

スチュワードシップ
活動報告書

2024

Stewardship Activities Report

[対象期間：2023/7～2024/6]



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

CIO メッセージ	1
第1章 はじめに	4
(1) 当社のスチュワードシップに対する基本理念……4	
(2) スチュワードシップ活動プロセス……7	
(3) 前期のスチュワードシップ活動実績……8	
第2章 エンゲージメント	11
(1) 当社のエンゲージメントに対する基本理念……11	
(2) 対話プロセス……12	
(3) 対話テーマの事例……16	
(3-1) G（ガバナンス）……16	
(3-2) E（環境への責任）……19	
(3-3) S（社会への責任）……25	
(4) 協働エンゲージメント……31	
(5) 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）……33	
(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……33	
(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……34	
(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……34	
(5-4) 議決権行使に係る「重要な論点」の解消状況……35	
(6) 当社のエンゲージメントにおける今期の方向性……36	
第3章 議決権行使	37
(1) 当社の議決権行使に対する基本理念……37	
(2) 議決権行使のプロセスと基準……39	
(3) 議決権行使の事例……40	
(4) 当社の議決権行使における今期の方向性……42	
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	43
(1) ガバナンス体制……43	
(2) スチュワードシップ諮問委員会……44	
(3) スチュワードシップ諮問委員会の主な議論内容（2023/7～2024/6）……46	
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	51

【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



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

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、一般的に生命保険契約では一定の運用利回りをご契約者に保証しています。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。

株式・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、企業価値の向上に加えて、環境や社会への影響も考慮に入れた建設的な対話に取り組んでいます。

－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。

「資産運用立国実現プラン」への貢献

当社は、「資産運用立国実現プラン」に貢献することが重要と考えており、スチュワードシップ活動を取組みの重要な軸の一つとして位置付けています。そして、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。

－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700社にのぼる全国の投資先企業と対話を行っています。

－有益な対話相手として選ばれる機関投資家へ

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。

－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おり、2023年3月には、東京証券取引所よりプライム/スタンダード市場上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が要請されました。当社は、これまでも株主還元や収益性といったテーマで資本効率の向上を意識した数多くの対話を積み重ねるなど、投資先企業の収益性・成長性向上に向けた取組みを行ってきており、引き続き、投資先の企業価値向上に資する活動を後押ししていきます。

また当社は、生命保険協会のスチュワードシップ・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。

－「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、「人」「地域社会」「地球環境」の3点をサステナビリティ経営の重点領域と位置付け、中期経営計画において、「誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会」を目指す社会として掲げています。

スチュワードシップ活動においても、昨今では、「E（環境への責任）」や「S（社会への責任）」といった観点、つまり投資先企業の非財務面の取組みが企業価値に与える影響も重視し、気候変動、人権、人的資本等を重点対話テーマとしています。

特に気候変動のテーマについては、当社では、資産運用ポートフォリオに関わる温室効果ガスを2050年までにネットゼロにする目標を定めており、温室効果ガスの排出量が多い投資先企業については、定期的な対話を通じて、温室効果ガス排出量の削減ロードマップの策定など、排出量削減方針等の開示充実を要望するとともに、具体的な削減取組みの進捗を確認し、責任ある機関投資家としての役割を果たしていきます。今後はこれらに加えて、自然資本に関する対話にも注力していきます。

－対話の効果を高めるための取組み（エスカレーション）

当社は、個別の対話の進捗状況を踏まえつつ、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、様々な形で対話の効果を高める取組み（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企業の内外取締役を含む経営層に浸透するように取り組むとともに、改善が期待できない場合や、中長期で目立った改善が見られない場合には、必要に応じて議決権行使も活用しています。例えば、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、エンゲージメントの効果を高めることで、投資先企業の取組みを後押ししていきます。

－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、もしくは当該課題に関連する株主提案に賛成しています。2023年7月から2024年6月までの期間では、会社提案への反対比率は1.3%（親議案ベース）、株主提案への賛成件数は2件となりました。

長期的視点で企業のペースに合わせて取組みを後押し

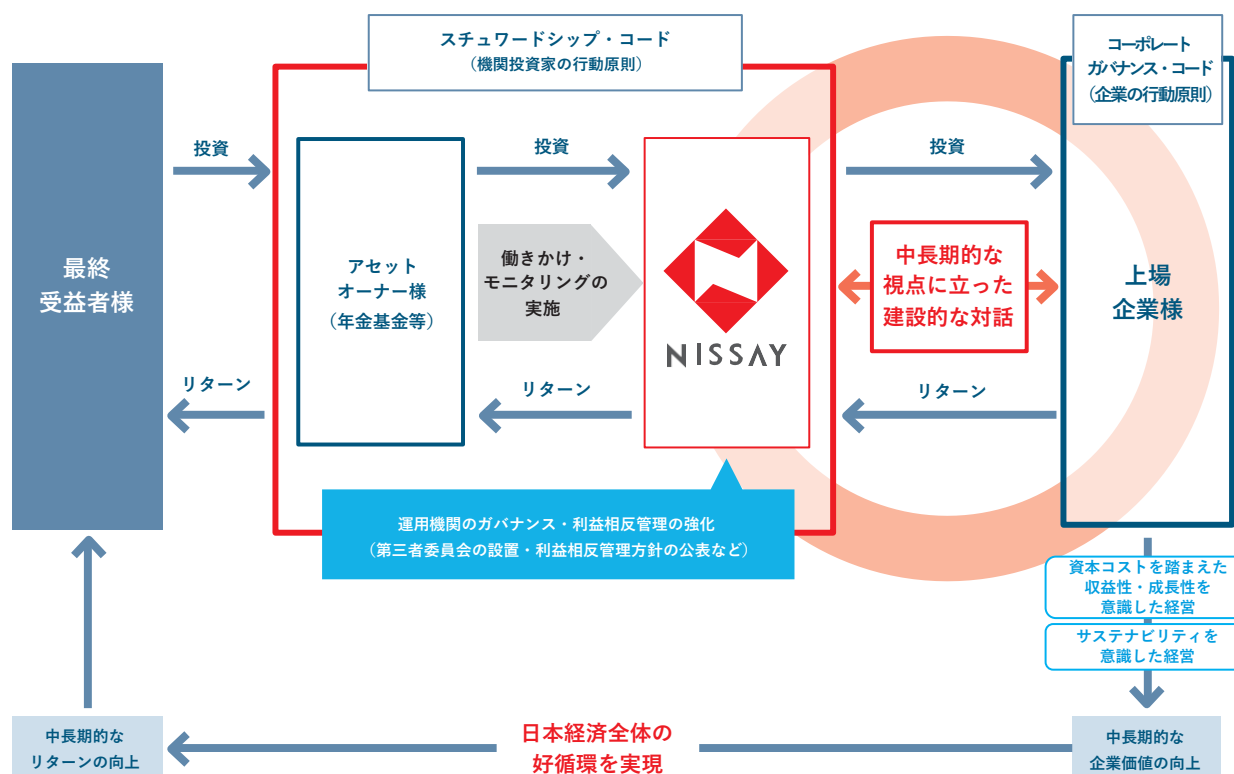
当社は、長期的視点でスチュワードシップ活動に取り組んでおり、その成果は3年から5年を超える期間を経て達成されるものもあると考えています。よって対話に当たっては個別企業の状況を踏まえつつ、それぞれの企業のペースに合わせて取組みを後押しすることで、投資先企業の事業環境変化への対応と持続的成長を後押ししていきます。当社では、責任投融資の推進を中期経営計画における重点課題と位置付けており、スチュワードシップ活動はその中核をなすものと考えています。今後も責任ある機関投資家としての役割を果たすべく、スチュワードシップ活動を通じて、投資先企業の企業価値向上の果実を当社の収益として享受するとともに、より良い社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



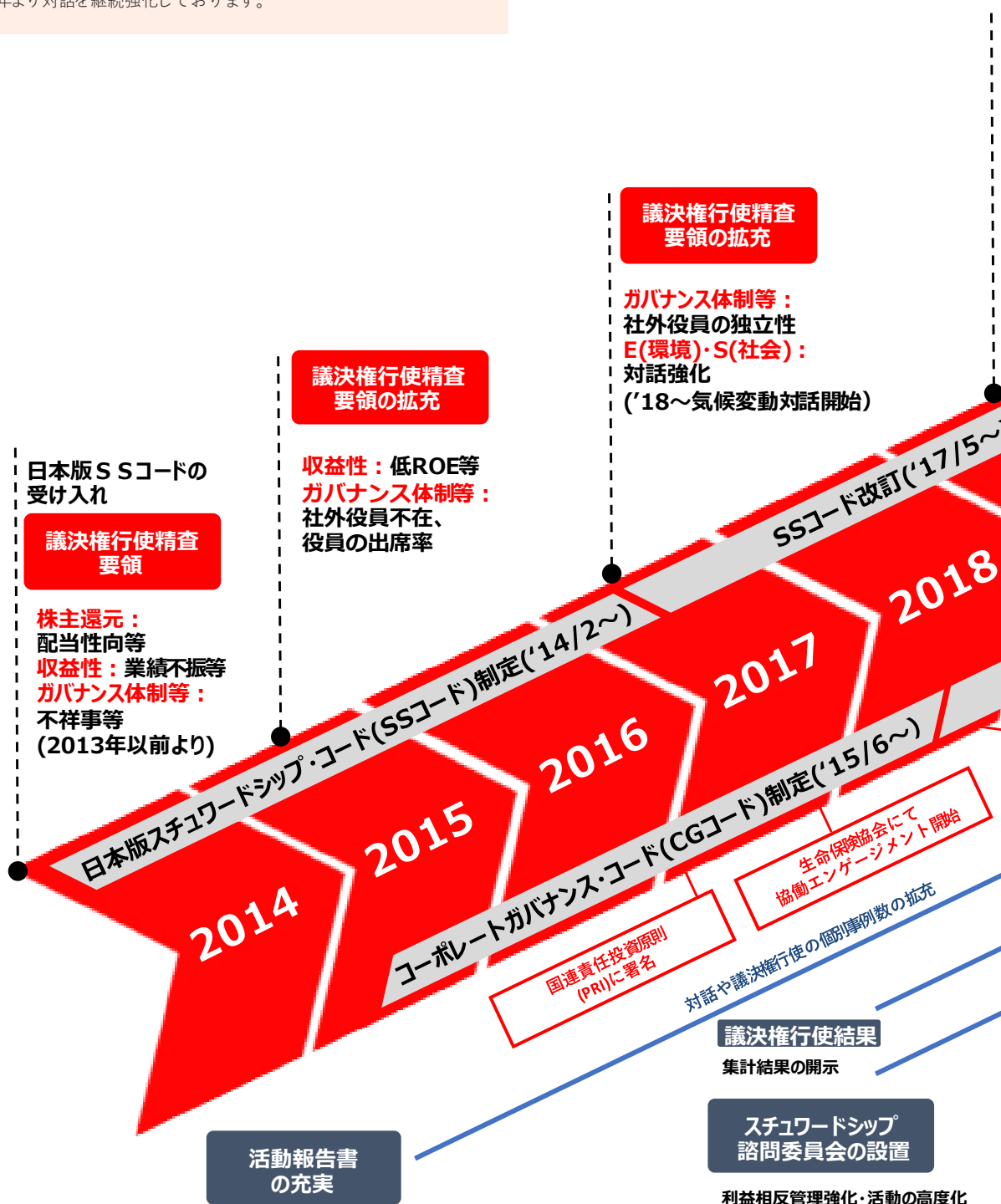
<スチュワードシップ活動に関する基本理念>

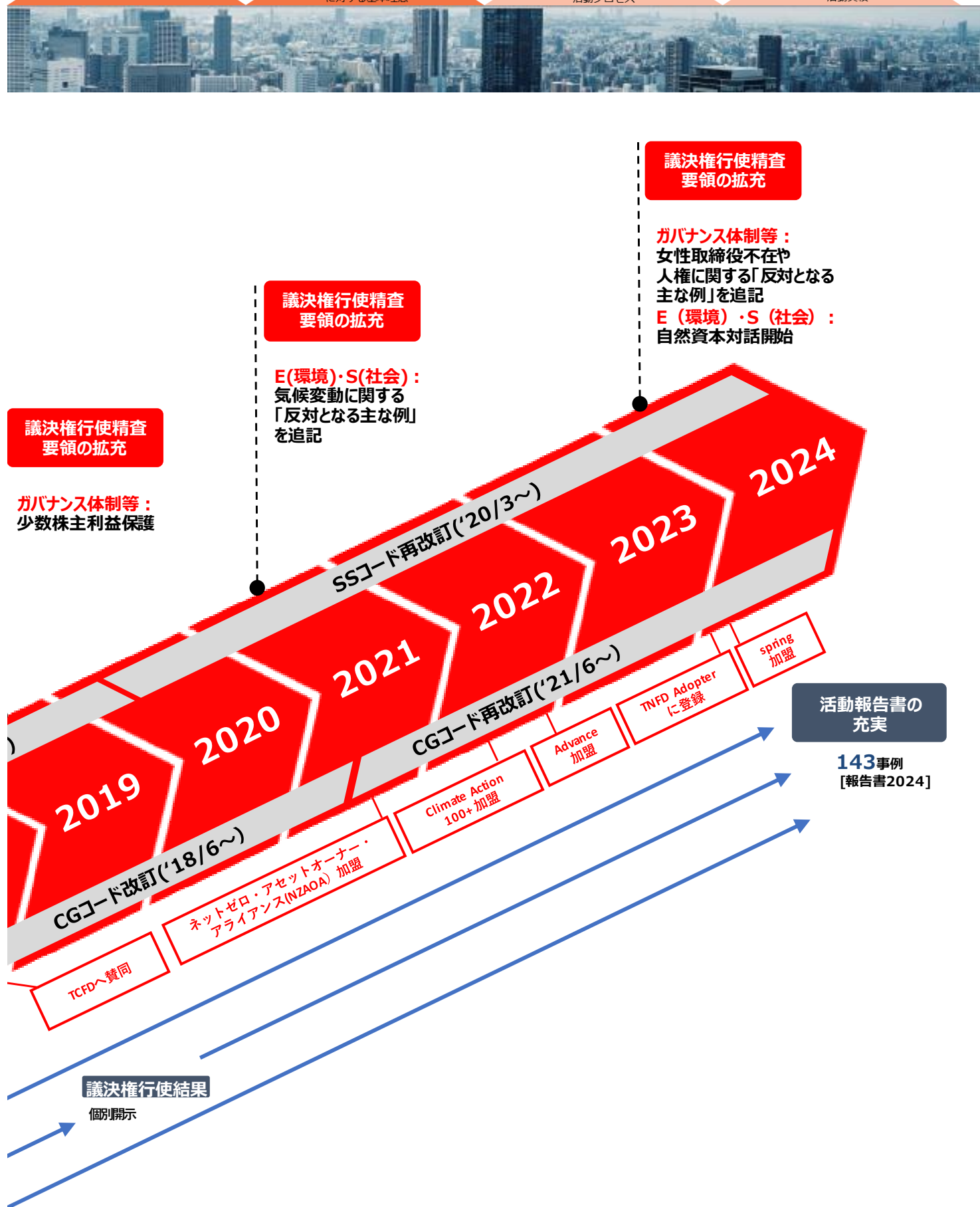
1. 投資先企業と環境・社会の要素も考慮に入れた建設的な対話に取り組むことで、中長期的な企業価値向上を促し、その果実を株主還元や株価上昇、社債の安定的な元利償還といった形で享受して資産運用収益の拡大に繋がるとともに、「誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会」の実現を目指します。
2. 対話内容をPDCAの観点から継続的に振り返りつつ、企業の取組みの変化を確認し、必要に応じて対話の効果を高める取組み（エスカレーション）を行うことで、対話の実効性を高めます。
3. 投資先企業との継続的な対話を通じて、当社の考え方や課題意識を伝えるとともに、議決権行使においては、画一的に賛否を判断するのではなく、個別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 10年間の当社の取組み

これまでの総括

- ▶ 日本版スチュワードシップ・コード（SSコード）制定後、体制を強化しつつ対話と情報開示の量・質の向上に取り組んでおります。
- ▶ 株主還元や収益性、ガバナンスは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おります。
- ▶ また、近年企業・投資家ともに意識が高まっているE（環境）・S（社会）のテーマについても2017年より対話を継続強化しております。

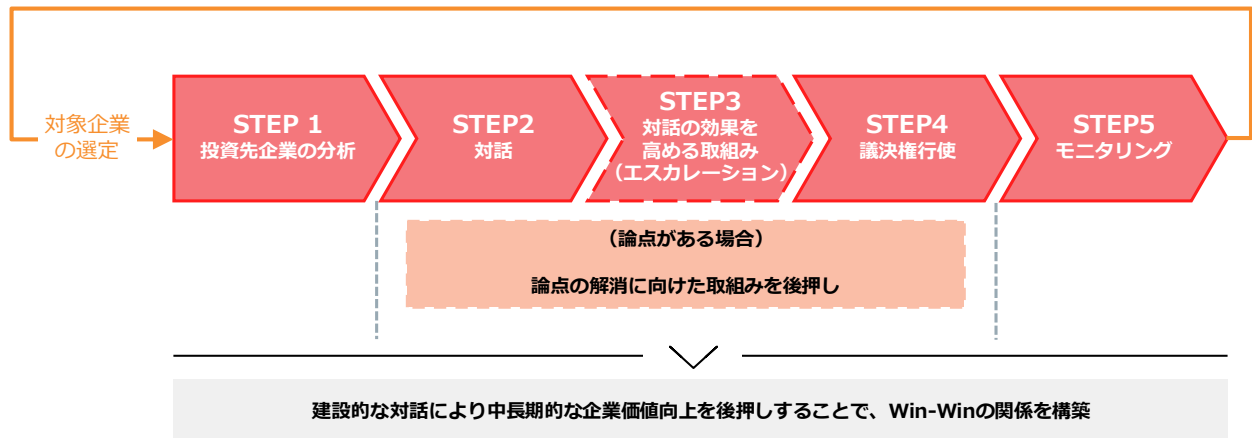




(2) スチュワードシップ活動プロセス

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環境・社会の要素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、認識の共有をはかります。

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いたします。

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とした場合については、状況に応じて株式や社債等の売却（ダイベストメント）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。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

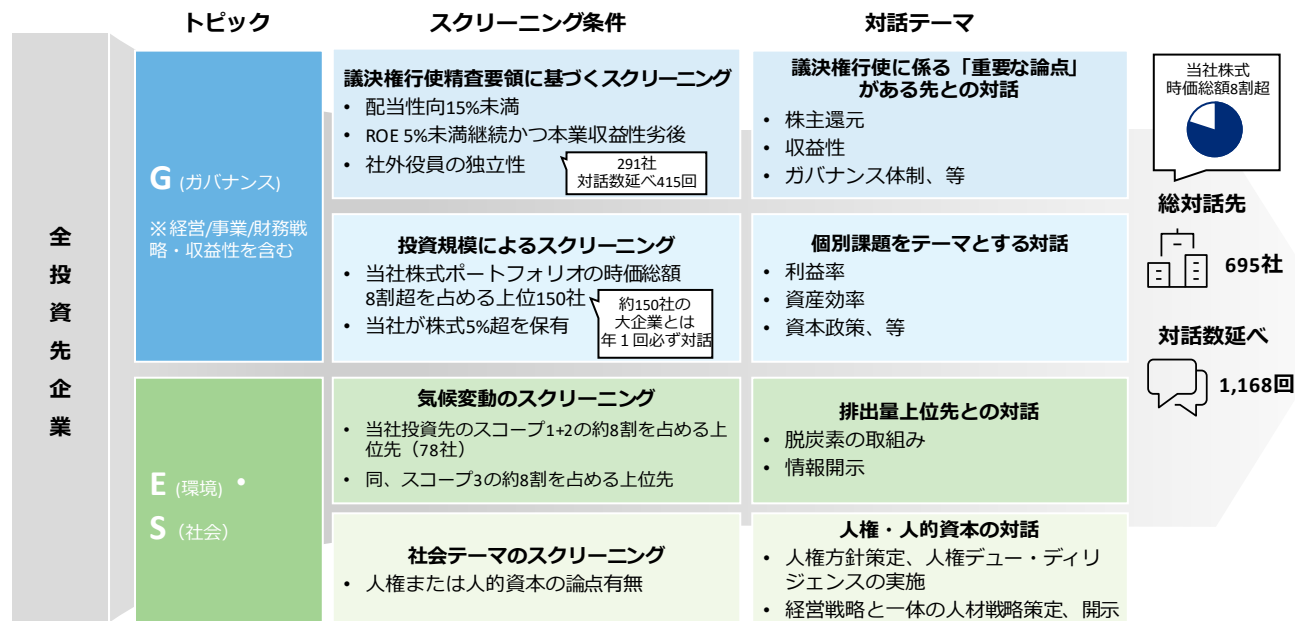
2023年（2023年7月～2024年6月）は、国内最大級となる、投資先企業695社に対して、延べ1,168回にのぼる対話を実施しました。

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「G（ガバナンス）」に関する対話を重点的に実施してきました。「G（ガバナンス）」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」があると考え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50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。

更に昨今では、「E（環境への責任）」や「S（社会への責任）」といった観点を重視して、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、「E（環境への責任）」や「S（社会への責任）」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、「G（ガバナンス）」に係るもの（経営/事業/財務戦略・収益性を含む）が約31%、「E（環境への責任）」及び「S（社会への責任）」に係るものが約53%、エンゲージメントのための業況確認等が約16%となっています。

「G（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、291社と、延べ415回の対話を行いました。また、保有額が大きい企業上位150社のうち54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。

「E（環境への責任）」及び「S（社会への責任）」については、社会的な関心が高まっている中、投資先企業の取組みを後押しすべく、578社と、延べ796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。また前期より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）上位企業43社との対話を開始しています。

財務関連事項やガバナンス体制に関する対話だけでなく、環境や社会への企業の責任に関する対話も、質・量ともに増やしており、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

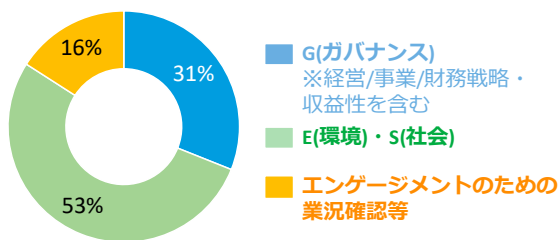


695 社



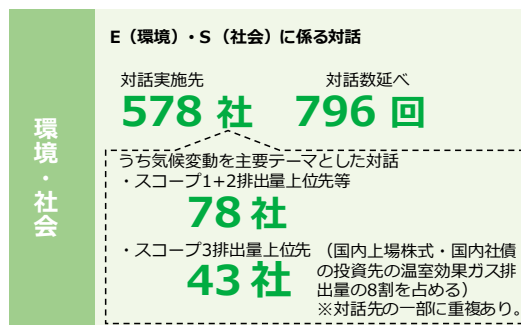
1,168回

対話のトピック別内訳*

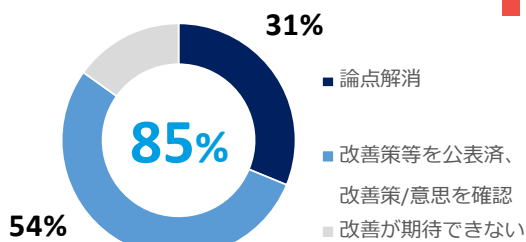


* このグラフではGとE・Sのトピックを両方扱った対話は重複カウントしています

主な活動実績



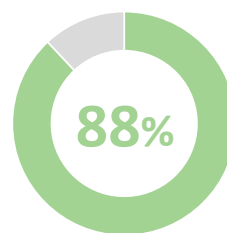
前期の対話後の論点の解消状況

論点解消、及び
解消に向けて進捗があった件数

全269件

- ・論点解消99件
- ・改善策等を公表済、改善策/意思を確認170件

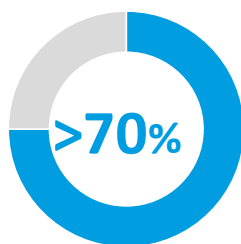
2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの開示状況

スコープ1+2排出量上位先の
削減ロードマップ開示状況

全78社

- ・開示あり：69件
- ・開示なし：9社

5年経過後の累計での論点解消率※



※ 2017年時点の論点先、2018年・2019年の新たな論点先を対象とした累計論点解消率

累計論点解消率（論点別）

うち株主還元/配当性向：70%以上

うちガバナンス体制等（独立性・低出席）：80%以上

うち収益性（低ROE）：50%以上

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

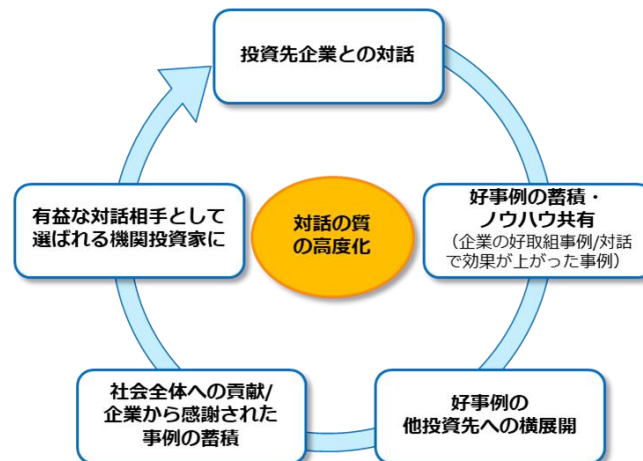
当社が、スチュワードシップ活動において最も重視しているのはエンゲージメント、すなわち投資先企業との丁寧な対話を通じた企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を意図した働きかけです。当社は、エンゲージメントにおいて、①建設的な対話を通じて企業の発展を後押しすること、②企業の取組みを確認し、必要に応じ追加の働きかけを行うことを基本的な考え方としています。この考え方に則り、多くの人的資源を投入して対話活動を行い、対話を通じて得られた情報を投資分析にも活用しています。

【対話フローと対話1回当たりの所要時間イメージ】



当社では、年間約700社にのぼる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、政策保有株式を多く保有しており、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、当社の要望に沿って、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、との言葉をいただきました。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

当社は、投資先企業の企業価値向上に向けては、第一に「G（ガバナンス）」が重要な要素と考えています。経営・事業戦略では、事業ポートフォリオのあり方、資産効率・資本コストを意識した経営管理等、財務戦略・資本政策では目標とする自己資本比率、持続的な成長に向けた成長投資、株主還元等が、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（次図の①）。当社は、「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」があると考えた投資先企業を選別しています。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、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が、この中でも約50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。

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、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「E（環境への責任）」、ならびに「S（社会への責任）」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、気候変動、自然資本、人権、人的資本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が重要と考えています（次図の②）。気候変動については、温室効果ガス排出量の上位先と今後の脱炭素に向けた取り組みや情報開示について意見交換しています。また人権については、人権方針を策定しているか否か、人権デュー・ディリジェンスを実施しているかといった点を確認しています。更に人的資本については、経営戦略と一体となった人材戦略の策定・開示についても確認しています。加えて、今後重要性が増してくると考えられるテーマとして、自然資本に関する対話にも注力していきます。

なお、東京証券取引所がプライム／スタンダード市場上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請したことをきっかけに、PBR（株価純資産倍率）に注目が集まっています。PBRは株価が1株あたりの純資産の何倍かを表す指標であり、PBRが「1」よりも低い場合は、当該企業の今後の成長性に対して市場の評価・期待が低いことを示唆しています。この原因には、非財務資本が評価されていない可能性があることや、経営者のかじ取りやガバナンスに不安があること、または、情報開示が不十分なため、当該企業の今後の業績を見通しにくいこと等が複合的に関係しているものと考えられます。

当社では、投資先企業との丁寧な対話を通じて、企業が非財務資本も含めた現状と今後の見通しについて分かりやすく説明することを求めています。これは投資先企業の企業価値向上につながり、結果として中長期的な株価上昇、PBRの改善にもつながると考えています（次図の③）。

【企業価値向上の観点から重視する事項と対話テーマ】

1

G (ガバナンス)

テーマの詳細

<経営・事業戦略>

- 事業ポートフォリオのあり方、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
 - ▶ 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）
 - ▶ 持続的な成長に向けた投資
 - ▶ 株主還元等の戦略的な検討、株主還元数値目標の設定・開示 等

<ガバナンス体制>

- 上記の意思決定を支える経営体制等

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

ROE 向上

2

E (環境)・S (社会)

テーマの詳細

気候変動問題への対応、人権、人的資本（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

脱炭素に向けた取組み・情報開示の充実

自然資本に関する対話（新規追加）

情報収集・他社事例の紹介の実施（将来は要望事項設定）

人権に関する対話

人権方針の策定、人権デュー・ディリジェンスの実施

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の策定・開示

非財務資本の価値向上

企業価値向上

(結果として) 中長期的な株価上昇・PBR上昇

3

PBR

株価

一株あたりの自己資本（純資産）

=

ROE

一株あたりの純利益

一株あたりの自己資本（純資産）

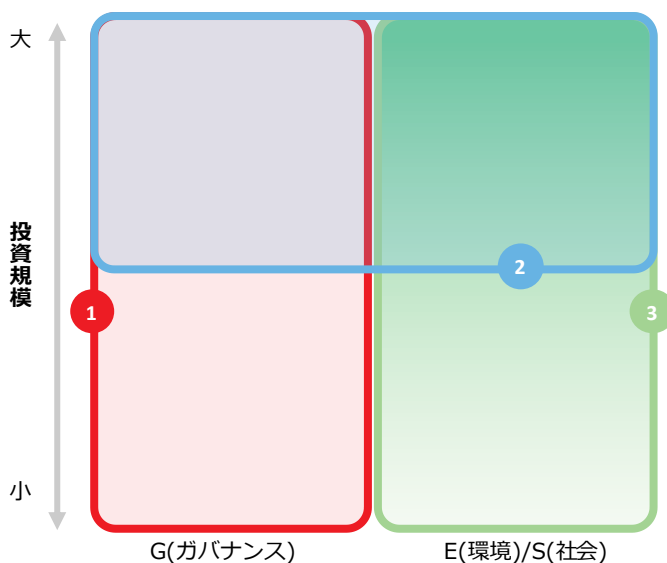
×

PER

株価

一株あたりの純利益

【対話先の選定イメージと対話活動のポイント】



1

議決権行使に係る「重要な論点」がある企業との対話

- 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300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、以下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

2

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

3

E (環境)・S (社会) をテーマとする対話

- 今期より、新たに自然資本をテーマとする対話を開始。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約40社を対話先として優先的に選定。各企業の段階的な取組みを後押ししつつ、情報収集や他社事例の紹介を実施。
- 気候変動、人権、人的資本をテーマとする対話は継続。

【コラム】東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」への要請に関連する対話

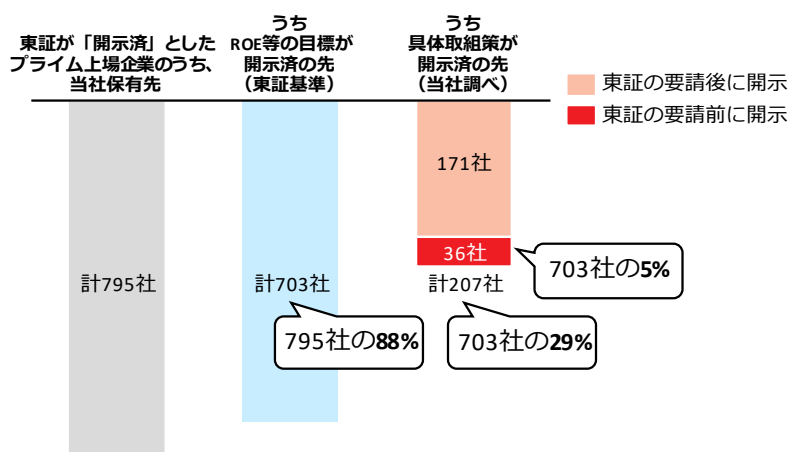
2023年3月、東京証券取引所よりプライム／スタンダード市場上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が要請されました。これは、【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】というキーワードをコーポレートガバナンス報告書に記載している場合には「開示済」とし、その企業の一覧表を公表することで、企業の取組み後押しを狙ったものと思われます。

ここで、東京証券取引所が「開示済」と位置付けたプライム上場企業のうち当社が保有する795社について、当社で2024年6月時点の詳細を確認すると、このうちの約9割の703社は、ROEやPBR等の目標の開示を行っていました。この703社のうち、約8割の企業が東京証券取引所の要請後に目標の開示を新たに追加したとみなされ※、上場企業の間で一定の対応が進むなど、東証による要請の効果が表れていると考えられます。

※東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧を初めて公表した2023年12月以降に、「開示済」となった企業は、東京証券取引所の要請後に目標の開示を行ったものと考えて、集計を実施。

一方で、これらの企業の中で、資本コストや株価を意識し、利益率だけではなく資産効率や資本政策も含めた対応策について具体的な取組内容まで開示している先は、目標開示先703社の3割弱（当社調べ）となっています。こうしたことから、日本全体としてコーポレートガバナンス改革の実効性を高めていくためには、機関投資家が投資先企業との対話を継続し、取組みを後押ししていくことが重要であるといえます。

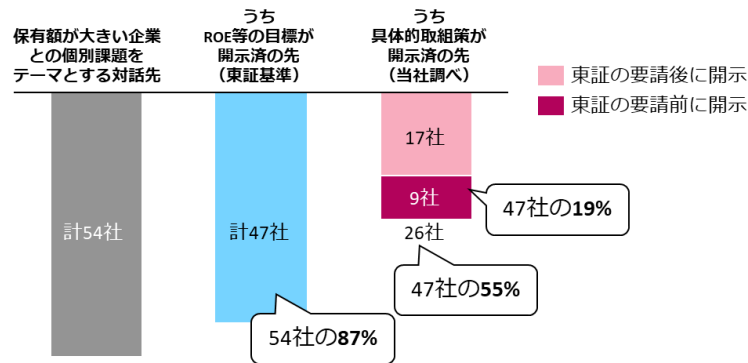
【東京証券取引所（東証）が対応策の開示ありと集計した企業の実際の開示状況】



当社では、東京証券取引所の要請に先んじて、2022年より、利益率だけでなく資産効率や資本政策などに関する個別課題を有する投資先企業を対象に、これらの課題への対応を意識した対話のテーマを設定し、企業に対して取組みを働きかけてきました。

具体的には、当社の保有額が大きい企業上位150社の中から、54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行っています。これらの投資先企業の中で、ROE等の目標を設定して開示している先は47社ありました。その内容をみると、2024年6月末時点で、①ROE等の目標を設定するとともに具体的に資本効率等の改善に向けた取組内容も開示している先は26社、②この中で、東京証券取引所の要請が行われる以前にすでにこれらを開示していた先は9社ありました。47社に占める割合は、①前者（26社）が55%、②後者（9社）が19%となりますが、これは上記703社（東証プライム上場企業の当社保有先全体でROE等の目標を開示済の先）に占める同割合の①29%、②5%を上回っていることがわかります。すなわち、当社が従前から利益率・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ってきた投資先企業においては、市場全体よりも早いペースで資本効率を意識した経営が浸透してきたとも考えられることから、スチュワードシップ活動を通じて投資先企業における資本効率の改善を後押ししてきた当社の取組成果が表れていると考えています。

【当社における、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先の状況】



前述のとおり、東京証券取引所の要請以降、上場企業では ROE や PBR 等の目標の設定・開示が着実に進んできていますが、目標達成に向けて利益率にとどまらず、資本効率の改善も意識した具体的な取組内容までを示している先は、依然として多くありません。また PBR が 1 倍を超えたら企業価値向上に向けた取組みが達成されたというわけではありません。当社では、こうした市場全体での取組みの進捗も確認しつつ、責任ある機関投資家として、今後も対話活動に取り組んでいきます。

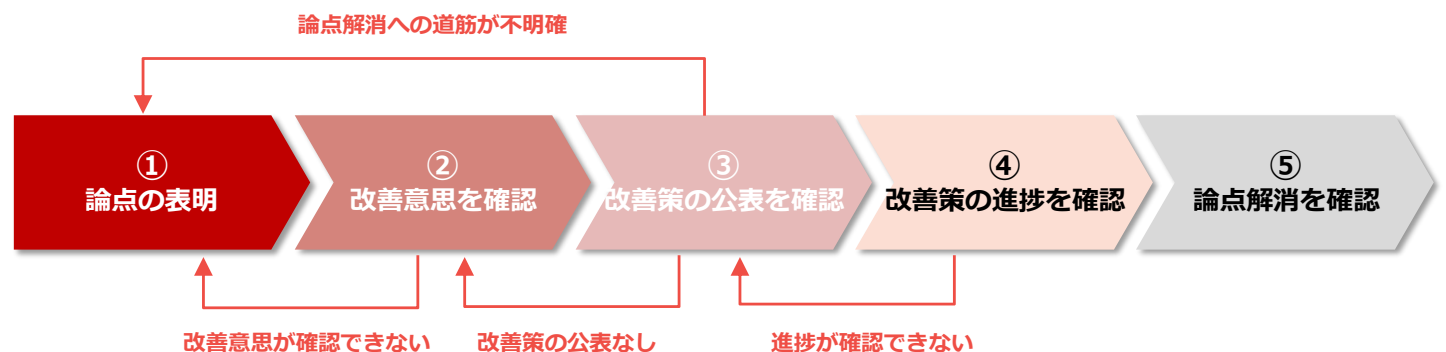
投資先企業との対話

対話に当たっては、企業の様々な取組みを深く理解するとともに、状況を注意深くモニタリングし、当社から必要な情報を提供することも通じて、投資先企業の持続的な成長を後押ししています。特に議決権行使に係る「重要な論点」があると考える投資先企業との対話においては、短期的に解決が可能な論点だけではなく、ROE 水準の向上といった改善にやや時間を要する論点についても、中長期的な視点での取組みを後押ししています。

当社では、スチュワードシップ活動を通じて投資先企業の中長期的な企業価値向上に貢献していく上で、対話内容を継続的に振り返りつつ、対話の実効性を高めていくことが重要であると考えています。

そこで、議決権行使に係る「重要な論点」があると考える投資先企業とは全件対話を行い、当社の考え方を伝えることにより、認識を共有すると共に、論点の解消に向けた意思を確認します。その上で「重要な論点」の解消に向けた対応状況を継続的にモニタリングしています。

【対話状況の管理イメージ】



(3) 対話テーマの事例

本章では、当社が行う対話の中で、特に重要性が高いと考えるテーマにつき、具体的な対話事例をご紹介します。

(3-1) G (ガバナンス)

収益性・資本効率等

投資先企業が、経営戦略の遂行を通じて事業の競争力を高め、多様なステークホルダーに対する価値創造と収益性の向上を両立させることで、中長期的に持続可能な形で資本コストを上回る ROE を実現し、企業価値の持続的な向上に努めていることを確認します。具体的には、投資先企業が目標とする自己資本比率（もしくは財務レバレッジ）を確認した上で、資本対比での利益率の改善に向けた中長期視点での取組方針とその具体的な内容を確認します。なお複数年にわたる議決権行使に係る「重要な論点」の未解消先については、利益率に加えて、資産効率（資産回転率、不稼働資産の削減など）や資本政策のあり方（適正な財務レバレッジなど）も意識した ROE 向上への取組みを要望します。

収益性・資本効率に関する他社事例を紹介しつつ意見交換を行い、ROE向上に向けた対応・開示を後押しした事例

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

A社は、公共交通サービス事業及び不動産事業等を展開しており、公共交通サービス事業が新型コロナウイルスの影響を受けたこと等によるROEの低迷、中長期的な企業価値向上に向けたROE目標等の開示が無いなど情報開示が課題。

対話の経過

2022年度：当社より、ROE向上に向けて、資本コスト等を踏まえたROE目標の設定や、財務健全性と資本効率のバランスを考慮した最適資本構成、最適資本構成に向け自己資本をコントロールする株主還元策等資本政策の開示等を要望。

2023年度：ROE目標等に関するA社の開示に進展がみられず、PBRが1倍を下回る水準で推移する中、当社より、資本コスト等を踏まえたROE目標の設定や、ROE向上に向けた資本政策等の開示を再度要望。前年度の要望事項に加え、企業価値向上策に関する同業他社の好取組事例を示しつつ、中長期的成長に向けて成長性・収益性の高い不動産事業拡大等の事業ポートフォリオ戦略、及びそれに連動したキャピタルアロケーション戦略等の開示が、投資家の企業理解促進に向けて有効であることを示唆。

A社からは、「他社事例も含め参考になる情報であり、日本生命からの指摘を踏まえ、今後ROE目標の設定や資本政策等検討していきたい」との前向きな回答があった。

結果・今後の方針

その後、新中期経営計画を公表し、その中で、当社が要望していたROE目標や株主還元目標、中長期的成長に向けた事業ポートフォリオ戦略やキャピタルアロケーション戦略を初めて開示。また業績は回復し課題は解消。

当社のエンゲージメントに対するA社からのフィードバック

A社からは、「経営陣の投資家に対する姿勢は徐々に変化しつつある。従来は投資家の意見にあまり聞く耳を持っていなかったが、最近は投資家の意見等をお伺いしながら、経営方針に反映する方向に変化しつつある。こうした対話の機会を設けて頂けるのは有意義であり、引き続きよろしくお願いしたい」とのコメントあり。



ROE
5%超

資本収益性目標とその達成に向けた具体的取組方針が開示された事例

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

B社は大手放送局で、政策保有株式の保有額が大きく、政策保有株式の売却益等の特別利益を除くと資本コストを下回るROEの低さが課題。こうした中で、同社も資本収益性の低さには課題を持っており、中期経営計画等での資本政策・財務戦略の方向性の示し方について検討中。

対話の経過

2018～2022年度：B社とは、より本格的に資本収益性について対話を実施。複数年にわたる対話の成果もあり、徐々に資本収益性に関する課題を共有し、B社は事業ポートフォリオの転換も含めた成長戦略を公表したが、ROE等の資本収益性目標、資本効率を意識したキャピタルアロケーション、成長投資、株主還元、政策保有株式の縮減を含む資本政策のあり方等について、投資家にどのように示すべきか検討中。

2023年度：B社の代表取締役に対して、投資家の着眼点やバランスシートを基点とした経営の重要性について資料にまとめて示すとともに、事業性資産の収益力向上、非事業性資産の圧縮、資本構成の3点についての考え方と投資家等への公表の仕方について意見交換を行い、これら3点について次期中期経営計画で投資家に対して数値を交えて示すよう要望。またこうした考え方は、大手自動車部品メーカーにおいても同様の考え方が示されていることなど、他社の好事例を含めて伝達。

結果・今後の方針

B社が2024年5月に公表した中期経営計画では、初めてROIC（投下資本利益率）を用いた資本収益性の数値目標が開示されるとともに、成長投資、政策保有株式の縮減目標、株主還元の引き上げ目標など資本効率を意識したキャピタルアロケーションが開示された。

当社のエンゲージメントに対するB社からのフィードバック

B社からは、「今回の中期経営計画策定に当たっては、日本生命からエンゲージメント（対話）で示してもらったことをほぼ参考にさせて頂いた。資本効率についてROIC等も用いて示すという考え方は、日本生命からアドバイス頂いたものだ。感謝したい」とのコメントあり。

☐ —
☒ —
☐ —

資本収益性目標と
その達成に向けた
具体的取組方針を開示

ガバナンス体制

投資先企業の中長期的な企業価値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機能していることを確認します。例えば、必要に応じて、経営陣や取締役の選任、役員報酬の決定における指名委員会・報酬委員会及び取締役会等での議論の状況、独立社外取締役の機能発揮状況、ダイバーシティの観点からの取締役会の構成などを確認します。加えて、コーポレートガバナンス・コードへの対応が、形式的・表面的となっていないかを確認し、必要があれば、実効性があるコーポレートガバナンス態勢の構築に向けた具体的な対応を要望しています。

また、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。

不祥事案の再発防止策とガバナンス改革の進捗状況をモニタリングしている事例

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

C社は、過去に役員等の不正が判明した後、再発防止策の一環として、ガバナンス強化の目的で監査役会設置会社から指名委員会等設置会社に移行。取締役会における独立社外取締役の比率を高め、ガバナンス改革を推進中だったが、こうした状況下で、新たに取締役が関与していた法令違反事案が発覚。当社では、本事案の原因究明、責任の明確化、再発防止策の策定といった事後対応に問題がないことは対話を通じて確認。一方C社は、本事案について数年前に法令違反の可能性を確認しており、本事案に取締役ら（以下、当該取締役）が直接関与していたことも把握しつつ、過去の株主総会時において当該取締役を取締役候補者（再任）として上程。

対話の経過

2022年度：当社は、当時の指名委員である独立社外取締役らが適切に職務を果たしていたか、また監査委員である独立社外取締役らは取締役の職務執行を適切に監督していたかという点について確認が必要と考え、複数回対話を行った。対話では、当社より、当該取締役を取締役候補者（再任）としたことに関する指名委員会の考え方や議論のプロセス、当該取締役の法的責任だけではなく経営者としての責任に関する指名委員会の意見、監査委員会の職務遂行状況等についてC社に質問。C社からは、「ガバナンス改革を推進中であった状況下で、法令違反の可能性がある本事案に関与していた当該取締役を再任候補者とするのは是非について、指名委員会では、複数の社外関係者の意見も踏まえ、複数回にわたり議論を重ねた上で、最終的に全会一致で当該取締役を再任候補とすることを決定し、また監査委員会では、執行側からの説明や指名委員会での議論の状況を収集しつつ議論を行った」との回答があったことから、当社は、当時の議論のプロセス等には問題無く、当時の指名委員及び監査委員である独立社外取締役らは職責を果たしていたことを確認。

2023年度：対話を継続し、本事案の再発防止策の進捗状況とC社が過去から取り組んでいるガバナンス改革の実行状況について、モニタリングを実施。再発防止策等は着実に遂行されていることを確認。加えて、独立社外取締役らが現場の従業員と対話する機会を積極的に設けることで、組織風土改革の全社への浸透・定着状況を把握し、また独立社外取締役が現場の従業員との対話を通じて得た情報を監督に活用できる仕組みを構築中であることを確認。また独立社外取締役自身がスモールミーティングで機関投資家らと対話を行い、社外の意見を自ら把握し、ガバナンス改革を含む経営全般に活かそうとする姿勢を確認。

結果・今後の方針

当社としては、不祥事案発生後の再発防止策の対応やガバナンス改革が着実に進捗していることを確認。また独立社外取締役の機能発揮状況についても引き続き確認していく。



再発防止策を
モニタリング

(3-2)E (環境への責任)

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。

今後は、気候変動のテーマを継続するとともに、足もとで TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）の開示フレームワークが公表される等、世の中の注目度が高まっている自然資本のテーマについて新たに対話を開始します。

①気候変動

企業への要望事項



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43社

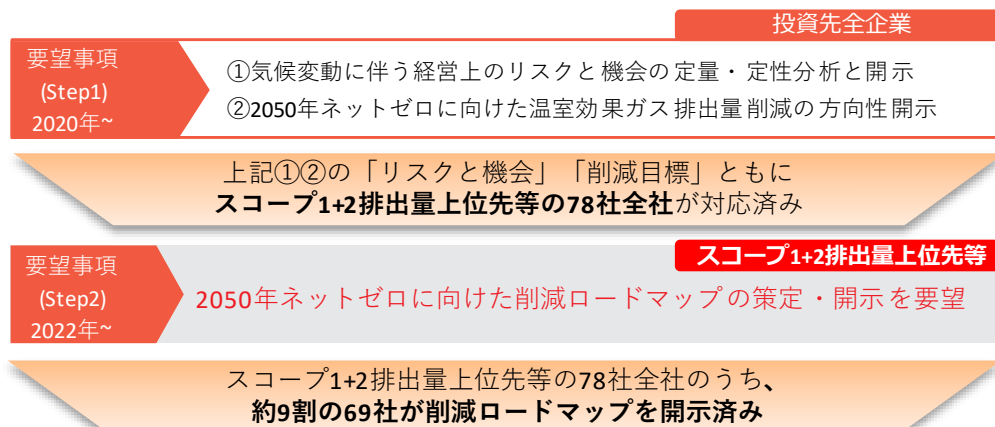
▶ **スコープ3排出量削減に向けた取組内容の開示を要望**

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

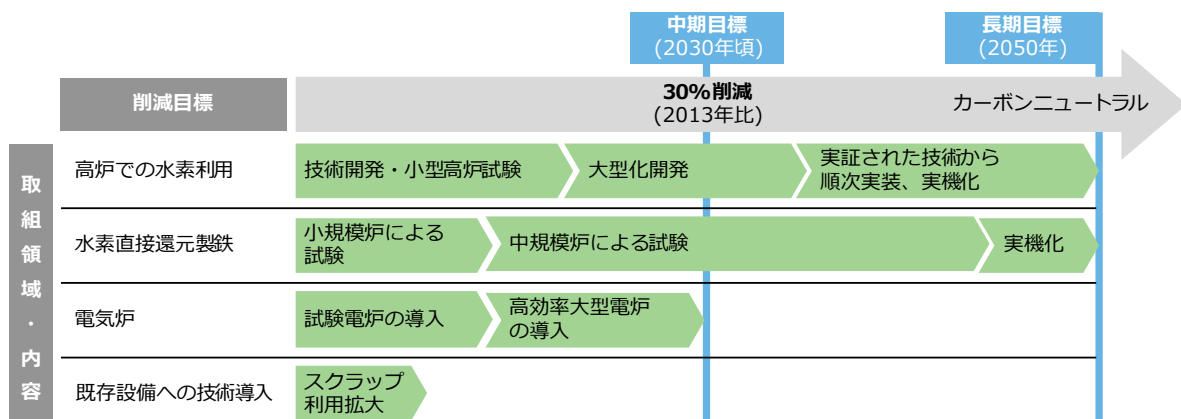
＜気候変動に関する情報開示要望の強化＞

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。



【ご参考：当社が要望する削減ロードマップのイメージ（鉄鋼メーカーを想定した例）】



＜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＞

現状、スコープ 1 + 2 排出量上位先等の 78 社のうち、すでに約 9 割の 69 社が削減ロードマップを開示しており、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。また削減ロードマップの未開示先 9 社についても、対話を通じて、脱炭素化の課題に真摯に向き合い、前向きに検討を進める意思があることを確認しており、今後も対話を継続して、削減ロードマップの開示を促していきます。

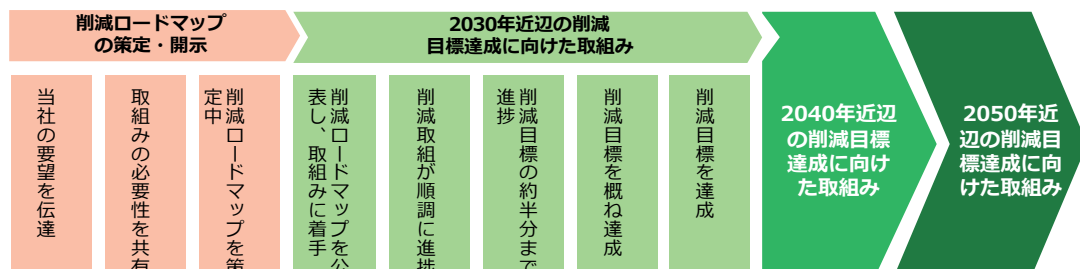
【スコープ 1+2 上位先等の取組状況】

削減ロードマップの開示状況

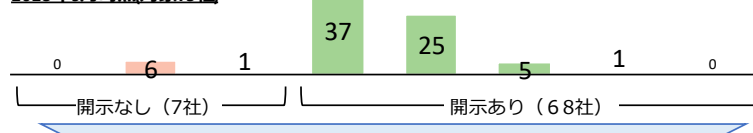
対象 75 社 対象 78 社



排出量上位先等78社の取組段階（2024年9月時点）



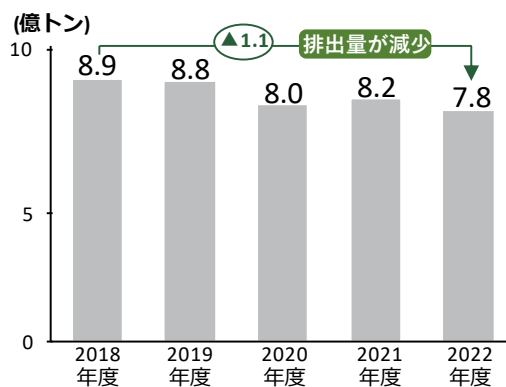
2023年9月時点(対象75社)



2024年9月時点(対象78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）】



2030年近辺の削減目標達成に向けた企業の取組みは順調に進捗していますが、その先の2050年も見据えた取組みを進めるのは、困難な道のりであると考えています。今後も丁寧な対話を継続して、削減ロードマップの開示を促し、具体的な成果につなげていきます。

スコープ3 排出量上位先との対話

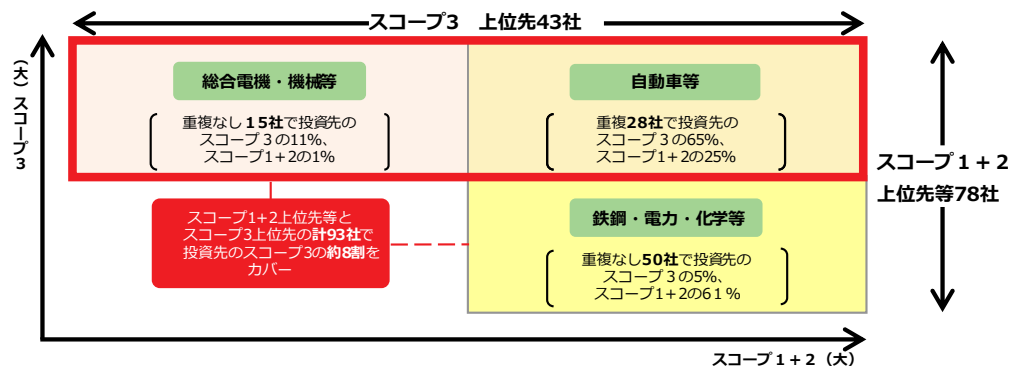
要望事項

スコープ3排出量【自社事業の活動に関連する他社の排出量】削減に向けた取組内容の開示を要望

<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43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。

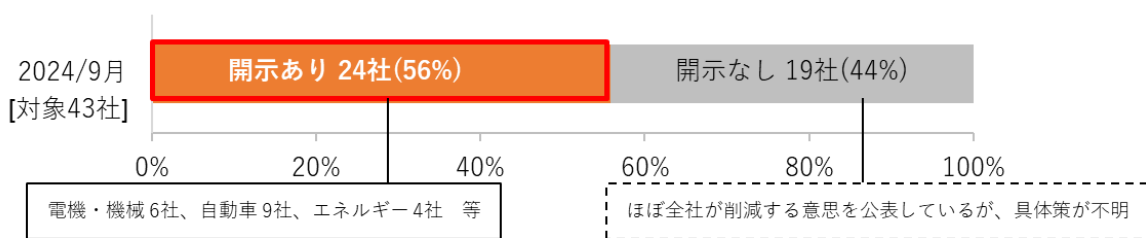
【対話対象先】



現状、約6割の24社が排出量削減に向けた取組内容の開示をしています。特に、電機・機械や自動車、エネルギー等のスコープ3 排出量が多い先では、具体的な削減への取組みに係る開示が進捗しています。当社は、これらの企業に対して、製品の省エネ化や脱炭素に向けた技術開発（サプライチェーンの下流での対策）、調達先への排出量削減目標設定の要請（サプライチェーンの上流での対策）などの取組状況を確認するとともに、削減に向けた取組みの更なる具体化を要望する等、スコープ3 排出量削減に向けた取組みの後押しをするとともに、今後も取組みの進捗状況を継続的に確認していきます。

なおスコープ3 排出量削減に向けた取組内容の開示がない19社は、他社事例の紹介を通じて、開示を後押ししています。

【スコープ3 排出量削減に係る開示の進捗・成果】



【スコープ3 排出量削減に向けた企業の取組例】



脱炭素への対応と収益力向上の両立を目指す方針が示された事例

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社は温室効果ガス排出量が多い業種に属しており、石炭火力発電中心の事業から、事業ポートフォリオの変革を通じて、収益性を維持しつつ脱炭素に取り組む必要があることから、2050年に当社資産運用ポートフォリオからの温室効果ガス排出量をネットゼロにするという当社の目標に向けて、対話を実施。

対話の経過

2018～2019年度：当社より気候変動に伴う経営上のリスクと機会の分析と開示を要望。

2020年度：D社は2020年度に、統合報告書で気候変動に伴う経営上のリスクと機会の開示を行うとともに、2050年カーボンニュートラルを目標として掲げ、2030年時点の温室効果ガス削減目標、中長期のロードマップとアクションプランなども公表。その後の対話では、2050年カーボンニュートラルの政府目標を踏まえ真摯に取り組みを進めていく意向を確認。

2021～2022年度：上記ロードマップとアクションプランに沿った取組みが着実になされていることを確認。特に事業ポートフォリオとして、再生可能エネルギーの領域は、目標に向かって着実に案件を積み上げており達成確度が高いことを確認。

2023年度：世の中で再生可能エネルギーが普及し、石炭火力発電のベースロード電源としてのあり方が変化する中で、中長期的に収益力が低下していく可能性を指摘し、脱炭素と収益力向上の両面からの取組みを進めるよう要望。その後D社は中期経営計画を公表。この中で国内石炭火力発電所ごとのトランジションの方向性、目指す事業ポートフォリオ（CO₂フリー電源へのシフト、海外事業強化）、資本収益性目標を示し、脱炭素と収益力向上の両立を目指す方針を示した。

結果・今後の方針

脱炭素の流れは、温室効果ガス排出量が多い企業の収益性に大きな影響を与える可能性があることから、対話を通じて事業ポートフォリオの変革による脱炭素への対応と収益力向上の両立に向けた進捗を確認していく。



脱炭素への対応と
収益力向上の両立を
目指す方針を開示

②自然資本

企業への要望事項



2 自然資本

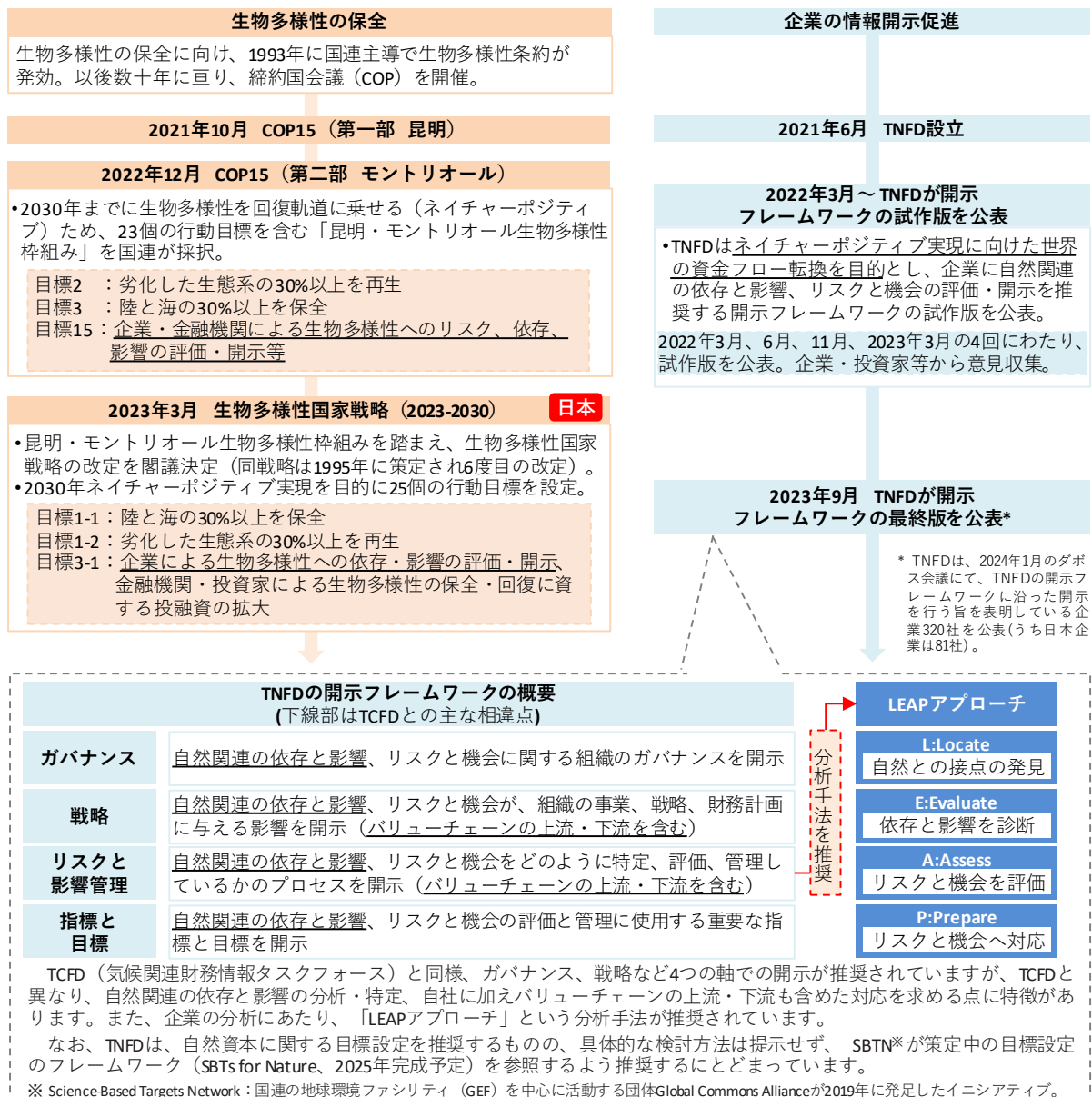
2024年 追加

▶対話を通じて、各企業の段階的な取組み・開示充実に後押ししつつ、情報収集／他社事例の紹介を実施（将来的には、企業価値向上の視点を踏まえた要望事項設定を検討）

＜自然資本のテーマを巡る動向＞

国連主導で生物多様性の保全に向けた取組みが進む中、2022年のCOP15でグローバルな行動目標が設定され、日本も2023年に生物多様性国家戦略を改定しています。企業も情報開示充実を含む、生物多様性に配慮した経営が求められている状況です。

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＞

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、バリューチェーン（調達・生産）の持続可能性・強靱性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。

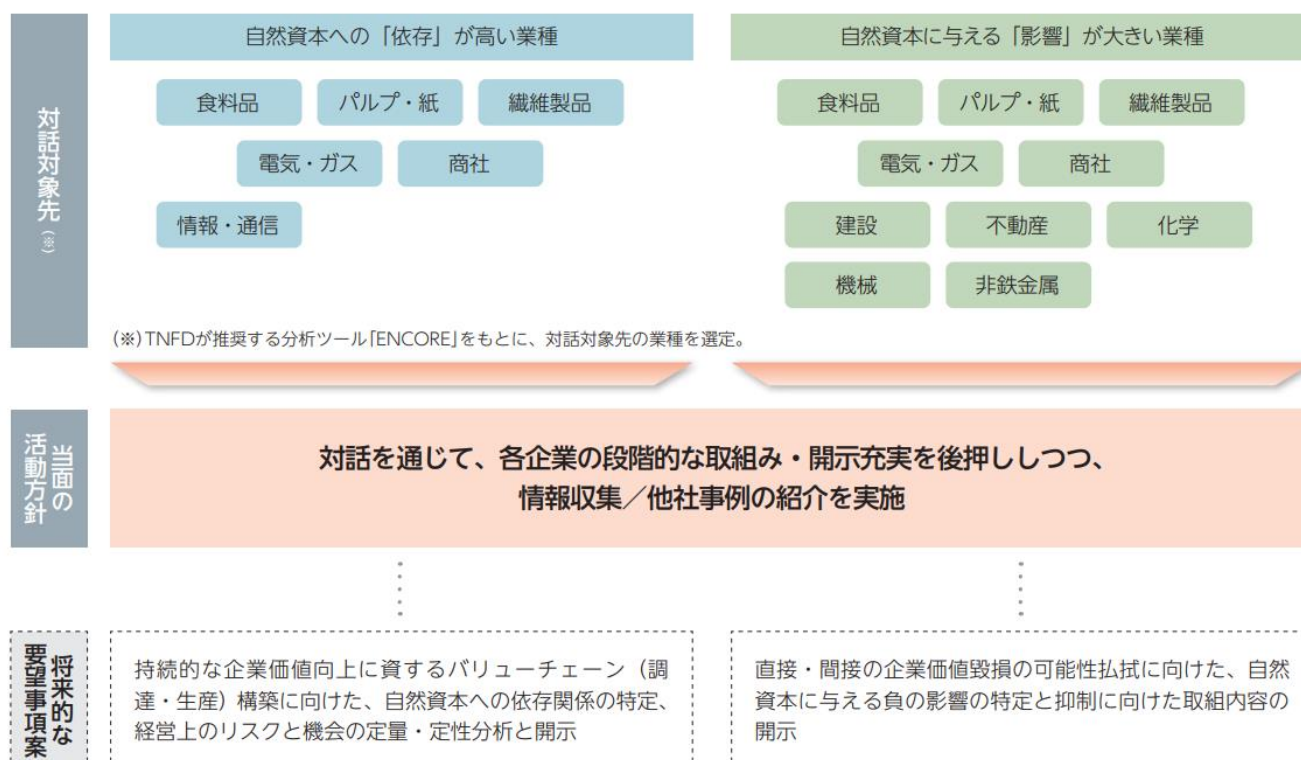
＜企業の取組状況＞

既に取り組みを開始している企業は、持続的な製品の生産、原材料調達といった観点から、自然関連の依存と影響、リスクと機会を分析・開示していますが、現時点では、明確な基準は無く、指標・目標の設定は、個社に委ねられています。

企業の事例（対話で確認）	食品メーカー a社	・ LEAPアプローチを用い、チョコレート生産に必要な主要なカカオ生産地における自然関連の依存と影響の評価とリスク分析を実施済。
	自動車部品メーカー b社	・ 熱帯雨林伐採に繋がる天然ゴムに関するリスクが高いと特定。持続可能な天然ゴム調達に向け代替材料へのシフトや小規模農家を含む取引先の現地監査を実施。
	商社 c社	・ 自然資本関連の分析ツール（ENCORE）を活用し、依存と影響が大きい8事業を特定。依存度が最も高い水産養殖事業について、LEAPアプローチを用い、 <u>依存と影響を診断</u> 。

＜今後の対話方針＞

企業は自然資本のテーマに関する取組みや検討を開始した段階であり、今後徐々に取組みが進むと考えています。当社では、まずは、TNFD が推奨する分析ツール「ENCORE」をもとに、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を対話先として優先的に選定します。当面はこれらの投資先との対話を通じて、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いきます。なお、将来的には、企業価値向上の視点を踏まえた要望事項を整理し、体系化することを検討します。



(3-3) s (社会への責任)

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・ディ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。企業が社会的責任を果たしていく上で、人権への取組みは、企業価値に大きな影響をおよぼす要素となっています。

＜当社の対話方針と企業の対応状況＞

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・ディリジェンスの実施を要望しています。まずは当社の保有額が大きい企業150社のうち、これらの対応・開示が確認できない先55社と対話を行い、対応や開示を要望しています。2024年9月時点で、このうち11社は、これらの取組みを確認でき、また人権方針の策定または人権デュー・ディリジェンスの実施が確認できない残り44社についても、対話を通じて、全社が今後の対応・開示に前向きであることを確認しています。

＜今後の対話方針＞

当社の保有額が大きい企業のうち、人権方針の策定、人権デュー・ディリジェンスの取組内容が確認できない先に対し、引き続き対応・開示を要望していくとともに、取組みを行っている投資先についても、その後の取組状況を継続的にモニタリングし、取組みの高度化を後押ししていきます。

【人権に関する企業の取組状況と当社の対話方針】

・ 人権のテーマに関する世の中の動向

2011年

ビジネスと人権に関する指導原則
(国連)

2020年

「ビジネスと人権」に関する行動計画
2020-2025 (日本)

日本企業に対し、人権尊重の責任を果たすことへの期待を表明

2022年9月

責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン (日本)

企業の規模、業種等に関わらず日本で事業活動を行う全ての企業は、国内外における自社・グループ会社・サプライヤー等の人権尊重の取組みに最大限努めるべき。具体的には、人権方針の策定、人権デュー・ディリジェンスの実施等が必要

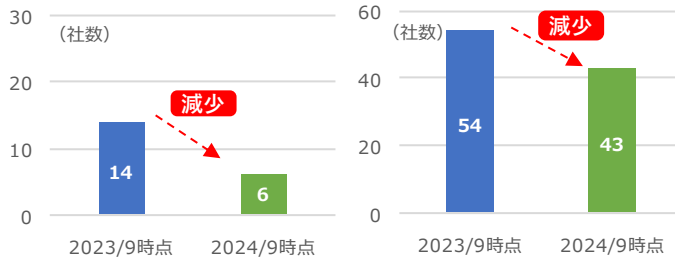
・ 保有額が大きい企業の人権に関する取組状況と当社の対話方針

人権方針の策定または人権デュー・ディリジェンスの実施が確認できない先

55社

人権方針を未策定の先

人権デュー・ディリジェンスの実施が確認できない先



企業の取組状況：

- ・ 全55社の対話先のうち、11社については、人権方針や人権デュー・ディリジェンスに関する取組みを確認
- ・ 残り44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

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

企業の反応

鉄鋼d社	・ ご指摘のとおり、人権に関する取組み・開示は十分にできていないと認識している。現在は対応方針を社内で議論しており、まずは人権方針を開示し、その後に人権デュー・ディリジェンスの取組みを進めていきたい。
運輸e社	・ 2023年6月に人権方針を策定したので、現在は人権デュー・ディリジェンスの実施に向け準備を進めている。次回の統合報告書では開示できるようにしたい。
電力f社	・ 人権に関する取組みはしっかりやってきたが、開示が不十分であると認識している。今後は人権デュー・ディリジェンスを含め、対外的な説明を充実させたい。

サプライチェーンにおける人権デュー・ディリジェンスを着実に深化させている事例

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

E社はグローバルに展開する自動車部品メーカーであり、対話の中で人権などS（社会）のテーマについても取組みを確認。

対話の経過

2021年度：当社よりサプライチェーン管理は企業価値に影響を与える重要なテーマであると伝達。E社からは、「世の中の動向を踏まえ、環境配慮や人権尊重の観点を盛り込むようサステナブル調達方針を改訂するとともに、重要な原料である天然ゴムについては、小規模農家、中規模の農園、原材料メーカーなどサプライチェーンが広範に及ぶため、まずはサプライチェーンの全体像の把握を中期経営計画期間のK P Iとして設定し取組みを進める等、サプライチェーンの全体像把握を進めている」との回答あり。

2022年度：人権デュー・ディリジェンスについて、1次取引先のうち取引金額が大きい先を対象に第三者評価を実施し、特にリスクが高い特定の工場については現地実査を行う等、取組みの更なる進捗を確認。

2023年度：取引金額が大きい先を対象とする第三者評価は計画通り取組みを完了済みであること、リスクが高い特定の工場は、国際N G Oと協力して質問状を作成した上で現地実査を着実に実施中であること、こうした取組みを通じてE社にもノウハウを蓄積されてきていることを確認。

結果・今後の方針

E社の人権デュー・ディリジェンスに関する取組みは、自社グループにとどまらずサプライチェーン全体を対象に、取組みを着実に深化させている好事例。今後もこうした好事例を収集し、他社にも紹介することで、他の投資先企業の人権デュー・ディリジェンスの取組み深化を後押ししていく。



サプライチェーン
管理の向上

【コラム】旧ジャニーズ事務所における性加害問題に関する対話

旧ジャニーズ事務所において、性加害が継続的に行われた事実が明らかになり、投資家として、旧ジャニーズ事務所と直接・間接的に取引があった企業の人権問題への対応状況を確認しています。具体的には、当社保有先のうち、当事務所の主な取引先であったと考えられる先62社に、人権方針の策定、芸能事務所を含む取引先を対象とした人権デュー・ディリジェンスの実施を要望しています。

対話済の企業について、芸能事務所を人権デュー・ディリジェンスの対象としている先はありませんでしたが、全社が本件を重く受け止めており、今後の対応・開示にも前向きな姿勢であることを確認しています。

対象先	当事務所の主な取引先であったと考えられる先62社 ・ テレビ、映画、舞台など芸能関係の業種 ・ 芸能事務所と出演依頼元の仲介を行う広告代理店 ・ CM等に当事務所タレントを起用していた広告主
要望事項	人権方針の策定、芸能事務所を含む取引先を対象とした人権デュー・ディリジェンスの実施・開示
企業	企業の反応(対話で確認)
テレビ局 g社 (芸能関係 ：テレビ局)	これまで明確な人権デュー・ディリジェンスプロセスが無く、また芸能事務所を対象として人権尊重に向けた取組みを行う意識も欠いていた。 現在、人権デュー・ディリジェンスを含む人権尊重に向けた取組みを社内で議論しており、今後対応・開示を進めていきたい。なお、当事務所に対話の申し入れも行っている。 対話済み企業のうち約半数が同様に当事務所への申し入れを実施。
食品 メーカー h社 (広告主)	人権方針の策定に向け、現在社内で検討している。 今後は人権デュー・ディリジェンス含め、人権尊重に向けた取組みを強化したい。芸能事務所との取引に関しては、広告代理店と協力の上、契約締結後のモニタリングを強化する方針。

④ 人的資本



2023年 追加

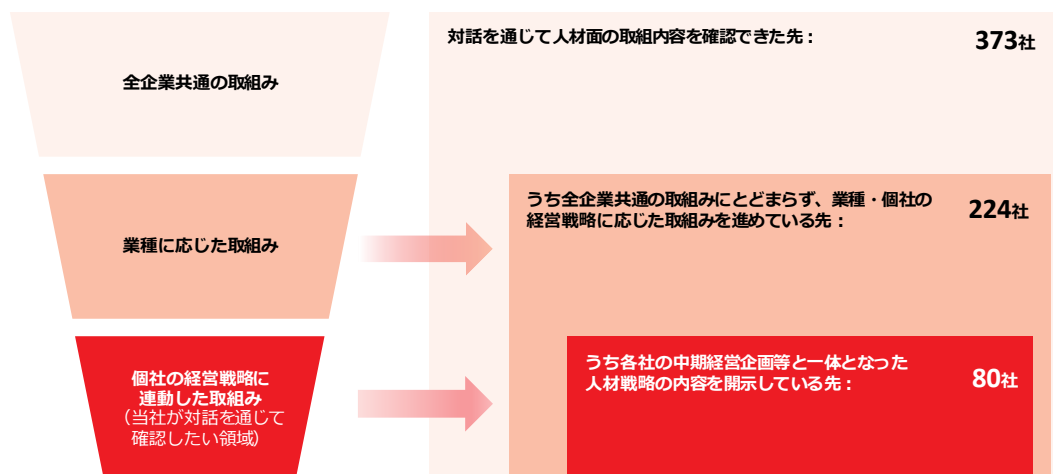
▶ 中期経営計画などの経営戦略と一体となった人材戦略(人材の育成・獲得、KPIの設定、人材の配置・活用方法を含む)の策定・開示を要望

＜当社の考え方＞

人的資本は、財務会計上のバランスシートに表れない非財務資本の一つであり、業種を問わず、企業価値を評価する上で重要な要素であるため、企業の積極的な開示により投資家としても企業価値として評価が可能と考えています。

＜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は「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」の3段階に分類されると考えており、特に「業種・個社の経営戦略に応じた取組み」を重視し、対話を通じて確認を実施してきました。結果として、人的資本について対話した先の約6割で、「業種・個社の経営戦略に応じた取組み」を確認することができました。特に約2割の企業は、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。また、当社より好取組事例の紹介等を行うことで、企業側からは、「よい気付きを得られた」、「今後の人材戦略の策定・高度化に活かしたい」との前向きなコメントもいただきました。今後も好取組事例を収集・紹介するとともに、対話先全社に対して、当社の考え方である中期経営計画等と一体となった人材戦略の策定・開示要望を継続していきます。



＜経営戦略と一体となった人材戦略の好取組事例＞

経営戦略と一体となった人材戦略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点を含む人材戦略を策定・開示しています。

金融i社	
各社の状況	・ 低収益事業からのシフト、過去の不祥事案を踏まえ風土文化の改革を推進中
経営戦略の主な項目	・ 事業ポートフォリオの見直し ・ 企業風土の変革
人材戦略	① 連動 ② 育成・獲得、配置・活用 ③ KPI (中計期間)
	・ 注力事業を担う人材の育成強化、注力事業への部門を超えた機動的な人材配置 ・ 企業風土の変革に向けた従業員エンゲージメントと組織力の向上 ・ 事業ポートフォリオ戦略を踏まえた注力事業を担う人材像を特定し、目指す人材ポートと現状のギャップを見つつ、育成・獲得、配置・活用を実施 ・ 社長ら経営トップ層が社員WGとの月次対話を通じ、社員の声を収集。経営会議の場でWGからの提言を直接受領 ・ 専門人材（グローバル人材、イノベーション人材等）の増加数 ・ 従業員エンゲージメントスコア 等

企業の 前向きな反応 (気づき/感謝)	空運 j社	・ 中期経営計画と人材戦略の連動が重要だという指摘はもっともであり、 <u>非航空事業の強化について、ご紹介頂いた企業のように示すと分かりやすいことに気づいた。人的資本元年として取組みを進めており、現状不十分と考えている人材ポートフォリオのあるべき姿と現状のギャップ分析から取組みを進めたい。</u>
	資源開発 k社	・ 人事部としては、社内副業制度導入等の新たな取組みを進めているつもりだが、 <u>中期経営計画との連動性という観点では他社事例と比較して取組みや開示が不十分だと感じた。</u> ご紹介頂いた他社事例を参考に、人事部として、 <u>弊社らしい人材戦略が打ち出せるよう</u> 、社内で議論を進めていく。
	商社 l社	・ 本日の対話アジェンダと他社事例を、 <u>開示に対して保守的な人事部と共有し、開示に対する人事部のスタンスを変える材料に</u> 使いたい。

他社好事例の紹介を通じて人的資本に関する取組みの方向性について課題意識を共有・改善意思が確認できた事例

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社は資源開発会社であり、人的資本に関する取組みの充実を検討中であった。

対話の経過

2022年度：当社より、人的資本に関する企業の取組みは、①全企業共通の取組み、②業種に応じた取組み、③個社の経営戦略に連動した取組みがあり、投資家としては③の取組みを最も確認したいことを伝達。F社からは、「③の取組みとして、再エネや水素といった新事業領域の専門人材確保に向け、中途採用、社内公募等の制度を整えていく方針」との回答あり。

2023年度：当社より、人的資本の取組みについては、経営戦略と人材戦略が連動していること、育成・獲得・配置・活用が人材戦略に含まれていること、具体的なKPIが示されていることの3点を重視しており、これらを全て満たす他社好事例を紹介。F社からは、「人事部としては、社内副業制度導入等の新たな取組みを進めているつもりだが、中期経営計画との連動性という観点では他社事例と比較して取組みや開示が不十分だと感じた。ご紹介頂いた他社事例を参考に、人事部として、弊社らしい人材戦略が打ち出せるよう、社内で議論を進める」との回答があった。

結果・今後の方針

人的資本は企業価値向上に繋がる重要なテーマであるため、今後も中期経営計画等の経営戦略等との関係を意識した対話を行い、情報収集/先進事例の紹介を通じ、投資先企業の取組みを後押ししていく。



人材戦略の議論を
進める意思を確認

(4) 協働エンゲージメント

<生命保険協会での活動>

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する活動を進めています。当社では、協会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値を共有し、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。

なお、現在、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株主還元の充実、②ESG情報を含む統合的な開示の推進、③気候変動の情報開示充実の3点を優先的な取組課題と位置付けています。

【協働エンゲージメントの取組状況】

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
株主還元	45社	48社	67社	64社	63社	57社	53社
ESG情報の開示充実							
統合的な開示	---	64社	65社	64社	59社	47社	38社
気候変動の情報開示充実	---	---	17社	50社	52社	52社	64社
協働エンゲージメント合計	45社	112社	149社	178社	174社	156社	155社

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
スコープ1+2上位先							
(追加) スコープ3上位先							
削減目標							
ロードマップ							
削減に向けた取組内容							

＜活動の成果＞

2022年度（2022年12月～2023年11月）は、以下3つのテーマについて延べ156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、何れのテーマにおいても着実な成果が見られています。

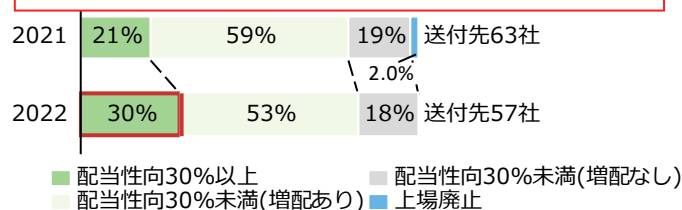
【2022年度（2022/12～2023/11）の取組み】

テーマ	書簡送付先数	対象企業・要望事項等	各テーマの開始時期
株主還元の充実	57社	10年連続で、配当性向30%未満、かつ、自己資本比率が高く、投資実績が乏しい企業に対して、株主還元の向上（配当性向30%）を要望。	2017年度
統合的な開示	47社	時価総額上位300社のうちESG情報を含む統合的な開示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	52社	温室効果ガス排出量上位50社全社に対して、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
合計	156社		

【2022年度取組成果】

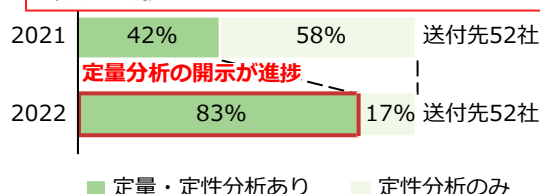
株主還元の充実

✓長期にわたり配当性向30%未満に該当する57社のうち、前年度を上回る約30%の企業が配当性向30%を達成



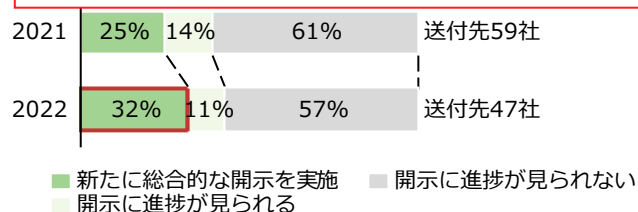
気候変動の情報開示充実（リスクと機会）

✓書簡送付先52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83%の企業が定性に加えて、定量分析を実施し開示が進捗



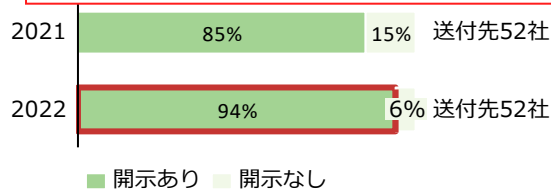
統合的な開示

✓時価総額上位300社中、統合的な開示のない47社のうち、前年度を上回る32%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（ロードマップ）

✓削減ロードマップは、94%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



＜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

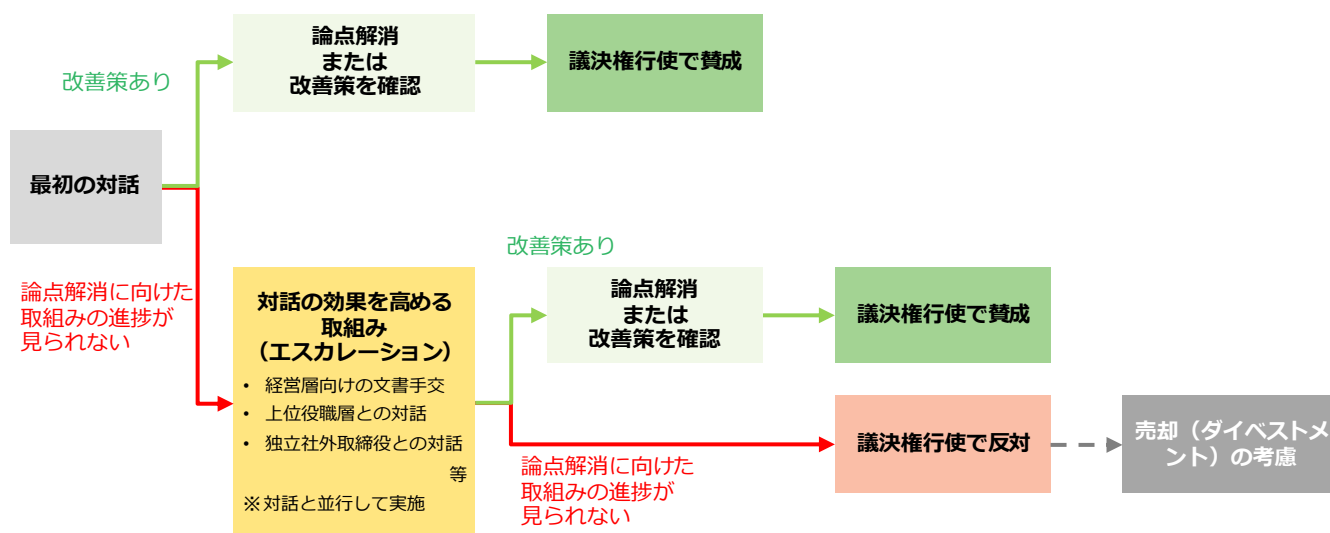
当社では、個別の対話の進捗状況を踏まえつつ、対話の効果をより高めることを意図して、経営層向け文書の手交、上位役職層との対話、独立社外取締役との対話など、様々な形での取組み（エスカレーション）を実施しています。

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、あるいは関連する株主提案が提出された場合に賛成
持ち分の売却 (ダイベストメント)	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）の事例をご紹介します。

不祥事の再発防止策と社外役員の機能発揮を確認した事例

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

自動車製造業G社の100%子会社であるH社が、車両の衝突試験の認証手続きに不正があったと公表。当社の議決権行使精査要領への抵触事案であることから、2023年5月からG社と対話を実施し、原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定と実行、及び情報開示を要望。この際、当社の要望事項をまとめた経営層向けレターを手交。

当社は、同社の対応をフォローし、事後対応が不十分と見られる点を整理し、2024年2月の対話でG社に要望を伝達・説明。

対話の経過

2023年度：2024年4月にG社の社長らは機関投資家向けの説明会を開催し、H社の親会社としての再発防止策を公表。その直後、当社はG社の経営層と直接対話し、当社の要望に沿う形で再発防止の取組みを進めていることを確認。また、社外役員とも対話し、社外役員の機能発揮と執行・社外役員間の適切なコミュニケーションを確認。

結果・今後の方針

H社自身の再発防止策に加え、親会社としてのG社の再発防止策、社外役員の機能発揮等が対話によって確認できたため、取締役・監査役選任に関する会社提案に賛成。今後も対話を継続し、再発防止策の進捗状況を確認していく。

当社のエンゲージメントに対するG社からのフィードバック

2023年5月の当社からの経営層向け文書は、事後対応の状況を公表する際に参考にした。また、投資家向けのコミュニケーションのやり方を検討していた際、2024年2月の当社との対話等で様々な視点から指摘を受けたことも踏まえ、社長らによる機関投資家向け説明会を開催した。



再発防止策を
確認

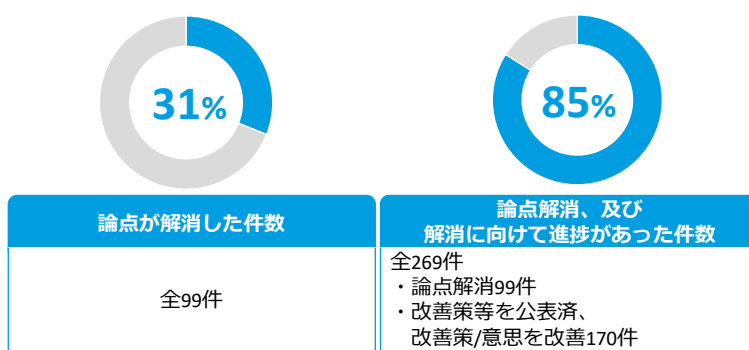
(5-4) 議決権行使に係る「重要な論点」の解消状況

当社では、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。

ここでいう論点とは、当社の「議決権行使精査要領」にしたがって選別した株主還元・配当性向、収益性（低ROE）、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）などのテーマです。

【「重要な論点」の解消状況】

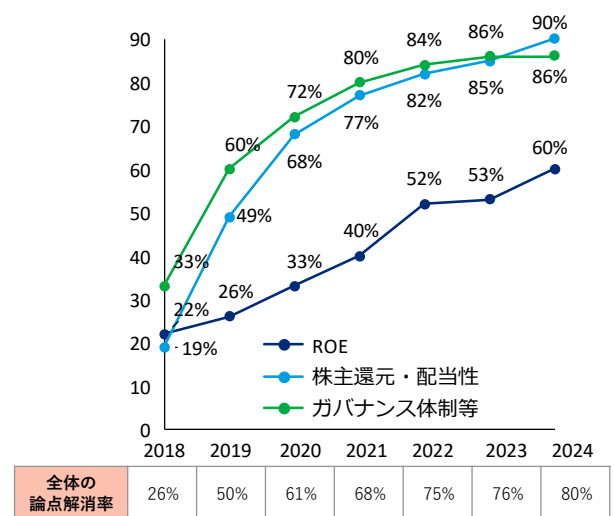
前期の対話後の論点の解消状況



累計での論点解消率



論点別の累計での論点解消率（2017年度基準）



2023年（2023年7月～2024年6月）に「重要な論点」があった先のうち、317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、99件（31%）の論点が解消しました。

「重要な論点」の未解消分は218件存在しますが、このうち170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269件（85%）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、3年後には60%以上、5年後には70%以上の案件で論点が解消しています。この中でも、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、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

当社は、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いつつ、以下のテーマについては、投資先とより積極的に対話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一環として東京証券取引所が進める「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、責任ある機関投資家として、企業価値向上に向けた取組みを後押ししていきます。
- 純資産対比で政策保有株式の保有が大きい企業の多くは、収益性（低 ROE）や株主還元等の議決権行使に係る「重要な論点」を有しており、資産効率や資本政策も意識した対話を実施する中で、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方の開示を要望していきます。
- 今後企業が果たす責任の重要性が増してくるテーマとして、自然資本を対話テーマに加えます。当社では、まず TNFD（自然関連財務情報開示タスクフォース）が推奨する分析ツール「ENCORE」をもとに、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を対話先として優先的に選定します。当面はこれらの投資先との対話を通じて、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「資産運用立国実現プラン」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投資先企業従業員の家計資産増大、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、もしくは当該論点に関連する株主提案に賛成します。

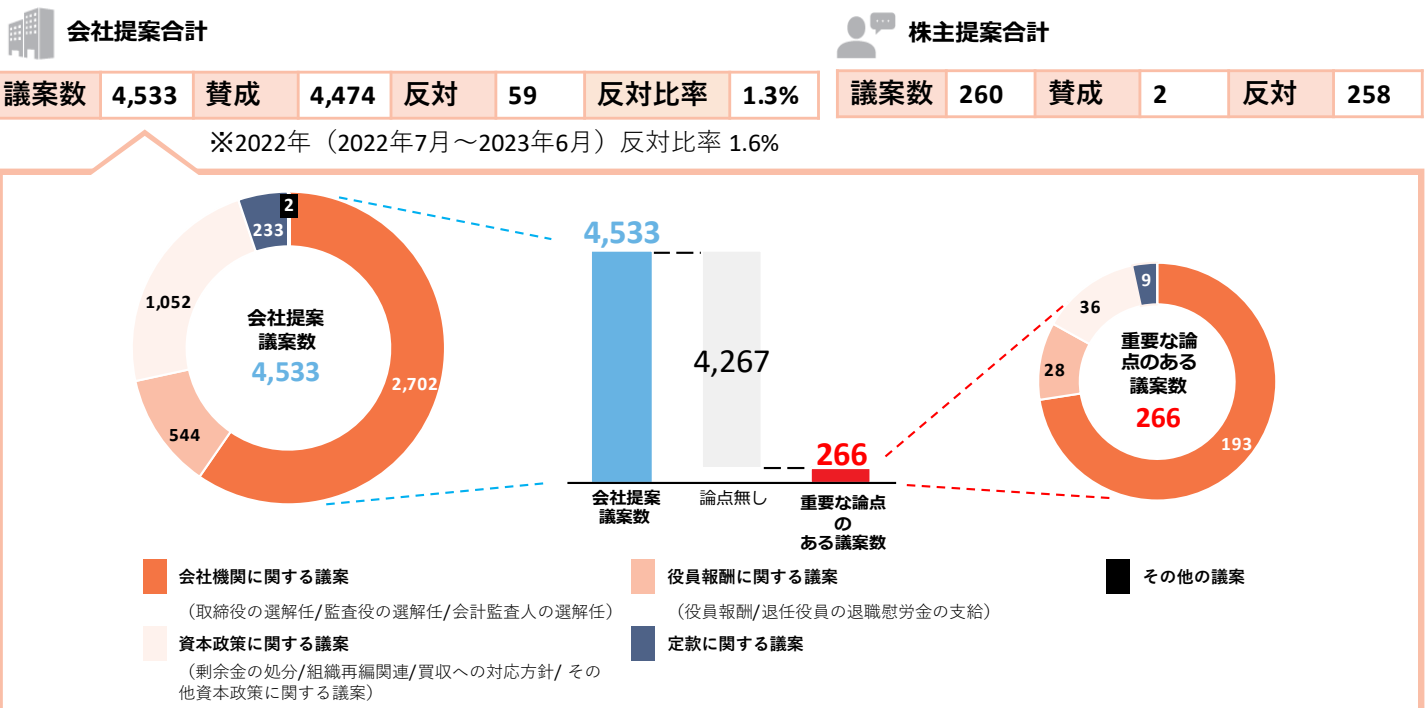
また、議決権行使により会社提案に反対した場合でも、引き続き「重要な論点」解消に向けたモニタリングやフォローアップ対話を継続しています。

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、2023年（2023年7月～2024年6月）の議決権行使は、対象企業（会社提案ベース）は1,416社、会社提案への反対比率1.3%（親議案ベース）となりました。また、株主提案への賛成件数は2件で、これは株主提案全体の0.8%でした。

会社提出議案のうち、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266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】



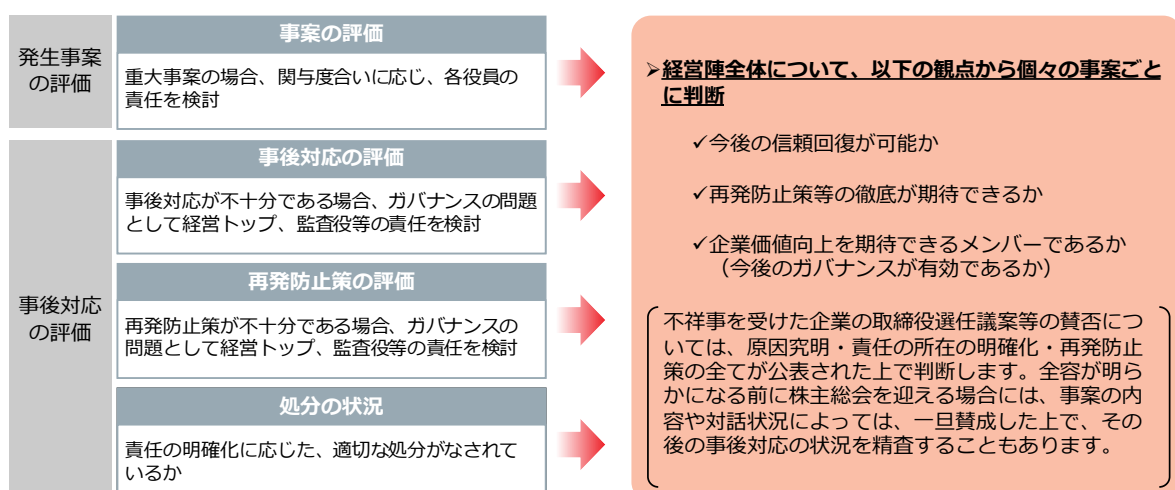
以下の表では、「重要な論点」がある議案についての賛否割合を示しています。この中に、形式的な要件のみを見て反対するのではなく、十分な精査と対話を重ねた上で投資先企業の実態を見て、最終的に賛成に至った議案も含まれています。例えば、不祥事、業績低迷、配当性向といった議案については、投資先企業におけるこれまでの対応策や今後に向けた経営姿勢などを勘案して、最終的に会社提案に賛成しているケースもあります。

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、47～49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	81%	19%
取締役の選解任	不祥事等	100%	
役員報酬	業績低迷・低配当性向	83%	17%
退任役員の退職慰労金の支給	業績低迷・低配当性向	80%	20%
剰余金の処分	配当性向	77%	23%
買収への対応方針	業績低迷	80%	20%

【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

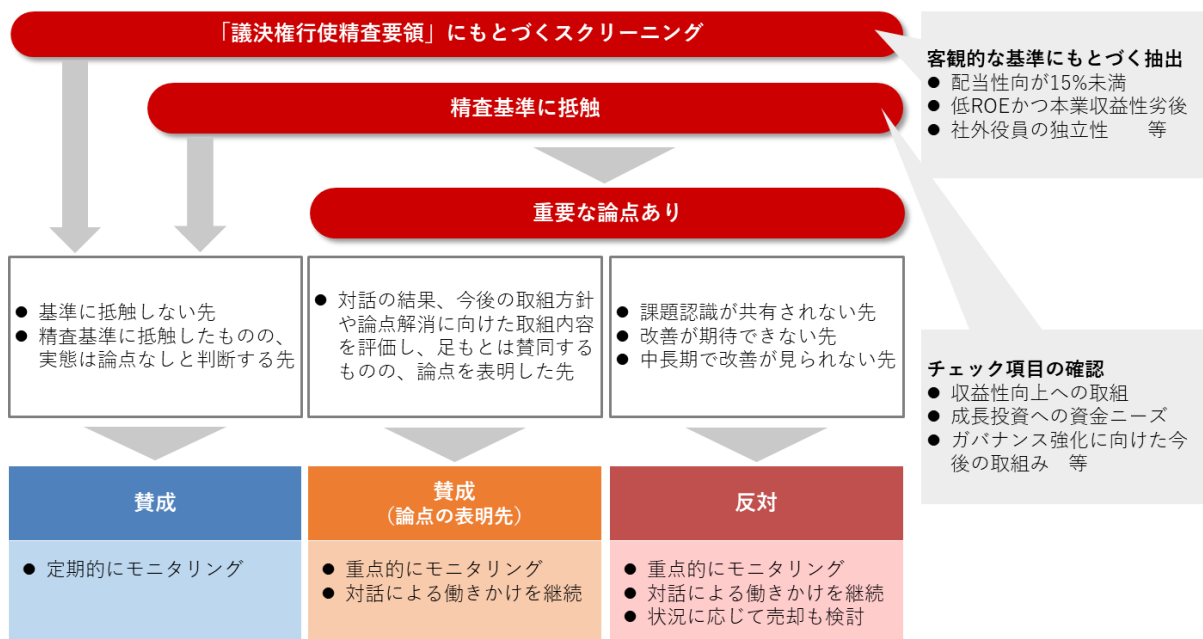
当社は、実効性の高いスチュワードシップ活動を実践していくために、議決権行使助言会社等を利用することなく、全ての投資先企業に対して、以下のプロセスに基づき、自らの判断で適切に議決権を行使しています。

具体的には、「G（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「E（環境への責任）」、ならびに「S（社会への責任）」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」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。更に、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、最近の動向に照らして特に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ひとつとして、自己株式の有利価格での処分があげられます。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関わるものです。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繋がり、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。

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。

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

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ひとつに、新型コロナウイルスの流行後に、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すので、これを取締役に委任することは妥当かという判断が求められます。

当社では、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株主還元目標が資本政策・財務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、「資本政策・財務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。

今後は、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、それが資本政策・財務戦略の1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、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、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

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

K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とどまっていた。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

今後の議決権行使に際しては、次の3点に注目しています。

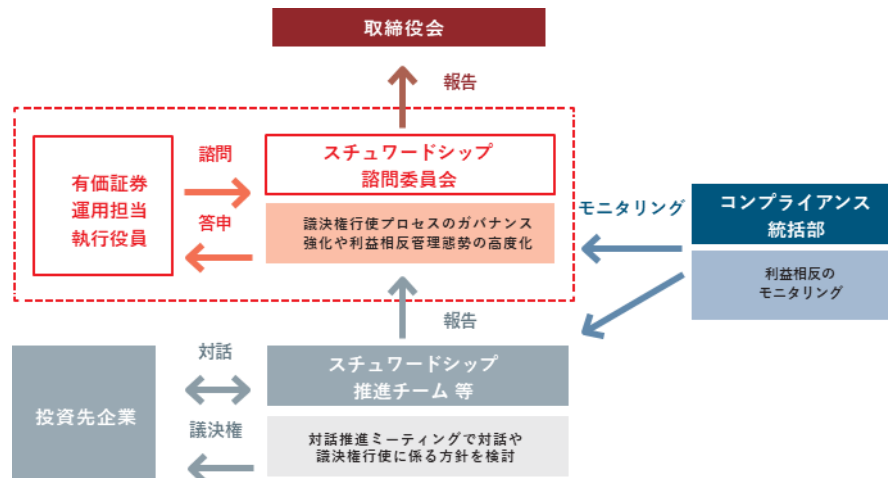
- 1点目は、取締役会等におけるジェンダー・ダイバーシティの推進です。「議決権行使精査要領」に、女性取締役の選任に関する基準を導入し、対話を通じて取組状況を確認するとともに、進捗が見られない場合は経営トップの選任議案に反対することとします。「2030年までにプライム上場企業における女性役員の比率を30%以上」とする政府の目標等も踏まえ、将来的には基準の見直しも検討していきます。
- 2点目は、買収への対抗措置の発動における株主意思の確認です。2023年8月に経済産業省が「企業買収における行動指針」を策定し、買収への対抗措置の発動等に当たっては、それが株主の合理的な意思に依拠することの重要性が示されました。「議決権行使精査要領」において、買収への対抗措置の発動について株主意思がより適切に反映されるかどうかを判断できるよう、基準を見直しました。足もと、企業買収が更に活発化してきていることも踏まえ、引き続き状況を注視していきます。
- 3点目は、人権のテーマへの対応です。「議決権行使精査要領」における取締役選任議案の反対事例に、「複数年にわたる対話を通じての働きかけにも関わらず、人権に関する取組みに改善が見られない場合」を追記し、人権に関する取組みの進捗が確認できない場合は取締役選任議案に反対することとします。

また、事業環境の不確実性が増しており、経営の機動性が求められる中では、経営のモニタリングについて、従来以上に株主ではなく取締役会に任せる方が適切と考えられることから、取締役会の実効性向上、独立社外取締役の機能発揮等がますます重要になると考えています。よって議案の判断に当たっては、取締役会の実効性向上を後押しするという視点のもと、納得的な説明があることを前提に、取締役会の決定を尊重しつつ、その後の状況をモニタリングし、必要に応じて対話を行うことをこれまで以上に意識した活動を行っていきます。

このように、議決権行使については、企業価値向上やガバナンスの実効性担保の観点から、投資先企業を取り巻く事業環境の変化を踏まえて、当社としての考え方を整理し、適宜、改定・進化させています。

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12名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、6名が在籍する議決権行使チーム等、合計19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、国内株式の対話の視点も踏まえながら、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、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

当社では、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（2024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	▶ 尾崎 安央（早稲田大学法学学術院教授） ▶ 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の何れかに該当し、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（２０２３/７～２０２４/６）＞

氏名	本委員会での活動状況
尾崎 安央 （早稲田大学 法学大学院 教授） （出席３回／開催数３回：１００％）	会社法の専門家の視点から、議決権行使判断時に確認すべきポイントに加え、機関投資家がＳ（社会）をテーマとする対話を行う重要性などについて、有益なご意見をいただいている。
桑原 聡子 （外苑法律事務所 弁護士） （出席３回／開催数３回：１００％）	ガバナンスの観点から不祥事案発生企業との対話で重視すべきポイントに加え、気候変動をテーマとする対話強化の中長期的な方向性などについて、有益なご意見をいただいている。
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２回／開催数３回：６７％）	機関投資家として企業に求めるガバナンス体制の方向性、当社スチュワードシップ活動の情報開示強化、人的資本・気候変動をテーマとする対話のあり方などについて、有益なご意見をいただいている。
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％）	当社スチュワードシップ活動の情報開示充実に向けたご意見や、中長期的な企業価値向上の視点を踏まえた議決権行使の判断軸、Ｅ（環境）・Ｓ（社会）対話活動のあるべき姿などについて、有益なご意見をいただいている。

(3) スチュワードシップ諮問委員会の主な議論内容（2023/7～2024/6）

2023年7月から2024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・ご指摘をいただいています。

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20回（2023年9月開催）

主なテーマ	- 活動報告書の内容、議決権行使精査要領の改正について - 国内社債のスチュワードシップ活動取組みについて - 議決権行使結果の開示について - 利益相反の検証について
主な議論内容	- スチュワードシップ活動報告書2023（案）や議決権行使精査要領の改正、E（環境）・S（社会）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いただきました。 - 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21回（2024年3月開催）

主なテーマ	- 重要議案への当社対応方針について - E（環境）・S（社会）をテーマとする対話の取組強化方針について
主な議論内容	- 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。 - E（環境）・S（社会）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、社外委員の方々から広範なご意見をいただきました。

第22回（2024年6月開催）

主なテーマ	重要議案への当社対応方針について
主な議論内容	- 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。 - 不祥事発生企業等や課題セクター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いただきました。

なお、前期の主な審議対象議案リストは次頁以降のとおりです。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（2023/7～2024/6）】

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	・ 中国経済の停滞や、工作機械・半導体製造装置メーカーの在庫調整により減益。24/3 期の ROE は 1.3%。 ・ ROE 改善に向けて事業ポートフォリオ改革等の取組みを進めているが、目標達成に向けた取組方針の具体化とその開示については、引き続き対話を通じて要望・確認が必要。 ・ ただし、対話を通じ、現在置かれている経営フェーズの考え方や、同業他社事例を用いた KPI 設定について、当社の考え方を伝え、先方と課題意識を共有。 ・ 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	テーマ パーク B 社	財団法人等への有利価格での自己株式抛出	自己株式 処分	賛成	・ 有利価格での自己株式の処分により、企業価値が流出するが、財団の活動は中長期的な企業価値向上に繋がるものと判断。 ・ 抛出規模が財団の活動対比で過大ではないことや、今後の資金使途を確認。 ・ 財団に抛出した株式と同数の自社株買いを予定する等、希薄化に対する対応がとられていることを確認。 ・ 議決権を信託銀行の基準に則って行使する等、当該企業の意向に沿った形で議決権行使がなされない体制であることを確認。 ・ また、官報や当該企業の HP において、財団の活動状況を継続的に公表する意向を確認。 ・ 以上より、財団の活動が企業価値向上に繋がるものと判断でき、企業価値・ガバナンス両方の「重要な論点」に対し、それぞれ手当がなされていることが確認できたため、本議案には賛成にて対応。
3	商社 C 社	定款変更(剰余金処分の取締役会授権)	定款変更	賛成	・ 取締役会への専権化ではなく、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、株主還元目標が具体的に開示されていることを確認したため、賛成にて対応。
4	鉄道 D 社	低出席率	監査役 選任	賛成	・ 急遽逝去した監査役に代わり、臨時で監査役に就任。スケジュール調整が困難であったことから欠席し、出席率が基準未達。 ・ 今後、監査役会もオンライン開催などの手当がとられる予定であり、今年度はすべての監査役会に出席していることから、当該監査役の今後の出席状況を課題視する状況にはないため、賛成にて対応。
5	損害 保険 E 社	不祥事 (不正請求)	取締役 選任	賛成	・ 調査委員会による調査報告書や金融庁による行政処分を踏まえた原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定状況に加え、対話を通じて、再発防止策の着実な進捗を確認。 ・ 当社より、再発防止策の進捗状況の定期的な情報開示要望を行ったところ、前向きに検討するとの回答を受領。また独立社外取締役の更なる機能発揮に向けた取組みに関する要望に対しても取組みを進めていることを確認。 ・ 以上より、賛成にて対応しつつ、金融庁の有識者会議の議論や個人保険での保険料事前調整に関する動向等も注視しながら、再発防止策等を継続フォロー。
		不祥事(保険料調整行為)	取締役 選任	賛成	
6	自動車 F 社	不祥事	取締役 選任	賛成	・ 第三者委員会による調査報告書を踏まえた子会社の原因究明・再発防止策・責任の所在の明確化の取組み状況に加え、親会社として子会社のガバナンス体制にどのように関わるかを明確にして欲しいという当社要望を踏まえて親会社としての再発防止策が示されていることを確認。 ・ また経営層との対話を通じて、当社の要望に沿う形で再発防止に向けた取組みを進めていることを確認するとともに、社外役員との対話を通じて、社外役員と執行間での健全なコミュニケーションが図られていることや、社外役員の実質的な機能発揮状況を確認。 ・ 加えて、業界を取り巻く環境が変化し、グループの在り方が変化する中で、今回の不正事案に限らず、グループガバナンスの在り方を含めた深い議論がなされていることを確認。

No	企業名	精査項目	対象議案	賛否案	判断理由
					・ 以上より、事後対応に真摯に取り組んでいることを確認できたため、賛成にて対応し、再発防止策の進捗状況を確認。
7	機械 G 社	不祥事	取締役 選任/ 監査役 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現時点では何れも未対応であり、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。 ・ 現在調査中であり、原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の何れも公表されていないことから、現時点で事案の評価や事後対応の確認ができず、今回は一旦賛成で対応するが、今後の情報開示について継続フォローを実施。 ・ 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検討。
8	鉄道 H 社	不祥事	取締役 選任	賛成	・ 調査チームによる調査報告書ではいじめやハラスメントは確認できなかったとされたが、その後遺族と向き合う中で、新たな事実や加害者・被害者以外の周辺関係者からの追加情報を元にハラスメントを認め、2024 年 3 月の遺族との合意書締結に至ったことを、対話にて確認。 ・ また対話を通じて、責任の所在の明確化の状況、メンタルケア体制の強化やモニタリング体制を強化といったグループ全体での再発防止策への取組みを確認。 ・ 以上より、賛成にて対応しつつ、再発防止策等を継続フォロー。
9	旅行 I 社	不祥事	取締役 選任	賛成	・ 調査委員会による調査報告書を踏まえた原因究明、再発防止策の策定、責任の所在の明確化と処分の状況を確認するとともに、対話を通じて、社員意識調査の結果の分析・考察を踏まえた企業風土改革に取り組んでいることも確認。 ・ 以上より、賛成にて対応しつつ、再発防止策等を継続フォロー。
10	地銀 J 社	不祥事	取締役 選任/ 株式報酬 枠の増加	賛成	・ 当局による行政処分を踏まえた原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策を確認するとともに、対話を通じて、お客さま本位の業務運営の徹底に向けた業務運営の構築や管理体制の強化の取組みが進捗していることを確認。 ・ 以上より、賛成にて対応しつつ、再発防止策等を継続フォロー。
11	証券 K 社	不祥事	取締役 選任	賛成	・ 当局による行政処分を踏まえた原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策を確認するとともに、対話を通じて、経営管理態勢や内部管理態勢の強化に向けた取組みの進捗を確認。 ・ 以上より、賛成にて対応しつつ、再発防止策等を継続フォロー。
12	通信 L 社	不祥事	取締役 選任	賛成	・ 原因究明、責任の所在の明確化については公表済みであり、再発防止策の策定については現在対応継続中。なお、再発防止策については、次回 7 月に予定されている総務省への再報告時までに具体的内容を固める意向である旨、対話を通じて確認。 ・ 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。 ・ 現在、再発防止策の策定が継続中であり、事後対応の確認ができないことから、今回は一旦賛成で対応するものの、今後の情報開示について継続フォローを実施。 ・ 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検討。
13	広告 M 社	不祥事	取締役 選任	賛成	・ 責任の所在の明確化、再発防止策は公表されているが、現在公判中であり、原因が公表されていない状況下で、事後対応の妥当性は評価できないが、一方で、再発防止策を着実に進めていることは、公表資料や対話を通じて確認。 ・ また対話を通じて、当社より、結審後には原因を開示するよう要望し、当該企業の前向きな意向を確認。 ・ なお本事案については、今後公判が進む中で、経営トップの関与や組織ぐるみといった会社の悪質性の高さや、業界体質などの構造問題が明らかになる可能性もあり、その場合は取

No	企業名	精査 項目	対象 議案	賛 否 案	判断理由
					締役選任議案に反対することも含め、厳しい対応が必要であることは、昨年総会時点から状況に変化なし。 ・以上より、今回は賛成で対応するものの、今後の情報開示について継続フォローを実施。今後公判が進む中で、本事案が悪質性の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の改善が期待できなければ、次年度総会以降における反対も検討。

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

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、一般的に生命保険契約では一定の運用利回りをご契約者に保証しています。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。

株式・社債投資においても、長期保有を前提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、企業価値の向上に加えて、環境や社会への影響の要素も考慮に入れた建設的な対話に取り組んでいます。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、「誰もが、ずっと、安心して暮らせる社会」の実現に資すると考えています。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、このような考え方のもと、スチュワードシップ・コードの諸原則を念頭に置き、国内外の動向も注視しながら、スチュワードシップ活動の更なる改善に取り組んでいます。

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、一般的に生命保険契約では一定の運用利回りをご契約者に保証しています。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、投資に当たっては長期的な視点で、安全性・収益性・流動性・公共性を勘案しています。

株式・社債投資においても、長期保有を前提とした投資を行い、中長期的視点での建設的な対話取組を実施しながら、投資先企業の企業価値向上の果実を、中長期にわたる安定的な株主還元や株価の上昇、社債の安定的な元利償還といった形で享受することを、投資の基本的な考え方としています。

したがって、当社のスチュワードシップ活動においては、長期投資を行う機関投資家として、投資先企業と相互に信頼関係を構築しながら Win-Win の関係のもとで、ともに中長期的な観点から企業価値向上に取り組むことが望ましいと考えており、環境・社会の要素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・貢献し、企業価値向上の果実を享受するとともに「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。

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」を策定し公表しています。

原則 1 自己評価	2020年3月の再改訂版スチュワードシップ・コードの内容を踏まえ、当活動報告書を毎年更新し、2024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」にもとづき適切に対応しており、今後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」（43ページ）をご参照ください。

原則 2 自己評価	当社では、利益相反管理方針を定めており、更に、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もと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。（2023年（2023年7月～2024年6月）における諮問委員会は2023年9月、2024年3月、2024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ポートフォリオ・マネージャーのほか、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	2023年（2023年7月～2024年6月）に投資先企業に対話を実施した総数は695社となりました。 スチュワードシップ専管人材を含む12名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、6名が在籍する議決権行使チームなど合計19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、国内株式の対話の視点も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、ESG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繋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、投資先企業との環境・社会の要素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・事業戦略、財務戦略・資本政策、ガバナンス体制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。更に、中長期的な視点にもとづき、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。

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50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	2023年（2023年7月～2024年6月、以下同様）は695社・延べ1,168回の対話を実施しました。（対前年+21社、+27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共に、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、中長期的な視点にもとづき、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。 E（環境）・S（社会）の対話は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、2023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43社と対話を行いました。社債投資においても、93回対話を行っており、テーマ型債券の発行やE（環境）・S（社会）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」の実現に繋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11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。 2024年（2024年7月～2025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、E（環境）・S（社会）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等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もとづく定量・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、株式の売却を行っています。

<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。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いたします。

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。 更に、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いきます。
--------------	---

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きています。 更に、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環境・社会の要素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、投資先企業との建設的な対話について、質・量の両面から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 12 名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、6 名が在籍する議決権行使チームなど合計 19 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。 更に、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 E（環境）・S（社会）のテーマ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 P D C A を継続し、企業との対話の質・量の両面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。
--------------	--