

## 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考察

～生成 AI を活用した過去約 10 年の対話記録の分析～

(目次)

1. 日本生命のスチュワードシップ活動
2. 分析の目的
3. 当社が目指す効果的な対話に関する分析（分析 A と分析 B）
4. 効果的な対話と企業の行動変容との関係に関する分析（分析 C）
5. 本分析による学び

### 1. 日本生命のスチュワードシップ活動

当社は、生命保険契約に基づく契約者への保障責任をまっとうするとともに、より多くの配当を長期・安定的に支払うことを目的に資産運用に取り組んでいる。こうした特性や生命保険事業の公共性を踏まえ、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、長期的な視点が求められる。国内上場株式への投資も同様であり、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ている<sup>1</sup>。

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、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企図した働きかけである。双方向の建設的な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するスタンスのもと、深度ある分析に基づく意見表明や、対話で得た好事例等の情報を組織的なノウハウとして蓄積し、必要に応じ他の企業にも紹介するよう努めている<sup>2</sup>。こうした活動を積み重ね、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となり、さらに対話の質の高度化につなげる好循環を維持していきたいと考えている。

### 2. 分析の目的

日本版スチュワードシップ・コード（以下、「コード」という）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、当社はコードに制定当初よりコンプライしており、活動の進化に努めてきたが、前述の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、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、さら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 年にわたり蓄積した国内上場株式の投資先企業との対話記録 8,830 件<sup>3</sup>を用いて、次の 3 点を分析した。

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。

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。

<sup>1</sup> 一般勘定における国内上場株式は、一部のファンドを通じた投資を除き、すべ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、すべて自ら行っている。

<sup>2</sup> 当社は、国内最大級の対話量である年間約 700 社にのぼる全国の投資先企業と対話を行っている。

<sup>3</sup> 当社が 2013 年～2024 年の間に行った国内上場株式投資先企業との対話記録の総数。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 回の対話でおおむね 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。

分析 C： 当社の要望に対する企業の行動変容の状況はどうか。

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みられるかも分析した。

なお分析に当たっては、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>4</sup>を用い、実際の分析作業は、客観性を担保するため、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>5</sup>。

### 3. 当社が目指す効果的な対話に関する分析（分析 A と分析 B）

コードでは、「原則 3：企業の状況の的確な把握<sup>6</sup>」、「原則 4：建設的な目的を持った対話<sup>7</sup>」などが定められており、対話に当たっては、投資先企業の深度ある分析に基づき、課題を把握した上で、建設的な意見交換を行うことでお互いの理解を深めていくことが重要であるとされている。これは形式的・画一的なものではなく、個社の状況を踏まえて創意工夫を凝らしたものである必要があると考えられる。

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、以下 8 つのテーマ<sup>8</sup>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。

- ・ 当社議決権行使精査基準に抵触するケースとして、「①低 ROE」、「②低配当」、「③不祥事案」
- ・ 議決権行使精査基準には抵触しないものの、財務面の対話を行っているケースとして、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」
- ・ 財務面だけでなく、地方創生等の特有の論点を有するケースとして、「⑤地方銀行」
- ・ E（環境への責任）・S（社会への責任）に関する対話を行っているケースとして、「⑥気候変動」、「⑦ビジネスと人権」、「⑧人的資本」

分析 A・分析 B に用いた対話記録の年別・テーマ別の件数内訳は【図表 1】のとおりである。

【図表 1】 分析 A・B に用いた対話記録の年別・テーマ別の内訳

|                             | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年 | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 | 2024年 | 合計     |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 対話記録の件数                     | 74    | 201   | 355   | 563   | 939   | 1,016 | 1,025 | 1,016 | 1,053 | 985   | 1,024 | 579   | 8,830  |
| 対話テーマの件数                    | 191   | 521   | 601   | 1,079 | 1,859 | 2,257 | 2,104 | 2,437 | 2,663 | 2,696 | 2,702 | 1,626 | 20,736 |
| ① 低ROE                      | 42    | 139   | 53    | 84    | 101   | 120   | 137   | 120   | 149   | 121   | 156   | 101   | 1,323  |
| ② 低配当                       | 49    | 95    | 24    | 63    | 103   | 129   | 118   | 109   | 95    | 80    | 68    | 47    | 980    |
| ③ 不祥事案                      | 3     | 12    | 13    | 7     | 38    | 64    | 69    | 24    | 15    | 49    | 45    | 15    | 354    |
| ④ 事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等 | 74    | 200   | 353   | 559   | 920   | 1,003 | 1,008 | 991   | 1,039 | 939   | 968   | 575   | 8,629  |
| ⑤ 地方銀行                      | 6     | 4     | 24    | 17    | 56    | 92    | 87    | 79    | 90    | 86    | 83    | 67    | 691    |
| ⑥ 気候変動                      | 3     | 13    | 19    | 57    | 113   | 217   | 184   | 510   | 673   | 605   | 488   | 272   | 3,154  |
| ⑦ ビジネスと人権                   | 1     | 3     | 9     | 49    | 62    | 90    | 57    | 113   | 128   | 153   | 271   | 145   | 1,081  |
| ⑧ 人的資本                      | 13    | 55    | 106   | 243   | 466   | 542   | 444   | 491   | 474   | 663   | 623   | 404   | 4,524  |

（注）：表に示した年は当年 7 月～翌年 6 月。2024 年は、2025 年 3 月時点で対話記録があるもののみ対象。

<sup>4</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>5</sup> オリバーワイマン社とは守秘義務契約を締結し、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>6</sup> 「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。」

<sup>7</sup> 「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。」

<sup>8</sup> たとえば、当社でも、上記のほか社外取締役の人数や独立性、出席率、ダイバーシティ、買収防衛策などがバナンスにおいて重要なテーマに関する対話も行っているが、一般にテーマの性質上、対話の深度や創意工夫の余地が限られるため、これらのテーマは分析対象からは除いている。

分析 A については、まずコードに沿って当社が目指す「効果的な対話」をあらかじめ定義した上で、生成 AI に学習と指示を行い、生成 AI に対話記録の内容を評価させた（【図表 2】）。よって生成 AI に（たとえば、企業の行動変容の状況等もあらかじめ読み込ませた上で）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。生成 AI の学習と指示に当たっては、当社「スチュワードシップ活動報告書（2024）」を基本方針として生成 AI に読み込ませた上で、生成 AI が適切に対話記録を分析・評価するための指示文（以下、「プロンプト」という）を与えて、生成 AI が「効果的な質の高い対話とは何か」を適切に識別できるよう、トライアンドエラー<sup>9</sup>を重ねて精度を向上させた。なお「効果的な質の高い対話」については、前述のスチュワードシップ・コード原則 3 および原則 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した<sup>10</sup>。

- (1) 深度ある分析ができている（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）
- (2) 投資家としての意見表明を行っている（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）
- (3) 建設的な対話となっている（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している）
- (4) 双方向のやりとりとなっている（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している）
- (5) 他社比較等の要素も踏まえている（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）
- (6) 具体的な数値を交えたやりとりとなっている（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）

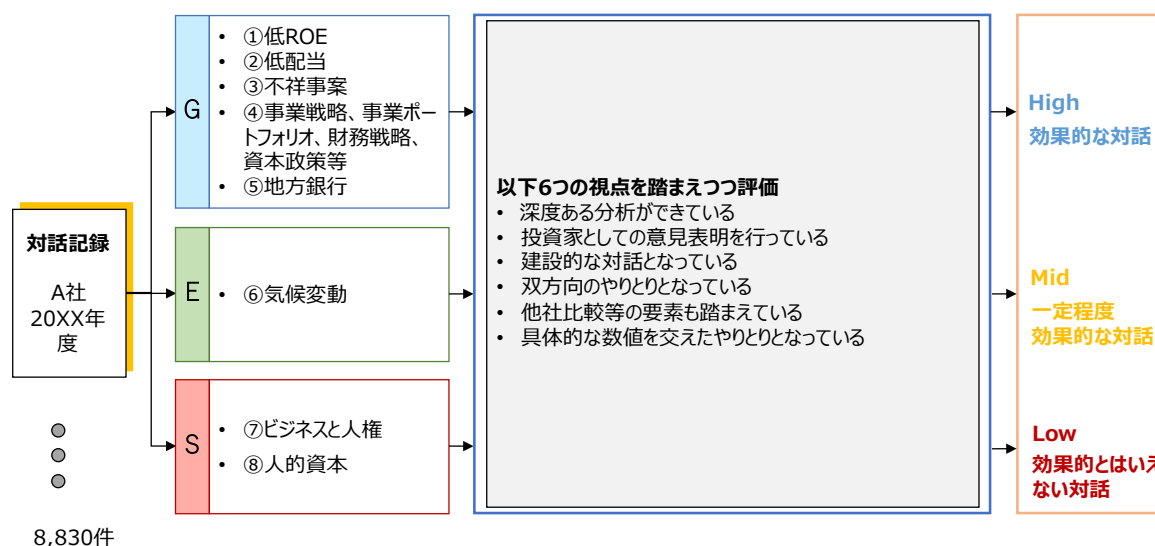
そして、生成 AI に対話記録の内容を「効果的な対話（High）」「一定程度効果的な対話（Mid）」「効果的とはいえない対話（Low）」の 3 分類で評価させた。ここで「効果的な対話（High）」とは、コードの趣旨に基づき、当社が目指すべき対話であり、対話担当者が 1 名当たり年間で全国約 80 社から 100 社の対話を担当する中では、すべての対話で達成することは容易ではないものの、当社として努力を積み重ねて達成を目指す水準に設定している。したがって、この分類は対話記録全体における個々の対話の質の相対感を考慮することなく、生成 AI が判定したものである。

---

<sup>9</sup> 当初サンプルとして約 300 件の対話記録について、生成 AI による評価と当社チームメンバーによる評価との相違が無いかを確認した。そして、プロンプトを調整しつつ、この過程を繰り返すことで、「効果的な質の高い対話とは何か」を人間の感覚と同様に分析できるように、学習を重ねた。

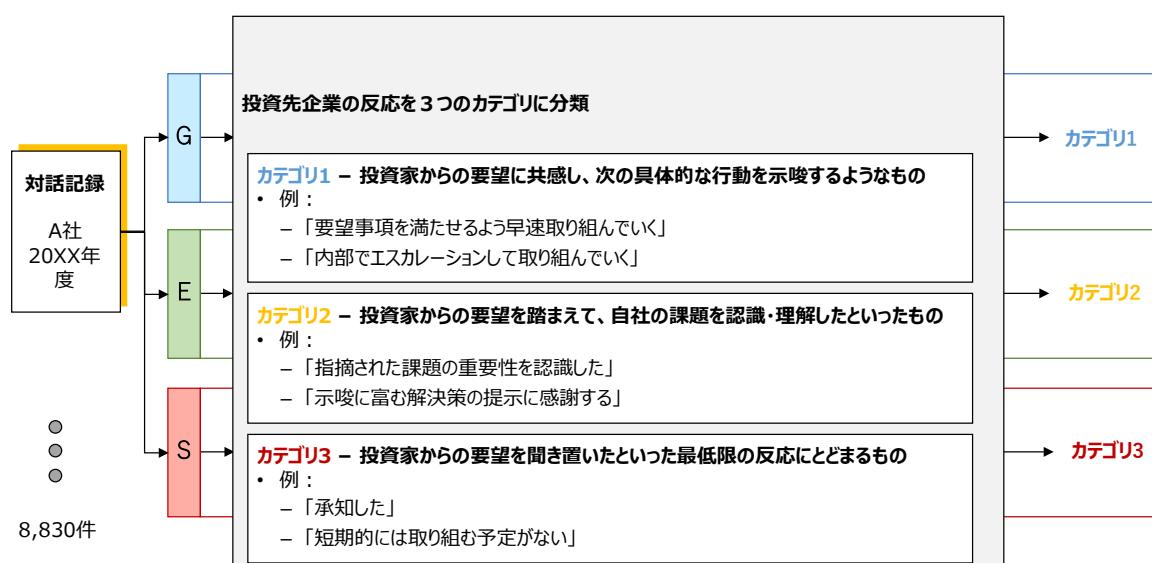
<sup>10</sup> 本分析を始めた当初は、これら 6 つの切り口を基にそれぞれで評点をつけて総合点として合算することを考えたが、この方法では、網羅的に話題を広げている対話の評価が高くなり、やや表面的な対話でも高評価の判定になってしまうことが判明したことから、「効果的な質の高い対話」とはどのようなものかにつき、まず、具体的な複数の好事例を生成 AI に学習させ、質の高い対話における個々の対話の深さや流れを把握させた。その上で、単に課題を指摘するだけにとどまらず、投資先に具体的な事例も示しつつ、投資先の納得感を引き出し、長期的な観点も踏まえて、次のステップにつながる対話の展開ができていくかをみて、「効果的な質の高い対話」かどうかを判定する形とした。一方で、プロンプトをあまり細分化し過ぎると、生成 AI の評価が該当有無を機械的に判定するチェックボックス的になる傾向があることも分かったため、こうした評価にならないよう留意しつつ、プロンプトの調整を行った。実際のプロンプトは、A4 紙で約 10 枚の分量となっている。

【図表 2】 分析 A：効果的な対話に関する分析の概要



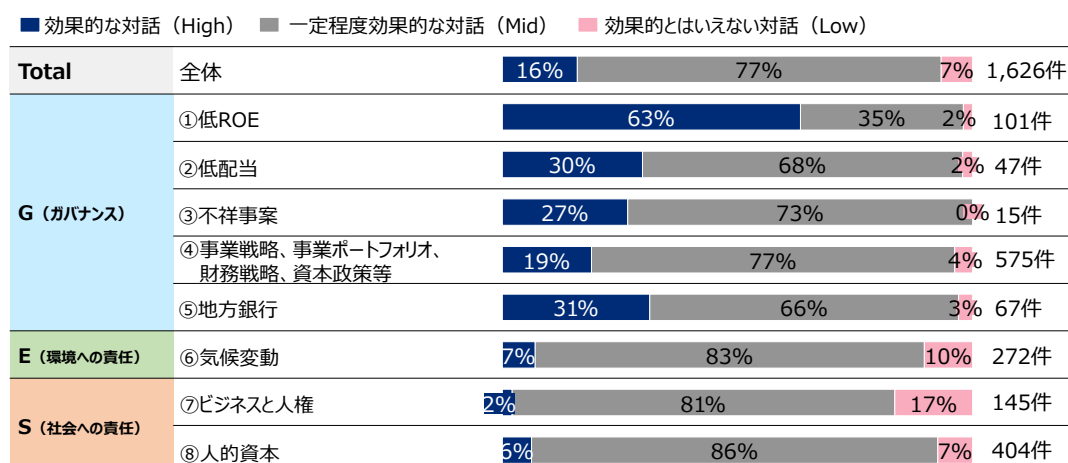
次に、分析 B については、投資先企業の反応や受け止め方について、【図表 3】のとおり、「カテゴリ 1：投資家からの要望に共感し、次の具体的な行動を示唆するようなもの」、「カテゴリ 2：投資家からの要望を踏まえて、自社の課題を認識・理解したといったもの」、「カテゴリ 3：投資家からの要望を聞き置いたといった最低限の反応にとどまるもの」という 3 分類で評価した。この評価についても、生成 AI にプロンプトを与えて、判定を行わせた。

【図表 3】 分析 B：対話時の投資先企業の反応に関する分析の概要



対話の質を評価する分析 A の結果は、まず直近 2024 年の対話を分析したものが、【図表 4】である。全体では 16%が「効果的な対話（High）」と判定されたほか、テーマ別にみると、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⑥～⑧の 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が確認できた。

【図表 4】分析 A：2024 年のみ、全体およびテーマごと

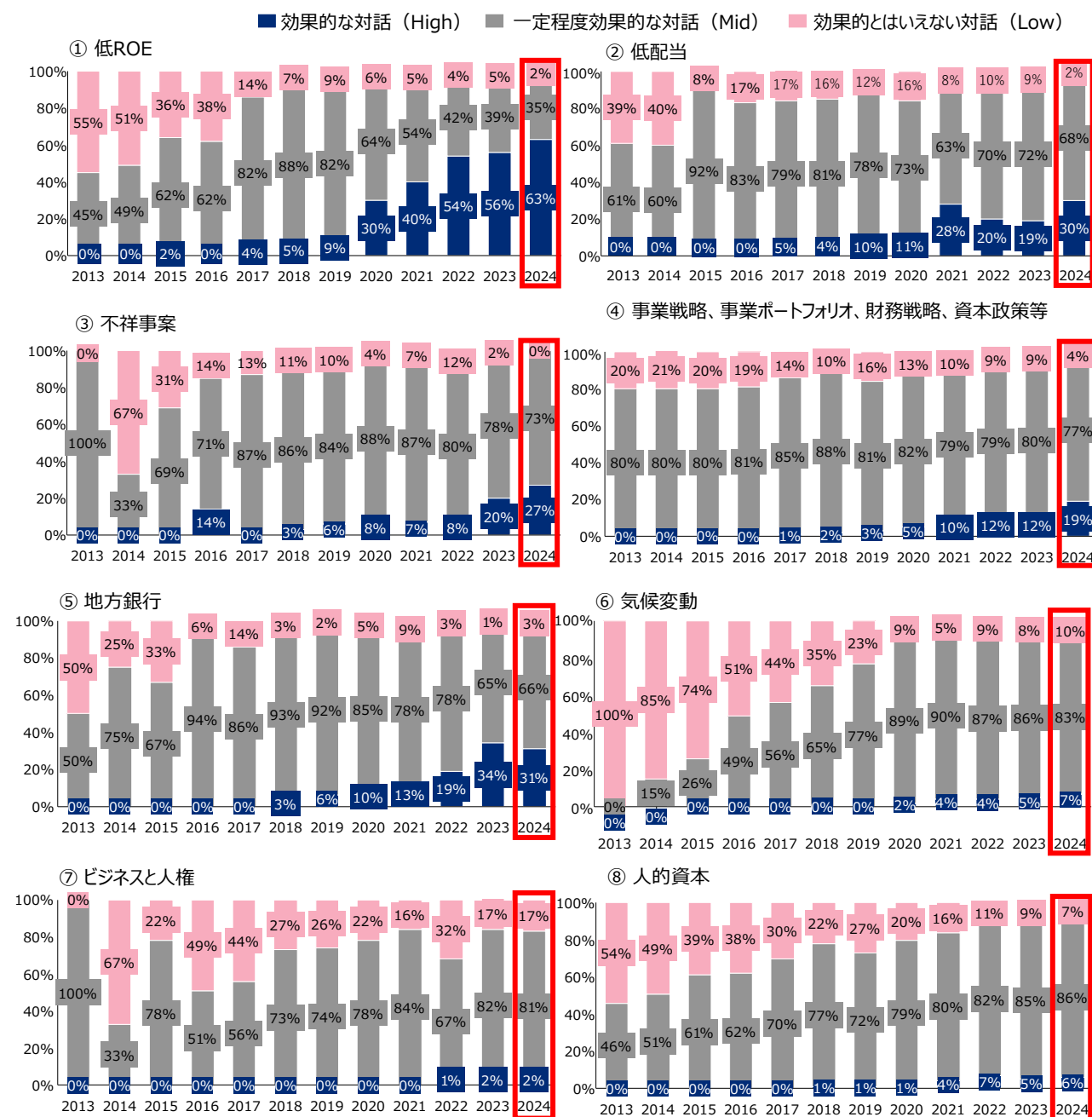


（注）：項目ごとの合算で 100%。図表 5～7、図表 10、11 も同様。なお、四捨五入により合算で 100%にならない項目もある。

次に、【図表 5】のとおり、時系列での変化をみると、すべてのテーマにおいて、「効果的な対話（High）」の割合が徐々に上昇している。特に「①低 ROE」や「②低配当」といった主に財務面のテーマは、当社の議決権行使精査基準で定めた方針に沿って対話を行っていることから、企業への要望事項が比較的明確であり、過去からのノウハウも蓄積されてきたため、「効果的な対話（High）」の割合が相対的に高いと推察される。また、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマは、対話担当者の深度ある分析に基づき、企業側の課題をあらかじめ特定し伝達するとともに、企業の反応も踏まえて長期的視点で建設的な対話を行う必要があり、最も難度が高いテーマの一つである。このテーマにおける「効果的な対話（High）」の割合は過去低位にとどまっていたものの、2024 年は 19%まで増加している。このテーマは強化領域と位置づけており、今後も注力していきたい。

一方で、当社では G（ガバナンス）や財務関連の対話テーマを先行して取り組んできた経緯があり、「⑥気候変動」、「⑦ビジネスと人権」、「⑧人的資本」のテーマについては「効果的な対話（High）」と判断された割合が相対的に低位にとどまっているが、「効果的とはいえない対話（Low）」と判定された割合は着実に減少している。今後もこれらのテーマについては、組織としての知見を蓄積し、対話の質をより高めていく必要があると考えている。

【図表 5】 分析 A：時系列での変化、テーマごと



次に、投資先企業の反応を評価する分析 B について、直近 2024 年の対話の結果は、以下の【図表 6】のとおりである。全体では、「カテゴリ 1」の割合は 24%、「カテゴリ 2」は 76%、「カテゴリ 3」は 0%という評価となっており、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られていることを示している<sup>11</sup>。

<sup>11</sup> 「②低配当」のテーマは「カテゴリ 1」が 13%にとどまっているが、当社の議決権行使精査基準において低配当の論点に抵触した投資先企業に対しては、配当性向の引き上げや配当方針の明確化や開示、財務戦略や資本政策を交えた議論を行う中で、当該企業が置かれた局面次第では内部留保の拡大に一定の妥当性が認められるケースもある。配当水準は高ければよいというのではなく、企業の状況に応じた対話が求められるテーマであるため、企業側も当社の要望に対する理解は示しつつも、対話の場で対応策の明示に至るようなケースは相対的に少ないことを示していると考えられる。

【図表 6】 分析 B: 2024 年のみ、全体およびテーマごと

■ 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

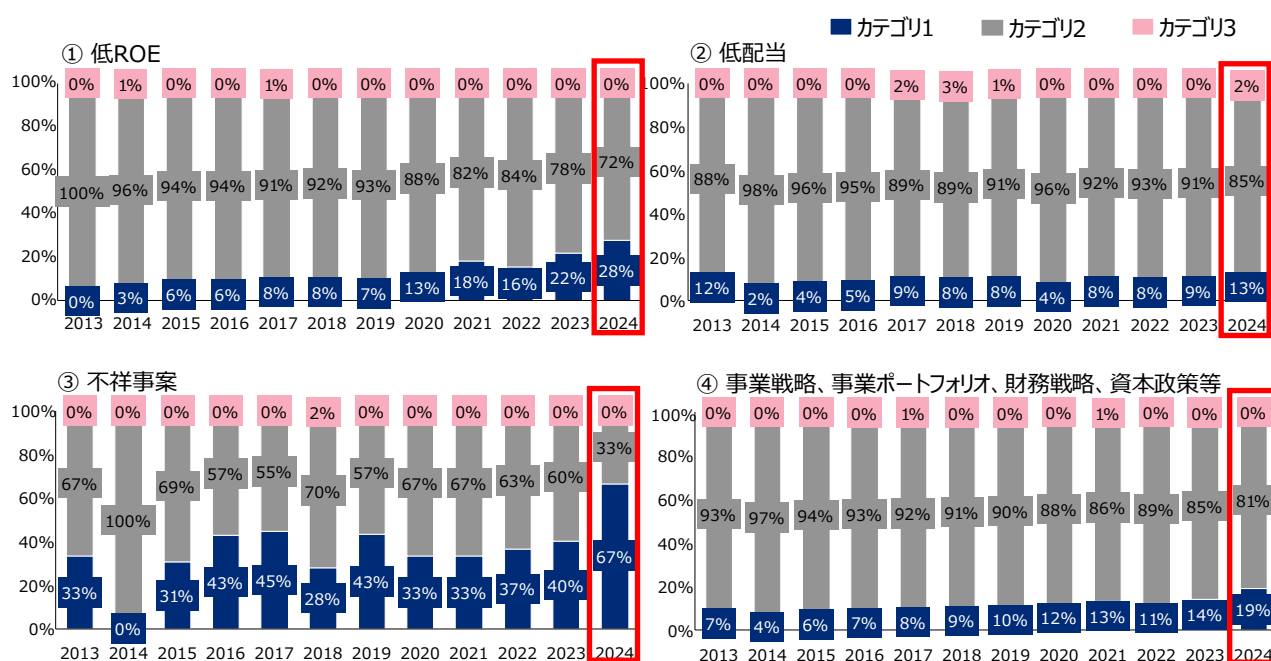
■ カテゴリ2：投資家からの要望を踏まえて、自社の課題を認識・理解したといったもの

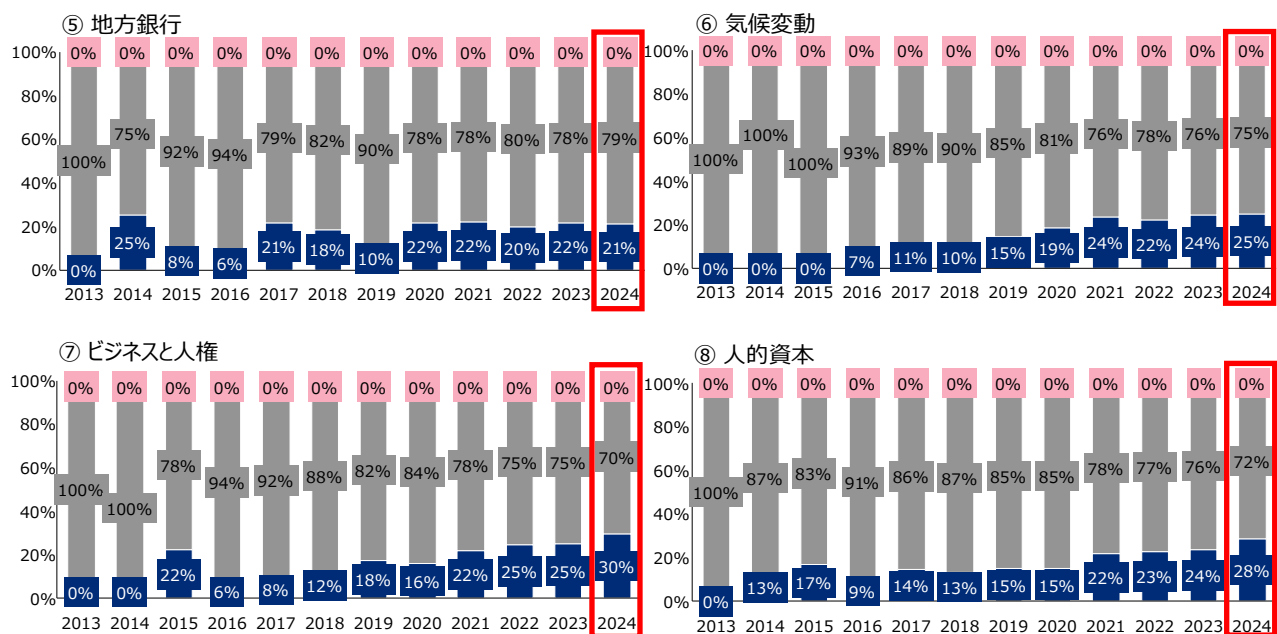
■ カテゴリ3：投資家からの要望を聞き置いたといった最低限の反応にとどまるもの

|           |                                |     |     |    |        |
|-----------|--------------------------------|-----|-----|----|--------|
| 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、<br>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   |
| S（社会への責任） | ⑦ビジネスと人権                       | 30% | 70% | 0% | 145件   |
|           | ⑧人的資本                          | 28% | 72% | 0% | 404件   |

次に【図表 7】のとおり、時系列での変化をみると、いずれのテーマでも、投資先企業からの反応が前向きかつ具体的である「カテゴリ1」の割合が徐々に拡大している。当社として世の中の動きや企業側の動向も踏まえつつ、投資家として重視するテーマをタイムリーに拡大してきたが、各テーマにおいて企業側の意識は年々高まっていることを示唆している。

【図表 7】 分析 B: 時系列での変化、テーマごと





ここで、分析 A と分析 B の関係を見た結果は、以下の【図表 8】のとおりである。

【図表 8】は、テーマごと、および分析 A（対話の質）の評価ごとに、分析 B（投資先企業の反応）の評価の分布をまとめたものである。たとえば、「①低 ROE」に係る対話において、2024 年では、分析 A が「効果的な対話（High）」であるもののうち、分析 B が「カテゴリ 1」である割合は 42%（【図表 8】の青色）となった。一方で、分析 A が「一定程度効果的な対話（Mid）」であるもののうち、分析 B が「カテゴリ 1」である割合は 3%（【図表 8】の黄色）にとどまった。これは、当社が質の高い対話ができただけのケースにおいては、投資先企業が前向きな反応をするケースが相対的に多い傾向を示している。これは、コードの原則 4 で規定された、投資先企業と認識の共有・問題の改善に努めるべきという趣旨を実現するためには、機関投資家が質の高い対話を行うことが重要であるという考えと矛盾しない。

【図表 8】 分析 A・B の関係：2024 年、テーマごと

| <p>①低ROE</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>42%</td><td>58%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>3%</td><td>97%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>0%</td><td>100%</td><td>0%</td></tr> </table>  | B      | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 42% | 58% | 0% | Mid | 3%  | 97% | 0% | Low | 0% | 100% | 0% | <p>②低配当</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>36%</td><td>64%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>3%</td><td>94%</td><td>3%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>0%</td><td>100%</td><td>0%</td></tr> </table>  | B | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 36% | 64% | 0% | Mid | 3%  | 94% | 3% | Low | 0% | 100% | 0% | <p>③不祥事案</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>75%</td><td>25%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>64%</td><td>36%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>N/A</td><td>N/A</td><td>N/A</td></tr> </table>  | B | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 75%  | 25% | 0% | Mid | 64% | 36% | 0% | Low | N/A | N/A | N/A | <p>④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>40%</td><td>60%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>15%</td><td>85%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>0%</td><td>100%</td><td>0%</td></tr> </table> | B | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 40% | 60% | 0% | Mid | 15% | 85% | 0% | Low | 0% | 100% | 0% |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---|--|--|--|------|-----|-----|----|-----|-----|-----|----|-----|----|------|----|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|--------|--------|--------|---|--|--|--|------|-----|-----|----|-----|-----|-----|----|-----|----|------|----|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|--------|--------|--------|---|--|--|--|------|------|-----|----|-----|-----|-----|----|-----|-----|-----|-----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|--------|--------|--------|---|--|--|--|------|-----|-----|----|-----|-----|-----|----|-----|----|------|----|
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 42%    | 58%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 3%     | 97%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 0%     | 100%   | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 36%    | 64%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 3%     | 94%    | 3%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 0%     | 100%   | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 75%    | 25%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 64%    | 36%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | N/A    | N/A    | N/A    |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 40%    | 60%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 15%    | 85%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 0%     | 100%   | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| <p>⑤地方銀行</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>24%</td><td>76%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>20%</td><td>80%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>0%</td><td>100%</td><td>0%</td></tr> </table> | B      | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 24% | 76% | 0% | Mid | 20% | 80% | 0% | Low | 0% | 100% | 0% | <p>⑥気候変動</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>68%</td><td>32%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>24%</td><td>76%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>4%</td><td>96%</td><td>0%</td></tr> </table> | B | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 68% | 32% | 0% | Mid | 24% | 76% | 0% | Low | 4% | 96%  | 0% | <p>⑦ビジネスと人権</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>100%</td><td>0%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>33%</td><td>67%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>4%</td><td>96%</td><td>0%</td></tr> </table> | B | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 100% | 0%  | 0% | Mid | 33% | 67% | 0% | Low | 4%  | 96% | 0%  | <p>⑧人的資本</p> <table> <tr><th>B</th><th>カテゴリ 1</th><th>カテゴリ 2</th><th>カテゴリ 3</th></tr> <tr><th>A</th><td></td><td></td><td></td></tr> <tr><th>High</th><td>80%</td><td>20%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Mid</th><td>27%</td><td>73%</td><td>0%</td></tr> <tr><th>Low</th><td>7%</td><td>93%</td><td>0%</td></tr> </table>                       | B | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 | A |  |  |  | High | 80% | 20% | 0% | Mid | 27% | 73% | 0% | Low | 7% | 93%  | 0% |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 24%    | 76%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 20%    | 80%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 0%     | 100%   | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 68%    | 32%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 24%    | 76%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 4%     | 96%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 100%   | 0%     | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 33%    | 67%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 4%     | 96%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| B                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | カテゴリ 1 | カテゴリ 2 | カテゴリ 3 |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| A                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |        |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| High                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      | 80%    | 20%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Mid                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 27%    | 73%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |
| Low                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | 7%     | 93%    | 0%     |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |   |        |        |        |   |  |  |  |      |      |     |    |     |     |     |    |     |     |     |     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |   |        |        |        |   |  |  |  |      |     |     |    |     |     |     |    |     |    |      |    |

（注）：図表の数値は、分析 A の結果（High、Mid、Low）ごとに、分析 B の結果（カテゴリ 1 ～ 3）の分布を示したものである。

分析 A の結果ごとに横の列を合計すると 100% となる。分析 A が「High」かつ分析 B が「カテゴリ 1」のものを青色、分析 A が「Mid」かつ分析 B が「カテゴリ 1」のものを黄色でハイライトしている。

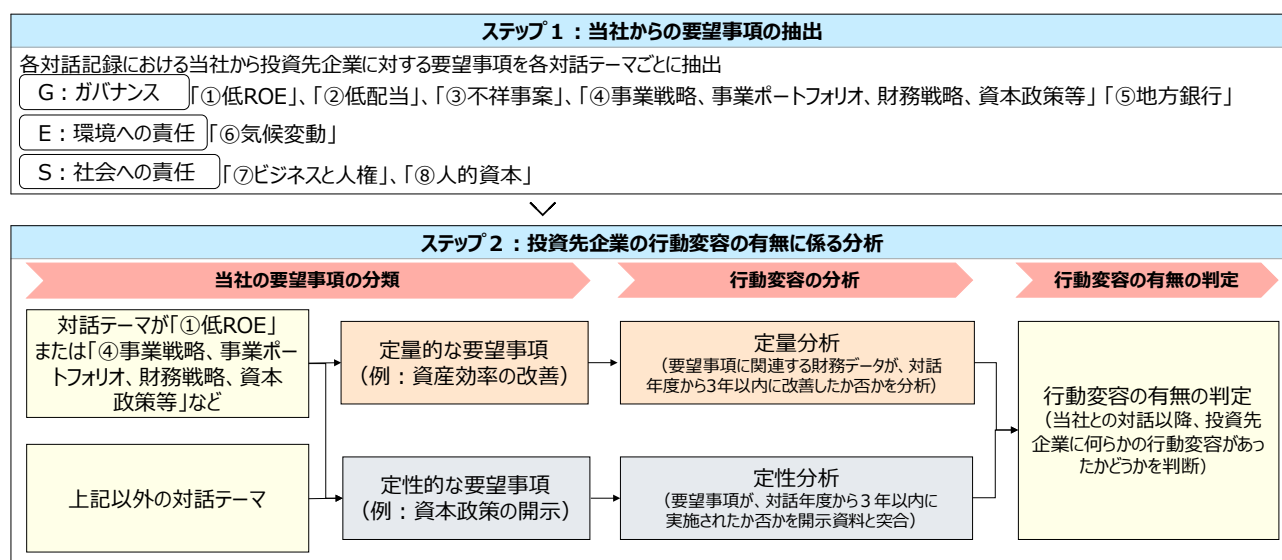


#### 4. 効果的な対話と企業の行動変容との関係に関する分析（分析 C）

分析 C については、【図表 9】のとおり、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<sup>12</sup>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、方針の策定・実施や情報開示の充実といった定性的な変化の状況と突合<sup>13</sup>することで、対話から 3 年以内<sup>14</sup>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。なお、分析対象は、当社がスチュワードシップ活動の体制を強化した 2017 年以降の対話<sup>15</sup>とし、対話から 3 年以内に、当社の要望に対する何らかの行動変容を確認できたものを「Yes」、確認できなかったものを「No」とした<sup>16</sup>。

なお、本分析では、企業の行動変容がすべて当社による対話の効果であることを確認するものではない。コーポレートガバナンス・コードの導入以降の企業自身の自主的な改善努力、また日本において多くの投資家がスチュワードシップ活動を高度化してきた効果も大きいと思われる。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、当社の取組みと投資先企業の変化の方向性がおおむね一致していることの確認を意図している。

【図表 9】 分析 C：投資先企業の行動変容有無に関する分析の手法概要



分析 C の結果は、以下の【図表 10】および【図表 11】のとおりとなり、2022 年に実施した対話での要望事項について、「Yes」の割合は全体で 85%であるほか、時系列の変化でも「Yes」の割合が増加しており、多くのテーマで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>17</sup>。

<sup>12</sup> 生成 AI が対話記録から認識した当社の提案や要望は、2017 年から 2022 年において合計で 1 万 1,894 件となった。

<sup>13</sup> 行動変容の有無を確認するための企業関連のデータは、有価証券報告書と統合報告書、投資家向け IR 説明会資料（中期経営計画等）を参照し、本分析専用のクラウド環境内に、全企業分のこれらの各年データを取得可能な場合はすべて格納したうえで、生成 AI に指示を与えて、突合せた。具体的には、当社との対話以降に、投資先企業において該当する定量的な財務データが改善しているか否か、定性的な取組み（たとえば、方針の策定・実施、情報開示の充実）が公開資料に反映されているか否かを確認した。

<sup>14</sup> 参照期間は、当社のこれまでの対話先企業の変化に関する経験に基づき、対話から約 3 年以内の変化を確認した。

<sup>15</sup> 2023 年と 2024 年については、対話後の企業の行動変容をみるには期間が短いことから、今回分析の対象に含めていない。

<sup>16</sup> 定量的な財務データについては実際に水準が改善していること（改善の幅は問わない）、定性的な取組みについては、方針の策定・実施や情報開示の充実がなされていることが、「Yes」の要件となる。なお、「①低 ROE」のテーマや、「④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」のテーマなどでは、単に ROE 向上自体を要望するのではなく、ROE 向上に影響を与えるバリュー・ドライバー（利益率、資産効率、資本政策等に関連する事項）に着目した要望を行うケースもあり、その場合は当該バリュー・ドライバーの改善を確認している。

<sup>17</sup> 「②低配当」のテーマでは、2022 年に実施した対話においても「Yes」となったものは 52%にとどまっているが、これは、前述のとおり、配当水準は高めればよいというものではなく、企業の状況に応じた対話が求められるテーマであることを示していると思われる。

【図表 10】 分析 C：2022 年のみ、全体およびテーマごと

|                   |                            | ■ 改善が確認できたもの (Yes) | ■ 改善が確認できないもの (No) |        |
|-------------------|----------------------------|--------------------|--------------------|--------|
| <b>Total</b>      | 全体                         | 85%                | 15%                | 2,388件 |
| <b>G (ガバナンス)</b>  | 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    |
| <b>E (環境への責任)</b> | ⑥気候変動                      | 80%                | 20%                | 563件   |
| <b>S (社会への責任)</b> | ⑦ビジネスと人権                   | 72%                | 28%                | 139件   |
|                   | ⑧人的資本                      | 93%                | 7%                 | 542件   |

【図表 11】 分析 C：時系列での変化、テーマごと



次に、分析 A・分析 B と分析 C との関係性をまとめた結果は、以下の【図表 12】のとおりである。対話全体において、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ほうが、「一定程度効果的な対話（Mid）」「効果的とはいえない対話（Low）」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みられる<sup>1819</sup>。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。

【図表 12】 分析 A・B と分析 C との関係、2017～2022 年、全体およびテーマごと

|                            |     | カテゴリ1<br>&High | カテゴリ1<br>&Mid | カテゴリ1<br>&Low | カテゴリ2<br>&High | カテゴリ2<br>&Mid | カテゴリ2<br>&Low | カテゴリ3<br>&High | カテゴリ3<br>&Mid | カテゴリ3<br>&Low |
|----------------------------|-----|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 全体                         | Yes | 92%            | 86%           | 73%           | 82%            | 78%           | 70%           | N/A            | 65%           | 39%           |
|                            | No  | 8%             | 14%           | 27%           | 18%            | 22%           | 30%           | N/A            | 35%           | 61%           |
| ①低ROE                      | Yes | 92%            | 70%           | N/A           | 90%            | 81%           | 76%           | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | 8%             | 30%           | N/A           | 10%            | 19%           | 24%           | N/A            | N/A           | N/A           |
| ②低配当                       | Yes | N/A            | 43%           | N/A           | 48%            | 43%           | 34%           | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | N/A            | 57%           | N/A           | 52%            | 57%           | 66%           | N/A            | N/A           | N/A           |
| ③不祥事案                      | Yes | 100%           | 76%           | N/A           | N/A            | 77%           | 85%           | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | 0%             | 24%           | N/A           | N/A            | 23%           | 15%           | N/A            | N/A           | N/A           |
| ④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等 | Yes | 95%            | 88%           | 68%           | 84%            | 80%           | 70%           | N/A            | 82%           | 38%           |
|                            | No  | 5%             | 12%           | 32%           | 16%            | 20%           | 30%           | N/A            | 18%           | 62%           |
| ⑤地方銀行                      | Yes | 100%           | 97%           | N/A           | 93%            | 93%           | 100%          | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | 0%             | 3%            | N/A           | 7%             | 7%            | 0%            | N/A            | N/A           | N/A           |
| ⑥気候変動                      | Yes | 89%            | 88%           | N/A           | 88%            | 77%           | 84%           | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | 11%            | 12%           | N/A           | 13%            | 23%           | 16%           | N/A            | N/A           | N/A           |
| ⑦ビジネスと人権                   | Yes | N/A            | 78%           | 82%           | N/A            | 71%           | 55%           | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | N/A            | 22%           | 18%           | N/A            | 29%           | 45%           | N/A            | N/A           | N/A           |
| ⑧人的資本                      | Yes | 95%            | 88%           | 80%           | 91%            | 79%           | 73%           | N/A            | N/A           | N/A           |
|                            | No  | 5%             | 12%           | 20%           | 9%             | 21%           | 27%           | N/A            | N/A           | N/A           |

① G ガバナンス      ② E 環境への責任      ③ S 社会への責任

（注）：分析 A・B のパターンごと（例：「High」かつ「カテゴリ 1」）に変容あり（YES）となし（NO）の合算で 100%、以下同様。なお、四捨五入により合算で 100%にならない項目もある。

「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。

<sup>18</sup> 「②低配当」のテーマにおいては、分析 A・分析 B と分析 C の関係について、他のテーマのような傾向はみられないが、これは後に述べるように、同テーマでは企業の状況に応じた対話が求められることが背景にあると考えられる。

<sup>19</sup> 当社の対話と投資先企業の行動変容の因果関係や寄与度の定量的な分析は今回の対象外である点に留意願いたい。

また、ロジスティック回帰分析を用いて、分析 A・分析 B と分析 C との関係について、統計的な有意性を検証した<sup>20</sup>。

$$\log \frac{P(Y=1)}{1-P(Y=1)} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \sum_i \beta_i D_i$$

- $P(Y=1)$  : 目的変数が 1 (行動変容あり) となる確率
- $\beta_0$  : 切片 (定数項)
- $\beta_1$ 、 $\beta_2$ 、 $\beta_i$  : 説明変数  $X_1$ 、 $X_2$ 、 $D_i$  の係数
- $X_1$  : 分析 A に関するものとして、効果的な対話 (High) であったときに 1、それ以外で 0 をとるダミー変数 (※)
- $X_2$  : 分析 B に関するものとして、カテゴリ 1 であったときに 1、それ以外で 0 をとるダミー変数 (※)  
(※) ケース① :  $X_1$  のみ、ケース② :  $X_2$  のみ、ケース③ :  $X_1$  および  $X_2$  を説明変数に含めた
- $D_i$  : 当該対話の実施年で 1、それ以外で 0 をとるダミー変数  
(分析期間における政策・規制等の環境変化等の要因も考慮するべく 2018 年から 2022 年の各年について本ダミー変数を追加)

その結果は【図表 13】<sup>21</sup>のとおりとなり、テーマごとに以下 4 つに分けられる。

### (1) 分析 A (対話の質) と分析 B (企業の反応) が両方有意

#### 「④事業戦略・事業ポートフォリオ・財務戦略・資本政策」のテーマ

- ・本テーマは、政策主導のコーポレートガバナンス改革の動きが企業側の変革への意識を高め、企業の行動変容を後押ししてきたと思われるが、こうした環境下でも、投資家との深い議論と企業側の前向きな受け止めはそれぞれ重要であり、質の高い対話は企業側の課題認識を深め、企業の行動に一定の影響を及ぼし得ると考えられる。

### (2) 分析 A (対話の質) のみ有意

#### 「①低 R O E」のテーマ

- ・上記同様に、政策の影響は大きいと思われるが、質の高い対話は企業側の課題認識を深め、企業の行動に一定の影響を及ぼし得ると考えられる。一方で本テーマの対話先は、上記④と異なり、当社議決権行使精査基準を下回る水準まで R O E が低下している先、つまり収益力改善には相応の取組みが必要な企業である。よって当社が質の高い対話を行った場合、投資先企業にとっては対話の場ですぐに好反応を示しづらいものであっても、その後企業の中で議論されて取組みにつながる可能性もあると考えられる。なお「①低 R O E」のテーマは、他のテーマと比べて相対的に中堅企業が多く、企業規模について偏りがある可能性には留意が必要である。

### (3) 分析 B (企業の反応) のみ有意

#### 「⑥気候変動」、「⑦ビジネスと人権」、「⑧人的資本」のテーマ

- ・これらのテーマにおける企業の行動変容は、特に政策・規制等の影響が大きいことが想定される。たとえば、「⑥気候変動」は、TCFD といった開示フレームワークや取組みの方向性は既に打ち出され、企業側が情報優位にあり、「⑦ビジネスと人権」は、政府が 2020 年 10 月に「ビジネスと人権」に関する行動計画 (2020-2025) を公表し、企業が人権尊重の責任を果たすことへの期待が示され、また「⑧人的資本」

<sup>20</sup> なお「③不祥事案」のテーマと「⑤地方銀行」との対話については、統計分析を行う上で十分なサンプル数が少ないことから、分析対象としていない。

<sup>21</sup> ここでオッズとは企業の行動変容ありとなる確率を分子とし、行動変容なしとなる確率を分母とした比率を指す。またオッズ比とは、 $X_1$  または  $X_2$  の変数が 1 となる場合のオッズ値を分子とし、0 の場合のオッズ値を分母とした比率を指す。p 値が有意なものについて、オッズ比は各テーマによって異なるが、おおむね 1.2~2.5 の範囲にあり、オッズ比が高いほど目的変数に与える影響は大きい。企業の行動変容の割合によって解釈は異なるが、たとえば、変数  $X_1$  のオッズ比が 1.5 とは、 $X_1$  が 0 の場合の企業の行動変容の割合が 70% である時、 $X_1$  が 1 の場合には企業の行動変容の割合が約 78% となることを示す。

は、2020 年 9 月に人材版伊藤レポートが公表され、その後も様々な指針や開示充実に向けた施策が出されている<sup>22</sup>。よって、これらのテーマは、企業側の本気度（反応）やコミットの度合いが、企業側の投資や開示充実といった行動に一定の影響を及ぼし得るテーマであると考えられる。

（４）分析 A（対話の質）と分析 B（企業の反応）が両方有意でない

「②低配当」のテーマ

- ・ 配当水準は高ければよいというものではなく、企業の状況に応じた対話が求められるテーマであり、また企業側も当社の要望に対しての理解は示しつつも、対話の場で対応策の明示に至るようなケースは相対的に少ないことから、対話の質・企業の反応と行動変容との関係が明確にはみられなかったと考えられる。

【図表 13】 ロジスティック回帰分析の結果（対象期間：2017～2022 年、テーマごと）

|                            | 分析A：変数X <sub>1</sub> の有意性 |      |           |      | 分析B：変数X <sub>2</sub> の有意性 |      |           |      |
|----------------------------|---------------------------|------|-----------|------|---------------------------|------|-----------|------|
|                            | ケース①                      |      | ケース③      |      | ケース②                      |      | ケース③      |      |
|                            | p値                        | オッズ比 | p値        | オッズ比 | p値                        | オッズ比 | p値        | オッズ比 |
| 全体                         | 0.003 ***                 | 1.38 | 0.027 **  | 1.27 | 0.000 ***                 | 1.76 | 0.000 *** | 1.73 |
| ①低ROE                      | 0.006 ***                 | 2.26 | 0.003 *** | 2.48 | 0.643                     | 0.87 | 0.207     | 0.67 |
| ②低配当                       | 0.583                     | 1.15 | 0.575     | 1.16 | 0.900                     | 0.96 | 0.864     | 0.95 |
| ④事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等 | 0.016 **                  | 1.53 | 0.053 *   | 1.41 | 0.000 ***                 | 1.90 | 0.000 *** | 1.85 |
| ⑥気候変動                      | 0.103                     | 1.94 | 0.307     | 1.52 | 0.000 ***                 | 1.99 | 0.000 *** | 1.94 |
| ⑦ビジネスと人権                   | 0.999                     | ---  | 1.000     | ---  | 0.052 *                   | 1.68 | 0.064 *   | 1.64 |
| ⑧人的資本                      | 0.318                     | 1.70 | 0.629     | 1.30 | 0.000 ***                 | 1.97 | 0.000 *** | 1.95 |

有意性：\*\*\* 1%水準、\*\* 5%水準、\* 10%水準

## 5. 本分析による学び

昨今、株式アクティビズムの台頭により、投資先企業と対立関係を作りながら交渉を行うような対話もみられる。こうしたやり方も一つの方法かもしれないが、当社は、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。こうした考え方のもと、当社では、コード制定以降、チェックリストで実施有無を確認するだけの形式的な対話ではなく、当社の考えを明確に伝え、双方向での建設的な対話を通じて、投資先企業の気づきを促し、持続的な企業価値の向上に向けた取り組みを後押しするべく、活動を進化させてきた。

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、さまざま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が確認できた。

また対話のテーマによっても傾向の違いが確認でき、対話の質の向上に向けて改善すべき課題も見えてきた。財務

<sup>22</sup> 年ダミー変数である $d_i$ について、「⑥気候変動」のテーマは、2018 年から 2022 年のいずれも有意ではない、「⑦ビジネスと人権」のテーマは、2021 年・2022 年のみ有意、「⑧人的資本」のテーマは、2019 年から 2022 年のいずれも有意という結果が出ている。

面を軸としたガバナンス関連のテーマについては、継続的に対話を強化してきたが、投資先企業の持続的な収益力向上には一定の時間を要することも踏まえつつ、適切な自己資本比率や株主還元等の目標設定、コスト抑制や資産回転率向上、持続的な成長に向けた投資等、経営としてコントロール可能な分野で取組みが進捗しているかといった点に注目した対話に努めるとともに、対話記録はなるべく詳細に記述し、組織知として共有できる形にしてきたこと等から、徐々にコードを踏まえて当社が目指す「効果的な対話」の割合が増加してきていると考えており、今後もさらに増加させていきたい。一方で、より新しいテーマである気候変動、ビジネスと人権、人的資本などE（環境への責任）・S（社会への責任）のテーマについては、当社自身も試行錯誤を重ねながら対話に臨んでいる途上にあり、効果的な対話の拡大に向けた改善余地があることも分かった。これらのテーマは、政策・規制等の影響を強く受け、対話の質が企業の意識や行動変容に影響を及ぼしにくい可能性がある。よって、これらのテーマは、対話の場では企業の状況を把握することに重点を置きつつ、得られた情報も踏まえてポリシーエンゲージメントを通じて政策サイドに働きかけるといった取組みも有効な選択肢となりえる可能性があると考えられる。

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」に注目が集まっている。企業の収益力向上取組みの成果は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、機関投資家としても、長期視点に立った対話の質のさらなる向上に努め、各企業の継続的な取組みを後押ししていくことが、投資先企業の持続的な企業価値向上、ひいてはよりよい社会の実現にも貢献していくと考える。

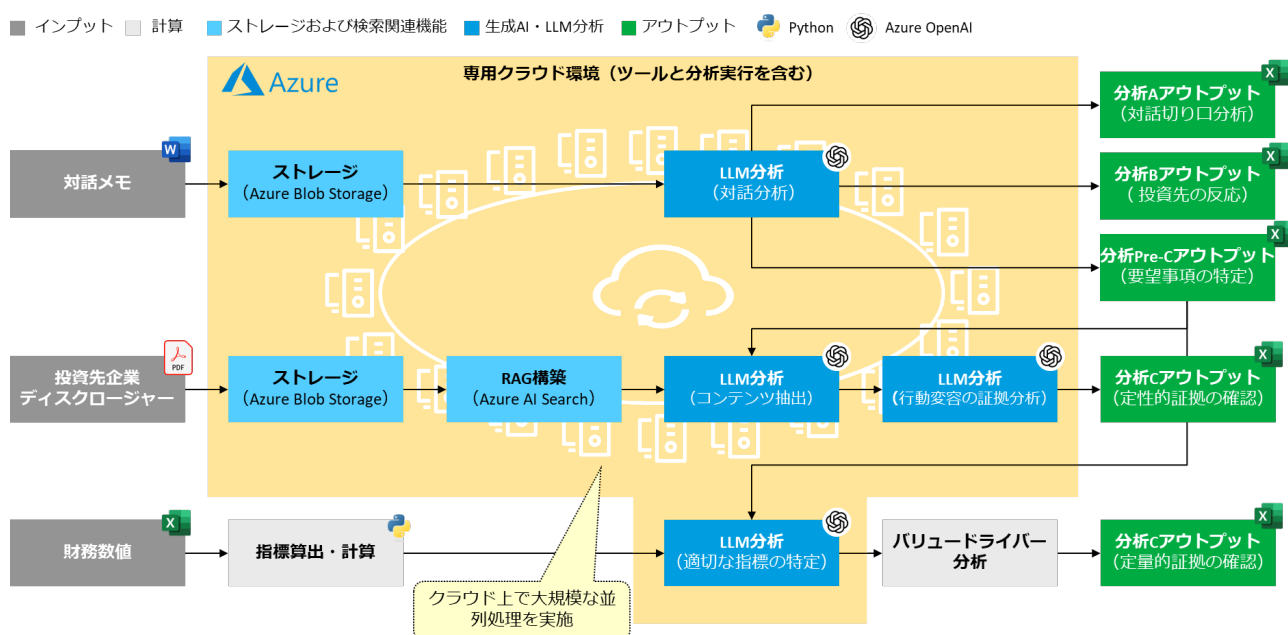


## 6. 付録資料

今回、インプット情報としては約 10 年に渡る 8,830 件の対話記録、各企業の約 10 年分のディスクロージャー複数種類（合計約 2 万ファイル、約 70GB）および財務指標という、大量のデータを用いて生成 AI により分析を行うことを企画した。この分析は膨大な計算量を要し、通常の PC 端末や一般向けの生成 AI サービスでは処理できない規模である。そのため、オリバーワイマン社の支援・協力のもと、本件専用のクラウド環境を構築し、クラウド上のストレージ（データ保存先）や、RAG（検索拡張生成・Retrieval-Augmented Generation）と呼ばれる外部検索を可能とする技術を活用した上で、クラウド上で作動する生成 AI（Azure OpenAI の GPT-4.1-mini を利用）に対して、指示や判断基準を細かく記述した専用のプロンプトを読み込ませることで、全量の分析が可能となった。

具体的には、分析 A や分析 B では大量の対話記録を生成 AI が 1 件ずつ分析する必要があるが、クラウド上で大規模な並列処理を行うことで、現実的な時間内に分析を完了させることができた。加えて、分析 C では RAG を用いることで大量のディスクロージャー等の外部情報の検索を可能とし、その過程では、多種多様なコンテンツの形式ごとに最適な AI モデルを用いて必要な情報を抽出している。さらに全体を通してデータ処理や分析ステップの切り分けなどの最適化を加えた結果、高速かつ高品質な分析を実現した。システム構成および分析フローの概要は以下のとおりである。

【図表 14】 システム構成および分析フローの概要



今回のような生成 AI を使った分析では、指示文となるプロンプトにて、言葉の定義や解釈の仕方、分析の基準、その他の考慮事項や例外処理などを記述し、試行を重ねつつ順次分析精度を改良していくことで、分析結果の信頼性を確保することが可能となる。今回の分析では、当社のスチュワードシップ活動報告書や活動方針を生成 AI に読み込ませるとともに、「効果的な対話」とは何かを定義することや、投資先企業の反応度を判定する分類体系を工夫するとともに、各対話テーマで当社が理想とする対話事例や、逆に改善を要する事例をプロンプトにおいて詳細に定義した。これは、いわば生成 AI に当社のスチュワードシップにおける基本哲学や取組みを学習させることであり、この過程を通じて本分析の信頼性を人間の実務担当者のレベルまで高めることに腐心した。その結果、今般の生成 AI の分析結果は、実務担当者の肌感覚からしても十分に納得できる結果が得られたばかりでなく、人間では処理しきれない大量のデ

ータを一度に分析することで、これまで実務担当者が必ずしも気づいていなかった傾向を確認することもできた。このような工夫を施したプロンプトの該当箇所を一部抜粋したイメージは以下の通り。

#### 【「効果的な対話」に必要な 6 つの構成要素の定義】

1. **企業分析：** 投資先企業が現在直面している核心的な問題を分析し、その問題の真因に関する仮説を提示することを通じて投資先企業への深い理解を示し、投資家の立場から投資先企業に気づきを与える。
2. **投資家としての意見表明：** 投資先企業が直面している問題に対して、これまでの機関投資家としての知識と経験に基づく見解を明確に表明し、投資先企業に対して具体的な行動変容を求める。
3. **建設的な対話：** 投資家として単に意見の表明や課題を指摘するにとどまらず、以下の 2 点の要素を織り込んで、次のステップにつながる対話を行う。
  - **積極的・前向きな関与姿勢：** 投資家と投資先企業の双方にとって有益な関係を築くことを意図し、投資先企業の持続的な企業価値向上につながる具体的で実行可能な指摘をし、課題や気づきを与える。
  - **長期的視点：** 短期的な利益改善に囚われるのではなく、より長期的な成果の重要性を強調する。また、投資先企業の長期的なビジョンや目標の有無を確認し、これに沿った長期的な戦略について議論する。

（注）：これらの 2 要素は、「建設的な対話」を示すための対話の証拠として両方とも必須。いずれか一部にとどまる対話は、「Mid」の判定とする。単に言及するだけでは十分ではなく、長期的視点に立ち、投資家として前向きに関与する対話の証拠があることが必要で、形式的・機械的・表面的な確認のための発言は避けるべき。
4. **双方向の対話：** 投資家の立場で一方的に意見を表明するのではなく、投資先企業と共に課題の解決策を見つけるために協力する姿勢が必要。単に課題を指摘するのではなく、共通の目標を達成するために、投資先企業の言葉に耳を傾け、投資家の立場で有する知識や経験を提供し、問題を協働で解決する姿勢が必要。

（注）：こうした積極的な傾聴を伴う対話姿勢とは、単に投資先企業の主張を受け身で聴くことではなく、投資先企業が直面している課題問題の根本的な真因を理解すべく、投資先企業への深い問いかけを通じて課題解決に導くことを意味する。

5. **質的比較：** 他企業における具体的なケーススタディを共有し、成功事例や具体的な成果を示すことで、投資先企業に具体的な気づきを与える。
6. **定量的ベンチマーク：** 投資家としての意見・提案は、定量的かつ具体的な数値・データに依拠し、投資先企業と同業他社を横比較してわかりやすく示す（例：同業 A 社は、今期 5%の営業利益率の改善を果たした。同業 B 社は、Scope 3 の温室効果ガス排出量を 10%削減した等）。



## 【評価の際に考慮すべき理想的な対話の基本理念】

### （当社スチュワードシップ活動報告書 2024 より抜粋）

#### 1. 「低 ROE」、「低配当」、「不祥事案」、「事業戦略、事業ポートフォリオ、財務戦略、資本政策等」、「地方銀行」：

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。

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。たとえば、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・報酬委員会およ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ことではなく、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。

#### 2. 「気候変動」：

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。

#### 3. 「ビジネスと人権」、「人的資本」：

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、地域社会といったすべ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、すべ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。

#### 【対話の質の評価・判定に関するガイドライン】

1. 「効果的な対話」に必要な6つの構成要素に対して、それぞれ「High」、「Mid」、「Low」のいずれかを割り当てる。
  - i. **High** → 「効果的な対話」の構成要素につき、明確で具体的な対話の証拠が数多く含まれる場合。各テーマに関する対話が、投資先企業に気づきを与えるもので、双方向で建設的な対話であり、仮説に基づく課題解決志向で、かつ深度がある場合、その対話の証拠に基づいて、「High」と判定する。
  - ii. **Mid** → 「効果的な対話」の構成要素につき、一定の対話の証拠があるが、投資家との対話の展開が部分的にとどまる場合や、気づきの度合いが限定的な場合。各テーマに関する対話が、投資家に気づきを与えるもので、双方向で建設的であり、仮説に基づく課題解決志向であったとしても、その深度が限定的にとどまる場合、その対話の証拠に基づいて、「Mid」と判定する。
  - iii. **Low** → 「効果的な対話」の構成要素につき、具体的に対話の中で言及された具体的な証拠がほとんどないか、まったくない場合。各テーマに関する対話が、表面的、一般的であり、課題を指摘するだけで、意味のある双方向での議論・分析や、投資先企業に気づきを与える証拠がない場合、「Low」と判定する。対話が基本的な質疑応答のレベルを超えず、次のステップにつながる実質的な内容が欠けている場合は、すべて「Low」と判定する。