目しているテーマの一つに、剰余金処分案の取締役会授權を求める定款変更議案が増加してきた点が挙げられます。剰余金処分案の決定は重要な株主権の一つであり、これを取締役に委任することは妥当かどうかについて判断が求められます。

当社では、原則として取締役会に専権的に授權する場合は反対しつつ、それ以外の場合においては、①株主還元目標が明確に開示されていること、②株主還元目標が財務・資本戦略の重要な一要素として戦略的に検討されている点が開示資料や対話等で明確に確認できること、の二点を賛成の条件としています。なお、「いわゆる従来型の安定配当」という点しか示されていない場合は、「財務・資本戦略の一要素として戦略的に検討されている」とはみなしません。

したがって、取締役会決議とする方針（非専権）であることが示されたとしても、上記確認事項について十分に納得できる説明が得られれば、原則として賛成します。その後についても、継続的に状況をモニタリングし、資本政策・財務戦略の一要素として戦略的に株主還元が実施されていないと判断した場合には、取締役選任議案への反対も検討します。一方で、上記確認事項について十分な説明が得られない場合は、同定款変更議案に反対するとともに、それが保有額の大きい企業である場合、次年度以降に、利益率・資産効率・資本政策等の個別課題をテーマとする重点対話先に加える方針です。

剰余金処分に関する議案に賛成した議決権行使事例

背景

J社が、剰余金処分の取締役会授權(非専権)に関する定款変更議案を上程。当社の論点である、株主還元数値目標の開示と、それが財務・資本戦略の一要素として戦略的に検討されていることを確認する必要があった。

対話の経過

上記の論点については、対話を通して、①増配を行う累進配当と40%程度の総還元性向を目標とした株主還元目標の公表、②戦略的な事業ポートフォリオの入替を掲げ、収益基盤の維持・拡大、再エネ等のEX関連投資、DX・成長投資への投資を推進中であること、③こうした戦略を踏まえたキャッシュアロケーション計画に基づく持続的成長と株主還元の両立への取組みが確認された。

賛否判断・今後の方針

以上のことから、財務・資本戦略の一環として株主還元が戦略的に検討された上で、数値目標が開示されていることを確認でき、剰余金処分が取締役会で決議されたとしても中長期的な企業価値向上の観点から問題ないと判断したため、賛成した。今後も株主還元が戦略的に検討されていることを、公表資料や対話等を通じてモニタリング予定。

会社提案



株主還元が戦略的に検討されているため、賛成

不祥事案

<当社の考え方>

不祥事が発生した企業については、取締役会や独立社外取締役の機能発揮等も踏まえ、公表された原因究明・責任の所在の明確化・再発防止策に問題がないか、当社では慎重に判断を行っています。

事後対応を含めた不祥事への対応として社外取締役等の機能発揮が不十分であることから改善を要望している事例

背景

K社の製造製品に起因する可能性がある健康被害事案が発生。事案公表までに最初の健康被害報告から一定期間が経過しており、その間に健康被害が拡大した可能性や、製品回収に伴う業績への影響、健康被害の調査対象が増加し続けていることを踏まえると、企業の信頼を揺るがす極めて重大な問題であると判断し、対話を実施。

対話の経過

2024年度：K社から調査報告書が公表され、事実関係及び有事における執行サイドを中心としたガバナンスの問題について原因究明がなされていたが、健康被害を早期に把握していた監査役自ら対応策を講じなかったことや、事案公表後の当局への報告で不備が相次ぎ、リスク管理の観点から健康被害の可能性を幅広くとらえた対応等がなされていないことを社外取締役及び監査役が業務執行を監督する立場として指摘しない等、本事案における監査役及び社外取締役の機能発揮に問題があること。また、平時における社外取締役を含む情報連携のあり方や企業風土、創業家との関係性等の問題を含めた本質的なガバナンス体制にも問題があると考えたことから、K社による原因究明は不十分と評価し、複数回の対話を通じて追加調査を要望。K社からは、「当社からの要望事項は取締役会等で共有しているものの、第三者委員会による一定の調査等は既に実施済みで、原因究明・責任の明確化・再発防止策にも取り組んでいること等から、追加調査は不要と認識している」との回答あり。

賛否判断・今後の方針

再発防止策及び責任の所在の明確化については公表されているものの、前提となる原因究明が不十分であるため、それぞれの内容が十分と評価することができないこと、事案公表後の対応を含む取締役・監査役の機能発揮は不十分と判断せざるを得ず、今後の本質的なガバナンス体制の改善に向けた機能発揮が期待できないことから、その後の株主総会における議決権行使において再任取締役の選任に反対。

引き続き対話を継続し、当社要望事項を改めて伝達するも、K社の姿勢に変化はないため、今後の取組状況に応じてエスカレーションとして売却も検討。

会社提案



ガバナンス体制改善に向けて、取締役等の機能発揮が期待できないことから、反対

株主提案

<当社の考え方>

株主提案については、原則として会社提案と同様の視点で賛否を判断しています。ただし、株主提案の提案者その他の株主との間で利害が反する可能性があることや、必ずしも投資先の長期的な企業価値の向上に資する提案ではないこともあり得るため、当社では慎重に判断を行っています。

株主提案に賛成した議決権行使事例

背景

L社は、利益の内部留保の蓄積により、自己資本比率が厚く、十分な財務体力を有する。一方で、明確な株主還元方針や投資計画が公表されておらず、配当性向が長期にわたり低位に留まっていた。このことから、当社は対話を通じ配当水準の引き上げや引き上げに向けた方針の公表を複数年にわたり要望。

対話の経過

こうした中で、剰余金処分に係る会社提案と、これに対して会社提案を上回る額の配当を求める株主提案が上程。当該企業では、引き続き当社の要望する配当水準を満たさず、また複数年にわたる対話を通じて、引き上げに向けた取組み方針が確認できなかった。加えて、今後の設備投資等の資金需要に関する具体的な説明も得られなかった。

賛否判断・今後の方針

以上のことから、当社では、会社提案に反対することを決定。一方、今般の株主提案は、当該企業の財務体力を踏まえると、過度な株主還元を要求するものではなく、十分に実現可能な水準であり、また、当社が要望している配当基準を満たしたものであった。当社では、株主提案についても会社提案と同様の視点で判断しており、上記理由から会社提案に反対する一方で、株主提案に賛成。

会社提案



取組方針が確認できず反対

株主提案



当社の配当基準を満たしたため、賛成

(4) 当社の議決権行使における今期の方向性

当社は、将来のキャッシュフローの源泉となる成長投資と、実効性の高い取締役会、すなわち「エフェクティブ・ボード」の構築を後押しする観点から、今期、議決権行使精査要領の一部見直しを実施しました。今後も、日本企業の置かれた状況や法令等の改正、コーポレートガバナンスを巡る議論の動向等を踏まえ、適宜見直しを実施していきます。

ガバナンス改革の進展に伴い、社外取締役比率の向上や執行と監督の分離など、取締役会の基盤整備は大きく進展しました。こうした状況を踏まえ、金融庁が公表した「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」においては、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上に真に寄与するガバナンス改革を推進する観点から、取締役会の機能発揮や実質的なガバナンスの向上が重視されています。また、経済産業省が公表した「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス」の中では、取締役会と CEO ら経営陣がそれぞれの役割に応じて機能を発揮する実効的なコーポレートガバナンスの構築が重要であること、取締役会に求められる行動原則（「稼ぐ力」を強化する取締役会 5 原則）が示されました。さらに、2026 年 7 月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードでは、取締役会に対し、成長の道筋を構築するとともに、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等を通じて経営資源を適切に配分し、その配分を不断に検証・実効的に監督することが求められています。また、経済産業省の「成長投資ガイダンス」では、事業ポートフォリオの改善や経営資源の再配分を通じて成長投資を促進し、中長期的な企業価値向上につなげる考え方が示されています。

当社はこれらの方針を支持し、ガバナンス改革の基盤整備が着実に進展した現在、改革の成果を持続的な企業価値向上へと結び付けていくためには、政府が示すガバナンス改革の実質化を体現する実効性の高い取締役会、すなわち「エフェクティブ・ボード」の構築が重要であると考えています。そのため、取締役会の構成や制度といった形式面のみならず、企業価値向上に向けた本質的な議論や意思決定、経営陣に対する適切な監督機能など、取締役会が実質的に機能しているかを重視します。具体的には、価値創造ストーリーや経営戦略に関する建設的な議論、成長投資や事業ポートフォリオ見直しを含む経営資源配分の意思決定と検証、経営トップの評価・選解任など、取締役会に期待される役割が実効的に発揮されているかを確認します。対話を通じて企業の取組状況や課題認識を把握し、必要に応じて改善を促すとともに、その結果を議決権行使にも反映することで、投資先企業の中長期的な企業価値向上を目指します。

<改正のポイント>

1. 財務・資本戦略に関する精査基準の見直し

成長投資を後押しする観点から、剰余金処分議案について、従来の配当水準中心の基準に加え、投資に関する基準を追加しました。これにより、企業が成長機会を捉えるために必要な投資を行っているかを重視するとともに、成長投資と株主還元のバランスを踏まえた議決権行使を行うことで、投資先企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を後押ししていきます。

2. 収益性（ROE）に関する基準の引き上げ

当社は、これまでも収益性の向上を重要な対話テーマとして位置付け、投資先企業との建設的な対話を継続してきました。こうした取組みの進展や、資本効率向上に対する市場の要請の高まりを踏まえ、当社保有額が大きく当社収益への影響の大きい企業に求める ROE 水準を引き上げました。今後も、成長投資や事業ポートフォリオの見直し、事業再編を含む構造改革を後押しし、投資先企業の中長期的な企業価値向上を目指します。

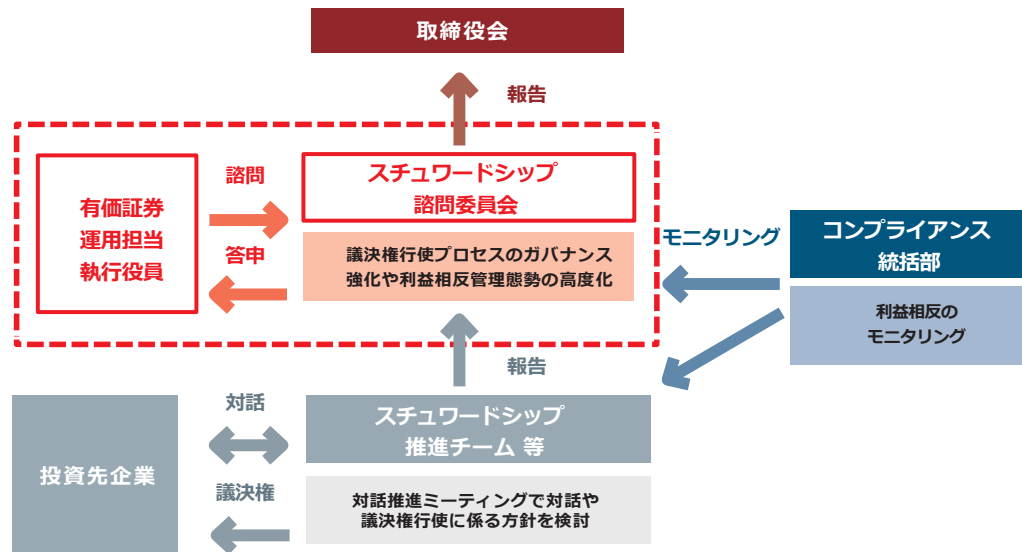
3. より実効性を意識したガバナンスの後押し

持続的な企業価値向上のためには、業績や財務・資本戦略に関する課題に対し、経営陣による適切な執行が行われるとともに、取締役会による実効的な監督機能が発揮されることが重要です。そのため、当社は業績不振や財務・資本戦略上の課題について、その結果のみならず、課題解決に向けた経営陣の執行状況や取締役会の監督機能の発揮状況も重視します。

取締役の役割と責任の明確化を通じてエフェクティブ・ボードの構築を後押しする観点から、業績不振等の反対対象を、再任の取締役全員から、経営トップ・社外取締役・取締役会議長等に変更しました。また、資本政策に関する議案についても、議案自体に加え、取締役の選任議案を精査します。取締役を一律に評価するのではなく、課題の内容に応じて機能の中核的な役割を期待する取締役に対して、その役割発揮の状況を踏まえて議決権行使における賛否を判断することにより、それぞれの役割と責任の明確化を図り、エフェクティブ・ボードの構築と企業価値向上を後押ししていきます。

第4章 当社スチュワードシップ活動におけるガバナンス

(1) ガバナンス体制



当社のスチュワードシップ活動は、株式部内に設置したスチュワードシップ推進チームが中心となり投資先企業との対話を実施しています。

具体的には、スチュワードシップ専管人材を含む13名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、5名が在籍する議決権行使チーム等、合計20名がスチュワードシップ活動に従事しています。投資先との対話や議決権行使に係る方針の検討に当たっては、アナリスト等も参加する対話推進ミーティングを開催しています。社債においても、クレジット投資部内の担当チーム5名を中心に、社債投資の視点を踏まえながら、スチュワードシップ活動を行っています。

また、議決権行使プロセスのガバナンス強化やスチュワードシップ活動全体に対する助言等を目的に、社外委員を過半とする「スチュワードシップ諮問委員会」を設置しており、議決権行使の賛否判断について、利益相反の観点から事前の審議・答申を経ることにより、利益相反管理態勢の高度化を図っています。なお、スチュワードシップ諮問委員会での議論の内容については、取締役会に報告しています。

(2) スチュワードシップ諮問委員会

当社は、2017年5月に、「スチュワードシップ諮問委員会」を設置しました。

当社の議決権行使においては、利益相反を管理する観点から、当社との保険取引が多い企業や、代理店としての保険取扱が多い企業等の議案を重要議案と定め、そのうち「議決権行使精査要領」に抵触した議案について、当委員会で事前に審議を行っています（重要議案の付議基準の詳細は下表のとおり）。

当委員会は、本テーマに精通した専門家で構成する社外委員を過半数とし、当社のスチュワードシップ活動全体にわたる幅広い助言を得ることを特徴としています。

＜スチュワードシップ諮問委員会の概要（2026年9月1日時点）＞

目的	1. 議決権行使プロセスのガバナンス強化 2. スチュワードシップ活動全体に対する助言・意見収集
位置づけ	有価証券運用担当執行役員の諮問機関
社外委員 五十音順	▶ 神作 裕之（学習院大学 法学部法学科 教授） ▶ 桑原 聡子（外苑法律事務所 弁護士） ▶ 武井 一浩（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士） ▶ 柳川 範之（東京大学大学院 経済学研究科・経済学部 教授）
社内委員	▶ 有価証券運用担当執行役員（委員長） ▶ コンプライアンス担当執行役員 ▶ 財務企画部長
諮問事項	・ 議決権行使のうち重要議案の賛否案（事前審議）[以下参照] ・ 議決権行使精査要領の改正方針案 ・ スチュワードシップ活動方針案 ・ スチュワードシップ活動結果（報告） 重要議案の付議基準 （1） 保険取引の観点から利益相反が懸念される企業 （保険取引上位100社、もしくは保険販売上位10社） （2） 当社役職員の兼務先（当社の常勤の役職員が社外取締役役に就任している企業） （3） その他利益相反の観点等から必要と認められた企業（例：不正会計や経営陣の内紛といった注目度の高い不祥事等が発生している企業） ▶ 上記、①～③のいずれかに該当し、当社の議決権行使精査要領に抵触した（精査）議案
開催	年3回程度

<スチュワードシップ諮問委員会の社外委員構成（2025/7～2026/6）>

神作 裕之 （学習院大学 法学部法学科 教授） （出席3回／開催数3回：100%）	サステナビリティと投資戦略を統合する重要性、サステナビリティをテーマとする対話強化に向けた協働エンゲージメントの活用、対外発信強化の必要性などについて有益なご意見を頂いている。
桑原 聡子 （外苑法律事務所 弁護士） （出席3回／開催数3回：100%）	気候変動をテーマとする対話において機関投資家に期待される役割、取締役会等の機能強化や成長投資に関する対話の視点などについて、有益なご意見を頂いている。
武井 一浩 （西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士） （出席3回／開催数3回：100%）	日本社会の発展に向けて長期の機関投資家が担うべき役割、対話を通じて企業の成長投資を後押しする際の視点、対外発信強化のポイントなどについて、有益なご意見を頂いている。
柳川 範之 （東京大学大学院 経済学研究科・経済学部 教授） （出席3回／開催数3回：100%）	サステナビリティを含む様々なテーマにおいて、世の中の環境変化や中長期的な企業価値向上の視点を踏まえる重要性、経営判断を後押しする対話活動の重要性などについて、有益なご意見を頂いている。

(3) スチュワードシップ諮問委員会の主な議論内容（2025/7～2026/6）

2025年7月から2026年6月のスチュワードシップ諮問委員会では、主に以下のテーマについて議論を行い、社外委員の方々から、貴重なご意見・ご指摘を頂いています。

なお、重要議案の事前審議においては、当社の議決権行使に関して、利益相反の懸念はないことを確認しています。

第27回（2025年9月開催）

テーマ	- 活動報告書の内容、議決権行使精査要領の改正について - スチュワードシップ活動における対話の質と企業の行動変容に関する分析と考察 - サステナビリティをテーマとする対話の取組強化方針について - 国内社債のスチュワードシップ活動取組みについて - 議決権行使結果について - 利益相反の検証について
議論内容	- スチュワードシップ活動報告書2025（案）、議決権行使精査要領の改正、スチュワードシップ活動における対話の質と企業の行動変容に関する分析と考察を踏まえた活動方針、サステナビリティをテーマとする対話、国内社債のスチュワードシップ活動取組みについて議論を行い、社外委員の方々から広範なご意見を頂きました。 - 利益相反管理の観点から、議決権行使について、保険等の取引に影響を及ぼしていないか検証を実施し、検証結果の報告を行いました。

第28回（2026年3月開催）

テーマ	- サステナビリティをテーマとする対話の取組強化方針について - スチュワードシップ活動の更なる進化に向けた発信強化の取組状況について - 生命保険協会を通じた提言活動（生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組みについて）と協働エンゲージメントについて
議論内容	- サステナビリティをテーマとする対話の取組強化の方向性について議論を行い、主要な対話テーマである気候変動、人権、人的資本、自然資本について社外委員の方々から広範なご意見を頂きました。 - スチュワードシップ活動の更なる進化に向けた発信強化の取組状況について議論を行い、社外委員の方々より当社が機関投資家として担うべき役割などの広範なご意見を頂きました。

第29回（2026年6月開催）

テーマ	重要議案への当社対応方針について
議論内容	- 当社の賛否判断は合理的で、利益相反を疑われる議決権行使は行われていないことを確認しました。 - 低ROE・低配当や不祥事発生企業、課題セクター等との対話について議論を行い、社外委員の方々から広範なご意見を頂きました。

なお、前期の主な審議対象議案リストは以下のとおりです。当社ではこのように、付議基準に該当する審議対象議案については、議決権行使に賛成する場合においても、スチュワードシップ諮問委員会による諮問を経て決定しています。

【スチュワードシップ諮問委員会における主な審議対象議案の例（2025/7～2026/6）】

No	企業名	精査項目	対象議案	賛否案	判断理由
1	機械 A 社	低 ROE	取締役 選任	賛成	・自動車事業での価格転嫁や固定費等の費用抑制により増益も、26/3 期の ROE は低迷。 ・対話では、構造改革や事業領域拡大等に関する具体的な進捗状況を確認。加えて、中長期的な成長を見据え、事業ポートフォリオの見直しに着手していることも確認。 ・また、5 月に公表された中期経営計画において、当社要望に沿った開示が行われたことも確認。 ・以上より、賛成にて対応し、引き続き収益性改善に向けた取組みの進捗を確認。
2	鉄道 B 社	投資戦略を踏 まえた財務・ 資本戦略	剰余金 処分	賛成	・26/3 期の配当性向は、当社の議決権行使精査基準を下回った。また自己株式取得を実施したが、総還元性向は同基準を下回った。 ・複数年にわたる経営資源配分に関する対話の結果、キャピタルアロケーションが開示されており、直近の対話でも、営業 CF の創出力強化を基に、成長投資と株主還元を両立する姿勢を確認。 ・以上より、賛成にて対応し、今後の成長投資及び株主還元に関する取組みの進捗をフォロー。
3	機械 C 社	報酬水準の妥 当性	報酬枠の 増加	賛成	・経営目標の達成、中長期的な資本効率向上のインセンティブとなるよう変動報酬の比率を従来から拡大するなど、中長期的な業績伸長・株価上昇に対するコミットメントを高める適切な役員報酬制度となっていることを確認。 ・また、変動報酬（業績連動賞与、PSU（業績連動型株式報酬）、RSU（勤務継続型株式報酬））には、マルス・クローバック条項が付されており、報酬ガバナンスの実効性が担保されていることを確認。 ・個別取締役に対する報酬の額・内容の決定に際しては、社外取締役を過半数とする報酬委員会に一任しており、報酬委員会は第三者機関の助言などを踏まえつつ決定する等、プロセスの妥当性・透明性についても問題ないと判断。 ・加えて、現時点で従業員への調査を通じて報酬格差による従業員の意欲低下が見られず、報酬体系変更後も引き続き従業員調査を通じてモニタリングする意向を対話を通じて確認。 ・以上より、報酬制度の内容に問題はなく、決定プロセスの妥当性・透明性についても問題ないこと等が確認できたため、本議案には賛成にて対応。（なお、翌年度は基準に抵触しない見通し）
4	金融等 D 社	少数株主 利益保護	取締役 選任	賛成	・支配的株主を有する企業における少数株主利益の保護について、対話を通じて論点を共有し、改善に向けた意向が確認できたことから、賛成にて対応しつつ、進捗をフォロー。
5	自動車 E 社	定款変更（剰 余金処分の取 締役会授權）	定款変更	賛成	・対話を通じて、株主還元の目標水準が確認でき、資本政策・財務戦略の一環として株主還元が戦略的に検討された上で、株主還元が実施されていることを確認。 ・以上より、賛成にて対応する。
6	金融等 F 社	定款変更（場 所の定めのない 株主総会）	定款変更	賛成	・対話を通じて、バーチャルオンリー株主総会（VO 総会）に関する株主目線の留意事項を伝達。F 社からも当社の問題意識に理解が示され、実際に VO 総会を開催する場合に向けて、対応を前向きに検討する方向性を確認。 ・以上より、賛成にて対応する。

No	企業名	精査項目	対象議案	賛否案	判断理由
7	化学G社	不祥事（会計不正）	取締役選任/監査役選任	一部反対	・不正を黙認した執行役員が取締役候補者として上程されたため、責任の明確化が不十分である可能性があることから、対話を実施し、取締役候補者が不正を黙認した事実を確認。（なお、対話後に公表された取締役候補者からは、不正を黙認した執行役員1名の実任選任案は取り下げ） ・その上で、不正を黙認した事実に対し、減給処分をもって責任の明確化とし、当該者を取締役候補者とする指名・報酬委員会のガバナンス改善に向けた姿勢は、真摯なものとは言えず、今後も指名・報酬委員会の構成員の機能発揮は期待できないと判断。 ・監査役会・監査役については、監査法人から疑義が呈された事象を把握していながら、原因究明や再発防止の観点で機能発揮が不十分であり、今後も監査機能の発揮を期待できないと判断。 ・以上より、会計不正を認識していたとされる社内取締役及び候補者を選任した指名・報酬委員会の構成員である社外取締役、監査機能を発揮できなかった監査役の選任議案には反対、その他の取締役・監査役候補者は賛成にて対応。
8	総合メーカーH社	不祥事（会計不正）	取締役選任	賛成	・第三者委員会による報告書を踏まえた原因究明、再発防止策、責任の所在の明確化は策定済みであり、取組状況を確認。 ・対話を通じて、改善状況に関するKPIの設定など、再発防止策の着実な進捗が期待できる状況であることを確認。 ・また、本事案に伴い、責任のある取締役全員が退任する中、対話を通じて、社内役員・社外取締役のサクセッションプランを確認。 ・以上より、賛成にて対応しつつ、今後のガバナンス改革の状況や刷新された取締役会の機能発揮の状況等を継続フォロー。
9	電力I社	不祥事（データ不正）	取締役選任	賛成	・原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定についてスチュワードシップ諮問委員会時点ではいずれも未対応。 ・対話を通じて、「原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定及びその確実な履行が必要であり、適切な対応がなされない場合は、取締役選任議案に反対する可能性がある」旨を通知し、先方も了承。 ・原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策のいずれも公表されていないことから、現時点での評価が出来ず、今回は賛成で対応するものの、悪質性が高いものであることが明らかになったり、対話を通じてガバナンスに改善が確認できなければ次年度総会における反対も視野に入れる。 ・以上より、会社提案に賛成し、株主提案には反対にて対応しつつ、今後の情報開示について継続フォロー。
			【株主提案】取締役解任	反対	

第5章 日本版スチュワードシップ・コードの諸原則への取組みと自己評価

原則 1

原則 1	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
------	---

当社の取組：コンプライ

当社は、生命保険契約というご契約者との長いお約束を守り、より多くの配当を長期・安定的にお支払することを使命とし、資産運用に取り組んでいます。運用する資産はご契約者からお預かりした保険料の集積であり、一定の運用利回りをご契約者に保証している契約もあります。こうした資産特性や生命保険事業の使命・公共性を踏まえ、投資に当たっては安全性・収益性・流動性・公共性を勘案しつつ、長期的な視点で投資を行っています。

国内上場株式・国内社債投資においても、長期保有を基本とした投資を行い、長期の投資資金を供給する機関投資家としての社会的責任も踏まえてスチュワードシップ活動に注力し、投資先企業との間で、企業価値の向上に向けて、サステナビリティも考慮に入れた建設的な対話に取り組んでいます。なお、一般勘定における国内の上場株式は、一部のファンドを通じた投資を除き、全て株式運用所管が自ら運用しており、スチュワードシップ活動における対話・議決権行使も外部に委託することなく、全て自ら行っています。

こうした活動により、投資先企業の持続的な発展に寄与・貢献することを通じて、当社の資産運用における収益向上を実現すると同時に、当社が中期経営計画で掲げる『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』の実現を目指しています。なお、このような取組みに際しては、日本市場の特性も踏まえ、投資先企業との相互信頼に基づく Win-Win の関係を構築し、ともに成長していくことが重要と考えています。

当社では、こうしたスチュワードシップ活動への考え方や取組方針をまとめた「[スチュワードシップ活動に関する基本理念（8 ページ）](#)」を策定し公表しています。

原則 1 自己評価	スチュワードシップ・コード（2025 年 6 月公表の第三次改訂版）の内容を踏まえ、当活動報告書を毎年更新し、2026 年 9 月にホームページにて公表しています。上記の「スチュワードシップ活動に関する基本理念」に基づき適切に対応しており、今後とも必要があると判断した場合には、適宜見直しを実施していきます。
--------------	--

原則 2

原則 2	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
------	--

当社の取組：コンプライ

当社は、保険業法等の定めに従い、利益相反管理方針を定め、ご契約者の利益の保護に万全を尽くすため、ご契約者の利益を不当に害するおそれのある取引を適切に管理する体制を整備しています。

特に、議決権行使や対話に重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る主な類型として、以下のようなケースを特定し、適切に対応しています。

- (1) 保険契約等の取引が多い投資先企業への議決権行使に当たって、保険契約等への影響を考慮し、賛否判断が歪められる懸念があるケース
- (2) 代理店として保険販売が多い投資先企業への議決権行使に当たって、保険販売への影響を考慮し、賛否判断が歪められる懸念があるケース

(3) 当社役員・従業員が取締役を兼務している投資先企業への議決権行使に当たって、賛否判断が歪められる懸念があるケース

当社は、利益相反の防止に向け、営業部門と資産運用部門を分離し、保険取引関係等の有無に関わらず、資産運用部門が独立して判断を行う態勢を構築しています。また、上記で特定した利益相反が生じ得る類型に該当する投資先企業については、2017 年度に新設した、社外委員を過半とする「スチュワードシップ諮問委員会」において、利益相反の観点から議決権行使に当たっての事前の審議・答申を経ることにより、議決権行使プロセスのガバナンス強化や利益相反管理態勢の高度化を図っています。また、議決権行使後にも、利益相反管理の観点から、保険取引等に影響を及ぼしていないか検証を実施しています。なお、当委員会での審議内容は、取締役会に報告しています。詳細につきましては、「第 4 章 (1) ガバナンス体制」(59 ページ) をご参照ください。

原則 2 自己評価	当社は、利益相反管理方針を定めており、さらに、スチュワードシップ活動において、重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る主な類型を特定し、適切に対応しました。なお、利益相反が生じ得る主な類型については必要に応じ、適宜見直しを実施していきます。 2017 年度に新設した、社外委員を過半とする「スチュワードシップ諮問委員会」において、重要な影響を及ぼす利益相反が生じ得る主な類型に基づき抽出した投資先企業の議案の賛否案等について、利益相反の観点から事前の審議・答申を経ることにより、議決権行使プロセスのガバナンス強化や利益相反管理態勢の高度化を継続的に図っています。(2025 年(2025 年 7 月～2026 年 6 月)における諮問委員会は 2025 年 9 月、2026 年 3 月、2026 年 6 月に開催)。
--------------	---

原則 3

原則 3	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
------	---

当社の取組 : コンプライ

当社は、株式投資に係る豊富な実務経験や高度な専門知識を備えたアナリストや、対話専管人材を含むスチュワードシップ推進チームが中心となり、企業訪問や対話、実地調査、情報収集などを通じ、企業の業績や財務状況、業界動向等を把握すると同時に、企業価値に影響を与える国内外の景気動向等の外部環境についても、日々把握に努めています。社債投資においても、担当アナリストが中心となり、企業の業績や財務状況、外部環境等の把握に努めています。

また、投資先企業の株主総会における議決権行使判断を行うに当たっては、情報収集や対話などを通じ、個別企業の状況の把握に努めています。

原則 3 自己評価	2025 年(2025 年 7 月～2026 年 6 月)に投資先企業に対話を実施した総数は 607 社となりました。 スチュワードシップ専管人材を含む 13 名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、5 名が在籍する議決権行使チームなど合計 20 名がスチュワードシップ活動に従事しており、株式投資の高度な専門知識を備えたアナリストとも協働し、企業との対話や実地調査、情報収集などを通じて、企業の業績や財務状況、業界動向等の的確な把握に努め、適切にスチュワードシップ活動に取り組んでいます。 また、対話推進ミーティングを実施することで、対話専管人材やアナリスト等の複数の視点で、対話先企業の的確な状況把握に努めるとともに、対話方針や好取組事例の共有を図っています。 社債投資においても、担当チーム 5 名が企業の的確な状況把握に努めるとともに、社債投資の視点を踏まえながらスチュワードシップ活動を行っています。
--------------	--

中長期の機関投資家として持続的な企業の成長を支援していく観点から、サステナビリティの観点等、非財務情報を含めた的確な状況把握に努めるとともに、対話先企業のリスクへの対応や新たな事業機会につなげる為の取組みを引き続き後押ししていきます。

原則 4

原則 4

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

当社の取組：コンプライ

当社は、投資先企業とのサステナビリティも考慮に入れた建設的な対話を通じて企業の持続的な発展に寄与・貢献するとともに『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』を実現することを目指しています。対話を通じて、企業との相互信頼に基づく Win-Win の関係を維持しながら、企業の取組みを後押ししていきたいと考えています。

対話に当たっては、株式・社債ともに経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンスなど様々なテーマについて企業と意見交換を行い、企業の状況を把握していきます。また、株式投資においては、議決権行使に係る「重要な論点」がある企業に対しては、当社の考え方や「重要な論点」を伝えることにより、課題認識の共有化と「重要な論点」の解消に向けた取組みを後押ししています。さらに、中長期的な視点に基づき、PDCA の観点から対話の履歴を継続的に振り返りつつ、対話の成果を確認しています。

加えて、当社は、投資先企業との間で建設的な対話を行うという目的に照らして合理的と認められる範囲で、投資先企業からの求めに応じて、月末時点で保有する投資先企業の株式数についてご説明します。また、投資先企業に確実にお答えする観点から、公表情報等を通じて確認可能な投資先企業の連絡先へ回答させていただく場合があります。なお、これらは一般的な対応方針であり、個別具体的な状況に応じて、対応についてご相談させていただくことがあります。

このほか、生命保険協会では日本の株式市場活性化に向けて、1974 年から 52 年間にわたり継続して提言活動を実施しています。当該活動では、企業と投資家に対しアンケート調査を実施し、その結果に基づいて業界としての提言を発信しています。（アンケートに協力いただいた企業と投資家、及び東証プライム上場の全企業に対して調査結果を送付しています。）

当社は、当該調査への積極的な参画を通じ、企業と投資家の認識相違の分析・把握に努めており、投資先企業との対話をより建設的なものとするよう努めています。

当社では投資先企業の企業価値向上に向けて、年間スケジュールに沿って多くの時間と人的資源を投入してスチュワードシップ活動に取り組んでいます。今後も、対話の新たな視点等を随時採り入れながら PDCA を継続的に実施して建設的な対話の実効性を高めつつ、人材育成にも取り組むことで、スチュワードシップ活動の一層の充実に努めていきます。

なお、投資先企業との建設的な対話に資すると判断される場合においては、他の機関投資家と協働して対話を行うことなども検討していきます。

原則 4 自己評価

2025年（2025年7月～2026年6月、以下同様）は607社・延べ963回の対話を実施しました。（対前年▲45社、▲95回）そのうち、株主還元や収益性、ガバナンス体制等の議決権行使に係る「重要な論点」がある企業とは全件対話を実施し、当社の考え方や「重要な論点」を伝えることにより、課題認識の共有化を図るとともに、引き続き「重要な論点」の解消に向けた取組みの後押しに努めました。また、中長期的な視点に基づき、対話管理システム（XNETサービス）を活用して対話PDCAを強化し、対話の履

歴やその後の企業の状況を継続的に確認しています。

また、当社の保有額が大きい企業を中心に、利益率・資産効率・資本政策等の個別課題をテーマとする対話を行いました。

サステナビリティに関連した取組みをテーマとする対話は2017年より強化しています。特に企業価値への影響等の観点で重要な気候変動のテーマは2018年から対話を開始・継続強化し、2025年は温室効果ガス排出量上位企業について、スコープ1+2〔自社排出量〕上位先78社、スコープ3〔自社事業の活動に関連する他社の排出量〕上位先52社と対話を行いました。社債投資においても、61回対話を行っており、テーマ型債券の発行やサステナビリティに関連した取組みを含む非財務情報の開示充実を働きかけました。

このように、投資先企業の中長期的な企業価値向上と『誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会』の実現につながる対話の実施に努めており、引き続き適切に取り組んでいきます。

なお、他の機関投資家との協働取組として、生命保険協会のスチュワードシップ活動・ワーキング・グループへの参加10社で書簡による協働エンゲージメントを実施しています。

2026年（2026年7月～2027年6月）は、「重要な論点」がある先に対して、情報提供や文書手交運営を通じて、「重要な論点」解消に向けた働きかけを行うとともに、当社の保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話や、サステナビリティに関連した取組みをテーマとする対話も継続強化していきます。

原則 5

原則 5	機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
------	--

当社の取組：コンプライ

当社は、全ての保有株式について、議決権行使助言会社を利用することなく、自らの判断で適切に議決権を行使しています。また、個別議案への賛否判断を行うに当たっては、定型的・短期的な基準のみで画一的に判断するのではなく、建設的な対話を通じて把握した個別企業の状況や改善に向けた取組状況等を十分に検討した上で、相応の時間と人的資源を投入し、きめ細かく判断しています。

具体的には、議決権行使精査要領に基づく定量・客観的なスクリーニングを行い、基準に抵触した議案に対して画一的に賛否判断を行うことなく、一社一社対話を行うことで状況の把握に努め、議決権行使に係る「重要な論点」がある企業に対しては、対話を通じて認識の共有を図り、「重要な論点」の解消に向けた取組みが期待できるかを確認します。また、単年度の対応にとどまることなく、複数年にわたり継続的なフォローアップを行い、「重要な論点」の解消に向けた取組みを後押しすることを重視しています。賛否判断に当たっては、継続的なモニタリングや過去の対話における取組方針の実現状況等も踏まえ、議案ごとに丁寧にきめ細かく判断を行っていますが、課題認識の共有が図られない場合や企業の取組みに変化が見られない場合等には、議案に反対したり、株式の売却を検討します。

<貸株取引に関する方針>

当社は、運用収益拡大を目的とした貸株取引を行う可能性がありますが、議決権にかかる権利確定日をまたぐ貸株取引は慎重に実施し、取引を行う場合も貸出限度を定めて限定的に行い、議決権の確保に留意します。

原則 5 自己評価	個別議案への賛否判断を行うに当たっては、定型的・短期的な基準のみで画一的に判断するのではなく、建設的な対話を通じて把握した個別企業の状況や改善に向けた取組状況等を十分に検討した上で、「重要な論点」の解消について評価できる先であるかという観点から、きめ細かく判断しました。 議決権行使結果については、集計表の開示に加え、個別投資先企業ごと及び議案ごとの議決権行使結果、各議案の賛否判断理由について開示を実施しており、今後も四半期ごとに結果開示を実施していく方針です。 さらに、当社の議決権行使の判断に対する予測可能性を高める観点から事例を抽出し、その判断の経緯と結果を対比する形で開示しています。また、「議決権行使精査要領」については、各議案に対する当社の基本的な考え方や基準の内容等を詳細に開示し、当社の議決権行使に関する予測可能性を高めるために各議案に対する賛否判断の考え方の例を開示しています。 このように、当社では、議決権行使に関して、適切に対応しています。 なお、「議決権行使精査要領」については、コーポレートガバナンスを巡る議論の動向等も踏まえた上で、毎年見直しの検討を実施しており、今期は将来のキャッシュフローの源泉となる成長投資と、実効性の高い取締役会、すなわち「エフェクティブ・ボード」の構築を後押しする観点から、「議決権行使精査要領」の一部見直しを実施しました（57 ページ）。
--------------	---

原則 6

原則 6	機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
------	---

当社の取組：コンプライ

当社のスチュワードシップ活動をわかりやすくお伝えする観点から、当社の基本的な考え方・スタンスや、投資先企業との対話のテーマ、議決権行使のプロセスなどについて記載し、ホームページにて開示を行っています。また、対話や議決権行使における具体的な取組状況や成果・事例等については、毎年更新を行い、定期的な報告に努めています。

原則 6 自己評価	「スチュワードシップ活動報告書」において、当社の基本的な考え方・スタンスや投資先企業との対話のテーマ、議決権行使のプロセスなどについて記載しており、透明性向上や、利益相反懸念払拭に向けて開示内容を継続的に充実させています。足元では、多くのステークホルダーに当社のスチュワードシップ活動に対する理解を深めてもらうために、社外セミナーへの登壇等を通じて対外発信を強化しています。 さらに、対話や議決権行使における具体的な取組状況や成果・事例等については原則として毎年更新を行うなど、引き続き、分かりやすい開示や開示内容の充実に努めていきます。
--------------	---

原則 7

原則 7	機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。
------	--

当社の取組：コンプライ

当社経営陣は、投資先企業の持続的成長に資するサステナビリティも考慮に入れた建設的な対話を行うための体制整備を行い、スチュワードシップ活動にかかわる人材・陣容の充実を図っています。

株式投資においては、豊富な実務経験や高度な専門知識を備えた人材及びスチュワードシップ活動を行う専管人材を配置し、こうした専門性の高い人材が、日々の実務や各種研修会への参加、勉強会の実施などを通じ、一層の能力向上を目指して、日々研鑽に努めています。

社債投資においても、豊富な実務経験や高度な専門知識を備えた担当アナリストが、日々の実務等を通じ、研鑽に努めています。

今後も専管人材の配置や人材育成などによる体制強化を通じ、機関投資家としての更なる実力向上に努めるとともに、投資先企業との対話の質を一層強化していきます。

また、当該分野に精通する「スチュワードシップ諮問委員会」の社外委員から当社のスチュワードシップ活動全体にわたる幅広い助言を得ること等を通じ、スチュワードシップ活動の一層の充実を目指していきます。

こうしたスチュワードシップ諮問委員会での議論や助言の内容を含め、スチュワードシップ活動全般にわたって当社経営陣は認識を共有しており、今後もスチュワードシップ活動の実行に経営陣が重要な役割・責務を担いつつ取組みを推進していきます。

原則 7 自己評価	スチュワードシップ専管人材を含む 13 名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、5 名が在籍する議決権行使チームなど合計 20 名がスチュワードシップ活動に従事しており、各種研修会への参加、勉強会の実施、海外派遣・研修等を通じて、体制整備、専門人材育成の両面から適切に取り組むとともに、対話推進ミーティングを実施し、好取組事例や対話ノウハウの共有を図っています。 社債投資においては、担当チーム 5 名を中心にスチュワードシップ活動を行っており、日々の実務等を通じ、研鑽に努めています。 さらに、スチュワードシップ諮問委員会の社外委員の方々からのサステナビリティに関連した取組みを含むスチュワードシップ活動全体にわたる助言等を通じ、活動の改善や一層の充実を図っています。 今後も、スチュワードシップ活動の PDCA を継続し、企業との対話の質を一層強化していきます。
--------------	--

原則 8

原則 8	機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。
------	---

当社の取組：適用対象外

原則 8 自己評価	当社は議決権行使助言会社等の機関投資家向けサービス提供者に該当しないため、適用対象外。
--------------	--