

The background of the cover features several petri dishes with agar, each containing a different colored bacterial culture. The colors include red, green, orange, and pink. The dishes are arranged in a scattered pattern across the white background.

# スチュワードシップ 活動報告書 2025

**Stewardship Activities Report**

対象期間 2024/7 ~ 2025/6



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、「ご契約者の皆さまへ」、「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」、「対話先企業からの声」等のコンテンツを新設し、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。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。当社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。一層活動の詳細をご理解いただくと考えています。
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。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 P8-17 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	P18 当社のエンゲージメントに対する基本理念 P16-17 対話先企業からの声 P19-21 対話プロセス P25-38 対話テーマの事例
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 P41-43 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	P45-46 当社の議決権行使に対する基本理念 P47 議決権行使のプロセスと基準 P48-50 議決権行使の事例
活動報告書(2024)と活動報告書(2025)の主な変更点を知りたい	P1-2 ご契約者の皆さまへ P16-17 対話先企業からの声 P22-24 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

## < 目次 >

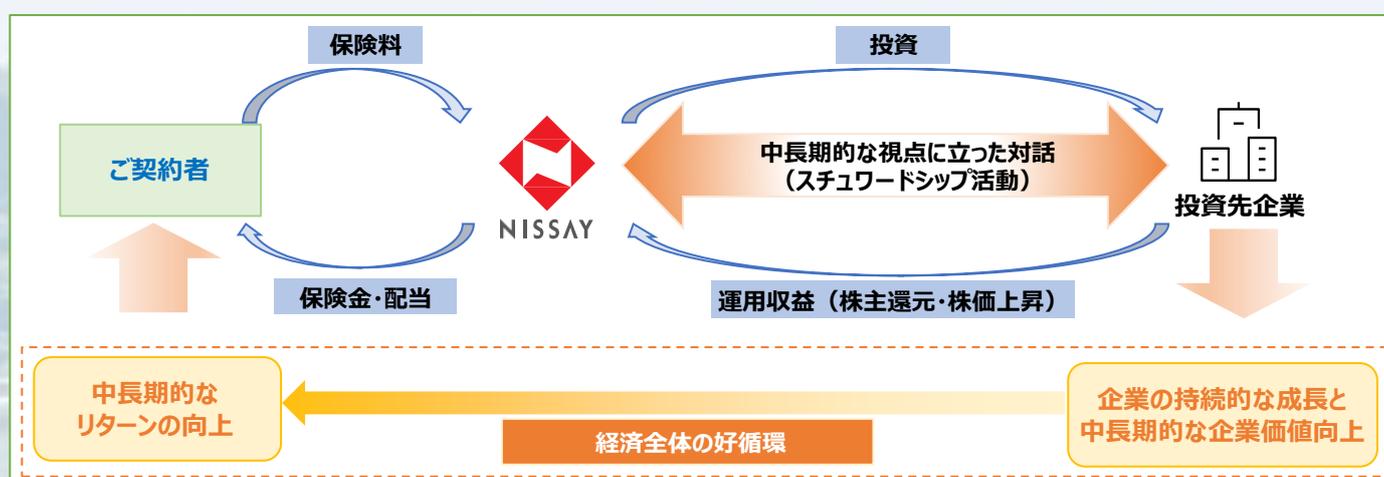
ご契約者（アセットオーナー）の皆さまへ	1
CIO メッセージ	3
<b>第1章 はじめに</b>	<b>8</b>
（1） 当社のスチュワードシップに対する基本理念	8
（2） スチュワードシップ活動プロセス	11
（3） 前期のスチュワードシップ活動実績	13
（4） 対話先企業からの声	16
<b>第2章 エンゲージメント</b>	<b>18</b>
（1） 当社のエンゲージメントに対する基本理念	18
（2） 対話プロセス	19
（3） 対話テーマの事例	25
（3-1） G（ガバナンス）	25
（3-2） E（環境への責任）	29
（3-3） S（社会への責任）	35
（4） 協働エンゲージメント	39
（5） 対話の効果を高める取組み（エスカレーション）	41
（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	41
（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	41
（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	42
（5-4） 議決権行使に係る「重要な論点」の解消状況	43
（6） 当社のエンゲージメントにおける今期の方向性	44
<b>第3章 議決権行使</b>	<b>45</b>
（1） 当社の議決権行使に対する基本理念	45
（2） 議決権行使のプロセスと基準	47
（3） 議決権行使の事例	48
（4） 当社の議決権行使における今期の方向性	51
<b>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</b>	<b>52</b>
（1） ガバナンス体制	52
（2） スチュワードシップ諮問委員会	53
（3） スチュワードシップ諮問委員会の主な議論内容（2024/7～2025/6）	55
<b>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</b>	<b>59</b>

## 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さま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。

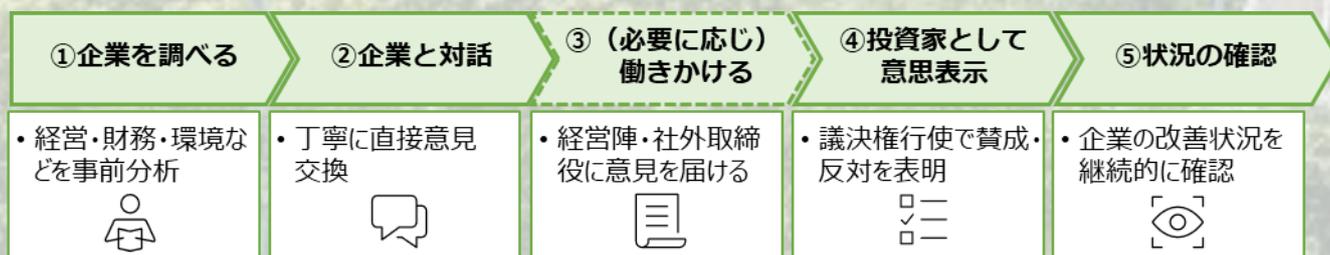
国内上場株式・国内社債投資においては、中長期的な視点に立った投資先企業との対話（スチュワードシップ活動）に注力しています。スチュワードシップ活動を通じ、投資先企業の持続的な成長に向けた取組みを後押しすることで、中長期的な企業価値向上に貢献していきたいと考えています。また、スチュワードシップ活動においては、環境や社会といったサステナビリティの視点も踏まえた対話も行っています。

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、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、環境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700社の投資先企業と、G（ガバナンス）や、E（環境）・S（社会）など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を拡大を図る責任（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、環境・社会といった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。経営状況や環境・社会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。

Q4. 活動内容は知ることができますか？

A. 投資先企業との対話活動や議決権行使の結果については、毎年スチュワードシップ活動報告書としてまとめており、当社HPで公表しています。

## 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 **NEW** 【ご契約者（アセットオーナー）の皆さまへ：P 1-2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。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。

### －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700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。2024年7月から2025年6月までの期間では、会社提案への反対比率は1.4%（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。

## 「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。

### －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、企業には、「収益性と成長性を意識した経営」の中でも、成長投資を意識した「稼ぐ力の向上」が求められています。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、日本社会と共生している機関投資家として、投資先企業が株主還元だけでなく成長投資を積極的に行うよう、引き続き、投資先の持続的な企業価値向上に資する活動を後押ししていきます。

### －『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、「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。なお、当社は持続的な企業価値向上という観点を踏まえ、単にこれらのテーマについての開示充実にとどまらず、経営課題に統合していくことが重要であると考えています。

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大き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に沿った具体的な削減取組の進捗を確認し、責任ある機関投資家としての役割を果たしていきます。また、昨年からは開始している自然資本のテーマは、気候変動のように温室効果ガス排出量といった単一の明確な指標が無く、分析の難易度も高いことから企業側も開示・対応に苦慮しています。よって当社としては、まずは企業価値との関連性が高い領域に関する開示・対応を後押ししていきたいと考えています。

## 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** 【対話の質と企業の行動変容に関する分析と考察：P 22-24ご参照】

スチュワードシップ・コードが制定されて約10年が経過し、スチュワードシップ活動の実質化に焦点が当たっています。当社が掲げる活動方針に沿って対話の質を高めることができているか、また企業の反応は前向きなものか、企業の行動変容との関係はどうかという点について、約10年間で蓄積した8,830件の対話記録、投資先企業の財務データや開示資料を基に、大規模言語モデル（Large Language Model /LLM）を基盤とする生成AIを用いて検証しました。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りました。また、今後の対話の

質の向上に向けて、改善すべき課題も見えてきました。今後も、効果的な対話を追求し続け、活動の質を高めていきたいと考えています。

また、スチュワードシップ・コードが改訂され、協働エンゲージメントが、対話の重要な選択肢である旨が明記されましたが、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（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。

### －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。特に、取締役会等の機能強化がコーポレートガバナンス改革の重要なテーマとなる中で、執行サイドを監督する独立社外取締役等の役割はますます重要になってくると考えており、当社としても、独立社外取締役等との対話等を徐々に増やしていきたいと考えています。

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社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、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。

### －有益な対話相手として選ばれる機関投資家へ **NEW**【対話先企業からの声：P16-17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、「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、投資先企業の行動変容を後押ししながら、投資先企業が自ら必要性を認識し、自ら変化していただくことが、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。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

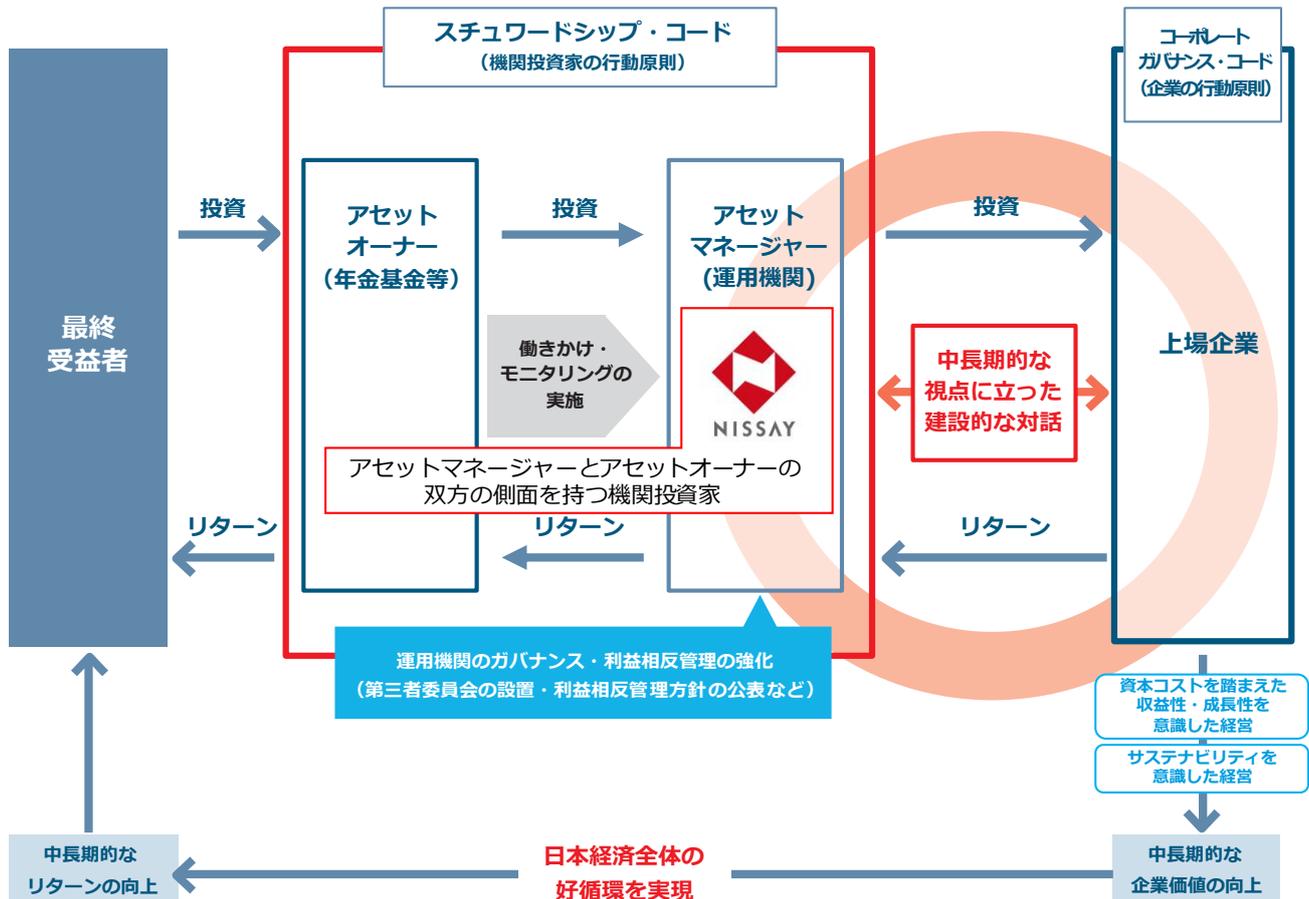
は3年から5年を超える期間を経て達成されるものもあると考えています。よって対話に当たっては個別企業の状況を踏まえつつ、それぞれの企業のペースに合わせて取組みを後押しすることで、投資先企業の事業環境変化への対応と持続的成長を後押ししていきます。また、当社では、責任投融資の推進を中期経営計画における重点課題と位置付けており、スチュワードシップ活動はその中核をなすものと考えています。今後も責任ある機関投資家としての役割を果たすべく、スチュワードシップ活動を通じて、投資先企業の持続的な企業価値向上の果実を当社の収益として享受するとともに、より良い社会の実現にも貢献していくことを目指していきます。

## 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. 対話を通じても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。

# 日本版ステュワードシップ・コード制定後 10年間の当社の取組み

2014～

2016 対話先数  
548社 [2015]

2017～

2019 対話先数  
758社 [2018]

## ① G（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）



ガバナンス

配当性向等（2013年以前より）

業績不振（2013年以前より） 低ROE等（2015～）

不祥事（2013年以前より） 社外役員不在、役員の出席率（2015～） 社外役員の独立性（2017～） 少数株主利益保護（2019～）

## ② E（環境）をテーマとする対話



気候変動

気候変動（循環型社会含む）を  
主要テーマとする対話（2018～）対話先数  
15社 [2018年時点] → 36社 [2019年時点]

## ② S（社会）をテーマとする対話



社会

地域社会・地方創生、  
健康経営・労働安全衛生（2018～）ダイバーシティ（2018～）、  
働き方改革（2019～）

人的資本

## 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]

## ③ 利益相反管理強化・活動の高度化



ステュワードシップ諮問委員会の設置（2017～）

● 2014年

● 2015年

● 2016年

● 2017年

● 2018年

● 2019年

2014

日本版ステュワード  
シップコード受け入れ

2017

国連責任投資原則（PRI）に署名  
生命保険協会にて協働エンゲージメント開始

2018

TCFDへ賛同

## これまでの総括

- G（ガバナンス）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。
- 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います。
- 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。

2020～

2022 対話先数  
674社 [2022]

2023～

2025 対話先数  
652社 [2024]

女性取締役不在（2024～）

独立社外取締役の人数基準  
引き上げ等（2025～）

## 【要望事項】投資先企業に対して

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 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を要望（2020～）

【要望事項】スコープ1+2排出量上位先等に対して、  
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（2022～）【要望事項】スコープ3 排出量上位先に対して、  
スコープ3 排出量削減に向けた取組内容の開示を要望（2023～）

スコープ1+2 排出量上位先等

71社 [2020年時点] → 74社 [2021年時点] → 75社 [2022年時点] → 78社 [2023年時点] → 78社 [2024年時点]

スコープ3 排出量上位先

43社 [2023年時点] → 49社 [2024年時点]



自然資本

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象に対話を実施  
（2024～）

人権

【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（2023～）

人的資本

【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  
（2023～）

従業員エンゲージメント（2020～）

サプライチェーン管理、デジタル化（2020～）

人権については、関連するテーマの中で確認

18名（専管者8名） [2022年時点]

20名（専管者8名） [2025年時点]

\*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



2020年



2021年



2022年



2023年



2024年



2025年

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

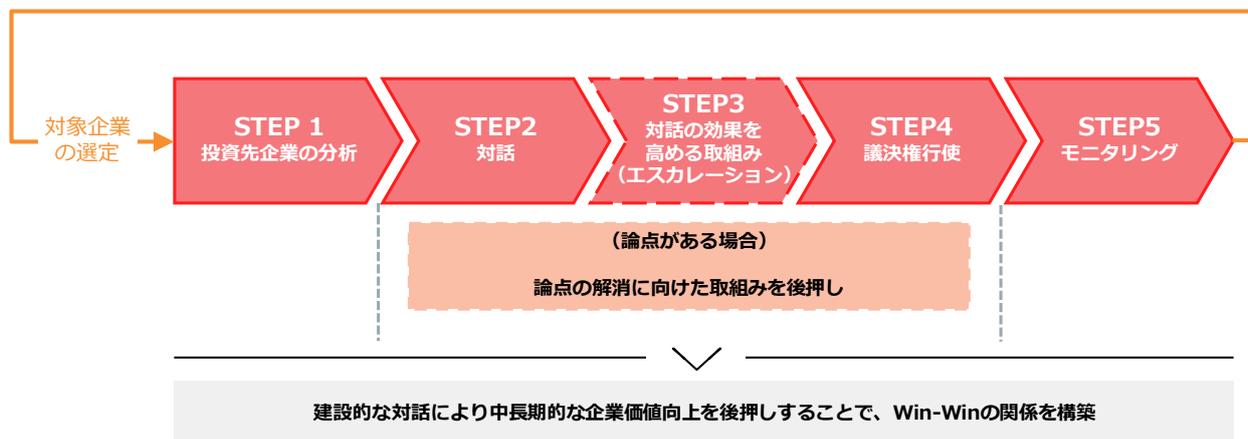
2024

TNFD Adopterに登録  
Spring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と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12名が在籍するスチュワードシップ推進チーム、7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とり入れながら、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

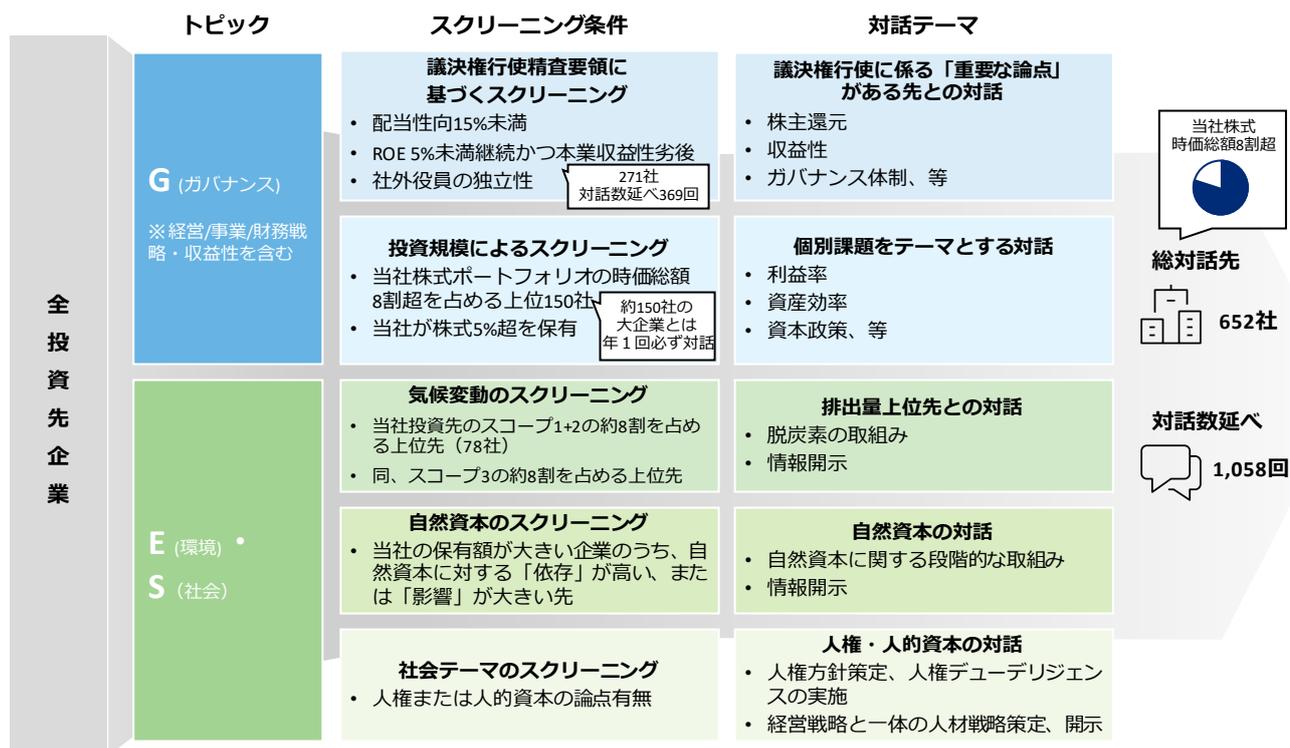
2024年度末時点の当社の約80兆円の運用資産残高（一般勘定）のうち、国内株式は16.4%を占めており、これは企業数では上場企業約1,300社にのぼります。これらの企業のうち、2024年（2024年7月～2025年6月）は、国内最大級となる、投資先企業652社に対して、延べ1,058回にのぼる対話を実施しました。

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」があると考えられ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。

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32%、「E（環境への責任）」及び「S（社会への責任）」に係るものが約48%、エンゲージメントのための業況確認等が約20%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、271社と、延べ369回、293件の論点について対話を行いました。293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、91件（31%）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60%以上、5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61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、509社と、延べ632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49社とも対話を実施しています。

財務関連事項やガバナンス体制に関する対話だけではなく、環境や社会への企業の責任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

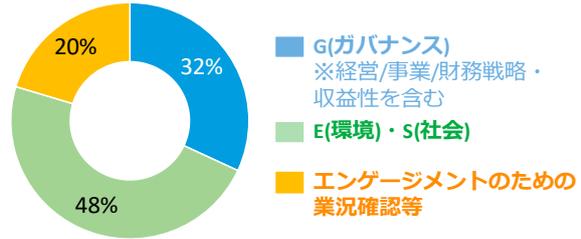


652 社



1,058回

## 対話のトピック別内訳\*

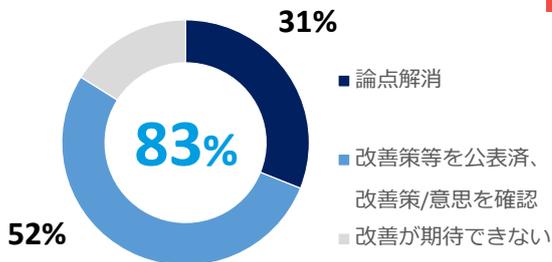


\*このグラフではGとE・Sのトピックを両方扱った対話は重複カウントしています

## 主な活動実績

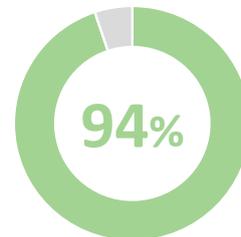


## 前期の対話後の論点(293件)の解消状況

論点解消、及び  
解消に向けて進捗があった件数

全246件

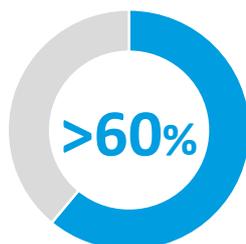
- ・論点解消91件
- ・改善策等を公表済、  
改善策/意思を確認155件

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

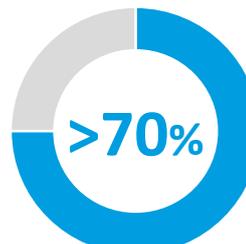
- ・開示あり：74件
- ・開示なし：4社

## 複数年経過後の累計での論点解消率



3年経過後

※ 2017年時点の論点先、  
2018年~2022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60%を上回っている

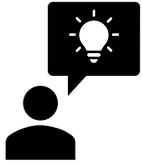


5年経過後

※ 2017年時点の論点先、  
2018年~2020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

#### (4) 対話先企業からの声

##### <放送局 A 社 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 B 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していくことが印象的です。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C社 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)

以下の①-③の3点について、分かりやすく、可能な限り定量的に投資家に示すことで、持続的な成長への期待を醸成できると考えます。

- ① 事業性資産の収益力向上 (ROIC向上)
  - NOPAT/事業性資産
  - 投下した事業性資産の収益力向上の姿勢が分かりやすく示すことが重要です。
- 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)
- ③ 収益力向上の姿勢を示すことで、②の売却資金を活用した成長の期待を醸成。

② 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。

別紙

2020/3末 2024/3末

資産 ● 兆円 負債-資本 ● 兆円

流動資産 ● 兆円 流動負債 ● 兆円

非流動資産 ● 兆円 非流動負債 ● 兆円

株主資本 ● 兆円 株主資本 ● 兆円

純資産 ● 兆円

株主資本コスト r

期待成長率 g

向に左右される「物量/MIX」の影響が大きい(図表)い要因になっていると考えます。この変動について御社としましてはとられているのでしょうか。

利益の増減内訳

項目	21/3	2022/3	2023/3	2024/3	2025/3	2026/3
売上	●	●	●	●	●	●
経費	●	●	●	●	●	●
税金	●	●	●	●	●	●
その他	●	●	●	●	●	●

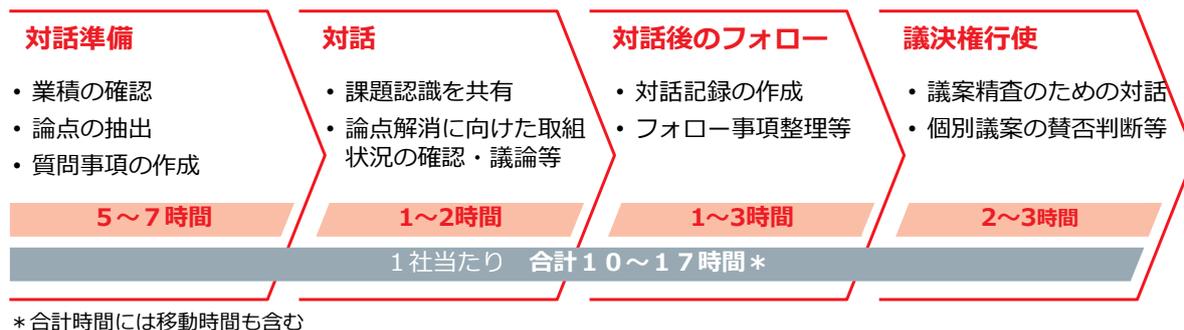
※内訳の誤謬は一部合併して表示(出所)決算説明資料

## 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

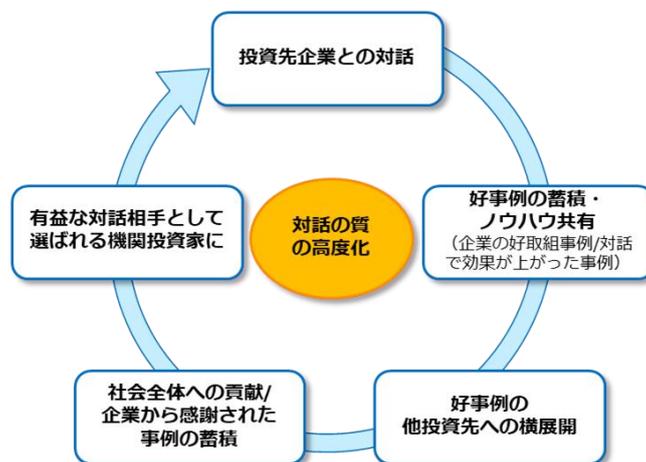
当社が、スチュワードシップ活動において最も重視しているのはエンゲージメント、すなわち投資先企業との丁寧な対話を通じた企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上を意図した働きかけです。当社は、エンゲージメントにおいて、①建設的な対話を通じて企業の発展を後押しすること、②企業の取組みを確認し、必要に応じ追加の働きかけを行うことを基本的な考え方としています。この考え方に則り、多くの人的資源を投入して対話活動を行い、対話を通じて得られた情報を投資分析にも活用しています。

#### 【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、投資家が何に着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 G (ガバナンス) のテーマについて

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、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。

#### ② E (環境) ・ S (社会) 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「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とともに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⑥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れらのような着眼点と、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 G (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
  - 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

**2 E (環境)・S (社会)**

**テーマの詳細**  
 気候変動問題への対応、自然資本、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

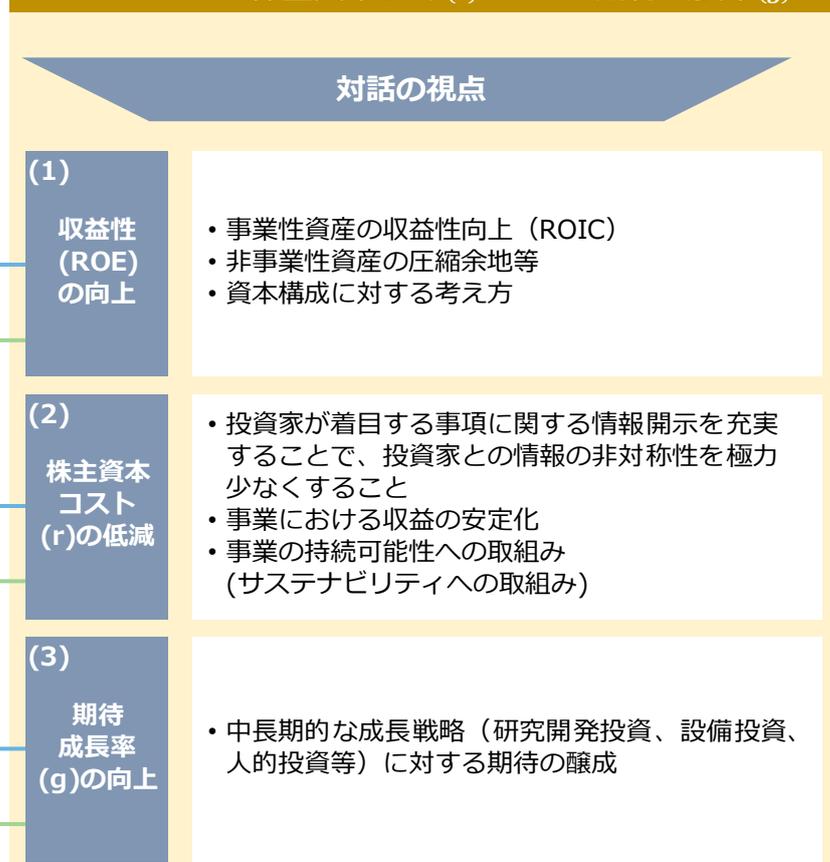
温室効果ガス排出量上位先等との対話  
 脱炭素に向けた取り組み・情報開示の充実

自然資本に関する対話  
 情報収集・他社事例の紹介（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

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



**<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)	
<b>① 事業性資産の収益力向上 (ROIC向上)</b> ROIC = NOPAT / 事業性資産	運転資本※ ●億円(+●億円)	負債 ●億円 (+●億円)	<b>③ 資本構成に関する考え方の開示 (ROE関連)</b> 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
・運転資本圧縮余地 ・有形固定資産の効率性向上	有形固定資産 (固定資本) ●億円(+●億円)		
	運転資本で買掛金をネットした分 (約●億円)	資本・準備金等	
<b>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)</b>	キャッシュ等 ●億円(+●億円)	剰余金等 ●億円 (+●億円)	純資産 ●億円 (+●億円)
・政策保有株式 ●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)		

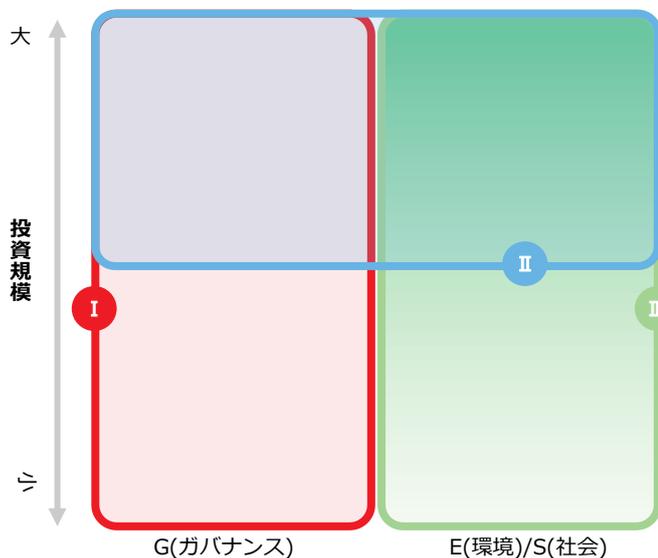
※運転資本=売掛金+在庫+買掛金。買掛金は負債サイドに計上されているがここではネットした数値を掲載。なおその場合、買掛金の額を負債サイドから差し引くべきだが、見せ方の簡略化のため、負債サイドには買掛金を含めて示している。  
 ・データはBloombergより取得。一部企業の公表数値と数値や区分が異なっている可能性あり。

## 対話先の選定について

G（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（次図のⅠ）。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。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）。

E（環境）・S（社会）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49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。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39社に対して対話を行い、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。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 議決権に係る「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（該当する可能性がある企業含む）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。

#### 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 E（環境）・S（社会）をテーマとする対話

- 気候変動・自然資本・人権・人的資本のテーマに関する対話を継続。

## 【コラム】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

### （生成 AI を用いた対話の質の確認、効果的な対話と企業の行動変容に関する考察）

※本コラムは概要のみ記載。詳細は後日公表予定のフルレポートに記載。

#### <分析の目的と概要>

- 日本版スチュワードシップ・コード（以下、コード）が制定されて約 10 年が経過し、スチュワードシップ活動の実質化に焦点が当たる中で、当社はコードにコンプライする機関投資家として、当社が掲げる活動方針に沿って対話の質を高めることができているか、また企業の反応は前向きなものか、企業の行動変容との関係はどうかという点について分析・考察し、更なる活動高度化につなげることを目的に、今回の分析を行った。

- 具体的には、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<sup>1</sup>を用いて、次の 3 点を分析。

分析 A：当社から投資先企業に対して、効果的な提案や要望、情報提供を行うなど、当社が目指す効果的な質の高い対話がどの程度できているか。（3 段階で評価）

分析 B：対話時の投資先企業の反応は、どの程度具体的な行動につながり得るものとなっているか。

（3 段階で評価）

分析 C：当社の要望に対する企業の行動変容はどうか。

また、上記に加え、当社の対話の質や、投資先企業の反応と、企業の行動変容の有無の間に関連性が見られるかも分析した。

- 分析に当たっては、膨大な対象データ（対話記録）を処理するためのツールとして大規模言語モデル（Large Language Model/LLM）を基盤とする生成 AI<sup>2</sup>を用い、実際の分析作業は、客観性を担保するため、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<sup>3</sup>。

#### <分析 A における生成 AI の活用について>

分析 A における対話の評価は、コードに沿って当社が目指す「効果的な対話」を予め当社として定義<sup>4</sup>し、生成 AI に学習と指示を行った上で、対話記録の内容を基に生成 AI に評価させたものであり、生成 AI に質の高い対話とは何かを定義させたというわけではない。なお、3 段階の評価のうち最上位評価の「効果的な対話（High）」とは、コードの趣旨に基づき、当社が目指す水準の対話であり、全ての対話で達成することは容易ではないものの、当社として努力を積み重ねて達成を目指すべき水準に設定。したがって、この分類は対話記録全体における個々の対話の質の相対感を考慮することなく、生成 AI が判定したものである。

- 当社では企業と様々なテーマで対話しており、一回の対話の中にも複数のテーマが含まれているが、今回の分析では、コードの趣旨に沿った対話を行う余地が大きい、「①低 ROE」、「②低配当」、「③不祥事案」、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」、財務面だけでなく、地方創生等の特有の論点を有する「⑤地方銀行」との対話、「⑥気候変動」、「⑦ビジネスと人権」、「⑧人的資本」の 8 テーマについて、対話記録の中から抽出し、テーマごとに分析を行うこととした。

<sup>1</sup> 当社は投資先企業と対話をした場合、必ず対話記録を議事メモの形で残すこととしており、1 回の対話で概ね A4 紙で 2～6 枚程度、投資先企業とのやり取りをほぼ再現する形で記録・蓄積されている。

<sup>2</sup> 生成 AI は、オープン AI 社が提供するチャット GPT-4.1-mini を用いている。

<sup>3</sup> オリバーワイマン社とは守秘義務契約を締結済みであり、また対話記録を生成 AI に読み込ませる際には、オリバーワイマン社が構築した本件専用のクラウド環境の中で作業を実施した。

<sup>4</sup> 「効果的な対話」の定義は、コード原則 3 及び原則 4 の趣旨を踏まえつつ、以下の 6 つの視点でのプロンプトで定義。① 深度ある分析ができていること（企業の課題を事前に深く理解し、それらを明確に述べていること）、② 投資家としての意見表明を行っていること（単にチェックリストに基づいた形式的なヒアリングではなく、当社としての考え方を伝えていること）、③ 建設的な対話となっていること（単に短期的な株価上昇を求めるのではなく、対話の趣旨を明確にし、投資先企業の持続的な企業価値向上に向けて、投資家と投資先企業とが同じ長期的な目線で議論すること）、④ 双方向のやりとりとなっていること（投資家からの一方的な主張を押し付けるのではなく、投資先企業の意見にも傾聴すること）、⑤ 他社比較等の要素も踏まえていること（投資家の立場から、他社における企業価値向上に向けた好取組事例の紹介等も行い、投資先企業に気づきを与えること）、⑥ 具体的な数値を交えたやりとりとなっていること（投資家サイドからの分析結果や意見表明が、同業他社との比較等、定量的な分析に基づく客観的なものになっていること）

### <分析Aの結果>

- 【図表 1】のとおりに、直近 2024 年の対話において、全体では 16%が「効果的な対話（High）」と判定された。テーマ別に見ると、かねてより注力してきた「①低 ROE」のテーマは「効果的な対話（High）」が 63%とかなり高い水準に達している一方で、比較的新しいテーマである E（環境への責任）や S（社会への責任）については「効果的な対話（High）」が 2%から 7%と、未だに低位にとどまっている。これらの新たな対話テーマについては、当社でも質の向上に向けて試行錯誤を重ねている途上にあり、今後より一層の工夫の余地があることを確認。なお、時系列の変化で見ると、全ての対話テーマにおいて、「効果的な対話（High）」の割合が徐々に上昇している。

【図表 1】分析 A：2024 年のみ、全体及びテーマごと

		■ 効果的な対話（High）	■ 一定程度効果的な対話（Mid）	■ 効果的とは言えない対話（Low）	
Total	全体	16%	77%	7%	1,626件
G（ガバナンス）	①低ROE	63%	35%	2%	101件
	②低配当	30%	68%	2%	47件
	③不祥事案	27%	73%	0%	15件
	④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等	19%	77%	4%	575件
	⑤地方銀行	31%	66%	3%	67件
E（環境への責任）	⑥気候変動	7%	83%	10%	272件
	⑦ビジネスと人権	2%	81%	17%	145件
S（社会への責任）	⑧人的資本	5%	86%	7%	404件

### <分析Bの結果>

- 【図表 2】のとおりに、直近 2024 年の対話の結果は、全体では、「カテゴリ 1：投資家からの要望に共感し、次の具体的な行動を示唆するようなものか」の割合は 24%。「カテゴリ 2：投資家からの要望を踏まえて、自社の課題を認識・理解したといったものか」の割合は 76%。全体として、対話における当社の要望が投資先企業に一定程度前向きに受け容れていることを示唆。なお、時系列の変化で見ると、全てのテーマで「カテゴリ 1」の割合が徐々に拡大している。

【図表 2】分析 B：2024 年のみ、全体及びテーマごと

		■ カテゴリ1：投資家からの要望に共感し、次の具体的な行動を示唆するようなものか	■ カテゴリ2：投資家からの要望を踏まえて、自社の課題を認識・理解したといったものか	■ カテゴリ3：投資家からの要望を聞き置いたといった最低限の反応にとどまるものか	
Total	全体	24%	76%	0%	1,626件
G（ガバナンス）	①低ROE	28%	72%	0%	101件
	②低配当	13%	85%	2%	47件
	③不祥事案	67%	33%	0%	15件
	④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等	19%	81%	0%	575件
	⑤地方銀行	21%	79%	0%	67件
E（環境への責任）	⑥気候変動	25%	75%	0%	272件
	⑦ビジネスと人権	30%	70%	0%	145件
S（社会への責任）	⑧人的資本	28%	72%	0%	404件

### <分析Cの結果>

- 生成 AI に、対話記録の中から前述の 8 つのテーマに関する当社の具体的な提案や要望を抽出させ、対話以降の企業の財務データなどの定量的な変化、ならびに、情報開示の充実や方針の策定・実施といった定性的な変化の状況と突合することで、対話から 3 年以内に企業の行動変容が実際に起こっているか否かを確認した。
- 【図表 3】のとおりに、2022 年に実施した対話での要望事項について、「Yes：改善が確認できたもの」の割合は全体で 85%であり、時系列の変化でも「Yes」の割合が増加しており、年々企業の行動変容が発生する割合が高くなっている<sup>5</sup>。

【図表 3】分析 C：2022 年のみ、全体及びテーマごと

		■ 改善が確認できたもの（Yes）	■ 改善が確認できないもの（No）	
Total	全体	85%	15%	2,388件
G（ガバナンス）	①低ROE	88%	13%	120件
	②低配当	52%	48%	75件
	③不祥事案	80%	20%	40件
	④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等	86%	14%	832件
	⑤地方銀行	99%	1%	77件
E（環境への責任）	⑥気候変動	80%	20%	563件
	⑦ビジネスと人権	72%	28%	139件
S（社会への責任）	⑧人的資本	93%	7%	542件

<sup>5</sup> なお、本分析では、企業の行動変容が全て当社による対話の効果であると主張しているわけではない。本分析は、当社のスチュワードシップ活動の寄与度を定量的に把握することではなく、投資先企業の持続的な変化を後押しする立場として、当社の取組みの方向性と投資先企業の変化の状況が概ね一致しているといったことの確認を意図している。

### <分析A・分析Bと分析Cとの関係>

- 次に、分析A・分析Bと分析Cとの関係をまとめた結果を見ると、【図表4】のとおり、分析A、分析Bで共に高い評価を得たもので、分析Cで「Yes」となったもの、つまり当社が効果的な質の高い対話を行い、投資先企業が好反応を示したケースにおいて、企業のその後の行動変容が確認できた割合は92%であった。なお、分析Bで「カテゴリ1」と判定されたものの中で比較すると、分析Aで「効果的な対話（High）」と判定された対話の方が、それ以外と判定された対話よりも、分析Cで「Yes」となる割合が高い傾向も見られる。これは「カテゴリ2」、「カテゴリ3」においても同様の傾向にある。

（この結果に関するテーマ毎の結果及び統計的な有意性の検証結果については、後日公表予定のフルレポートをご参照。）

【図表4】分析A・Bと分析Cとの関係、2017年～2022年、対話全体

	カテゴリ1 &High	カテゴリ1 &Mid	カテゴリ1 &Low	カテゴリ2 &High	カテゴリ2 &Mid	カテゴリ2 &Low	カテゴリ3 &High	カテゴリ3 &Mid	カテゴリ3 &Low
Yes	92%	86%	73%	82%	78%	70%	N/A	65%	39%
No	8%	14%	27%	18%	22%	30%	N/A	35%	61%

（注）：「High」「カテゴリ1」の変容あり（YES）となし（NO）の合算で100%、以下同様。

「変容あり」の中で最も値が大きかった項目を青色、最も小さかった項目を黄色で塗りつぶし。

また、分析A・Bの項目のうち、対話数が10件未満であったものはN/Aとしている。

### <本分析による学びと今後の取組方針>

当社としては、投資先企業の行動変容を後押しすることで、投資先企業が自ら必要性を認識し、自ら変化していくことが、持続的に企業価値を高める上で望ましい姿と考えている。投資先企業の行動変容には、当該企業自身の自主的な改善努力、他の投資家との対話状況や、政策・規制等の動向など、様々な要因が関連していると考えられるが、本分析において、当社が質の高い対話を実現できているケースでは、投資先企業における受容や理解が相対的に進んでいるケースも多く、その後の行動変容が起こった割合も相対的に高いことを確認できた。また、対話のテーマによっても傾向の違いも確認でき、対話の質の向上に向けて改善すべき課題も見えてきた。足元のコーポレートガバナンス改革の議論の中で、企業の持続的な「稼ぐ力の向上」に注目が集まっており、企業の収益力向上に向けた取組みの成果は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ことから、当社としては、長期視点に立った運用を行う機関投資家としてのメリットを活かし、対話の質の更なる向上に努めるとともに、各企業の状況、ペースに合わせた取組みを後押ししていきたい。（本分析による学びと今後の取組み方針に関する詳細は、後日公表予定のフルレポートをご参照。）

### (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。

#### PBRの理論式を基に現状のPBRの水準に対する仮説を提示し、開示充実に関する意見交換を実施した事例

##### 背景

エネルギー関連のA社とは、長期にわたるROEの低迷をテーマに複数年にわたって対話を継続。課題であったROEの低迷が改善したことを受け、2024年度はPBR向上に関する対話を実施。

##### 対話の経過

**2024年度：**A社のPBRは十分なエクイティ・スプレッド(ROE-株主資本コスト)が確保できていると考えられるにもかかわらず、1倍未満の水準にとどまっている状態。A社に想定される収益性(ROE)や株主資本コストをPBRの理論式に単純に当てはめるとPBRが1倍以上になるため、こういった要因がA社に対する株式市場の評価を押し下げている可能性があるのかについて議論。当社からA社に対して、①株式市場がA社の収益性(ROE)が将来にわたって低下すると想定している可能性、②A社に対して想定される株主資本コストがA社と当社が認識している水準より高く、実際にはエクイティ・スプレッドを確保できていない可能性、③A社の主力設備がカーボンニュートラル対応等で座礁資産化し、将来の減損損失につながる懸念を嫌気して株価がディスカウントされている可能性等、複数の仮説を提示。

A社からは、「提示された仮説のとおり、現時点で未稼働となっている主力設備の再稼働時期が不透明であることで株価がディスカウントされていると認識しており、この点について経営陣とも議論している。当該設備の再稼働は優先すべき経営課題だ」との回答を得た。また、「当該設備が稼働しない中でも利益成長を続けている点を投資家に発信する取組みに改善の余地があるかもしれない」との課題意識を引き出し、当社からトップラインの成長につながる販売量を伸ばさせている点をアピールすることを提案。

##### 結果・今後の方針

今後も主力設備の再稼働に向けた動向を注視しながら対話を継続し、企業価値向上に向けた取組みを後押しする方針。

株式市場では  
1倍未満の評価

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

[ROE-株主資本コスト]  
がプラスの水準  
理論上はPBRが1倍以上



## 事業性資産の収益力向上(ROIC)や非事業性資産の圧縮余地、事業ポートフォリオマネジメント等に関する対話を実施した事例

### 背景

B社は総合電機メーカー。長期にわたりROEは低下基調にあり、要因を分析すると、利益率、総資産回転率、財務レバレッジの3要素についていずれも低下。

### 対話の経過

**2022年度：**B社が中期経営計画で設定したROE目標の達成には、事業ポートフォリオ管理の強化を通じた利益率及び資産効率の向上が必要であると伝え、特に赤字が継続する低収益事業の構造改革を要望。その後、2023年5月にB社が公表した経営戦略の説明資料では、新たに各事業の経営管理指標にROICを導入し事業ポートフォリオ管理を強化するとともに、当社が課題と考えていた低収益事業の分社化を公表。

**2023年度：**資産効率向上に向けた対話を継続し、棚卸資産等の事業性資産、政策保有株式等の非事業性資産のそれぞれについて効率改善・資産圧縮余地等を確認。B社から「棚卸資産の圧縮は各事業共通の課題であり、経営としても大きな課題として認識している。非事業性資産の見直しも進めており、政策保有株式は全て売却する方針」との回答あり。

**2024年度：**事業性資産の収益力(ROIC)と資産効率性に関する指標（キャッシュコンバージョンサイクル（以下、CCC）等）の推移を提示し、収益性・資産効率改善に向けた取組状況を確認。B社から「CCCの長期化が課題であり、ビジネスモデルの見直しを含めた抜本的な改革に取り組む中、在庫圧縮を重要なKPIとして経営管理を行っている。また、現預金も滞留しており、成長投資、財務健全性、株主還元の様々な要素を踏まえて資金使途を検討する必要があるという課題意識もある」との回答あり。加えて、事業毎の収益性(ROIC)が事業毎に想定される資本コスト(WACC)を上回っているかという視点で、事業ポートフォリオマネジメントの状況を確認。特に、競争環境が厳しい不採算事業については、ベストオーナーとしてB社が事業に取り組む意義やB社の強み・差別化要因等の説明が不十分である点を指摘。B社から「この事業を持ち続けることが妥当なのかという株主からの意見を経営陣に伝え、経営陣と課題意識を共有している」との回答あり。なお、B社からは「頂いたアジェンダを拝見して、我々が経営において意識していることも含め、弊社のことをかなり詳しく分析いただいているという印象を受けている。当アジェンダはCFOにも連携し、社内で共有している」とのコメントあり。

### 結果・今後の方針

今後も対話を継続し、企業価値向上に向けた取組みを後押しする方針。

## 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し、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、法令違反の可能性の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ものの是非について、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。

**2023～2024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状況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。

2024年は、気候変動のテーマを継続するとともに、2023年9月に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たことで、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ています。

#### ①気候変動

##### 企業への要望事項



2022年 追加

▶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49社

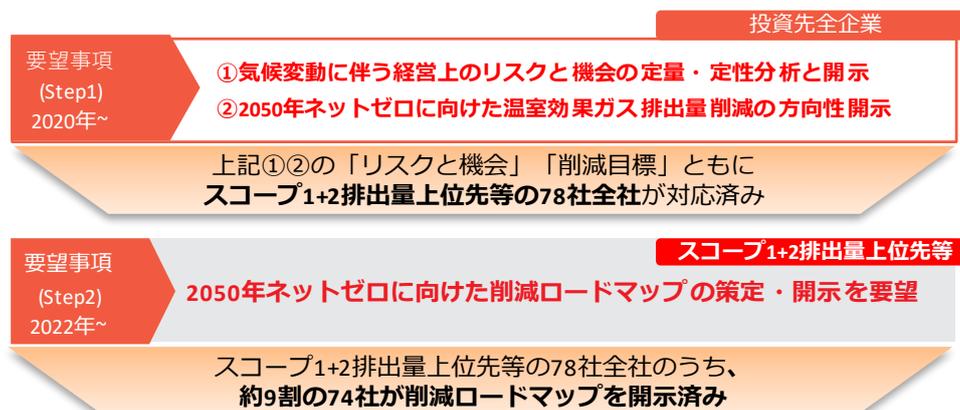
▶スコープ3排出量削減に向けた取組内容の開示を要望

#### 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

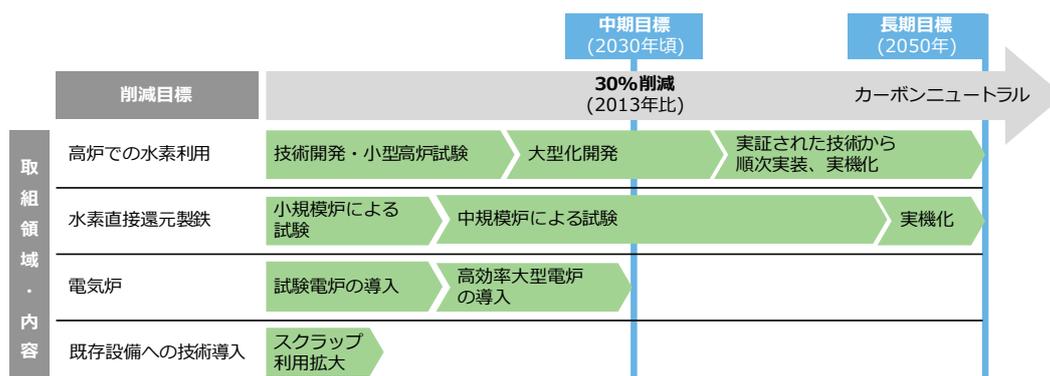
<気候変動に関する情報開示要望の強化>

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）】

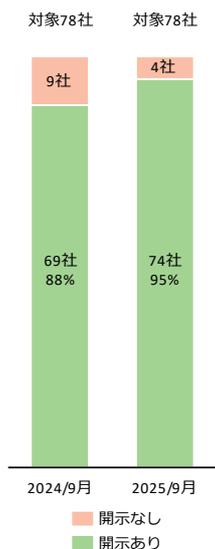


## <企業の取組状況と今後の対話方針 温室効果ガス排出量（スコープ1+2）上位先等>

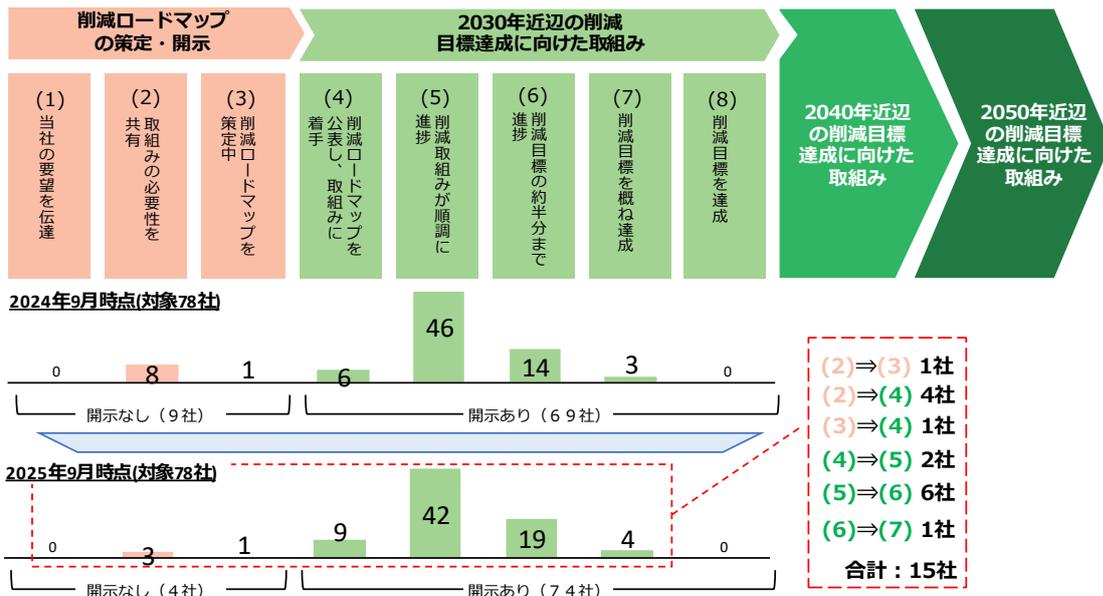
現状、スコープ1+2排出量上位先等の78社のうち、すでに約9割の74社が削減ロードマップを開示しており、15社で取組みが進捗しています。これは企業側の意識の高まりとともに、これまでの当社による対話の成果もあると考えています。削減ロードマップの策定・開示を要望してきた約3年の対話を経て開示は進捗しており、未開示先4社についても、削減ロードマップに求める中間目標の設定もしくは削減に向けた取組内容の開示のどちらか一方のみが不足している状況となっています。また、これらの企業については、前向きに検討を進める意思があることを、対話を通じて確認しています。今後については、削減ロードマップの策定・開示の要望を継続しつつ、取組みの具体的な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】

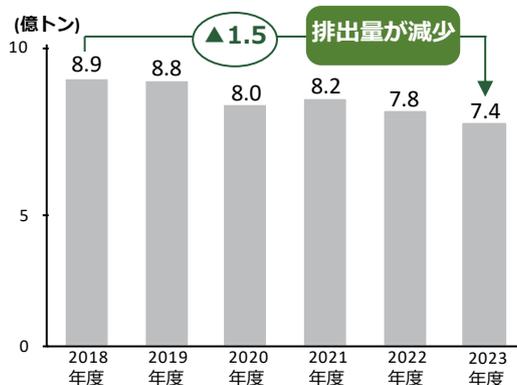
#### 削減ロードマップの開示状況



#### 排出量上位先等78社の取組み段階（2025年9月時点）



### 【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）】



なお、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、2035・2040年といったその先を見据えた取組みを進めるには、革新的技術の開発が必要な場合も多いことから、対話先企業からは2030年以降における削減取組の実現可能性が今後の課題となる等の声も聞かれます。パリ協定で掲げられた温室効果ガス削減の長期目標達成のために、日本が設定した国別削減目標（NDC）等を踏まえつつ、今後も企業の取組状況に応じた丁寧な対話を継続していきます。

企業の反応	内容
電力 a社	・ 原発の再稼働により2030年目標は達成可能だが、その後の目標達成に欠かせない水素事業は、現時点で事業化の目途が立っていない。
セメント b社	・ 2030年目標は再エネ活用等で達成可能だが、ネットゼロに向けてセメント製造工程のCO2を削減するためには、革新的技術の開発を待たなければならない。

## スコープ3 排出量上位先との対話

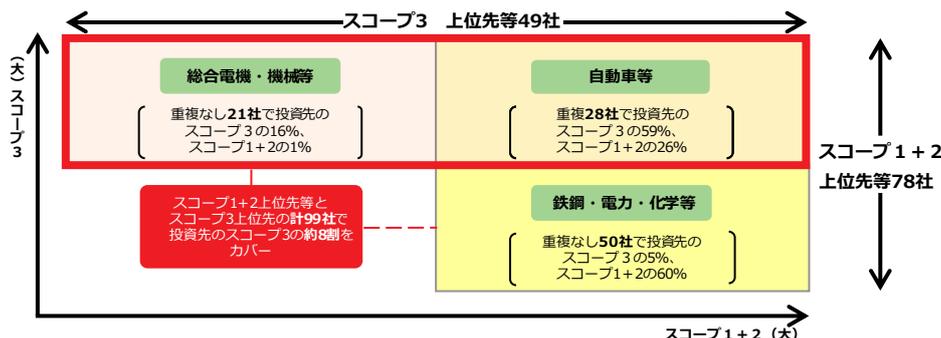
### 要望事項

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49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。

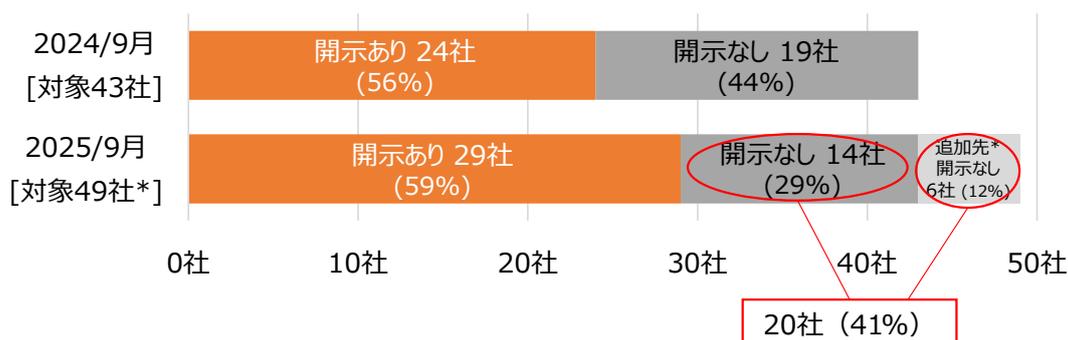
#### 【対話対象先】



スコープ3 排出量上位先49社のうち、約6割の29社が排出量削減に向けた取組内容を開示していますが、この1年間で削減取組を新たに開示した企業は5社にとどまっています。自社の削減取組によって排出量を抑えることができるスコープ1+2に比べ、サプライチェーン全体での取組が必要なスコープ3 排出量削減の難しさが窺え、対話先の中には、事業拡大とスコープ3 排出量削減の両立に向けた社内対応や、スコープ3 排出量削減に向けたサプライヤーマネジメントに課題意識を持つ企業もいます。このような企業の取組状況を踏まえつつ、サプライチェーンの上流・下流の好取組事例の紹介を通じて、スコープ3 排出量削減に向けた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】

(\*)データ更新等で、前年から対話対象を+6社追加



企業の反応	事例
総合電機メーカー c社	・ 製品が売れるほどスコープ3排出量も増える可能性があり、スコープ3に係る取組内容開示にあたっては様々な事業部門を巻き込んだ全社的な対応が必要となるため、調整に時間がかかる。
自動車製造業 d社	・ サプライヤーに脱炭素計画の策定を依頼したが、サプライヤーによっては脱炭素に向けた意識の高さや計画内容にばらつきがあり、 <u>サプライヤーのマネジメントが難しい</u> 。
総合商社 e社	・ 米国の政権交代や技術革新のスピードが当初想定より遅い等、 <u>脱炭素に向けた動きが世の中で停滞気味な中では、スコープ3排出量削減に向けた他社への働きかけが難しくなっている</u> 。

## 【スコープ3 排出量削減の好取組事例】

スコープ3 上流・下流に係る好取組事例	自動車部品f社	<p>&lt;スコープ3上流に係る取組み&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・スコープ3について、「2030年度までにサプライチェーン全体で排出されるCO2を2020年度対比で25%削減」という目標を掲げる。</li> <li>・目標達成に向けて、取引先のカーボンニュートラルへの取組みを支援しており、省エネ事例の展示・工程見学など省エネに関するノウハウ提供や技術支援等を実施。</li> </ul>
	総合電機メーカーg社	<p>&lt;スコープ3下流に係る取組み&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客との協創を通じた脱炭素への貢献を、CO2排出削減貢献量として算定。</li> <li>・家電の耐用年数を短縮すればスコープ3は削減できるが、企業努力が見えにくい。見えにくい企業努力を、削減貢献量という形で見える化。</li> </ul>

## サプライチェーン全体の排出量削減に向けた取組みが開示された事例

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

D社は温室効果ガス排出量が多い業種に属していることから、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

**2023年度：**当社よりスコープ3排出量削減に向けた取組内容の開示を要望。特にスコープ3排出量の上流にあたるカテゴリ1（製品・サービスの購入）と下流にあたるカテゴリ1.1（製品の使用）の排出量が多いことを伝達し、サプライヤー企業との協働活動について確認。

**2024年度：**D社のサステナビリティ説明会で新たに公表されたスコープ3排出量削減に向けた取組内容を確認。まずは排出量が多いカテゴリ1削減のためのアクションプランを公表し、現状データベンダーから取得している排出量データをサプライヤー自らが算定したデータに切り替えるなど、サプライヤーとの協働を強化中。またサプライヤーへのアンケートを実施し、ESG関連課題に対する取組状況をランク化することで、下位のサプライヤー企業に個別ヒアリングを行い、支援する体制を構築。スコープ3排出量削減目標についても、2029年度には策定・公表予定であることを発表。

## 結果・今後の方針

D社のスコープ3排出量削減に係る取組みは、サプライヤーの取組みを支援し、サプライチェーン全体の排出量削減を目指すものであることを確認。



サプライチェーン全体の  
排出量削減に向けた  
取組みの開示

## 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・開示充実を後押ししつつ、情報収集/他社事例の紹介を実施（特に企業価値との関連性が高い取組領域に係る開示・対応を後押し）

#### <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います。

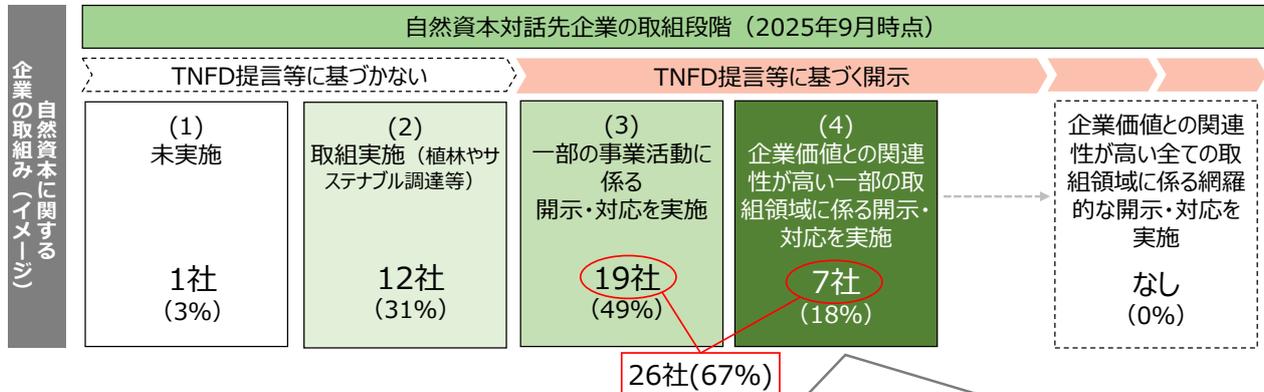


現状、自然資本テーマの対話先企業39社のうち、すでに約7割の26社がTNFD提言等に基づく開示や対応を行っています。その一方で、企業価値との関連性が高い取組領域に係る開示や対応ができていない企業は約2割の7社にとどまり、また、全ての取組領域に係る網羅的な開示や対応ができていない企業は確認できていません。この7社は原材料の調達やインフラ設備の設置等の特定の領域において、過去から講じてきた環境アセスメント等の対策を踏まえつつ、TNFDなどの枠組みに沿った開示をしているものと見受けられますが、各社は更なる分析・開示や取組推進には負荷がかかると認識しており、企業価値との関連性を踏まえた取組範囲の拡大には依然課題が多い状況です。また、TNFDに基づく分析を実施したその他の企業との対話では、気候変動における温室効果ガス排出量のような単一の評価指標が確立されていないこ

と、サプライチェーン全体に自然資本を意識させることが難しいこと、業種が異なる様々な事業を展開するため、企業全体の自然資本に係る依存と影響を把握することが難しいこと等に課題を感じていることを確認しています。

このような課題や企業の取組状況を踏まえ、対話を通じて情報収集や他社事例の紹介を継続しますが、特に企業価値との関連性が高い取組領域に対する段階的な開示や対応を後押ししていきます。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。

### 【自然資本対話先企業の取組状況】



企業	企業価値との関連性が高い取組領域の分類	分析の事例	自然関連課題への対策	TNFD提言等に基づく開示・対応を行った企業の感触
<ul style="list-style-type: none"> <li>食料品 h社</li> <li>食料品 i社</li> <li>パルプ・紙 j社</li> <li>住宅メーカー k社</li> </ul>	原材料の調達	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業戦略上欠かせない原料に対してLEAP分析を実施</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>栽培工程の持続可能性をモニタリングする仕組みの構築 など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>分析と開示には想定以上に負担がかかる上、更なる取組推進には一層の負荷が発生すると認識</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>情報通信 l社</li> <li>情報通信 m社</li> <li>電力 n社</li> </ul>	インフラ設備の設置	<ul style="list-style-type: none"> <li>インフラ設備の設置に伴う自然資本への依存・影響を分析</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>自然資本に配慮した通信ケーブルのルート設計</li> <li>環境アセスメント</li> </ul>	

TNFDに基づく分析を実施した対話先企業の反応	反応内容
衣料小売 o社	<ul style="list-style-type: none"> <li>気候変動におけるGHGのように単一の評価指標が確立されているわけではないため、自然資本に係る依存・影響の評価を行うことの難易度は高く、様々な手法を試していく必要がある。</li> </ul>
住設機器 p社	<ul style="list-style-type: none"> <li>サプライチェーンの中では土石採掘などの原材料調達が行われているが、<u>サプライチェーン全体で自然資本をどこまで意識させて取り組んでいくべきかという点は悩ましい。</u></li> </ul>
総合商社 q社	<ul style="list-style-type: none"> <li>自然関連のリスク・機会を特定する取組みとして、試験的に社有林を対象としたLEAP分析の結果を開示した。今後は、日本生命から頂いたご意見も踏まえ、<u>企業業績に与える影響が大きい資源開発事業等を対象とした取組みの開示も検討していきたい。</u></li> </ul>
総合商社 r社	<ul style="list-style-type: none"> <li>自然に対する依存度が最も高い水産養殖事業を対象にLEAP分析を実施し、当該事業と自然との関連性や、依存・影響の一部を把握できたが、<u>数多くの事業を手掛ける総合商社全体の観点では、どのように自然に依存・影響しているのか分からないことが課題だ。</u></li> </ul>

### (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＞

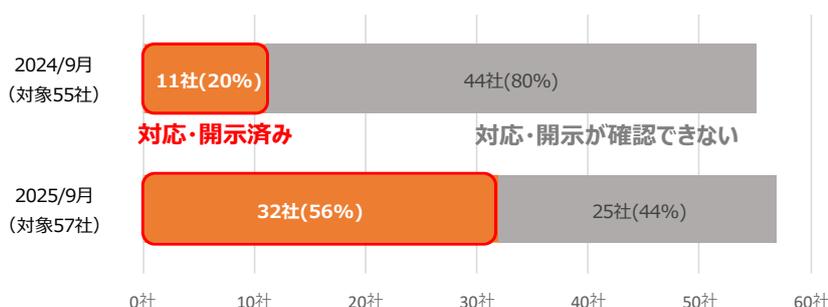
2022年9月に、日本政府は全企業に対して人権尊重の取組みに最大限努めるべきとのガイドラインを公表しました。人権への取組みは、企業が社会的責任を果たしていくほか、企業価値にも大きな影響を与え得る要素となっています。

### ＜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。2025年9月時点では、対話先57社のうち、約6割の企業が対応・開示をしており、直近1年間で21社の取組みが進捗しました。また、対話先企業の中には、人権尊重を重要課題と位置づけ、主要な取引先へのアンケート結果を分析して人権リスクを特定し、取引先に共有するなど、取組みの高度化を進める企業も見られます。一方、依然として約4割の企業では、当社が要望する対応・開示が確認できない状況です。

人権に関する取組みは経営・ガバナンスにも影響を与える可能性があることを踏まえ、対応・開示の要望を継続しつつ、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、段階的な取組みを後押しします。

## 【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57社の対話先のうち、32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を確認
- ・ 残り25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

- ・ 人権に関する取組は経営・ガバナンスにも影響を与え得ることを踏まえ、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、段階的な取組を後押し

## 人権尊重を重要課題と位置づけ、人権デューデリジェンスの取組みを高度化し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

## 背景

E社は放送局であり、対話の中で人権などS（社会）のテーマについても取組を確認。

## 対話の経過

**2023年度：**当社より人権リスクへの対応として、自社グループ及びサプライヤーに関する人権デューデリジェンスの範囲・調査方法を深化させていくことが重要なテーマであると伝達。E社からは、「これまで会社として明確な人権デューデリジェンスプロセスが無かったが、昨今の業界における人権問題を踏まえ、会社として調査委員会を立ち上げており、人権デューデリジェンス体制の構築に向けた検討に加え、社内の人権に係る実態把握の調査結果を近日公開する予定」との回答あり。

**2024年度：**人権尊重を重要課題と位置付け、2023年11月から人権デューデリジェンスに着手。取引高上位先にアンケートを実施し、その結果を「人権デューデリジェンス実施報告書」としてまとめ、ステークホルダー向けに報告。またアンケート結果を基に、バリューチェーン上における6つの人権リスクを特定し、人権リスクマップを策定・公表し、「コンテンツ制作における人権尊重のための指針」も策定。E社からは、「コンテンツ企業としてグローバルにビジネスを拡大していく上で、ビジネスと人権の論点は避けられない。昨今の放送局の人権問題を見ていると、人権問題は経営を揺るがす問題に発展する可能性があるということが分かり、従業員も人権の重要性が分かったと思う」との回答があった。

## 結果・今後の方針

E社の人権デューデリジェンスに関する取組は、バリューチェーン全体を対象に調査を行うだけでなく、調査結果を分析し、今後の取組みを着実に深化させようとするものであることを確認。



バリューチェーン  
の人権リスク  
可視化

## ④ 人的資本



2023年 追加

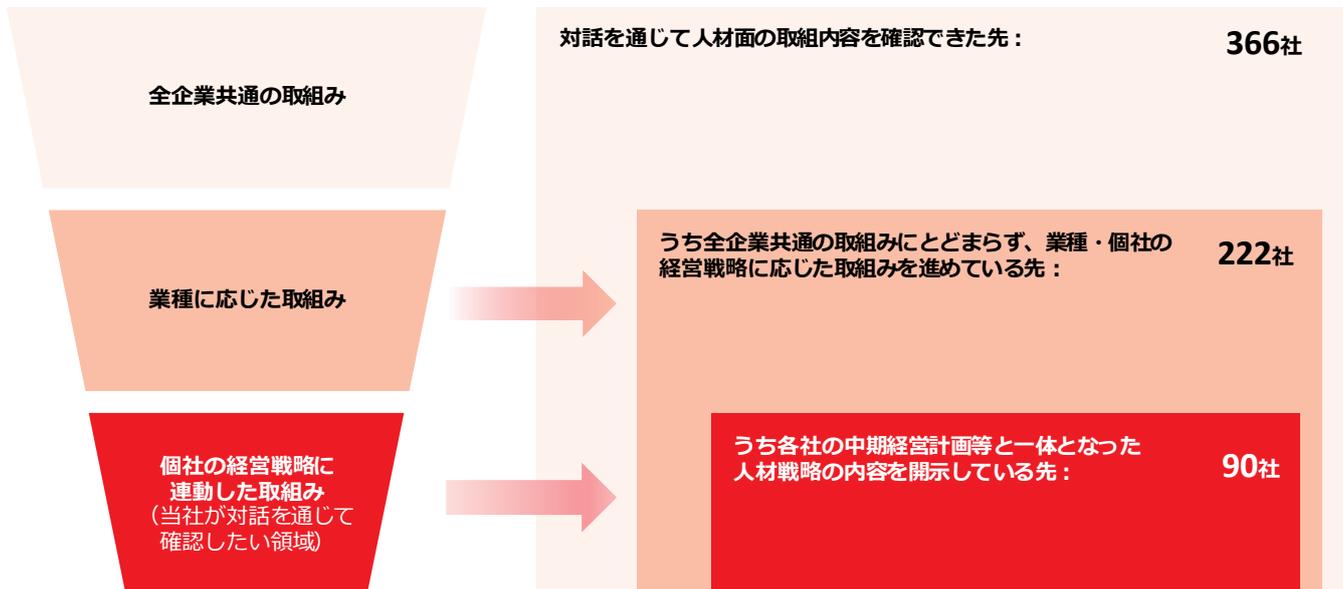
▶ 中期経営計画などの経営戦略と一体となった人材戦略(人材の育成・獲得、KPIの設定、人材の配置・活用方法を含む)の策定・開示を要望

## ＜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おり、複数年にわたる取組みや、部門間の連携を経て、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  
人材戦略を実践している先

自動車  
部品  
s社

- 事業戦略と人材戦略の連動にこだわっており、人事部門、経営戦略部門、エンジニアに関連する技術統括部門、そして事業部門が一枚岩となっている。経営戦略に応じた人材ポートフォリオのシフトは4つのステップで進めている。1つ目は現状の可視化であり、専門性・スキルの可視化を3～4年にわたり強化してきた。2点目はこれに基づき、to-be、ありたい姿を事業サイドが描き、現状とのギャップを特定する。次に、ギャップをどのように埋めるか議論し、最後に実行していく。現状が変化する中で、愚直にやり続けていくことで、ようやく事業戦略と経営戦略が連動してうまく回り始めたと考えている。

## <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。

自動車 t社	
各社の状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>カーボンニュートラル等を背景とした世界的な電動化の加速</li> </ul>
経営戦略の主な項目	<ul style="list-style-type: none"> <li>「電動化」と「知能化(自動運転等)」を軸とした事業変革</li> </ul>
経営戦略と一体となった 人材戦略の好取組事例	<b>① 連動</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>事業上の重点領域の人材の量的・質的充足</li> <li>従業員の内発的動機の喚起と多様な個の融合</li> </ul>
	<b>② 育成・獲得、配置・活用</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>事業戦略に連動して注力領域の人材ポートフォリオを作成すると同時に、リソースマネジメントプロセスの定義・要員戦略の策定・人材確保の活動を推進</li> <li>注力領域の人材充足・新領域におけるトップクラスの技術優位性の獲得に向け、過去に例のない規模の人材育成投資を実施</li> <li>経営方針に関わる全社発表内容に至った経緯・背景を社長の言葉で直接説明し、従業員の理解・共感・自分ごと化へとつなげることを目的とした意見交換会を開催</li> </ul>
	<b>③ KPI (中計期間)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>注力領域人材充足率(ソフトウェア領域)</li> <li>従業員エンゲージメントスコア 等</li> </ul>

## 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、経営戦略と連動した人材戦略が開示された事例

### 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。ご紹介いただ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」との回答あり。その後、F社は事業環境の変化を踏まえて求める人材像を再定義し、人材戦略方針を公表。

**2024年度:** 注力する事業領域における人材戦略や人材戦略に関する具体的なKPIの設定に向けた取組状況を確認し、更なる開示充実を要望。F社からは、「注力事業における人材戦略の中には定量化が難しいものもあり、KPIの設定・公表に向けては悩みが多い。人材戦略方針の中には従業員が挑戦する姿勢を後押しするような組織風土の醸成等といった特定の領域に限らず全社的に重要な取組みもあるため、KPIの設定は様々な観点から検討し、段階的に開示も充実させていきたい」との回答あり。

### 結果・今後の方針

その後、F社は人材戦略方針の取組状況を確認するKPIとして、従業員エンゲージメント等を新たに公表。



経営戦略と連動した  
人材戦略を開示

## (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られるものについては、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点をテーマに設定していましたが、2024年度（2024年12月～2025年11月）は新規テーマとして「資本コストや株価を意識した経営に向けた対応の開示」を追加しました。

これまで生命保険協会では、企業・投資家向けアンケート調査結果を踏まえ、企業に対して、資本コストを踏まえたROE目標の設定などを継続的に提言してきました。2024年度の同協会のアンケートでも引き続き約5割の投資家が日本企業のROE等の資本収益性が資本コストを下回っていると回答しており、依然として企業の対応・開示について改善の余地があると考えている投資家が多い状況です。東京証券取引所（以下、東証）も2023年3月に、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」を要請しました。同協会のアンケートでは、約9割の投資家が東証の要請に対する企業の対応・開示について評価できると回答しており、多くの投資家が日本企業の前向きな変化を感じていますが、一方で依然として対応・開示が確認できない企業も一部ある状況です。そうした中で、生命保険協会では、時価総額1,000億円以上かつPBR1倍未満の東証プライム/スタンダード市場上場企業のうち、東証の要請に沿った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・開示の要望を新たに開始しました。

こうした取組みも通じ、企業価値向上に向けた企業の取組み・開示を後押ししてまいります。

### 【協働エンゲージメントの取組状況】

(社)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
資本政策・ガバナンス	株主還元	45	48	67	64	63	57	53	32
	追加 資本コストや株価を意識した経営	---	---	---	---	---	---	---	11
ESG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
協働エンゲージメント合計		45	112	149	178	174	156	155	146

### 気候変動の情報開示充実に関する要望テーマの拡大



## <活動の成果>

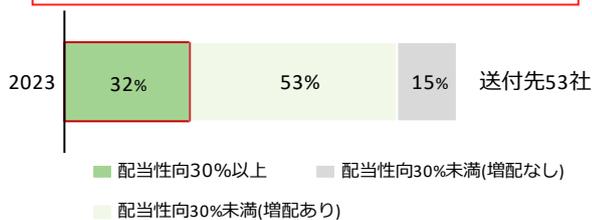
2023年度(2023年12月～2024年11月)は、以下3つのテーマについて延べ155社を対象に協働エンゲージメントによる対話を実施しており、いずれのテーマにおいても着実な成果が見られています。

### 【2023年度(2023/12～2024/11)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	各テーマの開始時期
株主還元 の充実	53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	38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	64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	155社		

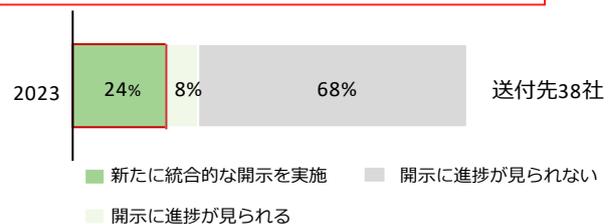
#### ・株主還元の充実

✓長期にわたり配当性向30%未満に該当する53社のうち、32%の企業について、配当性向が30%以上に向上



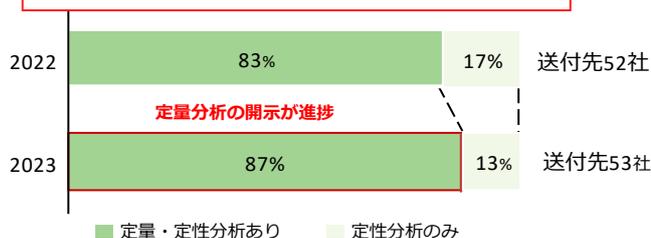
#### ・統合的な開示

✓時価総額上位300社中、統合的な開示のない38社のうち、24%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53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、定量分析を実施し開示が進捗



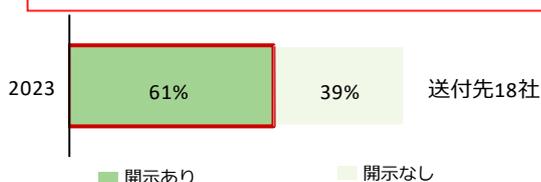
#### ・気候変動の情報開示充実(ロードマップ)

✓削減ロードマップは、96%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、61%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

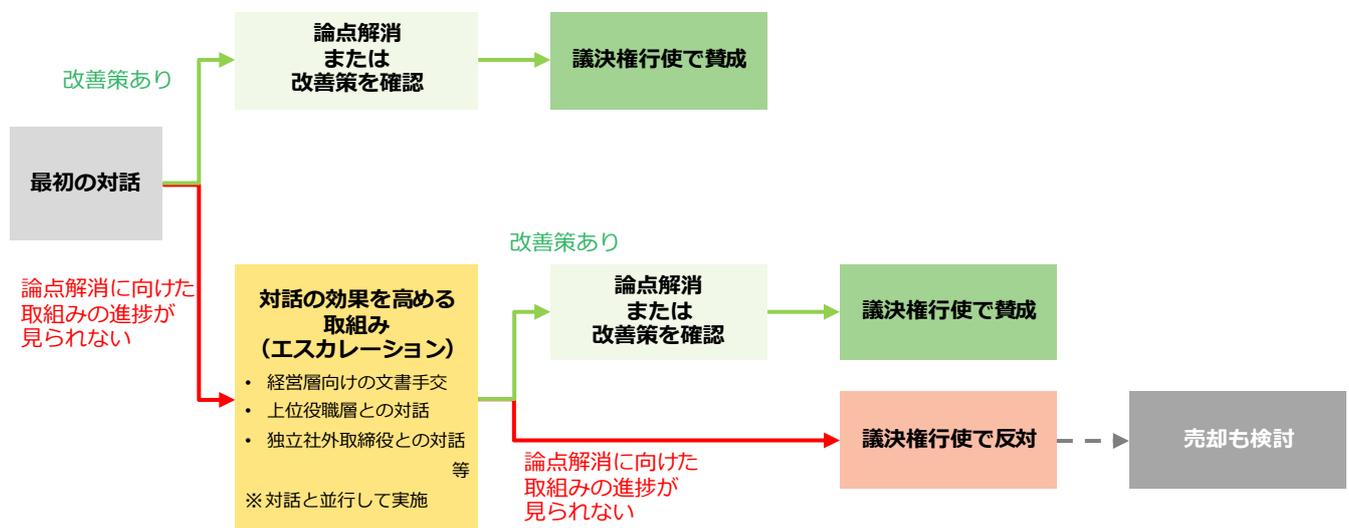
当社では、個別の対話の進捗状況を踏まえつつ、対話の効果をより高めることを意図して、経営層向け文書の手交、上位役職層との対話、独立社外取締役との対話など、様々な形での取組み（エスカレーション）を実施しています。

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。

##### 結果・今後の方針

指名・報酬諮問委員会の委員長である社外取締役との対話を通じて、取締役候補者選定に当たってのプロセスも含めて特段の問題は無いと思われることなどから、取締役選任に関する会社提案に賛成。なお、今後のガバナンス改革の状況や事業戦略遂行に向けた取締役の機能発揮状況、サクセッションプランの状況について、社外取締役や社長との対話を通じて確認していく方針。

#### 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、情報開示充実に要望した事例

##### 背景

H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：**H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、H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、H社と課題意識を共有。その後、H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。H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、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、「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ので、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、情報開示充実に要望。

##### 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。

#### (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「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・配当性向、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



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91件	全246件 ・論点解消91件 ・改善策等を公表済、改善策/意思を改善155件

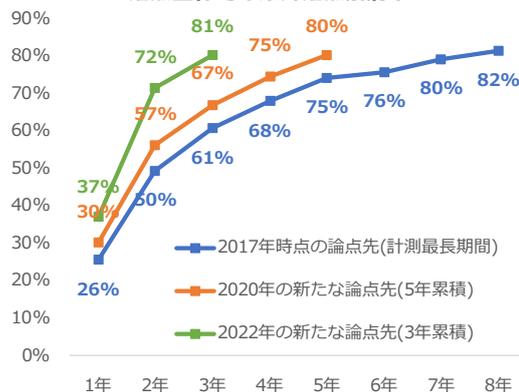
累計での論点解消率



3年経過後

5年経過後

論点全体での累計論点解消率



低ROEの累計論点解消率



2024年（2024年7月～2025年6月）に「重要な論点」があった先のうち、293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、91件（31%）の論点が解消しました。

「重要な論点」の未解消先は202件存在しますが、このうち155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246件（83%）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。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

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、主に以下の点に着目して取り組んでいきます。

- 東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請したことを契機に、上場企業では、ROEやPBRなど資本効率や株価に対する意識は高まっており、情報開示や取組みが充実してきています。持続的な企業価値向上に向けて重要となるのは収益力向上であり、設備投資や人的資本などの成長投資にもバランスよく資金配分し、「稼ぐ力」を高めていくことが期待されています。具体的には価値創造ストーリーを構築し、継続的に見直しを行っていくことが重要であり、その取組みの成果は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思われます。長期の投資資金を供給する機関投資家として、対話を通じて、そうした企業の持続的成長への取組みを後押ししていきます。
- 企業には、E（環境への責任）・S（社会への責任）に関連した様々なテーマについて、自社に加え、サプライチェーンを含めた取組みが求められています。そのような中、企業は取組領域の広さに難しさを感じており、例えば、スコープ3に関しては、排出量削減に向けたサプライーマネジメントに課題意識を持つ対話先企業がいるほか、自然資本や人権といった領域においても、企業全体での取組みをどのように進めていくかは悩ましい、といったような課題を感じている対話先企業も存在します。よって、E（環境への責任）・S（社会への責任）の取組推進には、企業価値の観点を踏まえ、優先順位をつけて進めていくことが重要であると考えており、当社では、特に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いきたいと考えています。また、人的資本についても、引き続き経営戦略と一体となった人材戦略の策定・開示の要望を継続しつつ、持続的な成長に向けた人的資本への投資が行われているか、についても確認していきます。
- また、取締役会等の機能強化がコーポレートガバナンス改革の重要なテーマとなる中で、執行サイドを監督する独立社外取締役等の役割はますます重要になってくると考えています。例えば、独立社外取締役との対話等を徐々に増やしていくことで、取締役会において、価値創造ストーリーの構築やその継続的な見直し、成長投資に向けた議論がなされているか、といった点などについて確認していきます。

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、2024年（2024年7月～2025年6月）の議決権行使は、対象企業（会社提案ベース）は1,370社、会社提案への反対比率1.4%（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0.7%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256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】

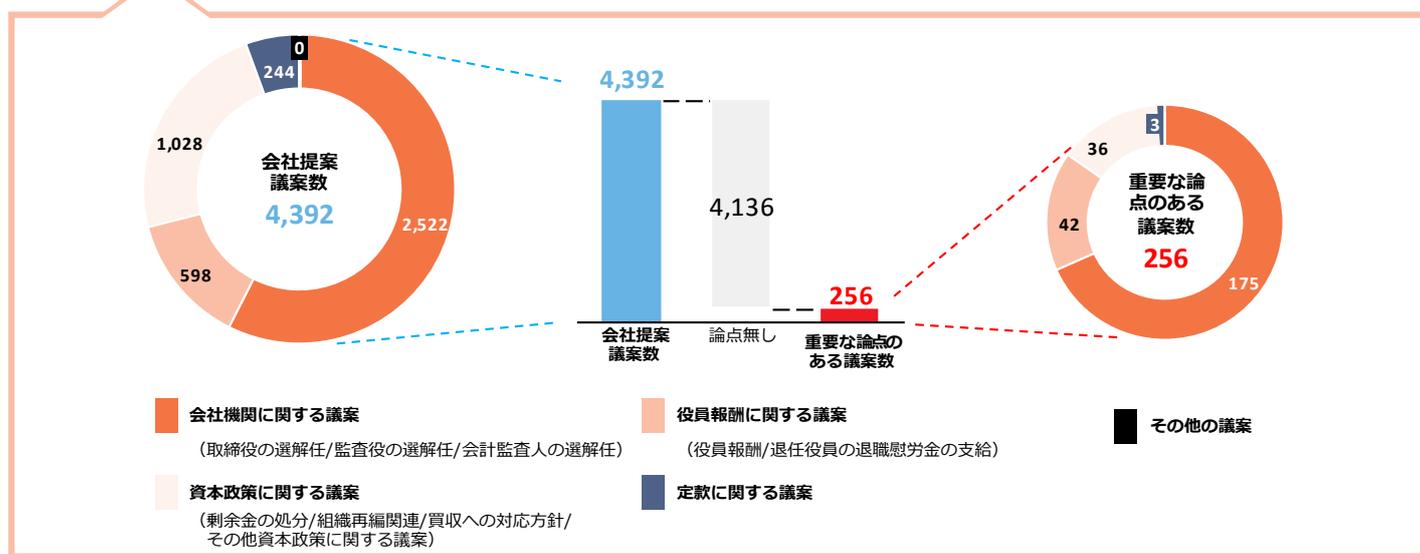
##### 会社提案合計

議案数	4,392	賛成	4,330	反対	62	反対比率*	1.4%
-----	-------	----	-------	----	----	-------	------

※2023年（2023年7月～2024年6月）反対比率1.3%

##### 株主提案合計

議案数	289	賛成	2	反対	287
-----	-----	----	---	----	-----



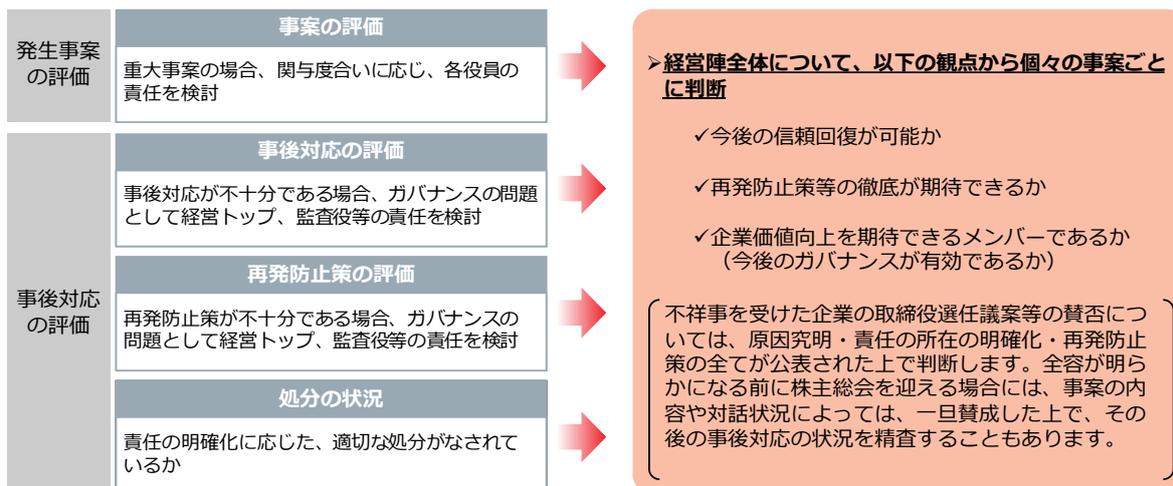
以下の表では、「重要な論点」がある議案についての賛否割合を示しています。この中に、形式的な要件のみを見て反対するのではなく、十分な精査と対話を重ねた上で投資先企業の実態を見て、最終的に賛成に至った議案も含まれています。例えば、不祥事、業績低迷、配当性向といった議案については、投資先企業におけるこれまでの対応策や今後に向けた経営姿勢などを勘案して、最終的に会社提案に賛成しているケースもあります。

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、56～58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	74%	26%
取締役の選解任	不祥事等	95%	5%
役員報酬	業績低迷・低配当性向	91%	9%
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	88%	12%
買収への対応方針	業績低迷	57%	43%

### 【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

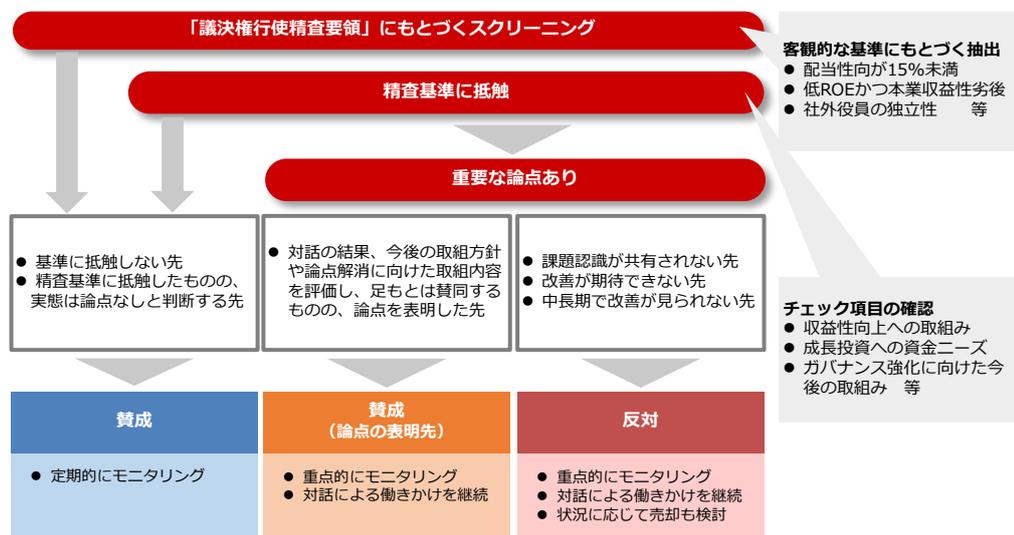
当社は、実効性の高いスチュワードシップ活動を実践していくために、議決権行使助言会社等を利用することなく、全ての投資先企業に対して、以下のプロセスに基づき、自らの判断で適切に議決権を行使しています。

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」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、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



##### 賛否判断・今後の方針

以上のことから、対話を通じても、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。

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権を求める定款変更

### < 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権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という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権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。

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権(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途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フロー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

## 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。

### ガバナンス体制改善に向けて、取締役の機能発揮が期待できないことから、取締役選任議案に反対した事例

#### 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、①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、また、②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、「御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、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「本事案における監査役及び社外取締役の機能発揮の問題点」、「本質的なガバナンス体制」の2点について原因究明が不十分であると考えられるため、内容を十分と評価することができないこと、取締役・監査役について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、株主総会における議決権行使において会社提案の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。なお、K社の姿勢に変化が無い場合は、今後の取組状況に応じて更なる対応を検討していく。

#### 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。L社では、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、L社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

スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードが制定され、約 10 年が経過し、日本企業におけるガバナンス改革は着実に進展しています。他方で、昨今企業を取り巻く事業環境の不確実性が増し経営の機動性がより重要になってきているものと認識しています。そうした環境下においては、経営のモニタリングについて従来以上に取締役会に委ねていきたいと考えており、その前提として取締役会や独立社外取締役の機能強化がますます重要になっているものと認識しています。

上記の考えのもと、今後の議決権行使に際しては、次の 4 点に注目しています。

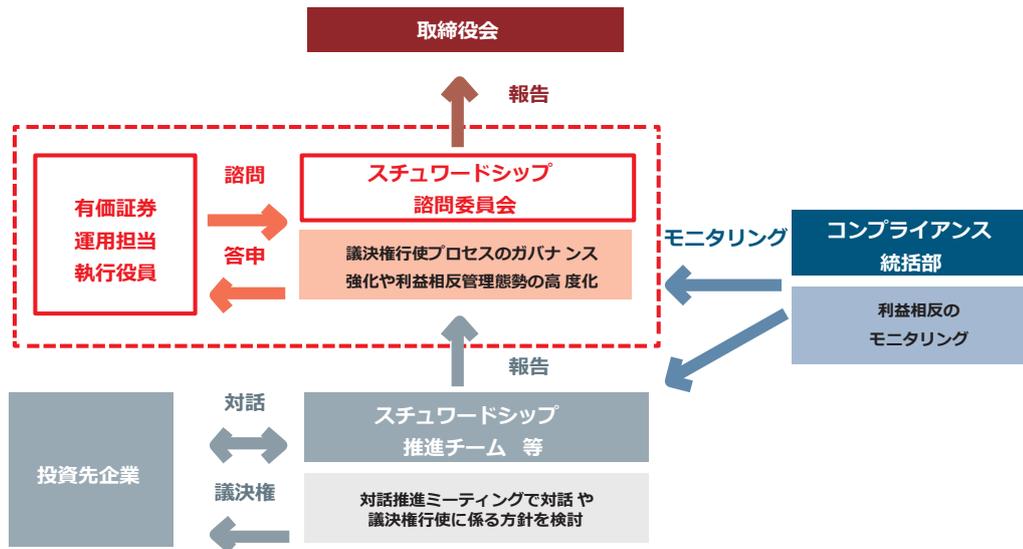
- 1 点目は、独立社外取締役の機能発揮の推進です。独立社外取締役は、独立した客観的な立場から経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行う重要な役割を担っています。今般、「議決権行使精査要領」において、独立社外取締役の人数基準や出席率の水準等を引き上げました。対話を通じて企業に体制整備を促すことで、独立社外取締役の機能発揮を後押ししていきます。
- 2 点目は、資本コストや株価を意識した経営の推進です。当社は、企業の経営陣が策定した資本収益性の改善に向けた方針・具体的な取組みを、取締役会で検討した上で開示し、取締役会が取組みの実行状況をモニタリングすることが望ましいと考えています。今般、「議決権行使精査要領」における取締役選任議案の反対事例として、資本収益性に課題がある企業において中期経営計画等にて「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取組みが明示されていない場合」を追記し、収益性に課題を有する企業に対し、中長期的な企業価値向上に向けた経営を更に後押ししていきます。
- 3 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。当社は、取締役会が多様なバックグラウンドを持つ取締役で構成され、多様な視点や価値観によって取締役会における議論の活発化につながると考えています。昨年、東証プライム市場上場企業に対して女性取締役の選任に関する基準を導入し、女性取締役が不在の企業と対話を行ってきました。多くの企業でジェンダー・ダイバーシティを推進する意向を確認できましたが、今後、女性取締役の選任に向けた取組状況に進捗が見られない場合には責任のある取締役の選任に反対する方針です。
- 4 点目は、買収提案に対する取締役会の対応についてです。昨今「同意なき買収」が増えていますが、当社は、真摯な買収提案に対してはまずは取締役会が真摯に検討した上で、対抗措置を発動する場合には株主意思を確認するべきと考えています。昨年、買収への対抗措置の発動について、株主意思が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。基準に抵触するスキームを有する企業に対して、対話を通じてスキームの変更を企業に要望してきましたが、納得できる説明が得られない場合には対象議案に反対する方針です。

上記 4 点以外の観点においても、議決権行使判断に当たっては、取締役会の機能強化を後押しするという観点から、納得できる説明があることを前提に、取締役会の意思・判断を尊重しつつ、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、改訂・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、7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（2025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	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 神作 裕之※（学習院大学 法学部法学科 教授）</li> <li>▶ 桑原 聡子（外苑法律事務所 弁護士）</li> <li>▶ 武井 一浩（西村あさひ法律事務所・外国法共同事業 弁護士）</li> <li>▶ 柳川 範之（東京大学大学院 経済学研究科・経済学部 教授）</li> </ul>
社内委員	<ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 有価証券運用担当執行役員（委員長）</li> <li>▶ コンプライアンス担当執行役員</li> <li>▶ 財務企画部長</li> </ul>
諮問事項	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 議決権行使のうち重要議案の賛否案（事前審議）[以下参照]</li> <li>・ 議決権行使精査要領の改訂方針案</li> <li>・ スチュワードシップ活動方針案</li> <li>・ スチュワードシップ活動結果（報告）</li> </ul> <p>重要議案の付議基準</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(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）</li> <li>(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等に就任している企業）</li> <li>(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）</li> </ul> <ul style="list-style-type: none"> <li>▶ 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</li> </ul>
開催	年3回程度

（※）2025年9月1日付で、会社法やコーポレートガバナンス等の分野及びスチュワードシップ活動にも精通した神作裕之氏（学習院大学法学部法学科 教授）が新たに社外委員に就任しています。

＜スチュワードシップ諮問委員会の社外委員構成（2024/7～2025/6）＞

氏名	本委員会での活動状況
尾崎 安央 <sup>※1</sup> （早稲田大学 法学学術院 教授） （出席3回／開催数3回 <sup>※2</sup> ：100%）	議決権行使結果の開示において対話内容や判断プロセスを説明することの重要性や、今後のE（環境）・S（社会）対話活動のあり方などについて、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 <sup>※2</sup> ：100%）	気候変動をテーマとする対話強化の中長期的な方向性、対外発信強化において当社が伝えていくべきポイントなどについて、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 <sup>※2</sup> ：100%）	企業の成長投資促進に向けて機関投資家が担うべき役割、E（環境）・S（社会）対話を行う上での視点、対外発信強化の重要性などについて、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 <sup>※2</sup> ：100%）	議決権行使判断やE（環境）・S（社会）対話における中長期的な企業価値向上の視点の重要性、対外発信強化に向けて必要な視点などについて、有益なご意見を頂いている。

（※1）2025年8月31日付で尾崎安央氏が社外委員を退任

（※2）別途、書面にて1回開催（第24回）

### (3) スチュワードシップ諮問委員会の主な議論内容（2024/7～2025/6）

2024年7月から2025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23回（2024年9月開催）

テーマ	<ul style="list-style-type: none"> <li>活動報告書の内容、議決権行使精査要領の改正について</li> <li>国内社債のスチュワードシップ活動取組みについて</li> <li>議決権行使結果について</li> <li>利益相反の検証について</li> </ul>
議論内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>スチュワードシップ活動報告書2024（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頂きました。</li> <li>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。</li> </ul>

#### 第24回（2025年2月開催）※書面開催

テーマ	<ul style="list-style-type: none"> <li>重要議案への当社対応方針について</li> </ul>
議論内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> </ul>

#### 第25回（2025年3月開催）

テーマ	<ul style="list-style-type: none"> <li>重要議案への当社対応方針について</li> <li>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</li> <li>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について</li> </ul>
議論内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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、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。</li> <li>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いただきました。</li> </ul>

#### 第26回（2025年6月開催）

テーマ	<ul style="list-style-type: none"> <li>重要議案への当社対応方針について</li> <li>スチュワードシップ・コード改訂への対応方針について</li> </ul>
議論内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>

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（2024/7～2025/6）】

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	<ul style="list-style-type: none"> <li>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、25/3期のROEは低迷。</li> <li>対話では、グローバルでの生産拠点再編による固定費削減等の構造改革の具体的な取組状況や、新規事業への進出等、中長期的な収益改善策を確認。また、当社の要望に沿った構造改革の進捗に関する開示が行われたことも確認。</li> <li>また、社外取締役との対話を通じて、社外取締役からも構造改革の進捗が評価されていることを確認し、執行部門へ構造改革等に関する更なる開示の充実を要望。</li> <li>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。</li> </ul>
2	鉄道 B社	低配当性向	剰余金処 分/報酬 枠の増加	賛成	<ul style="list-style-type: none"> <li>25/3期は増配したが、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。</li> <li>対話にて、長期戦略で計画したキャッシュアロケーションに沿って成長分野への投資を実行していること、安定的な増配を目指すべく、一定のDOE水準を下限とする累進配当を導入し、株主還元も継続的に強化する方針を確認。累進配当に基づき、26/3期の配当性向は当社要望水準を上回る見込み。</li> <li>以上より、賛成にて対応し、今後も株主還元姿勢に変化がないことを、対話を通じて確認していく。</li> </ul>
3	鉄鋼 C社	定款変更(剰 余金処分の取 締役会授權)	株主提案	反対	<ul style="list-style-type: none"> <li>配当等の決定機関に関する当社の考え方は、株主総会のみに限定せず、株主還元が戦略的に検討されていれば取締役会でも決定すること(非専権化)は問題ないとの認識。</li> <li>決定機関を株主総会のみに限定する本株主提案に対して、C社は「取締役会にて機動的かつ柔軟に判断することが中長期的な企業価値向上につながる」と反対しており、C社は株主還元を資本政策の一要素として戦略的に検討していることも踏まえ、一定納得的だと考えられる。</li> <li>一方で、決定機関を取締役会のみに限定する現状は当社の考え方と差異はあるものの、対話を通じて、コーポレートガバナンスを担う立場でもある役員自らが主導して非専権化に向けた検討を開始していることを確認していることから、株主提案には反対にて対応し、C社の議論の進捗をフォローする。</li> </ul>
4	通信 D社	定款変更(剰 余金処分の取 締役会授權)	定款変更	賛成	<ul style="list-style-type: none"> <li>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。</li> <li>以上より、賛成にて対応する。</li> </ul>
5	損害 保険 E社	不祥事(情報 漏洩)	取締役 選任	賛成	<ul style="list-style-type: none"> <li>当局による行政処分を踏まえ、原因究明、再発防止策の策定、責任の所在の明確化を公表済み。</li> <li>対話では、社外取締役の機能発揮・グループガバナンス強化に向けた取組みを要望し、社外取締役が社員とミーティングを実施し、取締役会における議論が現場に浸透しているか確認する取組みが行われていることや、親会社に第2線・第3線機能を集約し、内部監査専門人材の中途採用等を通じて、グループとしてモニタリング体制を強化していることも確認。</li> <li>また、代理店との対話を通じて適切な代理店管理に取り組んでいること、当局との対話も踏まえて再発防止策に取り組んでいることに加え、従来の業界慣行や組織風土を前提としたビジネスモデルから転換するという経営トップの強いコミットメントのもと、取締役会構成</li> </ul>

No	企業名	精査項目	対象議案	賛否案	判断理由
					<p>を社外取締役が過半数を占める構成へと見直し、経営トップのリーダーシップ発揮を支援できる体制を構築予定であることを確認。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・以上より賛成にて対応しつつ、保険料調整行為に関する見直し後の業務改善計画に沿った対応も含めて、再発防止策等を継続フォロー。</li> </ul>
6	化学 F社	不祥事	取締役 選任	反対	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 事案公表までの対応の遅さが健康被害の拡大につながった可能性、製品回収に伴う業績への影響、そして現時点でも健康被害の調査対象が増加し続けていること等を踏まえると、会社の信頼を揺るがす極めて重大な問題と認識。</li> <li>・ 当社は、「本事案における監査役及び社外取締役の機能発揮の問題点」、「本質的なガバナンス体制」の2点で調査が不十分と認識。再発防止策及び責任の明確化については公表されているものの、前提となる調査が不十分であるため、現時点では内容を十分と評価できない。</li> <li>・ 複数回の対話を通じて追加調査を要望したものの、追加で調査を行う意向は確認できなかったため、現状の取締役及び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。</li> <li>・ 以上より、再任取締役の選任には反対にて対応する。</li> </ul>
7	金融等 G社	不祥事	取締役 選任	賛成	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当局に対する報告を踏まえた原因究明、再発防止策、責任の所在の明確化の取組状況を確認。</li> <li>・ 当社より、法令等遵守の徹底に向けては、研修体系や社内ルールを整備することだけでなく、現場の社員に対する意識浸透を図っていくことが重要であることを指摘したところ、役職員に対する研修を継続的に行っていくことや、研修の理解度に基づきグループ会社からのモニタリング項目を見直すことで牽制体制も強化すること等、再発防止策の形骸化防止に向けた取組を確認。</li> <li>・ また、営業数値を追う組織風土への対応策として、アフターフォロー等の顧客との信頼関係構築につながる活動を評価する仕組みを導入することや、今回の事案を契機に、個人情報に係る規程やマニュアルの総点検を行い、関連法令への対応が適切かどうかの総点検を行っていること、また、親会社による法令改正等の検知体制強化や子会社管理機能の強化等、グループガバナンスの観点からも、再発防止に向けた取組を進めていることを確認。</li> <li>・ 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。</li> </ul>
8	銀行 H社	不祥事	取締役 選任	賛成	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 当局からの業務改善命令を受けて、原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定は全て公表されており、取組状況を確認。</li> <li>・ 当社より、再発防止に向けては親会社のグループガバナンス強化や社外取締役の機能発揮も重要となると指摘したところ、持株会社をコントロールタワーとするモニタリング態勢を構築することに加え、今回の再発防止策の策定に当たっては、持株会社の取締役会や監査役会の目を通し、社外取締役等の意見も踏まえた上で策定したことを確認。</li> <li>・ また、役員層に関する改善対応策として、理解度テストや結果の分析等を通じた研修の強化やメール等のコミュニケーション手段のモニタリング、経営トップからのメッセージや法令違反時の罰則強化等、経営管理態勢の強化に向けた取組を行っていることも確認。</li> <li>・ 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。</li> </ul>
9	機械 I社	不祥事	取締役 選任	賛成	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 調査委員会による報告書を踏まえた原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定は対応済み。対話では、品質不正防止に向けて、品質保証部門によるモニタリングの強化や人員確保に加え、グループガバナンス強化として、グループ全体のリスク管理態勢構築を目的にERM室を立ち上げるなど、再発防止に向けた取組を確認。</li> <li>・ なお、報告書において検査不正を認識していたとされる取締役候補者について、責任の明確化が不十分である可能性があることから、指名・報酬諮問委員会の委員長である社外取締役、現社長との対話を追加で実施。対話を通じて、検査不正に対する責任の有無の判断プロ</li> </ul>

No	企業名	精査項目	対象議案	賛否案	判断理由
					<p>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名とも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を確認。取締役候補者選定プロセスに、特段の問題はないと考えられる。</p> <p>・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事業戦略の実行に向けた機能発揮状況について、社外取締役や社長との対話にて確認していく。</p>
10	自動車J社	不祥事	取締役選任/報酬枠の増加	賛成	<p>・当局による行政処分を踏まえ、原因究明、再発防止策、責任の所在の明確化の取組状況を確認済み。</p> <p>・社長との対話を通じて、短期的には適切なリソースの確保と権限と責任の明確化などの体制の見直し、中期的には自主研究会を通じた経営トップと現場一体の風土・文化改革が進捗していること、長期的には当局との官民協議会を通じて認証制度の改革を進める意向を確認。</p> <p>・役員報酬のインセンティブ部分には「ガバナンス」の項目があり、社長との対話を通じて、本事案を24年度の役員報酬に反映する意向を確認した。</p> <p>・また、今回の不正事案が海外認証の部分でも発生したことを受けて、国内と海外拠点での情報共有やオペレーションの改善を図るだけでなく、各地域の状況に合わせて現地に権限を委譲するなど、グローバル戦略について深い議論がなされていることを確認。</p> <p>・以上より、事後対応が適切に実施されて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していく。</p>
11	鉄道K社	不祥事	取締役選任	賛成	<p>・第三者委員会による報告書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を確認。</p> <p>・対話を通じて、再発防止策公表後も再発防止策の実効性向上に向けた議論を継続し、社外取締役をグループ会社の研修講師や、安全会議のオブザーバーとして派遣するといった新たな取組みを策定する等、再発防止に真摯に取り組んでいることを確認。</p> <p>・また、再発防止策の実施状況を踏まえて、実効性・有効性を更に高めるための検討を継続する方針である等、安全担保に向けたPDCAサイクルを強化する姿勢も確認。加えて、持分法適用会社に対しても、出資パートナーと連携しながら、連結子会社と同様のガバナンス強化を図る方針であり、グループガバナンス強化に対する前向きな意思を確認。</p> <p>・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。</p>

## 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。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、2025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」（52ページ）をご参照ください。

原則2 自己評価	<p>当社では、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。</p> <p>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。（2024年（2024年7月～2025年6月）における諮問委員会は2024年9月、2025年3月、2025年6月に開催*）。</p> <p>*別途、書面にて1回開催（2025年2月）</p>
-------------	--

### 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	<p>2024年（2024年7月～2025年6月）に投資先企業に対話を実施した総数は652社となりました。</p> <p>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、7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。</p> <p>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。</p>
-------------	--

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、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。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51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

2024年（2024年7月～2025年6月、以下同様）は652社・延べ1,058回の対話を実施しました。（対前年▲43社、▲110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。

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、2024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〔自事業の活動に関連する他社の排出量〕上位先49社と対話を行いました。社債投資においても、82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。

2025年（2025年7月～2026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。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。

<p>原則 5 自己評価</p>	<p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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。</p> <p>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ます。</p>
----------------------	---

## 原則 6

<p>原則 6</p>	<p>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。</p>
-------------	---

### 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。

<p>原則 6 自己評価</p>	<p>「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。</p> <p>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。</p>
----------------------	---

## 原則 7

<p>原則 7</p>	<p>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。</p>
-------------	--

### 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	<p>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、7 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。</p> <p>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。</p> <p>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 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。</p> <p>今後も、スチュワードシップ活動の P D C A を継続し、企業との対話の質を一層強化していきます。</p>
--------------	---

## 原則 8

原則 8	<p>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。</p>
------	---

### 当社の取組：適用対象外

原則 8 自己評価	<p>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。</p>
--------------	--