

第2部

2024年度 スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価



CONTENTS

52 | I スチュワードシップ活動の振り返り

53 | (1) スチュワードシップ責任を果たすための方針
(原則1に対応)

54 | (2) 利益相反の管理
(原則2に対応)

56 | (3) 投資先企業の状況の的確な把握
(原則3に対応)

59 | (4) 建設的な「目的を持った対話」の実践
(原則4に対応)

64 | (5) 議決権行使の方針と結果の公表
(原則5に対応)

68 | (6) スチュワードシップ活動の報告
(原則6に対応)

69 | (7) スチュワードシップ活動を行うための実力の向上
(原則7に対応)

71 | (8) インベストメントチェーン全体の機能向上について
(原則8に対応)

72 | II スチュワードシップ活動の自己評価



I スチュワードシップ活動の振り返り

気候変動等の環境問題や社会問題の深刻化など、世界はこれまで経験したことのない大きな課題と不確実性に直面しています。このような中、私たちニッセイアセットマネジメント(以下、「当社」という)は、運用プロセスにおける「投資先企業のサステナビリティ(中長期的な持続可能性)の把握」と「企業との対話」の重要性が、これまで以上に高まっていると考えています。

当社では、「受益者」の中長期的なリターン向上とリスクの低減を目的とした調査・投資活動を運用プロセスの中核としています。具体的には、企業との対話を活用し、中長期的な視点での企業調査(サステナビリティを把握する当社独自の ESG 評価を含む)を行い、企業評価を実施しています。このプロセスにおいて重要となるのは「企業との対話」です。実りある対話が、投資先企業の市場からの評価向上、環境・社会課題へのレジリエンス(強靱性)の強化、そして、企業価値向上へとつながり、受益者と投資先企業の共創(Co-Creation)が果たされると確信しています。

また、このような運用プロセスは、投資先企業の環境・社会課題解決力の向上を通じ、サステ

ナブルな社会の実現にも貢献できると考えています。

以上の考え方は、日本版スチュワードシップ・コードの考え方と合致するものと考え、2014年5月にコード受け入れを表明しました。また、2025年6月に改訂されたコードについても、その8つの原則に賛同し、受け入れを表明しました。

当社の『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて」の原則7では「自らのガバナンス体制・利益相反管理や、本コードの各原則の実施状況を定期的に振り返り、自己評価を行っています。」としています。

この記載に基づき、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」を行います。

📄『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて
<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/stewardship.html>

(1) スチュワードシップ責任を果たすための方針

原則1への対応

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。**

対応

スチュワードシップ責任とは、『投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかサステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「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、「受益者」の中長期的な投資リターンの拡大を図る責任¹とされています。

このスチュワードシップ責任を果たすため、以下の5つの方針を策定しています。当方針は、主に日本株運用に適用しますが、議決権行使のような株式特有の項目以外は、国内社債運用にも適用します。また、その他の資産の運用においても、可能な範囲で適用に努めます。

基本方針

- 「企業との対話」を重視し、当社独自のESG評価を行い、中長期的な視点での企業評価・投資判断を行うよう努めます。
- ESG評価は、受益者の中長期的なリターン向上とリスクの低減に繋がる投資先企業のサステナビリティ（中長期的な持続可能性）を把握するために実施します。特に、気候変動は重要な課題と考えています。
- 「企業との対話」を実りあるものとするため、経営層との対話に重点を置き、企業活動への深い洞察と理解に努めます。

- 「企業との対話」の場面では投資家としての意見を伝え、お互いの意見を交換することにより企業価値の向上とリスクの低減を実現し、受益者と投資先企業の双方がその恩恵を受けることができるよう努めます。
- 議決権の行使を「企業との対話」のひとつの手段として位置づけ、スチュワードシップ責任を果たすよう努めます。

『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについての改訂

2025年7月に、改訂された金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」（2025年6月改訂）の8つの原則に賛同するとともに、当社の『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて」を改訂しました。主な改訂箇所は以下の通りです。

原則3 投資先企業の状況の的確な把握

- ・株主総会前の議決権行使判断が可能な時点で、有価証券報告書が開示（有報総会前開示）されることへの期待を記載

原則4 建設的な「目的を持った対話」の実践

- ・「実質株主の透明性向上」に向け、「株式保有状況」の説明の方針を策定
- ・明確化した「協働エンゲージメント」への対応について記載（考え方は引き続き変わらず、「責任投資諮問会議」がモニタリングする旨を明記）

原則7 スチュワードシップ活動を行うための実力の向上

- ・ガバナンス体制において、社外取締役を増員し、合計4名となったことを追記

📄『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて
<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/stewardship.html>

¹ 「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉から主な内容を抜粋

(2) 利益相反の管理

原則2への対応

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。

対応

当社は、『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについてにおいて、利益相反の管理に関し、以下の方針を策定しています。

- スチュワードシップ責任を果たすにあたっては、受益者のみの利益（投資先企業の企業価値の向上または毀損防止）を考慮します。
- 利益相反が生じうる局面を具体的に特定し、議決権行使や対話において利益相反を実効的に防止する仕組みを構築することにより受益者の利益の保護に努めます。

スチュワードシップ活動の振り返り

この方針に従い、2017年5月、スチュワードシップ活動の中で利益相反が生じうる局面として、①利益相反の生じる可能性が特に高い局面²、②利益相反の生じる可能性が高い局面³、の二つを具体的に特定しました。

▶▶▶ 責任投資監督委員会の設置

利益相反管理強化の観点から、スチュワードシップ活動等の適切な運営を確保することを目的とし、取締役会から権限を委譲された、独立した社外取締役と法務・コンプライアンス部を担当する本部長（役員）で構成される「責任投資監督委員会」（社外取締役が過半数）を2017年5月に設置し、2025年度はこれまでのところ2回開催しました。

過去には、2024年度：4回、2023年度：5回開催しています。（なお、2024・2023年度の責任投資監督委員会の開催日、主な議題については、次ページに記載しています。）

▶▶▶ 議決権行使基準の策定

議決権行使の判断基準については、責任投資監督委員会での協議を経て、運用本部長（役員）が決定しています。また、運用本部内で実施される個々の議決権行使の判断に関しては、原則として、この判断基準に従って行使判断を行うことで、議決権行使のプロセスの客観性を確保しています。こうした判断基準やプロセスについては、社内勉強会の開催等を通じて徹底を図り、適切な運営を行っています。

▶▶▶ 利益相反の生じる可能性が（特に）高い企業について

上記①に該当する「利益相反の生じる可能性が特に高い局面」での議決権行使は、議決権行使助言会社の助言に従い判断を行い、利益相反の可能性を排除しました。上記②に該当する議決権行使の判断において、議決権行使判断基準と異なる判断を行う場合、利益相反防止の観点から事前に責任投資監督委員会で協議を行った上で行使判断を行います。①、②に該当しない行使判断においても判断基準と異なる判断を行った場合については行使結果を責任投資監督委員会に報告しています。

また、2025年7月24日開催の責任投資監督委員会では、「利益相反の生じる可能性が特に高い局面」「利益相反の生じる可能性が高い局面」の議決権行使結果の状況を分析し、利益相反の観点から問題がないことを確認しています。

上記の①、②に該当する「企業との対話」については、課題の重要度等に基づき、責任投資監督委員会（2024年12月・2025年5月）に報告しています。

2 当社の利害関係人等（当社及び親会社である日本生命保険相互会社（以下、「日本生命」という）の子会社・関連会社等）、当社役員及び日本生命の役員等が取締役・監査役等に就任している（候補者を含む）企業に対する議決権行使及び対話。

3 当社の大口取引先、日本生命の株式保有比率が高い企業等に対する議決権行使及び対話。

(2) 利益相反の管理

原則2への対応

議決権行使のプロセス一覧

	当社で定めた判断基準 *1通りに 議決権行使を行う場合	当社で定めた判断基準外の 議決権行使を行う場合
1 利益相反が生じる 可能性が 特に高い企業	議決権行使助言会社の助言に従い、 株式運用部にて決定 行使後 責任投資諮問会議、 責任投資監督委員会に報告	
2 利益相反が生じる 可能性が高い企業	株式運用部にて 決定 *2	運用本部本部長(役員)が 決定 行使前 責任投資諮問会議、 責任投資監督 委員会で協議 *3
3 上記以外の企業	株式運用部にて 決定 *2	株式運用部にて決定 行使後 責任投資諮問会議、 責任投資 監督委員会に報告

- * 1 当社で定める判断基準は株式運用部が策定し、責任投資諮問会議、責任投資監督委員会での協議を経て、運用本部本部長（役員）が決定します。
- * 2 議決権行使の集計結果を責任投資諮問会議、責任投資監督委員会に報告します。
- * 3 やむをえない場合は行使後の報告を可とします。

責任投資監督委員会での主な議題

2024 年度	
責任投資監督委員会 (2024年6月3日開催)	●『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて」の改訂 ●個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の報告 ●議決権行使判断基準外の判断をした銘柄の報告 ●「利益相反が生じる可能性が高い企業」との対話の状況の報告
責任投資監督委員会 (2024年7月26日開催)	●スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価 ●個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の報告 ●議決権行使判断基準外の判断をした銘柄の報告
責任投資監督委員会 (2024年12月6日開催)	●個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の報告 ●議決権行使判断基準外の判断をした銘柄の報告 ●「利益相反が生じる可能性が高い企業」との対話の状況の報告 ●株主権行使の案件に関する対応の報告
責任投資監督委員会 (2025年2月21日開催)	●「国内株式議決権等株主権行使判断に係る内規」の改訂（議決権行使助言会社に関する協議を含む） ●個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の報告 ●議決権行使判断基準外の判断をした銘柄の報告 ●議決権行使助言会社の外国株式ガイドラインにおける改訂の確認
2025 年度	
責任投資監督委員会 (2025年5月21日開催)	●『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて」の改訂 ●個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の報告 ●議決権行使判断基準外の判断をした銘柄の報告 ●「利益相反が生じる可能性が高い企業」との対話の状況の報告
責任投資監督委員会 (2025年7月24日開催)	●スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価 ●個別の投資先企業及び議案ごとの議決権行使結果の報告 ●議決権行使判断基準外の判断をした銘柄の報告

(3) 投資先企業の状況の的確な把握

原則3への対応

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。**

対応

投資先企業の持続的成長に向けた当該企業の状況の把握には、財務諸表の情報に加え、「サステナビリティ関連財務情報とその他の情報(以下、サステナビリティ関連財務情報等という)⁴」の活用が不可欠と考えています。

なお、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)は、2023年6月に「IFRSサステナビリティ開示基準」を公表しましたが、日本においても、この基準と機能的な整合性を確保したサステナビリティ開示基準が、2025年3月に公表されています⁵。「IFRSサステナビリティ開示基準」の基本的な考え方は、当社の分析手法と適合したものととなりますので、この基準に基づいた企業の情報開示が進むことは、当社にとって、投資先企業の持続的成長に向けた状況のよりの的確な把握を可能にすると考えています。

▶▶▶ サステナビリティ関連財務情報等の収集

サステナビリティ関連財務情報等の収集は、有価証券報告書/統合報告書(任意)⁶やコーポレートガバナンス報告書などの企業開示書類の精査に加え、経営層との対話、工場等の現場訪問などにより行っています。なお、現状の議決権行使業務では、事業報告・計算書類等を活用していますが、事業報告・計算書類等は、有価証券報告書に比べ、情報の有用性において劣ると考えています。十分な情報を踏まえた上で判断ができるよう、株主総会前の議決権行使判断が可能な時点で、有価証券報告書が開示(有報の総会前開示)されることを期待しています。

▶▶▶ ESG評価の運用プロセスへの組み込み

このように収集したサステナビリティ関連財務情報等を分析し、投資先企業のサステ

ナビリティを把握する軸として、ESG評価を行うことが重要であると考えています。このため、当社独自のESG評価手法を運用のプラットフォームとし、日本株運用と国内社債運用のプロセスに組み込み、日本株運用においては、中長期の業績予想の確信度を向上させるよう努めています。また、国内社債運用においては、企業の信用力評価の精度を向上させるように努めています。

気候変動問題や持続可能な開発目標(SDGs)⁷への対応など企業に対する要請が高まる中、ESG評価を通じて投資先企業の持続的成長力を把握することの重要性が一層高まるものと考えています。

▶▶▶ ESG評価の視点と活用

ESG評価は以下の視点により実施していますが、適宜(少なくとも年1回)調査対象企業を再評価するなど、適切なモニタリングを行う仕組みを構築しています。

- TCFD⁸で焦点があたる気候変動問題をはじめとする環境問題(生物多様性などの自然資本に関する問題を含む)に対する取り組みが企業価値毀損の防止・向上につながっているか(E:環境の視点)
- ステークホルダー(従業員・顧客・取引先等)との関係が企業価値向上につながっているか(S:社会の視点)
- ガバナンスの仕組み、体制等が企業価値向上につながっているか(G:ガバナンスの視点)

また、日々、財務情報や個別企業のニュースフローを確認し、中長期の業績予想に与える影響度について把握し、常に、ESG評価に反映できるモニタリング体制を整えています。

なお、当社では、ESG評価の重要性を提唱するPRI(国連責任投資原則)⁹に賛同し、その発足した年(2006年)に署名を行っています。

⁴ サステナビリティ関連財務情報とその他の情報(サステナビリティ関連財務情報等)

当社では、「非財務情報」という用語を活用してきましたが、ISSBの「IFRSサステナビリティ開示基準」開発の中で、「非財務情報」は、財務諸表とともに、財務情報を構成する情報として位置づけられました。これにより、「非財務情報」という用語は、ふさわしくなくなったため、当用語に変更しています。「サステナビリティ関連財務情報」は、ISSBにより開発された用語で、企業の見通し(将来のキャッシュフローや資本コストなど)に影響を与えると合理的に見込みうるサステナビリティ情報とされています。また、この情報の活用その他に、企業価値に影響を与えると予想される財務諸表外の情報を活用することもあるため、「その他の情報」(例えば、財務戦略に関わる情報など)も含めています。

⁵ 日本では、サステナビリティ基準委員会(SSBJ)において、基準の開発が行われた。

(3) 投資先企業の状況の的確な把握

原則
3
への
対応

6 統合報告

企業が財務諸表だけでなくサステナビリティ関連財務情報等も用い、投資家を中心とするステークホルダーに中長期的な企業価値創造プロセスを示す報告形態。

7 持続可能な開発目標 (SDGs)

2015年9月の国連サミットで採択された「持続可能な開発のための2030アジェンダ」に記載された2030年までの目標。17のゴール・169のターゲットから構成され、「地球上の誰一人として取り残さない」ことが誓われています(外務省ホームページより)。

8 TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)

Task Force on Climate-related Financial Disclosures。G20の財務大臣・中央銀行総裁からの要請を受け、金融安定化理事会(FSB)が設置したタスクフォース(2015年)。2017年6月に、気候変動関連財務情報の開示に関する最終報告書をG20に提出しています。

9 PRI

Principles for Responsible Investment。2006年に当時の国際連合事務総長であるコフィー・アナン氏が金融業界に対して提唱したイニシアティブであり、機関投資家の投資意思決定プロセスにESG課題を受託者責任の範囲内で反映させるべきとした投資原則を掲げています。

【スチュワードシップ活動の振り返り】

投資先企業の状況の的確な把握を行うため、以下の取り組みを行っています。

ESG評価項目の見直し

投資先企業の持続的成長力(サステナビリティ)を把握するための軸としてのESG評価項目については、毎年度、見直しの必要性について検討を行っています。

実際、コーポレートガバナンス・コード導入(2015年6月)や気候変動に関するパリ協定採択(2015年12月)を受け、投資先企業を取り巻く環境が大きく変わり、よりの確なESG評価を行う必要が生じたことから、2016年4月に、E(環境)評価項目の再設定やG(ガバナンス)評価項目の詳細化を行っています。

また、「財務的インパクトをもたらす気候変動関連リスクと機会の開示」を企業に求めるTCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)の広がりに伴い、今後、気候変動関連の開示の充実が期待されますが、このTCFDの枠組みに沿った情報は、企業の状況をよりの確に把握することにおいて有用と考え、2019年2月に、E(環境)評価項目の拡充を行っています。2020年度には、全調査対象企業について、持続的な成長の観点で、特に重要となるESG評価項目のマテリアリティの再付与を行い、ESG評価の明確化を行っています。

そして、2021年度については、コーポレートガバナンス・コードの浸透により、一部の企業において、ガバナンス機能の充実が見られることから、改めて、「ガバナンスの実効性」を評価できるよう、G(ガバナンス)内で評価項目の変更を行いました。

なお、2024年度については、ESG評価項目の変更は行っておりません。

ESG評価の見直し

個別企業のESG評価については、チーフ・コーポレートガバナンス・オフィサーと企業調査担当アナリスト等を中心に、中長期業績予想モデル等と当該企業の状況等を踏まえ、通常のリサーチでの議論や集中ミーティングを通じ、全調査対象企業のESG評価の見直しを行っています。

2024年度も、当社のESG評価の考え方を維持しつつ、脱炭素(トランジション)、コロナ禍・超低金利収束といった中長期的な事業環境の変化が、企業の持続的な成長性に与える影響を考慮した上で、見直しを行い、企業数にして5.9%の企業の評価の変更を行いました(2023年度6%、2022年度2%)。



(3) 投資先企業の状況の的確な把握

原則3への対応

ESG評価手法の国内社債運用への適用

当社では、2020年度からスチュワードシップ責任を、国内社債運用にも適用しています。また、従来、株式運用で用いられてきた当社独自のESG評価手法を、運用のプラットフォームとして、国内社債運用のリサーチプロセスにも組み込んでいます。

国内社債運用におけるESG評価の活用目的は、企業の信用力評価の精度向上となりますが、過去の当社独自のESG評価と信用格付けの分析結果から、ESG評価の高い企業は、信用格付けの格下げ率が低いという結果を得ています。

こういった分析から、当社独自のESG評価手法の活用は、株式運用だけでなく、国内社債運用の信用力評価においても有効と判断しており、今後とも、ESG評価を用いた信用力評価の精度向上に努めたい、と考えています。



投資先企業における気候変動等の機会とリスクの把握

企業の持続的な成長力に対する気候変動の影響が増す中、「財務的インパクトをもたらす気候変動関連リスクと機会の開示」を企業に求めるTCFDの考え方は、当社のESG評価の考え方(E:環境要因)に一致するとともに、企業の状況をよりの確に把握することを可能にすると考え、その趣旨に賛同、2019年1月にTCFDに署名しています。投資先企業には、パリ協定での合意事項に沿った気候変動への対応の開示を期待しています。

また、自然資本の新しい情報開示の枠組みであるTNFD¹⁰にも賛同、2024年1月にTNFDフォーラムに加盟するとともに、TNFDアーリー・アダプターとして登録されています。気候変動と同様、自然資本(生物多様性を含む)の課題が深刻化する中、一部の法域では規制強化の動きもあることから、今後、企業価値に与える財務的インパクトも高まるものと予想しています。TCFDと比べると、TNFDに基づいた情報開示の取り組みは定着しているとはいえませんが、企業価値への影響が理解できるよう、自然資本(生物多様性含む)への対応の開示が進むことを期待しています。

投資先企業からの気候変動等(自然資本を含む)の開示情報は、当社独自のESG評価プロセスを活用し、企業の持続的な成長力に与える影響を把握、「受益者」の中長期的なリターン向上とリスクの低減に努めます。具体的には、当社のESG評価(環境評価)で考慮し、中長期業績予想の策定や投資判断に活用しています。

¹⁰ TNFD(自然関連財務情報開示タスクフォース)

Taskforce on Nature-related Financial Disclosures。2019年のG7環境大臣会合の提唱で始まり、国連関連の組織等の支援を受け、2023年9月に、自然への依存や影響に伴う財務への影響等に関する開示基準を策定しています。TNFDフォーラムは、TNFDの活動を支援するための組織で、TNFDアダプターは、TNFD提言を踏まえた開示に取り組む意向をTNFDに届け出た組織のことです。初期に届け出た組織は、特に、アーリー・アダプターとして登録されています。

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

原則4への対応

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。

対応

当社は、ESG評価を活用し、中長期的な分析視点から投資先企業と意見交換を行い、認識の共有化に努めますが、投資先企業と当社との考え方に相違がある場合には、投資家としての意見を伝え、建設的な議論¹¹を行うことで、投資先企業の価値の向上とリスクの低減を図ります。

なお、パッシブ運用でのみ保有している企業についても、課題の重要度等を考慮し、対話を行うよう努めます。また、アクティブ運用では、選択肢として、売却判断を否定するものではありません。

ESG評価を軸にした対話

原則3で説明したように、当社独自のESG評価等を用い、投資先企業の持続的成長に向けた当該企業の状況の把握を行います。この過程において認識した中長期的な持続可能性に向けての課題を対話アジェンダとし、対話を実施します(対話アジェンダ設定の考え方の詳細については、P14を参照ください)。

こういったESG評価を軸にした対話の効果を高めるため、ESGや議決権の行使に係る専門人材であるチーフ・コーポレートガバナンス・オフィサーを2007年9月より運用本部に配置しています。チーフ・コーポレートガバナンス・オフィサーはグローバルなガバナンスやサステナビリティの動向を踏まえて、投資先企業と対話を行う運用担当者にアドバイスを行うとともに、必要に応じて運用担当者と協働で対話を行っています。

企業との対話の視点

当社の企業との対話の視点は以下の通りです。

事業戦略

- 経営理念・経営ビジョンが企業価値向上につながっているか
- 資本コスト上回るリターンを上げる事業ポートフォリオ運営になっているか
- 資本コストを意識した設備投資／事業買収などの判断が行われているか
- 事業戦略を成功に導く人材戦略(人材教育、国際性や女性の登用等に配慮したダイバーシティへの取り組み等)が実施されているか、サプライチェーン等における人権課題に適切に対応しているか
- 気候変動、生物多様性を含む自然資本、パンデミック事象などに対応した事業戦略が策定されているか 等

財務戦略

- 資本政策等が上記の事業戦略遂行にあたって適切なものとなっているか
- 資本コストを意識し、手元資金の活用(株主還元等)が行われているか
- 事業戦略にあった適切な資金調達手法が選択されているか 等

IR戦略

- 投資家が企業を分析・評価できるような情報開示が行われているか
- 企業の事業戦略や経営者のビジョンが充分伝わるものになっているか 等

ガバナンス／ リスク管理

- 独立した社外取締役の採用を行い、ガバナンスが適切に機能しているか
- 独立した指名・報酬委員会を活用しているか
- 取締役会構成が、ダイバーシティ(スキル・女性の登用・国際性等)にも配慮しつつ、経営戦略に加え、気候変動・SDGs・パンデミック事象への対応をモニタリングできる体制となっているか
- 反社会的行為を含む不祥事等のリスクに対する防止体制が充分か 等

ESGの視点

- 環境課題への取り組みが企業価値向上につながっているか(Eの視点)
- 企業価値向上のため、ステークホルダーとの関係構築ができてきているか(Sの視点)
- 企業価値を持続的に向上させるガバナンスの体制を構築しているか(Gの視点)

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

原則4への対応

▶▶▶ 日本株式運用・国内社債運用担当者の対話の視点の共有化

日本企業を分析するアナリストには、株式アナリストと企業の信用力評価を行うクレジットアナリストがいます。両アナリストの企業分析の視点には、投資先企業の持続的な成長力とそれに伴うリスクを考察するなど多くの共通点がありますが、株式アナリストはより中長期的な成長性の観点を重視する一方、クレジットアナリストは財務面等の(ダウンサイド)リスクに重きを置くという違いがあります。

当社では、企業の持続的な成長を後押しする対話においては、両アナリストの視点を踏まえた上で実施することや対話アジェンダも一つの声に統一することが望ましいと考え、2020年3月から、株式運用プロセスにおいて活用していた(対話アジェンダを選択する際に用いる)独自のESG評価手法を、国内社債の運用プロセスにも組み込んでいます(原則3を参照)。このような取り組みは、両アナリストの対話力向上を通じ、より建設的な対話を可能とし、スチュワードシップ活動の実効性を高めることにつながる、と考えています。

▶▶▶ 対話の高度化を推進するチーム(対話高度化推進チーム)の設置

2024年3月から、対話の一段の高度化を目指し、これを推進するチームを設置しました。前記したように、当社では、独自のESG評価を通じ、投資先企業の状況の把握を行い、企業の中長期的な持続可能性の観点から対話アジェンダを設定、対話を実施しています。この対話手法は、企業との対話を、個別の企業の状況に応じたものとし、対話の実質化をもたらしと考えています。一方、対話アジェンダおよび目標が多岐にわたり、より高度な対話の管理等が必要となるため、専任のチームを設置することにしました。

2025年3月以降も、チームに在籍する対話専任者の増員や、後述する、気候変動に特化した対話等との一段の融合をはかるなど、対話の高度化に向けた継続的な取り組みを行っています。

「株式保有状況」の説明

投資先企業への株式保有状況の説明について、以下の方針を策定しています。

「株式保有状況」の説明の方針

- 投資先企業との間で建設的な対話を行うことを目的とし、投資先企業から求められた場合には、「株式保有状況」をお伝えいたします。
- 「株式保有状況」の説明においては、原則、毎月末時点での当社の保有株数[※]をお伝えいたします(2025年10月から実施する予定です)。
- なお、当方針の目的を鑑み、「株式保有状況」の説明は、投資先企業の実施することとします。

※保有株数とは、大量保有報告書の「保有株券等の数(総数)」に相当する株数となります

投資先企業との一段の建設的な対話を目的とし、投資先企業から求めがあった場合には、当社の「株式保有状況」について、お伝えいたします。「株式保有状況」の説明では、大量保有報告書で開示される「保有株券等の数(総数)」に相当する、当社の保有株数をお伝えいたします。なお、当方針の目的は、建設的な対話の促進としているため、「株式保有状況」については投資先企業のみにお伝えいたします(諸準備の関係から、2025年10月から対応を開始する予定です)。

当社が、「株式保有状況」をお伝えするにあたり、大量保有報告書の「保有株券等の数(総数)」に相当する保有株数を使用する理由は、投資先企業が、すでに、活用している大量保有報告書の保有株数と整合的な保有株数を提供することが、建設的な対話に資すると考えたからです。今後とも、投資先企業との対話等を通じ、「株式保有状況」の説明のよりよい在り方について、検討していきたいと考えています。

スチュワードシップ活動の振り返り

2024年度は、投資先企業や投資候補先企業と年間2,291件の個別対話の場を持つことができました。当社独自のESG評価を踏まえた上で、持続的な成長に向けた視点から投資先企業と意見交換を行い、認識の共有化に努めました。特に、企業経営の舵取りを担い企業価値に大きな影響を与える経営陣の方々や、社外の独立した客観的な立場から経営を監督する社外取締役の方々と、2024年度は821件の個別対話の場を持つことができました。インサイダー情報については法令・社内規則等に則り、適切に管理しました。

また、当社では、ESG評価を軸にした対話を実施していますが、対話アジェンダ数を、当社のESG評価区分で見ると、E(環境):17%、S(社会):10%、G(ガバナンス):73%となっています。2024年度に実施した、ESG評価区分別の対話事例は次のとおりとなります。

2024年度の対話件数

対話形態	件数
企業との個別対話	2,291
内) 役員との個別対話	821
内) IR担当者との個別対話	1,470
スモールミーティング・説明会等	3,026
合計	5,317

※国内社債運用での対話を含む
※電話取材等は含まない、REITは除く

企業との対話の具体事例（ESG別）

下記の「対話の進捗状況」で記載している「対話ステータス」は、当社の対話の進捗管理において設定している、対話の進捗状況を示すものとなります。「対話ステータス」は、「対話完了・行動進捗中・プロセス構築中・課題共有中・新規設定」の5段階となりますが、詳細の説明についてはP15をご参照ください。

E 環境

（気候変動に関する対話）

温暖化ガス排出量が多く、気候変動が事業に与える影響が大きい素材メーカーと対話しました。対話アジェンダは、「ネットゼロに向けた取り組み」です。同社のIR担当者などと、排出量削減に向けた目標の開示や実行計画について継続的な対話を実施しています。

▶対話の進捗状況

同社は、2021年にカーボンニュートラルに向けた目標を発表し、2024年には、新技術を用いた実証実験でCO₂削減に成功しています。一方で、革新的な製造プロセスの実用化には多くの技術的課題が残されていることも確認しました。今後とも、実効性のある計画の策定と開示が行われるよう対話を継続します。対話ステータスは、「プロセス構築中」としています。

（生物多様性に関する対話）

サプライチェーンにおける自然資本への依存度が高く、事業が環境に与える影響も大きい素材メーカーと対話しました。対話アジェンダは、「サプライチェーン上の自然資本リスク対応」です。同社の役員やサステナビリティ担当部門の責任者と、自然資本関連リスクの特定や対応について対話を実施しました。

▶対話の進捗状況

同社では、主要な調達源である自社の海外生産拠点において、先進的かつ具体的なリスク分析と対応を実施する一方で、外部から調達する原材料については、①リスク分析が未着手であること、②国際基準で認証された原材料のコストが上昇していることや、安定確保において、リスクが増大していること、を確認しました。これらの事項は、事業に重大な影響を与える課題であるため、具体的なリスク分析と対応の検討に向けて対話を継続しています。対話ステータスは「課題共有中」としています。

S 社会

（働き方改革の深化に関する対話）

一段と人手不足が深刻化する中、働き方改革を企業価値向上へ繋げる必要があった「ITサービス企業」と対話しました。対話アジェンダは、「働き方改革の深化」となります。対話の中では、人材獲得競争が激化する中、社員満足度に停滞感が出れば、事業への大きな打撃とならねない点を指摘しました。また、より踏み込んだ先進的な取り組みを、企業価値に結び付ける方策についても議論しました。

▶対話の進捗状況

継続的な対話の結果、同社はリモート対応可能なプラットフォームの整備や、パートナー企業と働き方について情報交換を行うなど、働き方改革を深化させていることが確認できました。また、こうした施策は、新卒やキャリア採用の増加につながっていることに加え、平均残業時間や有休取得率を悪化させることなく、一人当たり営業利益を向上させていることも確認できています。働き方改革の実行が、生産性向上や人

材確保、そして、企業価値向上に繋がっていることを確認できたため、対話ステータスを「対話完了」としました。

（人的資本（施工管理者）の技術レベル向上に関する対話）

成長市場で、収益を伸ばす施策が必要な「インフラ関連企業」と対話しました。対話アジェンダは「施工管理者の技術レベル向上」となります。同社の収益力を高めるには、業務推進の核となる施工管理者の質の向上が必要不可欠である点をお伝えしましたが、同社も、技術レベル向上の重要性を認識しており、議論を深めてきました。

▶対話の進捗状況

継続的な対話の結果、同社は、若手や未熟練者を重要な大型プロジェクトに積極的に配置するといった、スキル向上を目的とした業務付与などを実施し、施工管理や技術習得の面で質の改善を進めていることが確認できました。また、その結果、高い工事粗利率を維持したまま、人員伸び率を上回る工事出来高の成長が達成できていることも確認できました。人的資本の質の向上が具体的な生産性向上に繋がったと判断し、「対話完了」としました。

（不祥事対応に関する対話）

グループ内で発生した認証試験に関する不正問題について、昨年の株主総会で反対した「輸送用機器メーカー」と対話を行いました。対話アジェンダは「グループ全体での不正防止体制の構築」となります。グループ全体で不正が起こらない仕組みを作ることが、持続的な企業価値向上に不可欠であるため、徹底した原因究明と実効性のある再発防止策の策定についての必要性について議論しました。また、従業員の順法意識の向上や業務負担の軽減といった根本原因についても議論を進めました。

▶対話の進捗状況

その後、再発防止策が発表されました。不正の背景にあった社内リソースの不足といった根本原因への対策が示されており、実効性が高いと評価しました。現場の課題を直視した防止策が着実に進められていることを対話等でも確認できたため、「対話完了」とするとともに、今年の株主総会では賛成しました。

G ガバナンス

（有価証券報告書の株主総会前開示に関する対話）

監査役会等の実効性を求める「株主提案」の議案を判断するために、複数の企業と対話を行いました。対話アジェンダは「有価証券報告書（有報）の株主総会前の開示」となります。企業担当者からは、気候変動が財務諸表に与える影響の確認などは、前年度の有報や監査報告書のKAM（監査上の主要な検討事項）などで開示済みであるとの主張がありました。当方からは、株主が確認したいのは株主総会の対象となる年度の活動であり、1年前の有報では適切な判断材料とならない点を指摘しました。

▶対話の進捗状況

議論を通じて、企業側も株主総会前に有報を開示することの重要性については理解していることを確認できました。実務的な課題も含めて建設的な意見交換ができましたが、今後とも、対話を継続していく方針です。

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

原則4への対応

(最適資本構成等の実現に関する対話)

PBR1倍を下回り、改善に向けた施策の必要性があった「食品メーカー」と対話しました。対話アジェンダは「最適資本構成等の実現」となります。収益性改善に限界がある中、最適な財務レバレッジを検討する必要がありました。対話の中では、PBR1倍割れの是正に向けて、バランスシートや資本配分方針に改善の余地があることなどを指摘しました。同社の社長からは、対話を通じて、認識不足が理解できるきっかけになったと前向きな反応が得られました。

▶対話の進捗状況

その後、同社は自己株式取得と消却を発表しました。取得上限は、中期経営計画で想定されていた額を上回る内容で、第一歩を踏み出したと評価しております。対話ステータスは「行動進捗中」となります。今後とも、「最適資本構成等の実現」に向けた対話を継続してまいります。

(政策保有株式に関する対話)

資本効率の観点で政策保有株式の縮減が必要な「建設関連企業」と対話しました。対話アジェンダは「政策保有株式の縮減」となります。株式の持ち合い関係がある大手不動産などとの商慣習が、低採算の受注を断ち切れない要因となっている可能性を指摘し、政策保有株式を縮減する必要性をお伝えしました。

▶対話の進捗状況

対話を通じ、同社も、政策保有株式が低い資本効率の一因であることを認識し、2026年度までの縮減目標を定めました。政策保有株式の売却にあたっては、売却先企業との交渉が難航するケースもあるようですが、粘り強く合意を取り付け、着実に縮減を進めていることを確認しています。縮減の目標および方針を有価証券報告書に開示するなど縮減の方向性が確実なものとなったため、「対話完了」としました。

(指名委員会の透明性向上とサクセッションプランの構築に関する対話)

強いリーダーシップを持つ社長の在任期間が長期にわたっており、後継者育成計画(サクセッションプラン)の構築と実行が重要な経営課題となっていた「医療機器関連企業」と対話しました。対話アジェンダは「指名委員会の独立性向上とサクセッションプランの構築」となります。サクセッションプラン構築の重要性に加え、指名報酬委員会の委員長が社内取締役であるという独立性の問題や、同委員会の組織・機能面での強化が必要な点についてもお伝えしました。

▶対話の進捗状況

その後、同社は、指名報酬委員会の委員長を社外取締役に交代させるなど、前向きな取り組みを行ったため、対話のステータスを「行動進捗中」としました。持続的な企業価値向上のためのサクセッションプラン構築に向けて、引き続き対話を行っていきます。

社外取締役との対話

スポーツ関連企業の社外取締役で、就任前の経験からスポーツビジネスにおける収益性の重要性を深く理解されている方と、経営戦略やサクセッションプラン(後継者育成計画)などについて対話をしました。経営戦略については、取締役会において事業を細かく分解し、収益性の高い「勝ち筋」を追求する議論を推進していることを確認できました。また、サクセッションプランについては、指名委員会が適切に機能している点が明確になりました。一方で、デジタル分野におけるリソース不足への追加的な対応が必要ということも確認できました。

財務担当者(CFO)との交流会

対話活動の効果を一段と高めるために、2025年3月に、さまざまな業種の上場企業の財務責任者(CFO)をご招待し、「資本効率の向上や資本コストの低減」に関する交流会を実施しました。ベストプラクティスや経験に関する情報交換を通じ、企業価値向上に向けた変化をより一層後押しすることが可能と考えております。(P21参照)

気候変動に特化した対話

サステナビリティ課題の中でも、気候変動は、多くの企業の中長期的な企業価値に大きな影響を与えうると認識しています。原則3に記載しましたように、当社は、気候変動の開示情報を活用し、投資先企業における機会とリスクに関する分析を行い、ESG評価に反映していますが、特に、自社で運用するポートフォリオ(国内外の株式・社債)の持分排出量の上位約70%をカバーする企業については、気候変動リスクの観点から特に課題のある企業と考え、2021年度より設置した気候変動に関する担当者が、業界固有の状況も踏まえた上で、アナリストと協業し、重点的な対話対象としています(2024年度:73企業、うち、国内44企業)。昨年度、国内では、この44企業と気候変動に関する対話等を実施しましたが、2050年までのネットゼロ目標の公表を行っている企業は多いものの、その実現には、実用化されていない新技術の活用が必要となるなどの不透明要因があるため、ネットゼロに向けた実効的な戦略の策定とそれに沿った行動の実践まで達成している企業はほとんどないと認識しています。

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

原則4への対応

協働して行う対話（協働エンゲージメント）

企業との対話の形態には、当社単独での対話と他の機関投資家と協働して行う対話（以後、協働エンゲージメント）が主にあると考えています。また、協働エンゲージメントが、投資先企業の企業価値向上と毀損防止の観点で有効な場合があります。これは、多くの投資家が、ひとつの目標に向かって対話を行うことで、投資家の要望の実現度が高まるためです。一方で、協働エンゲージメントでは、多様な投資家の声を集約する必要があるため、定型化が可能な対話内容・手法の方が適している場合が多いとも考えています。

こういった考え方を踏まえ、対話にあたっては、協働エンゲージメントも重要な選択肢とし、投資先企業の持続的成長を念頭に置き、適切な対話の形態を選択いたします。対話の形態の選択にあたっては、投資先企業のサステナビリティ（中長期的な持続可能性）を把握した上で、受益者の中長期的なリターン向上とリスク低減の観点から実施する当社の対話手法と整合したものであるか等も勘案しながら、総合的に判断いたします。

また、協働エンゲージメントでは、個別企業に直接的に働きかける手法に加え、政策的な議論への参画や投資家団体等への加入を通じ、市場のルールや企業行動・開示の慣行に働きかけを行い、企業価値向上を目指す手法もあると考えていますが、当社はこのような活動にも積極的に参画しています。投資家団体については、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク(ICGN)¹²・国連責任投資(PRI)、Net Zero Asset Managers Initiative¹³、Global Impact Investing Network(GIIN)¹⁴といった国際的な機関投資家団体にも積極的に参画し、ESG・コーポレートガバナンス向上を目的とし、グローバル投資家とも協業しました。

なお、重要な協働エンゲージメント団体等への加盟を含めた活動状況については、運用本部長を議長とし、各運用部の部長等をメンバーとする「責任投資諮問会議」に報告され、その活動が投資先企業の持続的成長に資するかどうか等の観点でモニタリングが実施されることになっています。2024年度分については、2025年5月に開催された「責任投資諮問会議」にてモニタリングが実施されています。

対外発信活動

前述のような「企業との目的を持った対話」に加え、書籍の刊行や論文の執筆、投資先候補企業等が参加する講演会や会合等で、当社の運用の哲学やプロセスを伝えたり、統合した報告形態の重要性を訴求したりするなど、積極的に対外発信活動に取り組んでいます。

また、ESG投資を巡る国内外の最新動向や、当社の活動や考え方を分かりやすく紹介することを目的とした情報誌『ニッセイアセット ESG レター』を年金基金等の機関投資家や企業の

IR担当者等に配信しています。このような取り組みが当社の運用プロセスに対する企業の理解を促進し、円滑な「目的を持った対話」と早期の認識共有化につながるものと考えています。過去1年の主な活動は以下の通りです。

講演会	「CDP Global Disclosure Dialogue 2024」(主催:CDP)(2024年6月)) 「資産運用立国の実現シンポジウム」(主催:日本経済新聞社)(2024年9月) 「ICGN 30th Anniversary Conference – Asia」(主催:ICGN)(2025年3月) 等
書籍・レポート等	情報誌『ニッセイアセット ESG レター』では、「ISSB基準以降のサステナ開示基準のランドスケープ:真の世界標準の実現は道半ば」、「甚大な気象災害が拡大する中、高まる適応策へのニーズと投資家の挑戦」などを特集しました。また、当社関係者が、『十字路』(日本経済新聞社)、『企業の開示を巡る課題』(ジュリスト)などの執筆・寄稿をしています。
外部委員等	投資家との対話の向上のための委員会、投資家との対話に力を入れる企業を表彰する活動などにも積極的に参画しました。 「IR優良企業賞」(主催:日本IR協議会) 等
大学等講義	資本市場の担い手として活躍できる人材育成に寄与することは、重要な社会貢献の一つと考え、当社関係者が、早稲田大学大学院におけるESG投資の講義を行い、資本市場の理論と実務の架け橋となるよう努めました。

11 当社は投資先企業との対話において、未公表の重要事実を受領することは企図していません。万一受領した場合には、当該企業の株式の売買を停止し、インサイダー取引規制に抵触することを防止しています。

12 ICGN

International Corporate Governance Network。1995年に設立された機関投資家団体で、効率的な資本市場の運営とグローバル経済の持続的な成長を促進するため、実効的なコーポレートガバナンスの定着と投資家のスチュワードシップの醸成を目的としています。

13 Net Zero Asset Managers Initiative

パリ協定で合意された1.5℃目標を達成するために、2050年までに温室効果ガス排出量を実質ゼロとすることに貢献すべく、2020年12月に発足されたアセットマネジメント業界を代表する団体。

14 GIIN

Global Impact Investing Network。インパクト投資の普及・啓発、コミュニティの育成等を目的として、2009年に米国で設立された非営利団体で、インパクト投資に関する世界最大級のネットワークを構築しています。

(5) 議決権行使の方針と結果の公表

原則5への対応

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。

対応

当社は、『日本版スチュワードシップ・コード』の受け入れについて」の改訂に伴い、「議決権行使」に関し、以下の方針を策定しています。

議決権行使の方針

- 議決権行使を「企業との対話」のひとつの手段として位置づけ、スチュワードシップ責任を果たすよう努めます。
- 議決権行使の判断にあたっては、形式的な判断にとどまらず、日常の投資先企業との対話を活用し、個別企業の企業価値向上を念頭に、実情に応じた個別議案の審査に努めます。
- また、その行使にあたっては、受益者のみの利益（投資先企業の企業価値の向上または毀損防止）を考慮し、利益相反の防止を行います。

当社では、「責任投資監督委員会」での協議を経て運用本部本部長（役員）が決定する議決権行使判断基準に則り、運用本部内で個別議案の行使判断を行います。原則2に記述した通り、「利益相反の生じる可能性が特に高い局面」では利益相反を防止するため、議決権行使助言会社の判断に従います。その局面以外での議決権行使の判断にあたっては、形式的な判断にとどまることなく、日常の投資先企業との対話の活用により、実情に応じた個別議案の審査を行い、的確な行使判断に努めます（利益相反への対応については原則2をご覧ください）。

▶▶▶ 「基準の考え方」の記載

当社の方針では、『議決権行使を「企業との対話」のひとつの手段』として位置づけています。この考え方に則り、2025年3月の議決権行使基準改訂時に、投資先企業に基準策定の意図が十分に伝わるよう、投資先企業からの問い合わせが多い基準について、議決権基準行使書に「基準の考え方」を追記しました。「基準の考え方」の骨子は、受益者のため、投資先企業の企業価値向上・毀損防止を目的として、基準を設定しているということとなります。このような取り組みにより、企業のガバナンスの改革が、企業価値向上につながる、より実効的なものになることに期待しています。

また、「議決権の行使結果の公表」については、以下の方針を策定しています。

議決権の行使結果の公表方針

- 議決権行使の結果である「議案別議決権行使状況」「議決権行使結果の概況」および「個別の投資先企業・議案ごとの議決権の行使結果」をホームページ上で定期的に公表します。

(5) 議決権行使の方針と結果の公表

原則5への対応

スチュワードシップ活動の振り返り

2017年6月に開催された株主総会から、「責任投資監督委員会」での協議を経て運用本部本部長(役員)が決定した議決権行使判断基準に則り、運用本部内で個別議案の行使判断を行っています。

議決権行使基準の見直し

コーポレートガバナンス・ESG等の状況を踏まえ、議決権行使基準の見直しを実施しています。また、取締役選任の基準のような大きな基準変更の場合には、1年前倒しで基準を改訂・公表するなどし、周知期間の確保に努めています。さらに、対話先企業には、担当アナリストから基準変更についてメールで連携し、投資先企業が理解・対応できるよう努めています。

2025年6月総会から適用された基準変更

「取締役の選任」「株式報酬・ストックオプション」などで基準改訂を行っています。

企業の準備期間も考慮し、1年前から開示していた基準となりますが、「取締役の選任」では、3分の1以上の独立社外取締役を求める基準、支配株主(親会社を含む)が存在する場合に過半数以上の独立社外取締役を求める基準、1名以上の女性取締役を求める基準の適用対象を、プライム市場から全上場企業に拡大しています。PBR(株価純資産倍率)が1倍未満の場合には、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現」への対応を求める基準の適用も開始しています。

また、TOPIX500対象企業において、独立した指名・報酬委員会の設置を求める基準(社外取締役を議長とするか、構成員の過半数を社外取締役とする)を新設し、適用しました。

「株式報酬・ストックオプション」でも、基準の明確化をはかり、適用を開始しています。基準の内容は、付与対象者に監査役(監査等委員を含む)を含めないこと、社外取締役に対する付与額が過大でないこと、取締役会に過半数以上の独立社外取締役が設置されていること、業績連動型でないことを条件に賛成するとしています。

議決権行使基準の主な改訂箇所は以下の通りです。

条項	主な変更内容
全体	
「基準の考え方」の追記	- 当社の「日本版スチュワードシップ・コードへの対応」の「原則1:基本方針」では、「議決権行使も企業との対話のひとつ」として位置づけている。この考え方に則り、投資先企業に、議決権行使策定の意図が伝わるよう、投資先企業等から問い合わせが多い基準について「基準の考え方」を追記した - 企業の取り組みが形式的ではなく、企業価値向上につながる実効的なものになることに期待したい
2. 取締役の選任	
(2) 取締役会の構成	すでに、前回の基準改訂時(2024年2月)から記載しているが、以下の基準につき、適用対象をプライム市場上場企業から全上場企業に拡大 3分の1以上の独立社外取締役を求める基準 - 支配株主(親会社を含む)が存在する場合、過半数以上の独立社外取締役を求める基準 1名以上の女性取締役を求める基準
(4) 取締役会の委員会の活用	TOPIX500対象企業の指名委員会・報酬委員会について、独立した委員会の設置(社外取締役を議長とするか、構成員の過半数を社外取締役とする)を求める基準の新設(将来的には、適用対象範囲をプライム市場上場企業に拡大)
6. 株式報酬・ストックオプション	
(1) 付与対象者・条件	付与対象者に、監査役(監査等委員を含む)を含めないこと、社外取締役に付与する場合は、過大でない報酬割合にすることに加え、過半数以上の独立社外取締役の設置、業績連動型でないこと等を求める基準への改訂(「基準の考え方」を参照)
14. 株主提案	
主な判断を開示	以下の提案を、原則、賛成する項目として追加・親会社への過大な預け金の是正等

「国内株式議決権行使の方針と判断基準」について <https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/policy.html>

議決権の行使状況

2025年5・6月に株主総会が開催された企業のうち、当社が議決権行使の権利を有する会社数は1,242社でした。原則2に記述した通り、「利益相反の生じる可能性が特に高い局面」に該当する企業の議決権行使においては、議決権行使助言会社の判断に従いました。この局面以外の議決権行使の判断にあたっては、当社の議決権行使基準を活用しつつ、日常の投資先企業との対話の活用により、実情に応じた個別議案の審査を行うよう努めました。

(5) 議決権行使の方針と結果の公表

原則5への対応

▶▶▶ 議案別議決権行使結果

2025年5月～6月に開催された株主総会において、議決権行使指図を行った結果(子議案ベース^(※1))は以下の通りです。

1.会社提出議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任の議案件数(子議案ベース)

		賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	白紙委任(D)	合計	反対率	(参考) 2024年度5・6月反対率
会社機関に関する 議案	取締役の選解任	9,463	1,087	0	0	10,550	10.3%	11.7%
	監査役の選解任	693	52	0	0	745	7.0%	10.4%
	会計監査人の選解任	23	0	0	0	23	0.0%	20.0%
役員報酬に関する 議案	役員報酬 ^(※2)	450	65	0	0	515	12.6%	14.9%
	退任役員の退職慰労金の支給	4	24	0	0	28	85.7%	82.1%
資本政策に関する 議案 (定款に関する 議案を除く)	剰余金の処分	720	78	0	0	798	9.8%	14.0%
	組織再編関連 ^(※3)	10	0	0	0	10	0.0%	0.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	31	0	0	31	100.0%	100.0%
	その他資本政策に関する議案 ^(※4)	22	4	0	0	26	15.4%	18.8%
定款に関する議案		236	10	0	0	246	4.1%	7.6%
その他の議案		2	0	0	0	2	0.0%	0.0%
合計		11,623	1,351	0	0	12,974	10.4%	12.1%

(※1)子議案ベースとは、主に取締役選任、監査役選任議案において個々の候補者を1議案とするなど枝議案を含めて件数を算出したもの
(※2)役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等
(※3)合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等
(※4)自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、種類株式の発行等

2.株主提出議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任の議案件数(子議案ベース)

	賛成(A)	反対(B)	棄権(C)	白紙委任(D)	合計	賛成率
合計	45	267	0	0	312	14.4%

(5) 議決権行使の方針と結果の公表

原則5への対応

▶▶▶ 会社提出議案への対応

会社提出議案は子議案合計で12,974議案あり、このうち反対行使した議案数は1,351議案でした。反対率は、10.4%と前年比で1.7%減少(前年:12.1%)しています。反対率減少の主因は、「取締役の選解任」議案への反対率の減少です。「1/3以上の独立社外取締役を求める基準」や「女性取締役を求める基準」の適用対象の全市場への拡大、「指名/報酬委員会の独立性を求める基準」の導入など、基準の厳格化を行いました。独立社外取締役の増加などコーポレートガバナンスの改善から、反対率は、10.3%と前年比1.4%減少(前年:11.7%)しています。また、「剰余金の処分」議案でも、株主還元姿勢が好転したこともあり、反対率は9.8%と前年比で4.2%減少(前年:14.0%)しました。

なお、会社提出議案に反対した主なケースは以下の通りです。

- 剰余金の処分の議案では、内部留保との関係でさらなる株主還元が望まれる場合
- 取締役の選解任の議案では、独立した社外取締役の人数が基準を満たさない場合、社外取締役の独立性に問題がある場合、政策保有株式を過度に保有している場合、中期的に著しく業績が低迷している場合、女性取締役が存在しない場合、重大な違法行為・不祥事等が発生している場合、反対すべき買収防衛策が導入・更新されている場合で、別途、総会議案として付議されていない場合
- 監査役の選解任の議案では、独立性に問題がある社外監査役候補者の選任の場合
- 役員報酬の議案では、株式報酬型ストックオプション等を導入する場合で、付与対象者に監査役などのモニタリングにおいて中立性が必要とされる者が含まれる場合、付与対象者に社外取締役が含まれ、株式報酬の割合が過大である場合、権利行使可能期間が3年未満の場合
- 退職慰労金支給の議案では、監査役や社外取締役への支給が含まれる場合、支給額の開示がない場合
- 買収防衛策の導入・更新の場合

▶▶▶ 株主提出議案への対応

株主提出議案は312議案ありました。気候変動関連の情報開示を求める提案、自己株式の消却、政策保有株式売却を求める提案、役員報酬の個別開示を求める提案、有価証券報告書の総会前開示を求める提案など、企業価値向上に資すると判断した45議案に賛成しました(賛成率14.4%)。

(議決権行使結果の公表)

「議案別議決権行使状況(剰余金処分議案、取締役・監査役選任議案等の集計表)」、その概況について説明した「議決権行使結果の概況」や「個別の投資先企業・議案ごとの議決権の行使結果」(以下、個別開示)を四半期ごとに公表し、当社のホームページ上で過去分も含め閲覧できるようにしています。

▶▶▶ 賛否の理由の開示等について

2017年6月の株主総会分から実施している個別開示の公表においては、個別議案ごとに賛否の理由も開示しています(なお、議決権行使結果の公表にあたっては、利用者目線を重視し、2023年4-6月の株主総会分からExcel等のフォーマットでの開示も実施します)。

また、原則2に記載したように、「利益相反の生じる可能性が特に高い局面」に該当する投資先企業の場合には、議決権行使助言会社の助言に従うこととなりますが、賛否の理由の公表の際には、「議決権行使助言会社の名称」も記載し、その活用方法がわかるようにしています(議決権行使助言会社の体制等に関する確認については、原則8をご参照ください)。

さらに、建設的な対話に資する観点から重要で、かつ、判断理由の明確化がより必要と判断した議案については、より詳細な理由の公表を行うよう努めるとともに、議決権行使の実効性を高める観点から、重要な議案等については、アナリストが行使結果を直接企業に伝える取り組みも行っています。なお、個別開示と同時に、議決権行使の判断基準を記載した「国内株式議決権行使の方針と判断基準」も詳細化して公表することにより、投資先企業が企業価値向上に向けての当社の考え方を理解できるよう努めています。

国内株式議決権行使の方針と判断基準

<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/policy.html>

議決権行使結果について

<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/cvr.html>

(6) スチュワードシップ活動の報告

原則6への対応

原則 6

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

対応

当社は、企業との対話の概況や議決権行使の状況を掲載した「スチュワードシップ活動の概況」を毎年ホームページに公表してきました。スチュワードシップ活動の変遷がわかるよう過去分も閲覧可能としています。

スチュワードシップ活動の振り返り

2017年度からは、コードの原則7に対応し、「スチュワードシップ活動の概況」を拡充し、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」をホームページ上にて公表しています。

また、2020年8月からは、顧客・受益者・投資先企業に、当社の取り組みをよりよく理解していただけるよう、図表、写真、当社の社外取締役との対談、現場の運用者の声なども取り入れた「スチュワードシップレポート」を作成していますが、2022年8月からは、会社の取り組みも追加で記載した「サステナビリティレポート」を、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」と一緒に、ホームページ上で公表しています。今後とも、このような取り組みを継続したく思っています。

📄「サステナビリティレポート」「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」
<https://www.nam.co.jp/company/responsibleinvestor/report.html>

なお、上記の報告活動を的確に行い、スチュワードシップ活動の実効性を向上させるため、当社では投資先企業との対話や議決権行使判断の内容等についても記録するよう努めています。



(7) スチュワードシップ活動を行うための実力の向上

原則7への対応

原則 7

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

対応

当社は、「受益者」の中長期的なリターン向上とリスクの低減を目的とした調査・投資活動を運用プロセスの中核としています。当運用プロセスでは、運用担当者は、真摯な態度での「企業との対話」を通じ、投資先企業の事業構造・事業環境・経営戦略等に対する深い理解が必要となります。運用担当者は、当運用プロセスの重要性を常に意識した上で「企業との対話」などのスチュワードシップ活動を繰り返し実践することにより、スチュワードシップ活動に伴う実力を高めることができるものと考えています。

また、パーパス『ひたむきにその先を見つめ、より良い未来へつなぐ - A Good Investment for the Future-』を設定¹⁵し、当社のスチュワードシップ活動を支える企業文化の醸成にも努めています。

スチュワードシップ活動の実力向上に向けた取り組みの振り返り

当社は、2004年に、株式運用プロセスに中長期の業績予想が必要となる株式価値評価システム(SVS: Shareholder Value System)を導入し、2008年には、中長期の企業像を把握する上で重要なESG要素を組み込んでいます。

運用プロセスの進化

- 2004年 ● 中長期業績予想(5年)をベースとした株価評価・投資判断プロセスを導入
- 2006年 ● 国連責任投資原則(PRI)に署名
- 2007年 ● ICGN(International Corporate Governance Network)に加盟
- 2008年 ● ESG評価の運用プロセスへの統合
- 2014年 ● 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ、取り組み方針の公表
- 2015年 ● PRI年次評価「戦略とガバナンス」部門で最高評価のA+を取得
- 2016年 ● 運用部門(当時)内にESG推進室を設置
- 2020年 ● スチュワードシップ責任を国内社債運用にも適用
- 2021年 ● ESG推進室を「ESG推進部」に変更
- 2023年 ● PRI年次評価で全12項目中11項目で最高評価となる「5つ星」を獲得
- 2024年 ● ESG推進部を「サステナブル投資推進部」に変更

15 パーパス設定の考え方は以下のとおりとなります。

外部環境が絶えず変化する中、長期的な思考で、あくなき探求心を持ち、常に挑戦し続け、誠実に取り組むことでお客様、環境、社会、従業員など多様なステークホルダーに安心・信頼をお届けし、社会に貢献していきたい、そのような思いを「ひたむきに」に込めています。「その先」には、今ではなく先の未来、その先にいらっしゃる多様なステークホルダー、そして、プロフェッショナルとしての先見性を持って取り組んでいく意思を示しています。先人から受け継いできた今を「より良い未来」へつなぐ、最高の付加価値を提供いたします。

(7) スチュワードシップ活動を行うための実力の向上

原則7への対応

▶▶▶ ESGへの取り組みについて

ESGについては、2006年にPRIに署名したほか、2007年にはグローバルな機関投資家団体であるICGNにも加盟するなど、これまでもグローバルな知見を積極的に取り入れてきました。また、ESGを組み込んだ運用プロセスを進化させるため、2016年3月に「ESG推進室」を設置しましたが、ESG運用のさらなる強化と、当社自身のESG取り組みを推進するため、2021年3月に、組織体制を拡充し、ESG推進室をESG推進部へと発展させています。そして、投資先のサステナビリティを通じた価値向上、お客様へのサステナブルなリターンのご提供、ひいては世の中のサステナビリティの向上を図るという目的をより明確化する観点から、2024年3月にはESG推進部からサステナブル投資推進部に改称しました。

なお、これまで記載してきた取り組みの結果、「国連責任投資原則(PRI)の年次評価」である「PRI年次評価2023(2022年度の活動を主に対象)」では、当社が評価対象となる全12項目中11項目で最高評価となる「5つ星」(評価は1～5の5段階。数字が大きいほど高評価)を獲得しています。

▶▶▶ 運用プロセスの高度化

当社の運用プロセスの軸となるESGの知識の組織的な共有化・深化は欠かせませんが、前記したサステナブル投資推進部が、グローバルのESGの潮流等について調査を行い、運用担当者向けに「ESGリサーチ会議」を開催、浸透に努めています。また、この会議では、ESGだけではなく、運用担当者間での知識の共有化なども行い、組織的な実力の向上を図っています。なお、2024年度はESGリサーチ会議を10回開催しましたが、主な議題は下記の通りです。

ESGリサーチ会議の主な議題

- 「国内株式議決権行使基準」の改訂
- サステナビリティ情報開示の枠組み等の特徴と動向
- 気候変動関連の動向
- 対話と運用成果の関係性
- カーボンプライシングの潮流
- 等

このほか、ベテランアナリストによる若手アナリストの指導を行う仕組みを構築するなど、スチュワードシップ活動に必要とされる実力向上に向けた組織的な取り組みを推進しています。

▶▶▶ ガバナンス・経営体制について

ガバナンス体制の独立性・透明性を向上させるため、2017年3月から、取締役会に独立した社外取締役を招聘しています。社外取締役は、責任投資監督委員会のメンバーとして、「スチュワードシップ責任を果たすための方針」等の策定における協議にも参加し、スチュワードシップ活動全般を監督する役割も担っています。また、監督機能の実効性と執行力の一段の向上を目的とし、2023年3月に、取締役会の体制整備(規模適正化と独立社外取締役の占有率の引き上げ)を実施しました¹⁶。なお、独立した社外取締役の人数は、2024年6月に1名増員し、4名となっています。

このようなガバナンス体制下、スチュワードシップ責任を実効的に果たすための適切な能力・経験を備えた人材で構成される当社の経営陣は、実効性のあるスチュワードシップ活動に必要とされる組織構築や人材育成などの各課題に取り組んでいます。

▶▶▶ 当社のスチュワードシップ活動を支える企業文化の醸成

2021年5月に、取締役会傘下の組織として、当社自身のサステナビリティの取り組みを検討し、推進する「サステナビリティ委員会」(2023年3月から「FDサステナビリティ委員会」¹⁷)を設置し、スローガン“A Good Investment for the Future”を掲げました。また、資産運用立国実現の動きがある中、役職員一人一人が主体性をもって変化に対応できるよう、2024年3月には、パーパス『ひたむきにその先を見つめ、より良い未来へつなぐ-A Good Investment for the Future-』を設定しました。当社が、持続的な社会の実現や資本市場の健全な発展についての社会的責任を有していることを強く認識し、この責任を果たすべく、サステナビリティ経営の一層の高度化を実践することを目的としています。このような取り組みを通じた、社会的責任の社内への浸透は、ESGを軸とする当社のスチュワードシップ活動を支える企業文化の醸成にもつながると考えています。

 サステナビリティ経営の推進に向けた当社の取り組み
https://www.nam.co.jp/news/ipdf/210601_press.pdf

¹⁶ 独立社外取締役の比率は1/3以上となっています。

¹⁷ フィデュシャリー・デューティに係る事項を審議するFD委員会と統合し、「FDサステナビリティ委員会」に名称変更しています。

(8) インベストメントチェーン全体の機能向上について

原則8への対応

原則 8

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

対応

スチュワードシップ活動において、インベストメントチェーン全体の機能向上は重要と考えており、当社の受益者の利益に関わると判断される場面において、その機能向上に努めています。

当社が活用する主な「機関投資家向けサービス提供者」は、「議決権行使助言会社」と「ESGデータ提供機関」となります。「議決権行使助言会社」のサービスは、原則2に記載したように、議決権行使における利益相反の管理において活用します。また、原則3に記載した通り、投資先企業の個別のサステナビリティ状況の把握においては、当社独自のESG評価手法を活用していますが、気候変動に特化した対話やネガティブスクリーニングなどにおいて、「ESGデータ提供機関」のデータを活用することがあります。

インベストメントチェーンの機能向上の観点で、「議決権行使助言会社」と「ESGデータ提供機関」との対話を実施しますが、「議決権行使助言会社」との対話では、金融庁「ESG評価・データ提供機関に係る行動規範」を参考にし、組織体制、利益相反管理体制などを中心に確認に努めるとともに、助言方針の改訂時には、その背景にある考え方について意見交換を行います。また、「ESGデータ提供機関」との対話でも、行動規範を参考にし、組織体制、利益相反管理体制、データ算出手法・プロセスなどを中心に確認に努めます。

スチュワードシップ活動の振り返り

「議決権行使助言会社」との対話では、組織体制・独立性や利益相反管理体制・実施した助言方針および、今後の助言方針の方向性について、意見交換を行いました。

また「ESGデータ提供機関」については、原則4に記載の「気候変動の対話先企業の選定」等に活用している主な機関に対し、昨年度に引き続き、当社独自の質問票を送付し、その取り組み（データ算出方法および算出プロセス等の品質確保・人材育成・利益相反管理・企業とのコミュニケーションなど）を確認するとともに、対話を行いました。対話の中では、昨年度の対話結果を踏まえたデータ更新の迅速化、メソドロジー変更時の迅速な連絡、品質管理体制の他、AIの活用可能性といった今日的な課題・リスクへの対応状況が主要な議論となりました。

この「議決権行使助言会社」と「ESGデータ提供機関」との対話内容等については、社外取締役が過半数を占める責任投資監督委員会に報告し、妥当性等について協議しています。

Ⅱ スチュワードシップ活動の自己評価

自己評価

以上の取り組みを通じ、実効性のあるスチュワードシップ活動とスチュワードシップ活動の実力を高める取り組みができたものと考えています。

- 金融庁「日本版スチュワードシップ・コード」の改訂に伴い、当社の対応の見直しを行う。8つの原則に賛同した上で、**原則4**において、「株式保有状況の説明」の方針の策定、「協働エンゲージメント」への対応についての明確化などを行う。
- 2017年度に構築した利益相反管理体制に則り、議決権行使や対話における利益相反の管理を実施。**(原則2に対応)**
- 全調査企業のESG評価と重要なESG評価項目に付与するマテリアリティの点検を実施。**(原則3に対応)**
- 役員層との個別対話や国際的な機関投資家団体との協業を継続。サステナビリティ課題の中でも、特に重要な課題となる気候変動課題に対する対話の強化を開始。また、対話の高度化を目指し、これを推進するチームを設置するとともに、継続的に対話の高度化をはかる。また、コード改訂への対応として、株式保有状況の説明の方針を策定、協働エンゲージメントへの対応の明確化をはかる。**(原則4に対応)**
- 議決権行使については、ガバナンスの状況を踏まえ、判断基準を改訂。当社のガバナンスに対する考え方への投資先企業の理解を促進するため、投資先企業から問い合わせの多い基準について、策定の背景を示した「基準の考え方」を議決権行使基準書に追記。また、詳細な議決権行使判断基準の公表とともに、議決権行使結果の個別開示(賛否の理由・議決権行使助言会社の活用の開示を含む)を行うことにより、透明性を確保。**(原則5に対応)**
- スチュワードシップ活動の顧客向け報告の観点では、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」を公表。また、当社の取り組みに対する理解度の一段の促進のため、会社の取り組みも含めた「サステナビリティレポート」も発行。**(原則6に対応)**
- 資産運用立国実現の動きの中、役職員一人一人が主体性をもって変化に対応できるよう、2024年3月にパーパスを設定、スチュワードシップ活動を支える企業文化の醸成を図る。2023年3月に、監督機能の実効性の一段の向上の観点から取締役会の体制整備を実施、

また、スチュワードシップ活動全般の監督も行う、独立社外取締役を2024年6月に1名増員し、4名とする。**(原則7に対応)**

- インベストメントチェーンの機能向上を目的とし、議決権行使助言会社との対話を実施。ESGデータ提供機関との対話も実施。**(原則8に対応)**

今後の取り組み

投資先企業の企業価値向上を目的とし、引き続き、ガバナンスの状況を踏まえた適切な議決権行使基準策定とその行使を実施します。スチュワードシップ活動においては、議決権行使とともに、対話も重要と考えますが、原則4に記載した「対話高度化推進チーム」の取り組み、国際的な機関投資家団体での活動を通じたESGの先端情報の収集と組織内での情報の共有化などにより、組織的な対話力の高度化を目指します。

このような適切な議決権の行使と組織的な対話力の高度化を通じ、スチュワードシップ活動の実効性の維持・向上に常に努め、「受益者」の中長期的なリターン向上とリスクの低減につなげていきたいと考えています。

