

明治安田アセットマネジメント株式会社

Stewardship Report 2021

トップメッセージ

明治安田アセットマネジメントは、このたび「スチュワードシップ・レポート」を発行いたしました。

従来、当社のスチュワードシップ活動の取組みについては、「スチュワードシップ活動の概況」および「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」でご報告してまいりましたが、この「スチュワードシップ・レポート」においては、2つのご報告を統合し、当社の責任投資へのコミットメント等についてより詳しくお伝えできるよう改編しています。

昨今、新型コロナウイルス感染拡大への対応や、多発する自然災害を契機とした気候変動への取組みなど、環境、経済、社会において国際社会が協力して解決すべき課題が数多く顕在化しており、サステナブルな社会を次世代の人々へつなぐという責任ある行動が広く求められています。

当社は、お客さまの大切なご資金をお預かりする資産運用会社として、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメン

ト）や議決権行使などを行なうことで、投資先に対して持続可能な社会に向けた行動変容を促すとともに、その取組みへの相互理解を通じて、企業価値向上や持続的成長を実現いただくべく貢献してまいります。

「スチュワードシップ・レポート」の発行は、当社の社会的責任および果たすべき役割の重要性をよりいっそう自覚し、スチュワードシップ活動の透明性、実効性を一段と強化していくために不可欠なものと考えています。

このような取組みの積み重ねが、当社の「お客さま・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大、ひいては経営理念に掲げる「お客さまに最も信頼され、満足いただける資産運用会社」に通じるとの認識を持ち、今後もスチュワードシップ活動のよりいっそうの高度化をすすめ、私たち一人ひとりが資産運用のプロフェッショナルとして、最善の努力を尽くしてまいります。

2021年9月

資産運用会社の責任をよりいっそう自覚し
スチュワードシップ活動の
透明性、実効性の強化をめざす

明治安田アセットマネジメント株式会社
代表取締役社長
（責任投資委員会委員長）

西尾 友宏
Tomohiro NISHIO



明治安田アセットマネジメントの スチュワードシップ活動

Stewardship Report
2021

CONTENTS

-
- 04** 第1部
明治安田アセットマネジメントの
スチュワードシップ活動
- 05** 責任投資の基本的な考え方と推進体制
- 07** スチュワードシップ活動の取組み
- 07 ① ESGインテグレーション
11 ② エンゲージメント
-
- 16** 第2部
2020年度スチュワードシップ活動の
振り返りと自己評価
- 17** スチュワードシップ対外活動
- 18** 2020年度のスチュワードシップ活動に関する
主な取組み
- 29** スチュワードシップ活動を適切に行なうための
実力養成
-



責任投資の基本的な考え方と推進体制

インベストメント・チェーンの一員として持続可能な社会の形成に貢献する

当社は、経営理念において「インベストメント・チェーンの一員として持続可能な社会の形成に貢献する」ことを掲げています。

この理念のもと、当社は「責任ある投資家の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）」の精神に賛同し、同コードのすべての受入れを表明しています。

当社では適切にスチュワードシップ責任を果たすため、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づいた「目的を持った対話」（エンゲージメント）や議決権行使を行なっています。

投資対象企業との対話においては、中長期的な資本効率、資本コストおよびESG（環境・社会・ガバナンス）の視点から議

論を行ない認識の共有を図るとともに、投資対象企業の経営状況に課題を認識した場合には、必要に応じて問題の改善に資する建設的な議論を行なうよう努めています。

また、議決権行使を投資家としての意思表示を行なう重要な機会と捉え、適切な議決権行使と企業との対話を通じて企業価値向上を促す働きかけに努めています。

こうした取組みが投資対象企業の企業価値向上や持続的成長を促し、当社にとっての「お客さま・受益者」の中長期的な投資リターンの拡大に結び付くとともに、経営理念に掲げる「持続可能な社会の形成」にも貢献するとの認識を持って、スチュワードシップ活動を積極的に実施しています。

推進体制

スチュワードシップ活動全般について全社的に取り組むため、責任投資委員会を設置しています。社長、運用関連部担当役員、コンプライアンス担当役員などの経営層と、運用関連部長、コンプライアンス担当部長などにより構成しています。

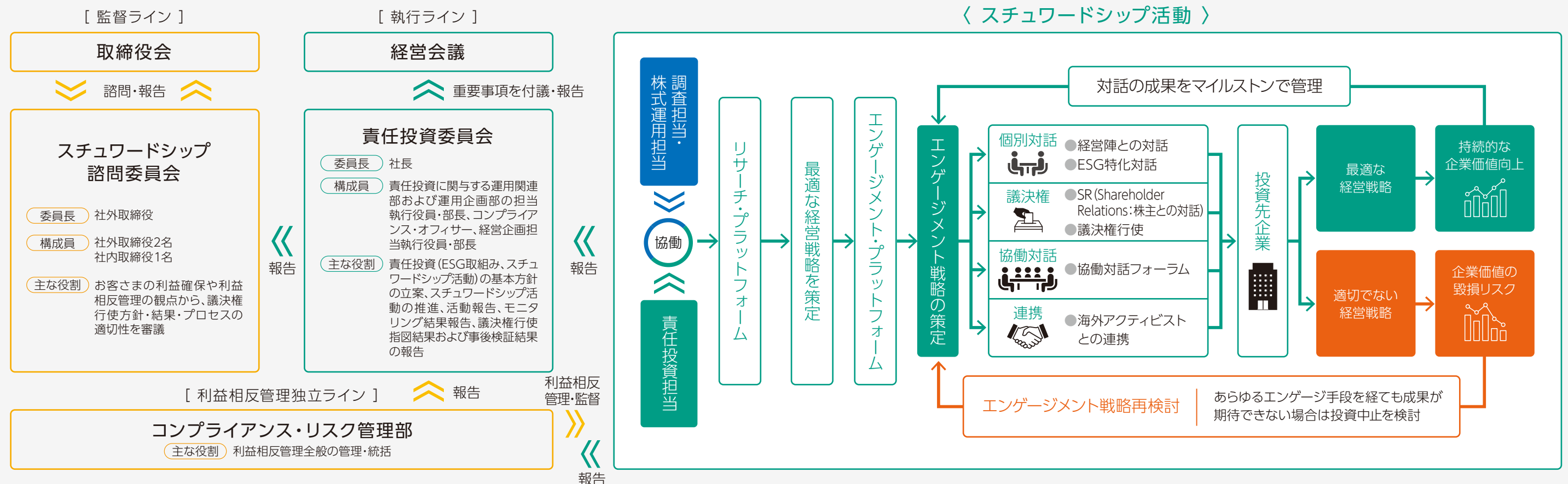
責任投資委員会傘下には、スチュワードシップ活動のうち重要な「議決権行使」「エンゲージメント」に関する事項の協議・報告を行なう分科会を設置しています。運用関連部担当執行役員、運用関連部の部長などにより構成しています。

ガバナンス体制

当社では、社外取締役が過半数を占めるスチュワードシップ諮問委員会において、取締役会の諮問に基づき議決権行使結果の検証、行使プロセスの適切性の検証等を行なうことで、議決権行使をはじめとするスチュワードシップ活動における利益相反に関して適切に管理しています。

また、独立した組織であるコンプライアンス・リスク管理部が、議決権行使結果の事後検証を実施し、利益相反行為の発見、抑止に努めています。このような二段階の監督体制の構築により、スチュワードシップ活動の透明性と実効性を確保しています。

■ 責任投資の推進体制



スチュワードシップ活動の取組み

1 ESGインテグレーション

当社では「徹底した個別企業調査が、長期にわたる優れた運用実績につながる」との信念のもと、投資対象となる個別企業の実態価値の見極めを最も重要視しています。

その手段として、財務分析のみならず、長期的価値を左右する非財務(ESG)分析をインテグレートしたボトムアップ・リサーチを行ない、企業へのエンゲージメントを実施することで運用成果の最大化をめざします。

■ 運用哲学概念図



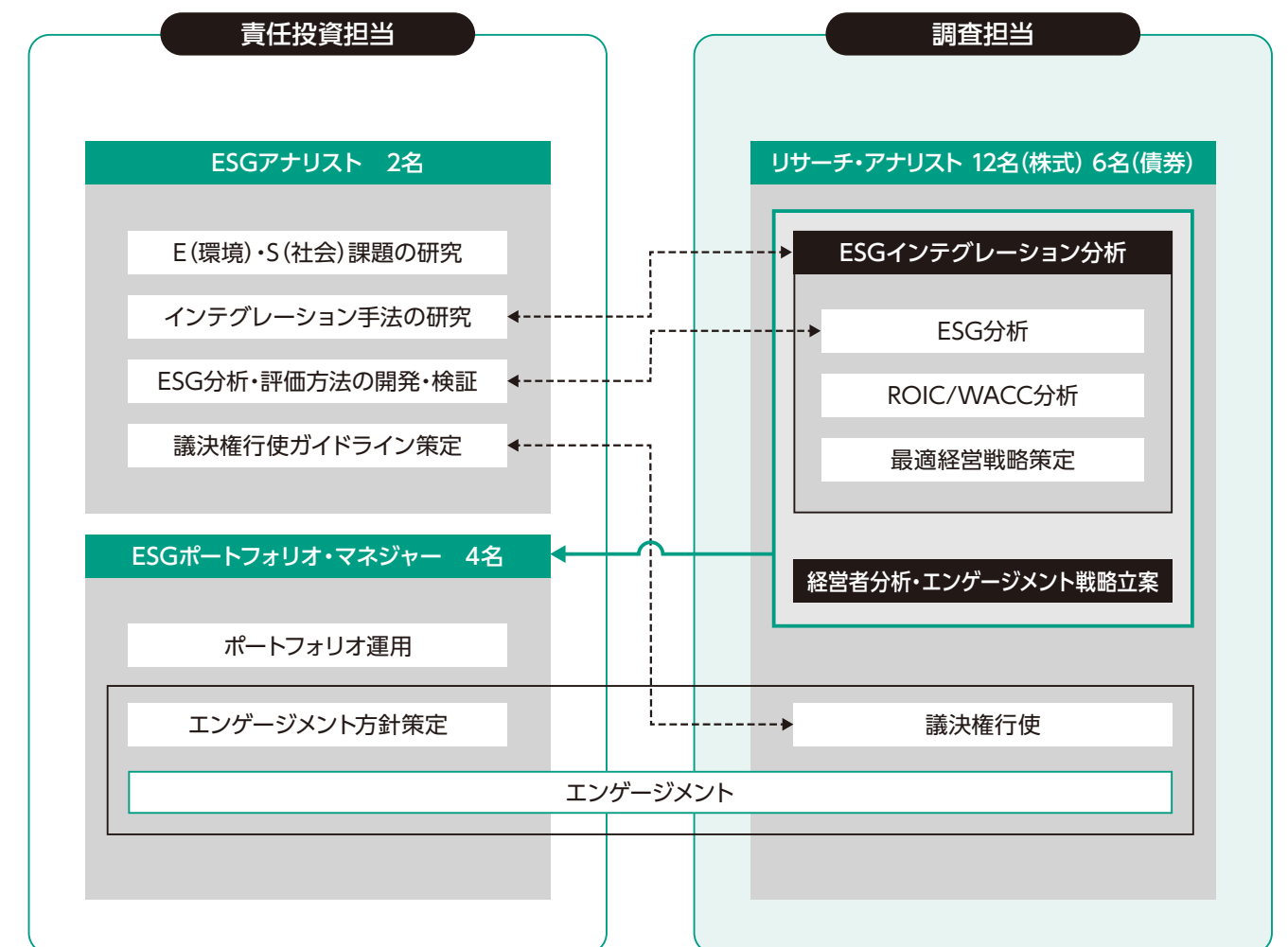
社会的価値、経済的価値の同時実現による持続可能な企業価値向上により、運用資産の最大化をめざします

ESG運用体制

国内株式については、株式運用部調査担当部長を含む12名のリサーチ・アナリストがESGを含め企業・セクター調査を担当しています。国内債券については、債券運用部クレジット調査担当部長を含む6名のリサーチ・アナリストがESGを含め企業・セクター調査を担当しています。国内株式と国内債券のアナリストは、共通のプラットフォームで、ESG分析を実施したうえで、企業の経営層とのESG対話を行ない、その結果を踏まえてESG評価を実施し、結果を共有します。株式も債券も持続可能な企業価値を評価する点で同じであり、企業価値の向上というめざすエンゲージメントの考え方も

同じと考えます。ただし、同一企業でのESG評価は一緒ですが、実際のポートフォリオ構築の際には、債券には発行種別ごとに償還年月があり、投資判断は株式と異なる場合があります。

ESGアナリストは、各種ESG項目についての調査を実施し、ESGインテグレーション分析を行なう株式・債券のリサーチ・アナリストに連携します。ESGポートフォリオ・マネジャーはリサーチ・アナリストと協働で行なうエンゲージメントの最終責任を担いつつ、各ESGファンドの運用を実施します。

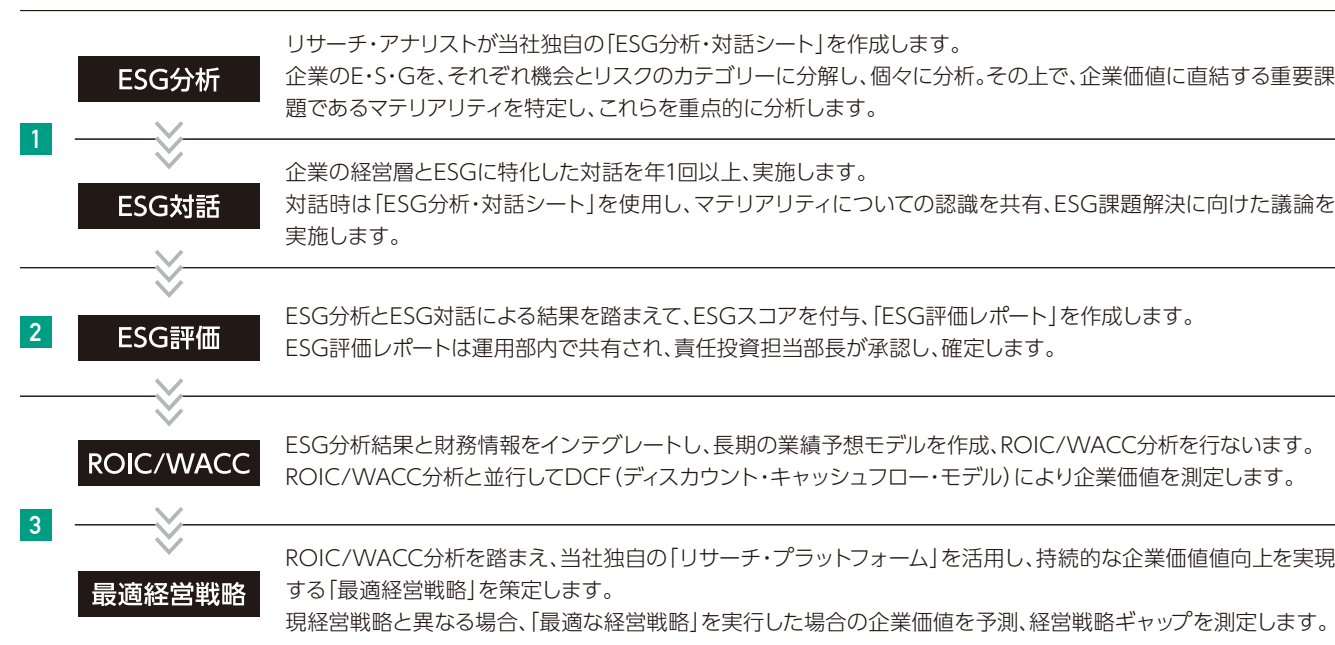


平均運用経験年数19年
2021年4月現在

ESGインテグレーション分析について

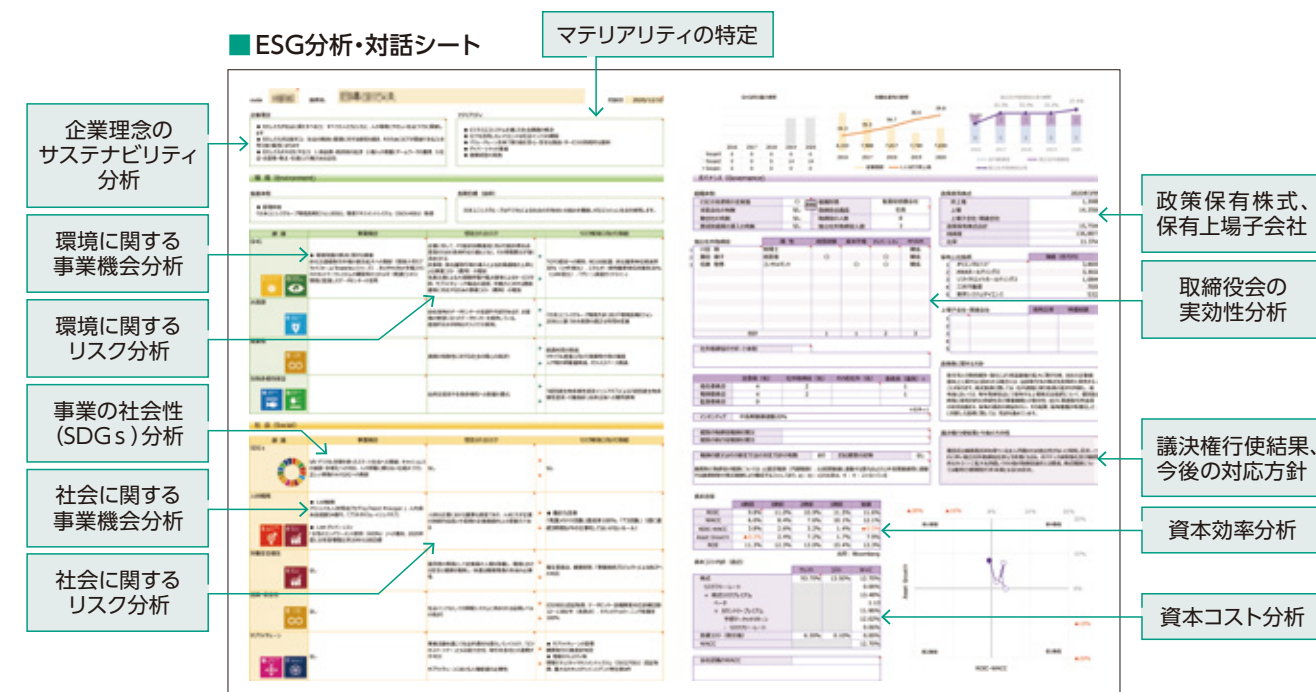
リサーチ・アナリストは調査ユニバース銘柄に対して、ESGインテグレーション分析を通じた5期以上の長期業績予想を行ないます。ESGインテグレーション分析は当社独自の手法

を採用し、下図のプロセスで実施しています。ファンダメンタルズを熟知したリサーチ・アナリストが議決権行使も含めて一貫して行なっていることが特徴です。



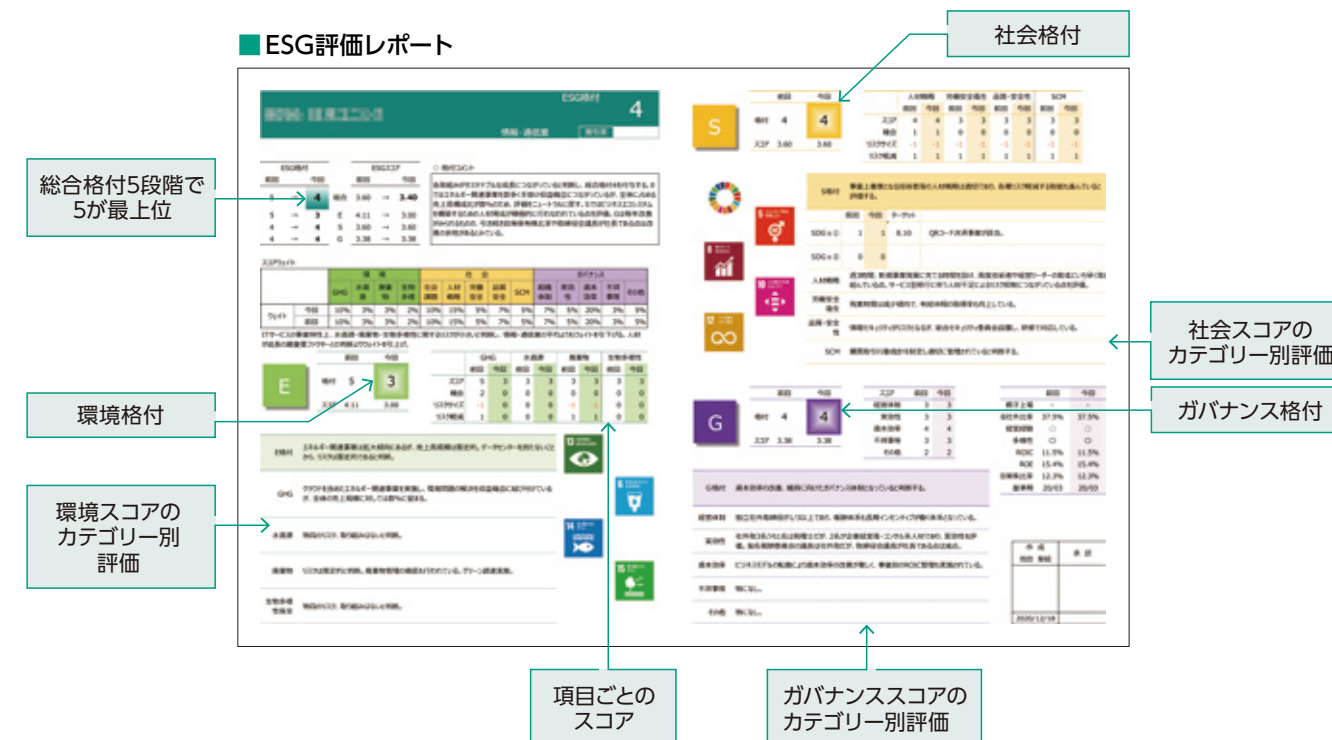
1 ESG分析・対話

当社独自の「ESG分析・対話シート」を作成しESG課題を分析、企業との対話で共有し、ESG課題解決に向け議論



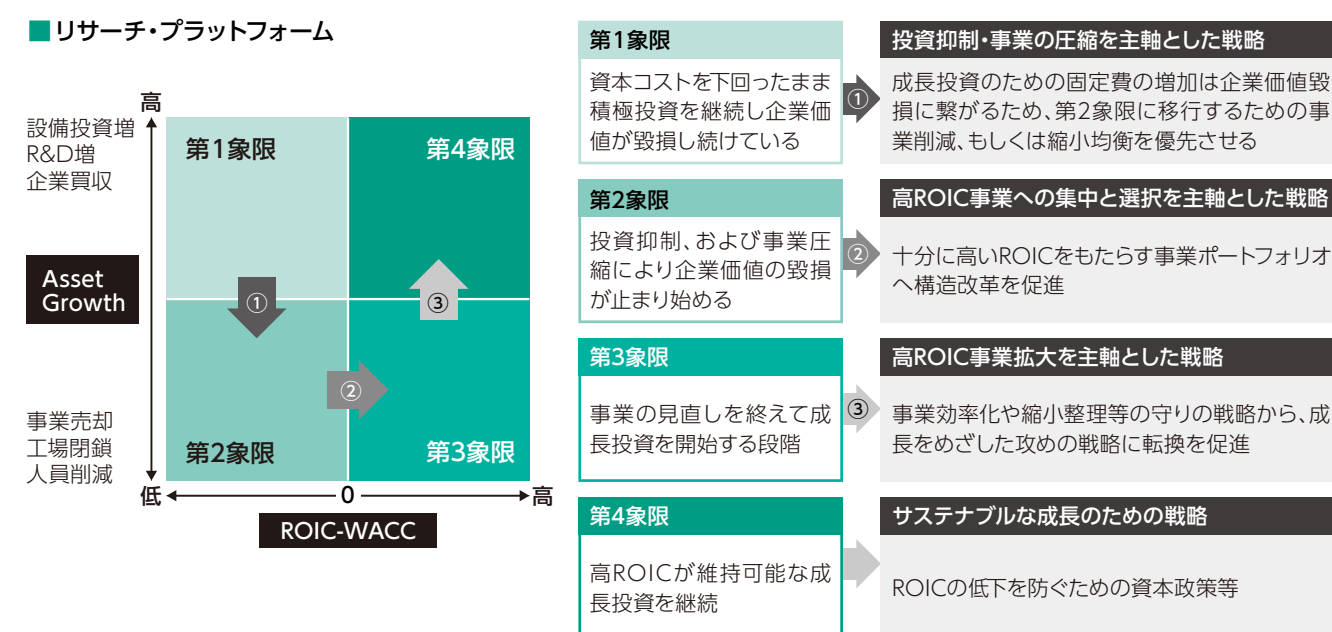
2 ESG評価

ESG分析、経営層とのESG対話等を実施したうえで、ESG評価レポートを作成しESG格付を付与



3 ROIC/WACC分析・最適経営戦略

ESG分析、財務(ROIC/WACC)分析をインテグレートし長期の業績予想モデルを策定、「リサーチ・プラットフォーム」を活用し、(ESG分析をすることで)持続的な企業価値向上を実現する「最適経営戦略」を策定



2 エンゲージメント

「エンゲージメント・プラットフォーム」の活用と多様なアプローチにより実現する高い成功率と再現性が特徴です。

「エンゲージメント・プラットフォーム」に沿い企業経営者の「危機意識」と「対話姿勢」および企業の金融価値に応じた適切なエンゲージメント・プロセスを策定することで、成功率・再現性を向上させます。

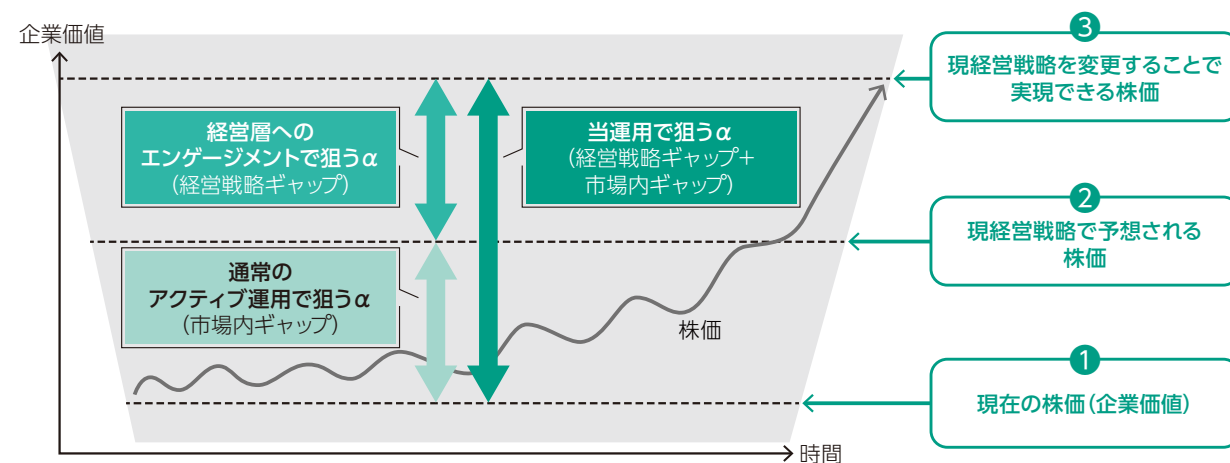
長期にわたる継続的なエンゲージメントにより、最適な経営

戦略を実行に移し経営戦略ギャップ α を実現、その結果投資収益が拡大します。

「協働エンゲージメント」（協働対話フォーラム、海外アクティビストとの連携等）の手段も活用してエンゲージメント力を強化。これにより時価総額が大きい企業へもエンゲージメントを実施します。

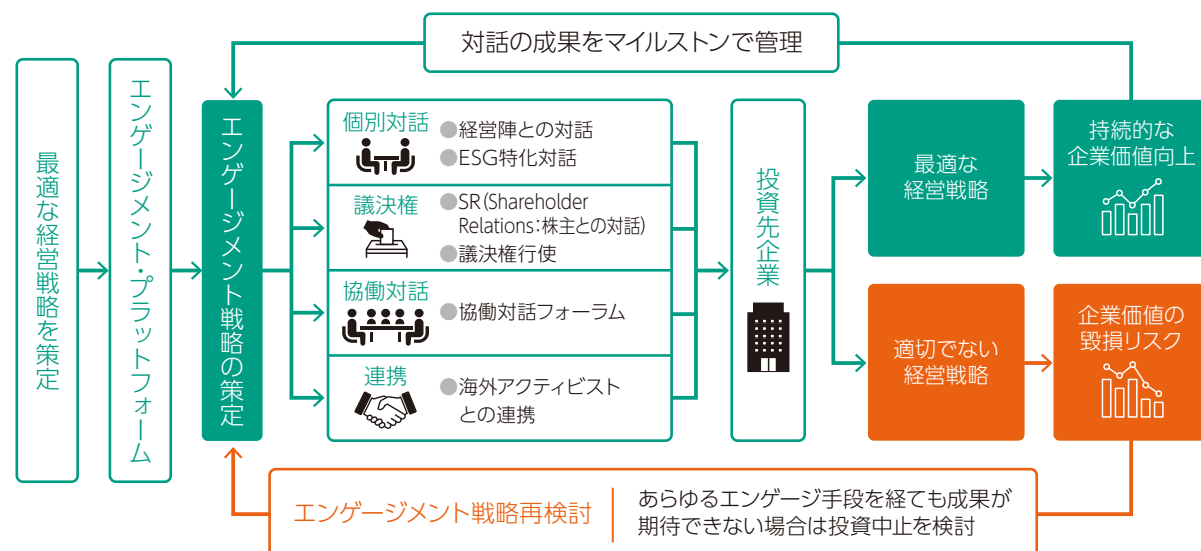
投資収益の考え方

エンゲージメントにより現経営戦略を見直すことでさらなる投資収益（経営戦略ギャップ）を追求



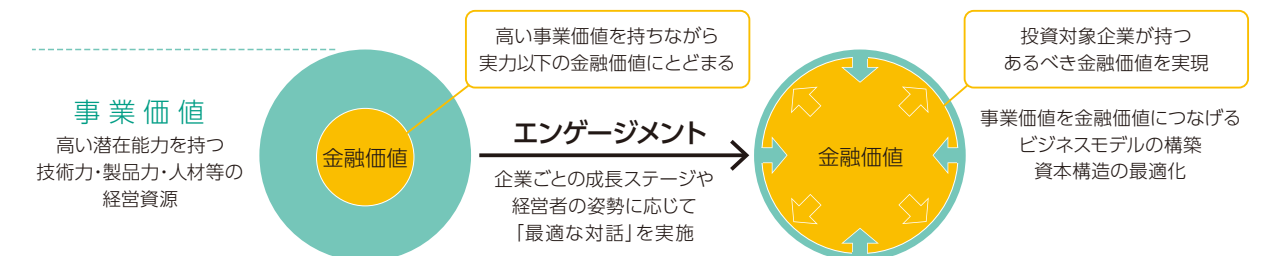
エンゲージメント概要

金融庁の「対話ガイドライン」を基本に、複数の対話手段から最適なエンゲージメント・プロセスを繰り返すことで成功確率を向上



エンゲージメント機会、意義

事業価値を金融価値に結び付け、さらに金融価値を拡大させるエンゲージメントにより企業価値拡大を図る



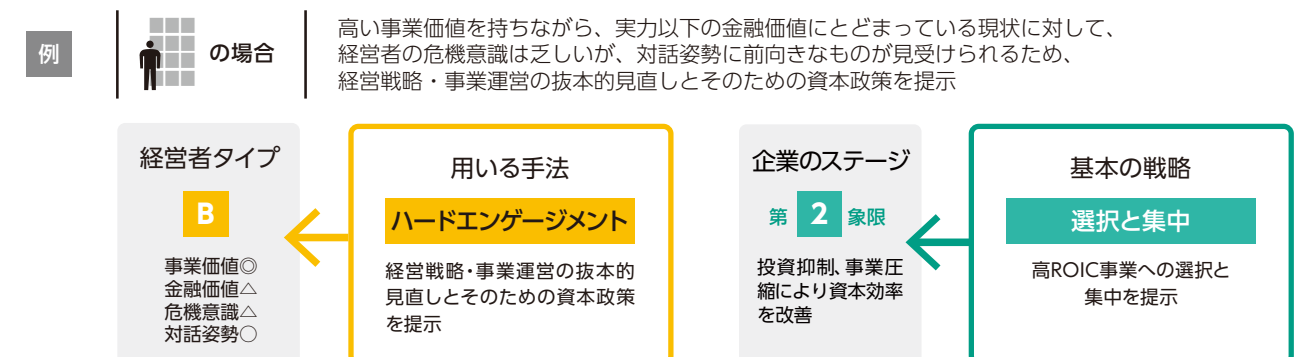
エンゲージメント・プラットフォーム

「エンゲージメント・プラットフォーム」を活用した経営者分析、企業のステージ分析により、有効なエンゲージメント戦略を立案

エンゲージメント・プラットフォーム

経営者分析					企業のステージ分析				手法
事業価値	金融価値	危機意識	対話姿勢	タイプ	ROICが資本コストを下回ったまま、拡大戦略を継続	投資抑制、事業圧縮により資本効率を改善	事業の見直しを終えて、高ROIC体質に転換	高ROICが維持可能で成長投資を継続	
					第1象限	第2象限	第3象限	第4象限	
◎	△	△	×	A					ディープエンゲージメント 重要提案行為、ハンズオン手段、協働エンゲージメント等による抜本的改革を模索
◎	△	△	○	B					ハードエンゲージメント 経営戦略・事業運営の抜本的な見直しとそのための資本政策を提示
◎	○	◎	○	C					通常エンゲージメント 経営戦略、事業運営の改善をサポートし、資本政策の妥当性を提示
◎	◎	○	○	D					ソフトエンゲージメント 経営戦略、事業運営のサステナビリティをモニタリング、特に資本政策の妥当性を提示

基本戦略	再構築	選択と集中	拡大	サステナビリティ
	投資抑制、事業圧縮を主軸とした戦略を提示	高ROIC事業への選択と集中を提示	高ROIC事業の拡大戦略を提示	サステナブルな成長のための戦略を提示



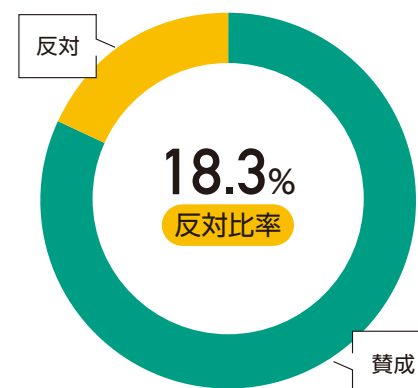
議決権行使

エンゲージメントにおける最も効果的、かつ重要な手段の一つとして活用

議決権行使に対する基本的な考え方

- 議決権行使をエンゲージメント活動の一環と位置付け
- 日頃の企業との対話において、コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえた対話を実施。改訂内容は、社内ESG評価のG（ガバナンス）格付評価基準に反映
- 改訂されたコードのうち一部重要課題は、G格付評価項目だけでなく議決権行使の基準にも反映。格付が低い企業に対して、対話による改善が見込まれないと判断した場合、会社側提案に反対行使
- 議決権行使の基準は社内ESG評価のG評価と一体運営

■ 会社提案に対する反対比率



■ 最近の基準の改訂事例

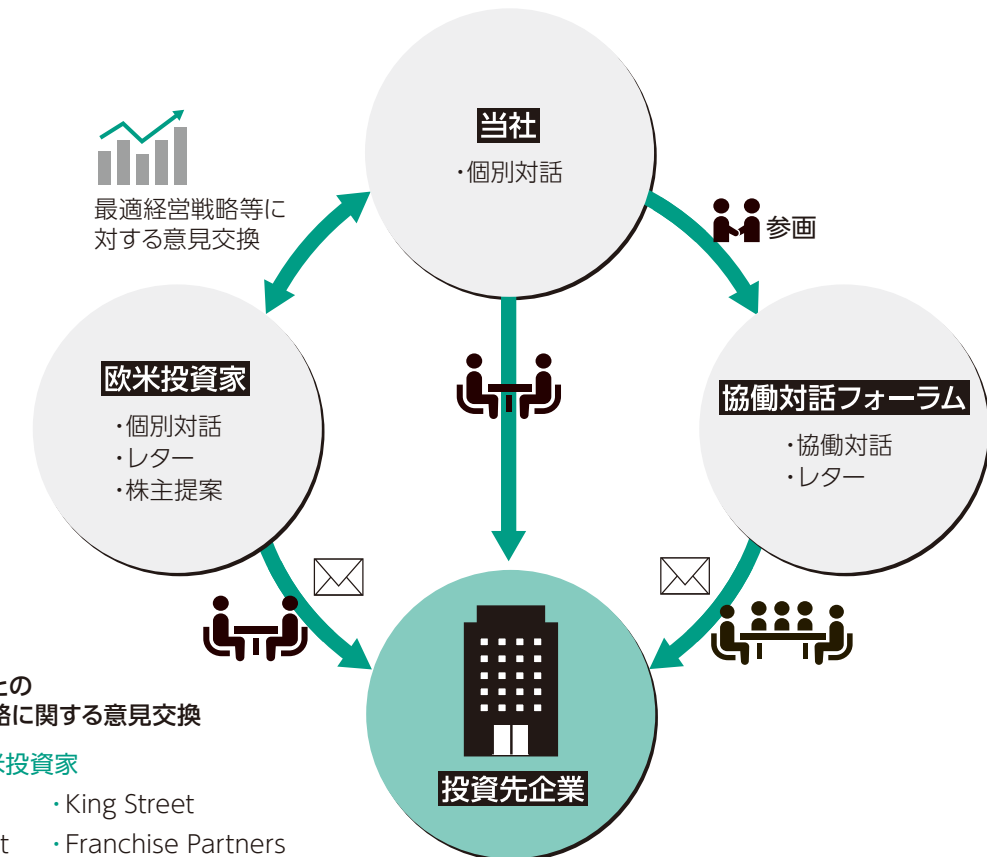


■ 議決権行使のフロー



協働エンゲージメント

株主である欧米投資家との意見交換や、協働対話フォーラムを通じたエンゲージメントは大型株にも有効



■ 欧米投資家との最適経営戦略に関する意見交換

連携した欧米投資家

- ・ Fir Tree
- ・ King Street
- ・ Third Point
- ・ Franchise Partners
- ・ Value Act
- ・ アブダビ投資庁 等

■ 協働対話フォーラム（参加機関投資家7社）

当フォーラムは、投資先企業の課題を議論し、建設的な対話に資する共通のアジェンダ（対話の議題）を設定し、企業と参加投資家との建設的な対話を行なう

最近のアジェンダの事例

- 投資家が求める「ESGマテリアリティ」への認識の促進
- 不祥事発生企業の情報開示と社外役員によるガバナンス改革支援
- 少数株主の意向を反映させるガバナンス上の措置・設計促進
- 政策保有株式、安定株主政策に対する企業の意識改革



2020年度スチュワードシップ活動の 振り返りと自己評価

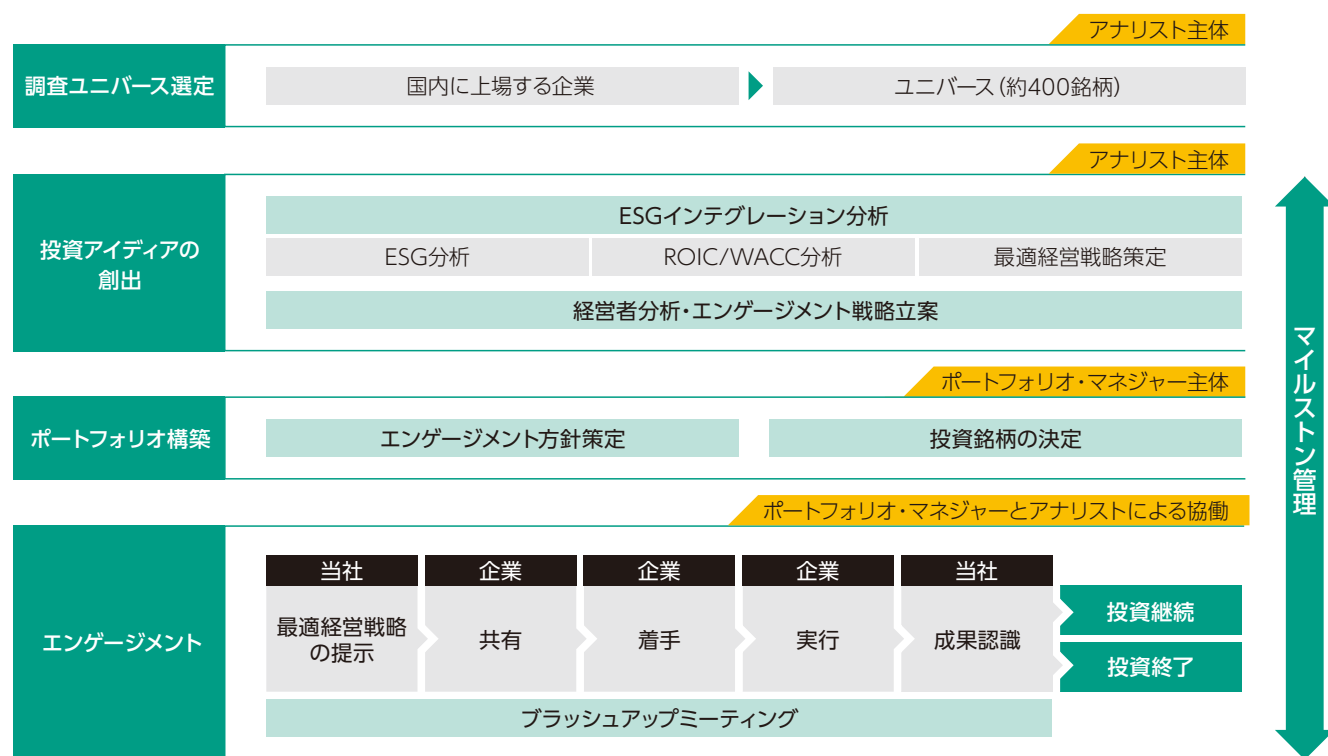
プロセス管理

リサーチ・エンゲージメントのフェーズを独自の「マイルストーン管理」により適切に把握・管理

■ マイルストーン管理

Step 1	アイデアの創出	リサーチ・アナリストがESGインテグレーション分析によりESG課題を含む最適経営戦略を策定、経営者分析、ステージ分析を実施、「エンゲージメント・プラットフォーム」を活用してエンゲージメント戦略を立案
Step 2	エンゲージメント方針決定	ポートフォリオ・マネジャーが「エンゲージメント方針決定会議」を開催し、エンゲージメントする最適経営戦略を協議のうえ確定し、重点項目に分解 分解された重点項目ごとに目標を設定し、目標達成のための具体的なエンゲージメントプロセスを協議のうえ決定
Step 3	最適経営戦略提示	当社が直接対話などを通じ、策定したESG課題を含む最適経営戦略（重点項目）を企業側に提示
Step 4	認識を共有	当社が提示した最適経営戦略（重点項目）に対して企業と認識を共有（企業の同意を獲得）
Step 5	戦略へ着手	企業が当社の提示した最適経営戦略（重点項目）の内容を経営計画に組み込むなど対外的にコミットし、計画・着手したことを当社が認識
Step 6	戦略の実行	企業が当社提示の最適経営戦略（重点項目）を実行したことを当社が認識
Step 7	エンゲージメント目標達成	企業が当社の提示した最適経営戦略（重点項目）を実行したことにより企業価値向上が実現したと当社が認識

〈例〉 ESGバリューアップ型日本株式運用の運用プロセス



スチュワードシップ対外活動

賛同するイニシアティブ・外部評価

国連責任投資原則(PRI)は、は、機関投資家がESGに係る課題を理解して投資の意思決定や株主としての行動に組み込み、長期的な投資パフォーマンスを向上させ、受託者責任を果たすことを目的として、2006年4月に国連環境計画・金融イニシアティブと国連グローバル・コンパクトとの共同により策定された原則です。

また、PRI事務局は、署名した機関投資家からの報告をもとに、定期的に責任投資の態勢や取組状況に関する評価を行

なっています。

当社はPRIの考え方に賛同し、2016年3月の署名以降、よりいっそうの研鑽および効果的な運用に向けた責任投資の推進体制強化に取り組んでまいりました。

体制強化の進捗に伴い、PRIからの評価は年々上昇し、2020年「国連責任投資原則(PRI)年次評価」において、責任投資に係る総合評価となる「戦略とガバナンス」部門、「上場株式ESG統合」部門、「上場株式アクティブオーナーシップ」部門の3項目で最高評価の「A+」を獲得しました。



6段階(A+, A, B, C, D, E)で評価が付与され、「A+」が最高評価となっています。



持続可能な社会の形成に向けた金融行動原則
(21世紀金融行動原則)
(2016年3月署名)



気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD)
(2019年12月賛同表明)



協働対話フォーラム
(2020年2月参加)

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

ESGインテグレーションの高度化

- ファンダメンタルズを熟知したリサーチ・アナリストが、ESG分析、財務(ROIC/WACC)分析をインテグレートし長期の業績予想モデルを策定。「リサーチ・プラットフォーム」を活用し、(ESG分析をすることで)持続的な企業価値向上を実現する「最適経営戦略」を策定します。
- 投資対象銘柄400社に対して、ESG分析、経営層とのESG対話等を実施したうえで、ESG評価レポートを作成し、独自にESG格付を付与しています。ESG課題を機会とリスクに分解したうえで、多数のESG項目のなかから企業価値に直結する重要課題であるマテリアリティを特定し、重点的に分析、対話します。

エンゲージメント体制の強化

- 金融庁の「対話ガイドライン」を基本に、複数の対話手段から最適なエンゲージメントプロセスを繰り返すことで成功確率を向上させます。議決権行使をエンゲージメントにおける最も効果的、かつ重要な手段の一つとして活用します。協働エンゲージメントとして、株主である欧米投資家

との最適経営戦略に関する意見交換や、協働対話フォーラムを通じたエンゲージメントは大型株にも有効と考えます。

- 長期保有を前提にエンゲージメントは長期にわたり何度も実施するため、その間のプロセス管理として、リサーチ・エンゲージメントのフェーズを独自の「マイルストーン管理」により適切に把握・管理しています。

スチュワードシップ活動の教育体制強化

- 株式運用部の調査・責任投資の各運用担当者には財務、非財務分析能力の向上を図るべく定期的なリサーチ教育プログラムによる「アナリスト勉強会」を実施しています。
- 責任投資のESGアナリストはESGの各テーマに基づいた分析を実施。特に長期的な業績を大きく左右する重要なテーマに関しては、該当業種を担当するリサーチ・アナリストとの協業による財務・非財務のインテグレーション分析を通じて、リサーチ・アナリストの長期予想の前提となるシナリオ策定を行ない、「ESG勉強会」にて運用部門内に発表しています。

General Manager Message

責任投資は、お預かりしたお客さまの資金による投資を通じて投資先企業の企業価値向上に資する、金融機能としての重要な役割を担っております。当社は証券投資を通じた企業への資金提供だけでなく、投資先企業の経営層にエンゲージメントを行うことで持続可能な企業価値向上を支えてまいります。とりわけ持続可能性を担保するには、環境や社会への貢献を通じた利益成長戦略、つまりESG要素を加味した経営戦略が必要です。この戦略立案に重点をおいたエンゲージメントにより、投資先企業の企業価値最大化を通じた受託資産価値の拡大に邁進し続けてまいります。

株式運用部 責任投資担当部長 兼 調査担当部長 **安達 浩**
Hiroshi ADACHI



2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

原則 1

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

基本的な考え方

当社では、「スチュワードシップ責任」について、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「お客さま・受益者」（最終受益者を含む）の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任と考えています。

この「スチュワードシップ責任」を果たすために、「日本版スチュワードシップ・コードの受入れについて」、「スチュワードシップ責任を果たすための基本的な取組方針」、「お客さま本位の業務運営方針」、「利益相反管理方針」、「議決権行使に関する基本方針」、「国内株式議決権行使指図ガイドライン」等を策定し、それらをホームページに公表しています。

2020年度の取組み スチュワードシップ責任への取組方針、国内株式議決権行使指図ガイドラインを改訂

スチュワードシップ・コード改訂やコーポレートガバナンス・コード改訂により、機関投資家には企業を深く理解し、受託者責任および説明責任を適切に果たすことがより求められています。このような環境下、当社は定期的・継続的に国内株式議決権行使指図ガイドラインの改訂を行ない、議決権行使を実施。議決権行使結果を四半期ごとに公表しています。

2020年6月にはスチュワードシップ・コードの改訂を踏まえ、「スチュワードシップ責任への取組方針」を見直しました。また、2020年12月にはコーポレートガバナンス・コードの改訂方針を踏まえ、ガバナンス改善による企業価値向上に資するよう国内株式議決権行使指図ガイドラインの改訂を行ないました。

自己評価 スチュワードシップ活動の適切な実施

スチュワードシップ責任を果たすための各種方針を公表しており、スチュワードシップ責任への取組方針、国内株式議決権行使指図ガイドラインの改訂により、当社のスチュワードシップ活動が適切に実施されていると認識し

ています。また、議決権行使結果の個別開示やガイドライン等を公表することで、投資先企業、お客さまの当社に対するご理解が進むと考えています。

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

原則 2

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

基本的な考え方

当社の親会社である明治安田生命保険相互会社では、同社およびそのグループ内の金融機関が行なう取引において、お客さまの利益が不当に害されることのないよう、「利益相反管理方針」を整備し、利益相反のおそれのある取引を適切に管理するよう努めています。

当社も、左記方針に基づき「利益相反管理規程」を定め、役職員に遵守義務を課すことにより、お客さまの利益が不当に害されることのないよう、利益相反のおそれのある取引を下記管理体制のもと、適切に管理するよう努めています。

利益相反管理体制

- コンプライアンス・リスク管理部を利益相反管理統括部署とし、同部の担当執行役員を利益相反管理責任者とします。
- 利益相反管理統括部署は、全社的な利益相反の状況を把握・管理し、新規業務の開始、法令諸規則等の改正にあわせ、必要に応じて規程の見直しを行なうなど、利益相反回避の推進に資する施策を各部署と協力して実施します。

2020年度の取組み 利益相反に関して適切に管理

当社では、ほかの部門から独立したコンプライアンス・リスク管理部が、議決権行使が適切に実施されたか判断する事後検証を実施、利益相反行為の発見および抑止に努めています。また、社外取締役が過半数を占めるスチュワードシップ

諮問委員会において、取締役会の諮問に基づき議決権行使結果の検証、行使プロセスの検証等を行なうことで、議決権行使をはじめとするスチュワードシップ活動における利益相反に関して適切に管理しました。

自己評価 利益相反管理体制の継続

スチュワードシップ諮問委員会から、議決権はガイドラインに基づき利益相反の観点から適切に行使されており、議決権行使結果および議決権行使プロセスに関する適

切性が確保されている旨の評価を受けています。引き続き、利益相反に関して適切に管理してまいります。

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

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。

基本的な考え方

当社は、クオリティの高い調査・分析に基づいたアクティブ運用を中心として、各アセットクラスおよび運用スタイルでそれぞれの特性を活かした運用を行ない、付加価値の創造をめざしています。

中長期視点から投資先企業の企業価値を分析するための運用調査体制として、明治安田生命グループのほか外部の調査情報も活用し、投資先企業を的確に把握するよう努めています。

2020年度の取組み ESGインテグレーションの高度化

ファンダメンタルズを熟知したリサーチ・アナリストが、ESG分析、財務（ROIC/WACC）分析をインテグレートし長期の業績予想モデルを策定。「リサーチ・プラットフォーム」を活用し、（ESG分析をすることで）持続的な企業価値向上を実現する「最適経営戦略」を策定します。投資対象銘柄400社に対して、ESG分析、経営層との

ESG対話等を実施したうえで、ESG評価レポートを作成し、独自にESG格付を付与しています。ESG課題を機会とリスクに分解したうえで、多数のESG項目のなかから企業価値に直結する重要課題であるマテリアリティを特定し、重点的に分析、対話します。

■ ESG分析項目

環境	社会	ガバナンス
・温室効果ガス ・水資源 ・廃棄物 ・生物多様性保全	・事業の社会性（SDGs） ・人材戦略 ・労働安全衛生 ・製品・安全性 ・サプライチェーンマネジメント	・経営体制 ・取締役会の実効性 ・資本効率 ・リスク管理 （当社の議決権ガイドライン項目/行使と一体運営）

自己評価 ESGに関する調査・分析の深化

ESG評価に関しては、リサーチ・アナリスト、責任投資担当全員が参加する「ESG集中ミーティング」を開催し、ESG格付の評価項目見直しを実施。直近ではG（ガバナンス）格付において親子上場、政策保有株式の課題を評価項目に加えています。今後も、評価項目はコーポレートガバナンス・コードや、SDGs、世界的な政策等を踏まえ、

より最適なものへと定期的に見直しを進めます。ESG格付の有効性に関して評価の高い銘柄は、良好な株価パフォーマンスをあげており、景気変化によるROIC低下局面や株式市場の急落局面においても強い抵抗力を発揮しています。

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

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。

基本的な考え方

当社は、投資先企業に持続的成長を促すべく、建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行なっています。投資先企業との対話においては、中長期的な視点から議論を行ない認識の共有を図るとともに、投資先企業の経

営状況に課題を認識した場合には、必要に応じて問題の改善に資する建設的な議論を行なうよう努めています。また、議決権行使を投資家としての意思表示を行なう重要な機会と捉え、適切な議決権行使と企業との対話を通じて企業価値向上を促す働きかけに努めています。

2020年度の取組み エンゲージメント体制の強化

投資後は、エンゲージメントにより現経営戦略を見直すことでさらなる超過収益（経営戦略ギャップ）を追求します。事業価値を金融価値に結び付け、さらに金融価値を拡大させるエンゲージメントにより企業価値拡大を図ります。金融庁の「対話ガイドライン」を基本に、複数の対話手段から最適なエンゲージメントプロセスを繰り返すことで成功確率を向上させます。議決権行使をエンゲージメントにおける最も効果的、かつ重要な手段の一つとして活

用します。協働エンゲージメントとして、株主である欧米投資家との最適経営戦略に関する意見交換や、協働対話フォーラムを通じたエンゲージメントは大型株にも有効と考えます。長期保有を前提にエンゲージメントは長期にわたり何度も実施するため、その間のプロセス管理として、リサーチ・エンゲージメントのフェーズを独自の「マイルストーン管理」により適切に把握・管理しています。

■ 2020年度 投資対象企業との対話件数

	総対話数		うちマネジメントとの対話	
	件数	対前年	件数	対前年
事業戦略	106	▲34	44	▲33
資本政策	143	▲30	52	▲23
財務戦略	33	▲27	14	▲15
ガバナンス	167	▲119	61	▲57
環境・社会	216	▲3	62	▲5
合計	665	▲213	233	▲133
対象企業社数	325社	14社	119社	▲26社

原則
4

自己評価 対話レベルの向上

エンゲージメント手法に関しては四半期ごとにポートフォリオ・マネジャーとリサーチ・アナリスト間で「ブラッシュアップ・ミーティング」を実施。担当業種・企業の知識に長けたリサーチ・アナリストと、海外投資家のエンゲージメント事例を含むさまざまなエンゲージメント手法に関する知見を持つ責任投資ポートフォリオ・マネジャーとの間

で、今回のエンゲージメントに向けて、より効果的なエンゲージメント・プロセスを議論。また、海外投資家とも最適なエンゲージメント手法を議論する機会を設け、欧米流の進んだエンゲージメントノウハウを日本企業に適した形で活用しています。

企業との対話の具体例

投資対象企業との対話の具体例について、主な対話事例をご紹介します。

■ 主な対話事例（2020年4月～2021年3月）

対話テーマ	対話内容
事業戦略 (精密機器A社)	主力消化器内視鏡の新製品が各国の承認を獲得次第発売予定で、投資回収期に入ると認識。 また海外ライバル企業との同業比較でROIC水準がきわめて低いことから分析・比較を実施し、最適と思われる経営戦略を策定。A社のマテリアリティ（ESG項目のなかで企業価値を大きく左右する項目）かつ課題であるコスト効率や法務を含めたガバナンス体制強化に向け、グローバルな人事体制（S項目）とグローバルメドテック企業の経営経験者の登用（G項目）に向け対話を開始するなか、会社の変革の意欲が強いこと、エンゲージメントにより現行経営戦略変更の可能性が高いと判断。 欧米投資家から経営陣を受入れ、新経営戦略を策定予定であることから、同投資家を訪問し、経営戦略案を議論。その後、新中期経営計画が発表となる。現在、新中計の執行をモニタリングしつつ、時間を要することが予想されるものの、目標であるグローバルのライバル企業並みの高収益企業転換に向けた経営戦略のエンゲージメント中。
ガバナンス (電気機器B社)	業界環境が好調ななか、半導体装置業界で同社のみ生産能力増大を行なわず、ROICが急拡大している点に着目し対話を実施。新CEOの下で過去に買収した海外ライバル企業の事業モデルを軸に高収益体質企業へと転換中であることを認識。経営陣も事業モデル転換に向けた対話姿勢が強いことから投資を開始。 次期中期経営計画でメインテーマとなるであろうクラウド型事業モデル拡大に向けた買収戦略に関する対話を継続すると同時に、CEOの進める戦略の持続可能性を強化すべく、外国人社外取締役との意見交換を含め、B社のマテリアリティ（ESG項目のなかで企業価値を大きく左右する項目）であるカバナンス体制強化（G項目）をエンゲージメント中。

対話テーマ	対話内容
ガバナンス (電気機器C社)	宇宙事業をも展開する世界トップクラスの技術力を持ちながら、長期間ROICは低水準が続き、事業価値に比較し、金融価値は長期で低位に留まっている企業との認識。現CEOがC社ではじめて中期経営計画を途中で断念し、再設定を発表したことから変化の可能性に注目。国内ITサービス事業の将来性、長年コアであった事業の縮小から、現CEOが抱く危機感を共有。 C社のマテリアリティ（ESG項目のなかで企業価値を大きく左右する項目）で最大の課題である執行と監督の分離を主としたガバナンス体制（G項目）の強化について、エンゲージメントしたところ、積極的な対話姿勢を確認。現中期経営計画では事業ポートフォリオ見直しにより資本コストを上回るROICへ拡大。次期中期経営計画に向けてM&Aにより成長ドライバーとなる海外事業拡大、そのためのキャッシュフロー経営への転換に向けたさらなる取締役会のガバナンス機能強化（G項目）、グローバル人事制度導入（S項目）等をエンゲージメント中。
政策保有 株式縮減 (情報・通信D社)	好調な事業環境が続くなか、業界内では同社のみ積極的な人員拡大を行なっていない点に注目。 企業と対話し、労働集約型事業からストック型事業への転換による高ROIC企業への転換中との確証を得る。 D社のマテリアリティ（ESG項目のなかで企業価値を大きく左右する項目）である人材戦略（S項目）を確認しつつ、課題面では政策保有株（G項目）がROIC拡大の足枷となっていると判断したため、政策保有株削減に向けたエンゲージメントを実施。会社側が解消は困難とした保有比率上位2社であるF社（※政策保有株持合いあり）やG社（※政策保有株持合いなし）へのエンゲージメントも実施中。堅調な業績に加えて会社側も徐々に政策株保有の削減を実施してきており株価は上昇。
親子上場 解消 (食料品E社)	コーポレートガバンス改革で親子上場問題がテーマとなっており、親子上場解消で企業価値拡大が図れる企業群を調査開始。E社はガバナンスの課題として親子上場問題を抱え、H社の完全子会社化による企業価値拡大が大きいと分析。その後、E社社長、H社社長と対話し子会社化は可能と判断。 エンゲージメントを継続していたが、途中E社が実施したI社株投資によりROIC低下が発生。これによりCEOの判断をモニタリングできていないガバナンス体制が新たな課題と認識。 その後は、株主提案をした欧米投資家との意見交換を実施し、株主提案を利用した議決権行使を行なう等、社外取締役強化によるガバナンス向上に向け追加エンゲージメント中。

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

原則
5

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

基本的な考え方

当社では、議決権行使を適切に行なうことで、株式価値の増大をめざすとともにその毀損を防止し、お客さまの利益向上をめざしています。そのための議決権行使に関する基本方針、議決権行使に関する規程およびガイドラインを策定、公表しています。

ただしガイドラインは画一的なものではなく、企業の持続的成長を促す視点からガイドラインと異なる判断が適切と考えられる場合は別途協議を行ない、ガイドラインと異なる議決権の行使を行なっています。

2020年度の取組み 議決権行使基準はESG評価のG評価と一体運営

議決権行使はエンゲージメント活動のなかで最も効果的かつ重要な手段であると考えます。日々の企業とのエンゲージメントにおいて、コーポレートガバナンス・コード改訂を踏まえたエンゲージメントを実施しており、その改訂内容を社内ESG評価のG(ガバナンス)格付評価基準に反映しています。改訂されたコードのうち一部の重要課題は、G格付評価項目だけでなく議決権行使の基準に

も反映し、格付が低い企業に対してESG対話の際にエンゲージメントによる改善が見込まれないと判断した場合には、会社側提案に反対の行使をします。昨今の株主提案の議案数増加に伴い、一部の株主提案に対しては、議決権行使にあたり企業側、提案側双方と対話を行ない、企業価値向上に資する議案には賛成しています。

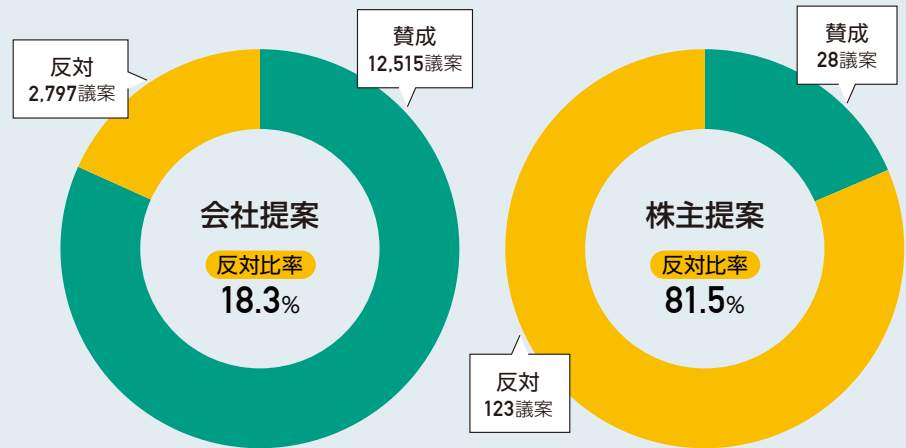
自己評価 適切に議決権を行使し、結果を公表

国内株式議決権行使指図ガイドラインの見直しや、賛否理由の開示を含む行使結果の公表などを通じて適切に実施していると認識しています。運用関連部担当執行役員を分科会長とする議決権行使

分科会を定期的に開催し、その上位組織である責任投資委員会が同分科会の活動状況および行使結果の検証結果の報告を受けモニタリングすることで適切な議決権行使の推進を図っています。

議決権行使結果

直近1年(2020年7月～2021年6月開催株主総会)の議決権行使結果は以下のとおりです。



会社提案の行使状況		(議案)	■ 賛成 ■ 反対	
取締役の選解任	11,999	82.0%	18.0%	
監査役の選解任	1,186	86.7%	13.3%	
会計監査人の選解任	33	100.0%		
役員報酬	650	76.5%	23.5%	
退任役員の退職慰労金の支給	61	34.4%	65.6%	
剰余金の処分	949	74.2%	25.8%	
組織再編関連	34	100.0%		
買収防衛の導入・更新・廃止	33	27.3%	72.7%	
そのほか資本政策に関する議案	31	100.0%		
定款に関する議案	334	95.2%	4.8%→	
そのほかの議案	2	100.0%		
議案総数	15,312	81.7%	18.3%	

株主提案の行使状況		(議案)	■ 賛成 ■ 反対	
議案総数	151	18.5%	81.5%	

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

原則 6

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

基本的な考え方

当社は、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、投資先企業との対話や議決権行使状況を当社ホームページに公表しています。

また議決権行使結果についても、過年度の行使結果を含めて、同じくホームページに公表しています。

2020年度の取組み 開示内容の拡充

スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、ホームページに公表しています。

議決権行使結果の開示については、お客さまが議決権行使の賛否に関する当社の考え方をご理解できるよう、四半期ごとに個別企業議案の賛否および賛否理由を開示するとともに、議決権行使ガイドラインを公表してい

ます。

また年金基金などアセットオーナーに対する個別報告においては、運用会社共通フォーマットを活用するなど、議決権行使結果の詳細な事例とその理由のほか、エンゲージメント活動の具体的な事例についても報告しました。

自己評価 定期的な報告を継続

スチュワードシップ活動を含む責任投資に関するホームページでの開示などを通じて適切に実施していると認識しています。

さまざまなアセットオーナーの意向を踏まえ、今後も適宜内容を見直し、定期的な報告に努めてまいります。

2020年度のスチュワードシップ活動に関する主な取組み

原則 7

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

基本的な考え方

当社は、アナリスト、ポートフォリオ・マネジャー・チームの強化に努め、適切な投資判断が行なえる運用力の向上、およびスチュワードシップ活動を行なうための実力の向上に取り組んでいます。

また経営陣はスチュワードシップ責任を果たすため、人財

育成はもとより、対話活動・議決権行使結果の振り返り等を定期的に行なう社内委員会の設置など、体制強化とともに課題への取組みを推進しています。

2020年度の取組み スチュワードシップ活動の教育体制強化

株式運用部の調査・責任投資の各運用担当者には財務、非財務分析能力の向上を図るべく定期的なリサーチ教育プログラムによる「アナリスト勉強会」を実施しています。

責任投資のESGアナリストはESGの各テーマに基づいた分析を実施。特に長期的な業績を大きく左右する重要なテーマに関しては、該当業種を担当するリサーチ・アナリストとの協業による財務・非財務のインテグレーション分析を通じて、リサーチ・アナリストの長期予想の前提と

なるシナリオ策定を行ない、「ESG勉強会」にて運用部門内に発表しています。

ESGアナリストを中心にPRI、TCFDコンソーシアム、協働対話フォーラム、業界団体などの各種会議体への参加、また、官公庁（金融庁、経済産業省、環境省）や「スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議」有識者メンバーとの意見交換を通じて、ESGに関する知見を深めています。

自己評価 教育システムの組織体系化・高度化

当社ではサステナブルな運用体制維持を目的に、組織的な教育体系を構築。昨今のESGに代表されるような刻々と変化する運用環境にも対応しつつ、高度な運用レベルを維持・向上させるために、調査・責任投資運用担当者に向けたリサーチ教育プログラムに加え、全運用担当者に

向けたESG勉強会など、時代を先取りした教育システムを導入しています。

引き続き、スチュワードシップ活動の実効性を高めるため、必要とされる組織構築や人財育成に取り組んでまいります。

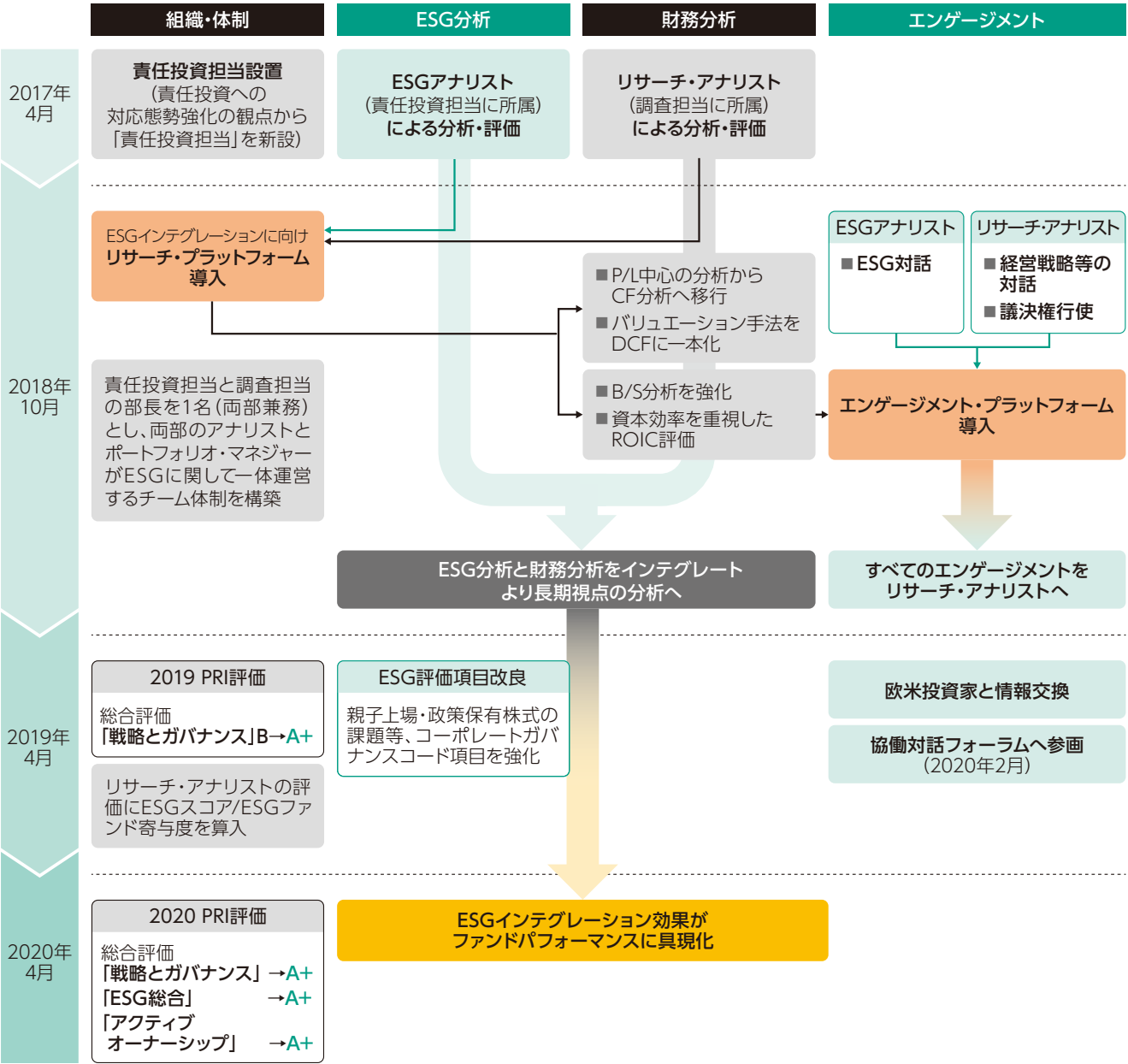
スチュワードシップ活動を適切に行なうための実力養成

ESG運用体制強化

ESG対応、エンゲージメント・議決権行使等のスチュワードシップ活動に関する国内株式関連組織の指揮命令系統を一本化し、各機能の連携強化を図る組織体制としています。また、ESGアナリストが中心となり、PRI、官公庁、業界団体などの各種会議体に積極的に参加し、ESGに関する知見を深め、投資先企業との対話に役立てています。

スチュワードシップ活動の体制強化が進み、PRIの年次評価において、責任投資に係る総合評価となる「戦略とガバナンス」部門、「上場株式ESG投資」部門、「上場株式アクティブオーナーシップ」部門の3項目で最高評価の「A+」を獲得しました。

■ 投資スキームの主軸を維持しつつ、ESGインテグレーション強化に向け運営体制を刷新



アナリスト勉強会

「最適経営戦略」策定に向け、リサーチ教育プログラムより実施された「アナリスト勉強会」のテーマ

1	株式投資とは (株主としての投資と有価証券投資としての投資)
2	本邦事業会社と金融機関の役割の推移と今後のアセットマネジメント業界の方向性
3	インベストメントバリューチェーン (エンゲージメント)
4	ESG投資とは
5	株主総会の意味/取締役会、監査役、指名報酬委員会
6	当社の議決権ガイドライン
7	株式会社経営およびステークホルダー
8	企業価値とは (資本コスト、ROICとDCFモデル)
9	有価証券報告書の見方
10	企業価値拡大に向けての経営戦略の立て方/① 5フォース分析
11	企業価値拡大に向けての経営戦略の立て方/② SWOT分析
12	戦略支出と将来CF予想 (売上/棚卸資産) の関係
13	国内企業の簡易コアレポート作成
14	国際企業分析上必要な海外企業の事業モデル分析
15	担当企業のコアレポート完成 プレゼンテーション

ESG勉強会

責任投資のESGアナリストは、ESGの各テーマに基づいた分析を実施、特に長期的な業績を大きく左右する重要なテーマに関してはリサーチ・アナリストと一緒に分析を行ない、「ESG勉強会」にて運用部門内に発表

自動車業界への影響

2035年ガソリン車販売禁止を踏まえた、電動自動車販売台数、販売構成比の見直しを業績予想・エンゲージメントに反映

エネルギー業界への影響

IEAの世界1.5℃シナリオとの整合性、電源別のCO₂排出量・運転開始期間・供給可能量を踏まえて、グリーン成長戦略の見直しを業績予想・エンゲージメントに反映

MEIJI YASUDA ASSET MANAGEMENT