

第2部

2025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、企業価値向上へと繋がり、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ていると考えています。

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、毎年、「スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価」を行っています。

📄『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

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つの原則には、すでに賛同していますが、責任ある機関投資家として、受益者の中長期的なリターン向上を図ることを目的としたスチュワードシップ活動の深化のため、「コーポレートガバナンス・コード改訂案(2026年4月公表)」も踏まえ、2026年6月に、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4 建設的な「目的を持った対話」の実践

- ・2025年7月の前回改訂時、「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、2025年10月から、その方針を実施している。今回、具体的な問い合わせ方法等について、追記。
- ・「コーポレートガバナンス・コード改訂案」を踏まえ、＜企業との対話の視点＞「ガバナンス/リスク管理」の中で、『適切な独立社外取締役の採用を行うとともに、取締役会事務局(コーポレートセクレタリー)の設置などのサポート体制の整備により、取締役会の実効性が確保できているか』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、2026年度はこれまでのところ2回開催しました。

過去には、2025年度：4回、2024年度：4回開催しています。（なお、2026・2025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。

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（2025年11月・2026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

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
責任投資監督委員会 (2025年11月27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
責任投資監督委員会 (2026年2月10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
2026 年度	
責任投資監督委員会 (2026年5月22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 (2026年7月23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の毀損防止・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、相応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、この情報の活用他、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たため、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、2025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、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。

2025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2.7%の企業の評価の変更を行いました。(2024年度5.9%、2023年度6.0%)



(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、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(P13参照)。

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、自然資本に関する情報開示の枠組みであるTNFD¹⁰の考え方にも賛同しています。気候変動と同様、自然資本(生物多様性を含む)の棄損等の課題が深刻化しており、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が高まるものと予想しています。企業価値への影響が理解できるよう、自然資本(生物多様性を含む)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や自然資本の開示情報を、当社独自のESG評価プロセスで活用し、企業の持続的な成長力に与える影響を把握した上で、「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。

(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、P15を参照ください)

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。

▶▶▶ 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)の設置について

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すと考えています。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ことや、対話活動の分析等を通じたプロセスの高度化を可能とするため、専任のチームを設置することにしました。

また、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。

①対話高度化推進チームの日常的な活動

毎週チーム会議を行い、対話活動の確認とともに、対話内容を踏まえ、対話アジェンダの進捗状況を確認しています。この確認を通じ、新たな対話アジェンダの設定(修正)の必要性を検討することもあります。また、対話アジェンダの進捗状況を対話担当者、適宜、リマインドすることにより、適時・適切な対話を促しています。さらに、日常的な活動に加え、

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

対話アジェンダを集中的に確認する対話集中会議を年2回開催することで、対話アジェンダや対話内容の妥当性確保に努めています。

②対話活動の分析を通じた、対話プロセスの高度化

当社の対話活動の分析と、その結果を踏まえた対話プロセスの高度化にも努めています。例えば、対話アジェンダ別の対話の効果分析において、議決権行使を活用した対話が効果的であると確認しましたが、これを踏まえ、株主総会への対応が終了する7月に、対話担当者と議論し、「反対」の判断をした企業を中心に、その改善を促す対話アジェンダの設定を行い、議決権行使・対話効果の早期実現を図りました。

また、対話の分析を通じ、一部の対話アジェンダは難易度が高く、早期の達成可能性が低いと判断したため、対話効果が発現できるよう、対話アジェンダの修正を行い、対話アジェンダの妥当性確保に努めました。今後とも、対話の実効性向上に向け、対話の分析の充実と活用を行って参りたいと思います。

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 - 資本コストを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、バ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	- 適切な独立した社外取締役の採用を行うとともに、取締役会事務局（コーポレートセクレタリー）の設置などにより、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・バ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）

「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。
- なお、当方針の目的を鑑み、「株式保有状況」の説明は、投資先企業のみを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しています。

大量保有報告書の「保有株券等の数（総数）」を使用する理由は、資本市場で一般に活用されている「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。（なお、大量保有報告書では、金商法の規定（一定の資本関係がある場合、共同保有者とみなす）に従い、「日本生命等の共同保有者との合算の保有株数」と「当社単独での保有株数」の両方が開示されていますが、「当社単独での保有株数」のみをお伝えしています。）

また、メール・電話などでご照会いただく際には、照会者が投資先企業ご自身であることを確認させていただく必要があるため、株式会社ICJが提供するICJコネクト「保有状況照会伝達サービス」¹²を通じて実施しています。

スチュワードシップ活動の振り返り

2025年度は、投資先企業や投資候補先企業と年間2,155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、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、2025年度は653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評価区分でみると、E(環境):18%、S(社会):9%、G(ガバナンス):73%となっています。2025年度に実施したESG評価区分別の対話事例は次の通りとなります。

2025年度の対話件数

対話形態	件数
企業との個別対話	2,155
内) 役員との個別対話	653
内) IR担当者との個別対話	1,502
スモールミーティング・説明会 等	2,917
合計	5,072

※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

12 『保有状況照会伝達サービス』<https://www.icj.co.jp/news/information/7442/>

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P16をご参照ください。

E 環境

（気候変動に関する対話）

温室効果ガス排出量が多く、気候変動が事業に与える影響の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。同セクターにおいては、脱炭素技術への移行が環境配慮製品の収益化とネットゼロ達成にとって重要といえます。そのため、同社のESG・IR担当者等と、情報開示の進展や削減目標の達成確度、ロードマップ、具体的施策の進捗について継続的な議論を実施しています。

▶対話の進捗状況

同社は、2021年に策定した2030年までの長期計画において、カーボンニュートラル目標を掲げています。対話を通じて、アンモニア専焼技術の実装などの目標達成に向けた取り組みが着実に進展していることを確認しました。今後とも、実行計画の着実な推進と目標達成に向け、対話を継続します。対話ステータスは、「行動進捗中」としています。

（生物多様性に関する対話）

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食料品メーカーと対話しました。対話アジェンダは、「自然資本リスク対応」です。供給拡大を進める商品の主要原材料について中長期シナリオに基づくリスク特定・評価が必要と考えられるため、調達リスクの認識を全社へ広げることを目的に、サステナビリティ推進部等と継続的に対話を実施しています。

▶対話の進捗状況

同社はTNFDに基づく開示など一定の取り組みを進めているものの、シナリオ分析の具体化が今後の課題となっていました。そのため、当社から科学的シナリオに基づく世界的な供給減少リスクを提示したところ、担当部署における課題認識が深まりました。社内リソースの制約から、全社的な本格対応は段階的に進められる見通しですが、今後は他部署も含めたリスク認識の向上と、具体的なアクションへの移行を促すべく対話を継続してまいります。対話ステータスは「課題共有中」です。

S 社会

（経営と従業員の一体性に関する対話）

過去に相次いだ労務問題を背景に、「職場風土の抜本的改革」と「従業員の信頼回復」を重要な経営課題と位置付ける必要があった「電気機器企業」と対話しました。対話アジェンダは、「経営と従業員の一体性」となります。

対話の中では、再発防止による従業員からの信頼回復を経営の最優先課題とすることの必要性を指摘しました。また、改善が着実に進んでいることを担保するため、その状況を外部に開示する重要性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、同社は第三者検証の実施に加え、改革の進捗を測るKPIとして従業員意識サー

ベイなどを導入し、タウンミーティング等の直接対話を通じて職場環境の改善に取り組んでいることが確認できました。また、2025年度に人員削減を実施した際にも、社員エンゲージメント指数の悪化や現場の混乱は生じていないことも確認できています。職場風土の改革に向けた取り組みの成果が一定程度発現し、経営と従業員の一体性が高まりつつあ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。

（社会課題の収益化に関する対話）

新薬開発における対象患者数や介護負担軽減などの社会的インパクトを財務価値と結び付けて開示し、社会課題の解決がいかにかに会社収益に結び付くかを示す必要があった「医薬品企業」と対話しました。対話アジェンダは、「社会課題の収益化」となります。対話の中では、主要新薬の社会的インパクトをモニタリングするためのKPIや、アウトカム計測に必要な「投与患者数」の開示などが適正な企業価値評価に必要であることをお伝えしました。また、注力領域のプラットフォーム構築や独自の人的資本KPIが、どのように財務パフォーマンスと関連しているのか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、同社は注力領域についての開示を拡充し、治験の状況や長年蓄積してきたデータ等が差別化要因になることが確認できました。また、介護コスト減少など新薬による社会課題の解決がもたらす定量インパクトについて、価値創造レポートで開示していることも確認できています。社会課題の解決が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。

G ガバナンス

（事業ポートフォリオの最適化に関する対話）

多岐にわたる事業展開がコングロマリット・ディスカウントの要因となっているとみられ、事業の選択と集中により企業価値を向上させる必要があった「素材企業」と対話しました。対話アジェンダは、「事業ポートフォリオの最適化」となります。対話の中では、石油化学など収益性が悪化した事業や自社が継続すべきでないと判断した事業は積極的に撤退や事業譲渡を進め、経営資源を成長分野で有効活用することが企業価値向上に重要である点をお伝えしました。同社からは、多岐にわたる事業の維持がシナジーやリスク管理面でメリットがあるとの説明があった一方で、事業の選択と集中の必要性については認識を共有しました。

▶対話の進捗状況

継続的な対話の結果、同社は石油化学関連事業を中心に事業撤退や事業譲渡を進め、ICT関連など高付加価値製品への投資を進めたことが確認できました。また、注力領域であるヘルスケア事業において医薬品のM&Aを実施し、業績への貢献が顕在化していることも確認できています。積極的なポートフォリオ転換が実施され、企業価値向上につながる効果を確認できたため、対話ステータスを「対話完了」としました。

（剰余金処分議案反対対応に関する対話）

十分な内部留保を有しキャッシュ保有比率が高いにもかかわらず、総還元性向が低く、資本効率も十分に高いと言えない状況であった「電気機器企業」と対話しました。対話アジェンダは、「剰余金処分議案反対」と

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

原則4への対応

なります。株主総会での議案反対を契機とした対話の中では、将来の成長投資を考慮してもネットキャッシュ残高は過剰であり、資本効率を低下させている旨をお伝えしました。また、次期中期経営計画に向けて、余剰キャッシュの使途やバランスシートマネジメントについても継続的に議論しました。

▶対話の進捗状況

継続的な対話の結果、同社は自社株買いの実施を発表しました。実施の背景として「成長投資を実行した後も余剰となるキャッシュについては、ROEの維持・向上の観点から株主還元すべき」という、投資家の問題意識に沿った議論が社内でなされたことが確認できました。また、2026年6月の株主総会における剰余金処分議案についても、当社の賛成基準を満たしたことが確認できています。適切な株主還元と資本効率改善に向けた取り組みの実効性が確認できたため、対話ステータスを「対話完了」としました。

(リスク管理とガバナンスの規律に関する対話)

買収により新規に連結子会社化した会社でさまざまな問題が発生しており、グループ拡大に伴い増加するガバナンスリスクに対し組織的な対応が必要であった「不動産企業」と対話しました。対話アジェンダは、「リスク管理とガバナンスの規律」となります。対話の中では、買収先企業で発覚したガバナンスの問題や不祥事を防止するため、営業体制の適正化とグループ横断でのガバナンス体制構築などが必要である旨をお伝えしました。また、同社は個々の問題解決は適正に実施していたものの、グループ全体を統制する専門組織がなく「未然防止の仕組み」が欠如している点についても、重要な課題として議論しました。

▶対話の進捗状況

継続的な対話の結果、同社はコンプライアンス・ハラスメント研修の実施に加え、社外取締役を中心としたリスク管理委員会の立ち上げや、内部監査人員の倍増など、グループガバナンスを構造的に強化しはじめたことが確認できました。こうした体制整備が本質的な課題解決につながるかを引き続き注視していく必要があるため、対話ステータスを「行動進捗中」とし、今後も対話を継続していきます。

(最適資本構成と株主還元に関する対話)

バランスシートを使う金融事業を拡大するにあたり、資金調達手法も含めた最適資本構成について、適切な方針を構築し実行する必要があった「金融企業」と対話しました。対話アジェンダは、「最適資本構成と株主還元」となります。対話の中では、同社が金融事業の拡大に伴い数年おきに大規模なCB(転換社債)発行を繰り返していたことに対し、損益に直接影響を与える表面的な利率だけでなく、潜在的な株式希薄化リスクを考慮した資本コストを意識することが重要である旨をお伝えしました。

▶対話の進捗状況

継続的な対話の結果、同社は2026年のCB償還を前に格付け(A-)を取得し、普通社債の発行をアナウンスしたことが確認できました。また、その後の対話を通じて、今後の金融事業のバランスシート拡大においてはCBのようなエクイティ性調達に依存しない方向性が確認できたほか、配当性向の引き上げなど株主還元の強化も図られ、全体として資本効率への意識が高まっていることも確認できています。資本コストを意識した最適な資金調達と株主還元の強化が確認できたため、対話ステータスを「対話完了」としました。

情報の非対称性の解消に関する対話

決算説明会の四半期開催がなく株式市場とのコミュニケーションが不足しており、正しい企業価値評価のための改善が必要であった「電気機器企業」と対話しました。対話アジェンダは、「情報の非対称性の解消」となります。対話の中では、決算説明会の開催頻度が少ないため、一過性要因であっても株式市場の懸念が払拭されず、株価の調整が長期化してしまうケースが発生している点をお伝えしました。また、詳細なデータがない場合でも、簡易的かつタイムリーに情報を発信することの重要性や、個別のアナリスト取材に追われるのではなく、テレカンファレンス等の一斉説明に切り替える方策についても議論しました。

社外取締役との対話

電気機器企業の社外取締役で、他社での代表取締役経験など経営全般に知見を有する方と、経営戦略や経営基盤のあり方、資本市場との対話(IR)とその内容の経営陣への連携について、対話をしました。経営陣への連携については、過去の大規模公募増資におけるIR部門の関与度は不明であったものの、新社長体制への移行以降は、取締役会において投資家からの要望や意見が積極的に共有されるようになっていたことを確認できました。こうした変化は、当方が社長と直接対話した際に確認した「投資家の声に真摯に耳を傾け、経営に反映させる姿勢」とも整合しており、社長交代を機にIRと経営の連携が着実に進展している点が明確になりました。

社外取締役シンポジウム

当社は、従来の個別対話とも協働対話とも異なる多様な対話アプローチを実践するため、2026年2月に100名を超える社外取締役をご招待し、「投資家視点の企業価値向上シンポジウム」を実施しました。機関投資家の視点や当社の考え方を共有するとともに、異業種間の交流を促進することで、企業価値向上に向けた社外取締役の役割発揮をより一層後押しできると考えております。(P22参照)

(4) 建設的な「目的を持った対話」の実践

原則4への対応

気候変動や自然資本に特化した対話

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（2025年度：73企業、うち、国内46企業）。昨年度、国内では、この46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。

また、自然資本については、その棄損の進行により、一部企業の中長期的な企業価値に影響を及ぼす可能性が高まっていると認識しています。当社は2025年より外部機関と協力し、科学的根拠とデータに基づいて特定した高リスク企業と対話を実施し、議論を通じて、リスク認識を共有するとともに具体的な対策を促しています。

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）¹³・国連責任投資（PRI）、Net Zero Asset Managers Initiative¹⁴、Global Impact Investing Network（GIIN）¹⁵といった国際的な機関投資家団体にも積極的に参画し、サステナビリティ・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。2025年度分については、2026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、投資候補先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』（2026年6月より、『サステナブル投資インサイト』に改称）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	「PRI in Person 2025」（主催：PRI）（2025年10月） 「GIIN Asia Impact Forum 2025」（主催：GIIN）（2025年9月） 「脱炭素経営フォーラム」（主催：環境省）（2026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、「SSB」基準が完成した今、「管理会計」という、もう一つの領域における議論が高まる可能性、「日本のGX実現に必要な民間資金の動員に向けて「資産運用フォーラム」が提言書を公表」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）、『有価証券報告書の定時株主総会前の開示：企業と投資家の建設的な対話に向けて』（証券アナリストジャーナル）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である「IR優良企業賞」（主催：日本IR協議会）などにも積極的に参画しました。
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、青山学院大学、東京都立大学の大学院や研究所においてESGやインパクト投資に関する講義を行い、資本市場の理論と実務の架け橋となるよう努めました。

¹³ 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。

¹⁴ Net Zero Asset Managers Initiative

温室効果ガス排出量のネットゼロという世界的目標に沿った投資を、それぞれの状況において支援することを約束する資産運用会社のための任意のイニシアティブです。加盟各社の自主的なコミットメントに加え、気候関連の目標および実施戦略の自主的な開示のためのプラットフォームを提供しています。

¹⁵ 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の改訂から、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、議決権行使基準書に「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。

なお、「基準の考え方」については、新しい基準を設定した時や大きな基準変更があったときなど、適宜、追記・アップデートしています。2026年2月の改訂時には、「政策保有株式（保有目的の純投資への変更）」、「定款変更（剰余金配当権限の取締役会授権）」について、「基準の考え方」を追記しました。

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。

▶▶▶ 2026年6月総会から適用された基準変更

「取締役の選任」、「定款変更」などで基準改訂を行っています。「取締役の選任」では、業績基準の定量水準を「3年連続ROEが上場企業の下位25%以下」から「3年連続ROEが上場企業の下位1/3以下」に厳格化しています。

「定款変更」では、「剰余金配当権限の取締役会授権」(株主総会による決議を排除しない場合)について、原則、賛成としています。有報の株主総会前開示への対応など、株主総会のタイミングにかかわらず、剰余金処分の決定を企業が確実に実行できるよう態勢を確保できることは投資家にとっても重要であることが、変更の理由となります。ただし、授権後、反対すべき剰余金処分が総会議案として付議されていない場合には、取締役候補者全員(再任)に反対することも、併せて、定めています。

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、議決権行使基準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、2025年から「基準の考え方」を設置、解説を行う ・今回の主な追記事項は、「2 (9) :政策保有株式 (保有目的の純投資への変更)」 「12 (1) 定款変更 (剰余金配当権限の取締役会授権)」など
2. 取締役の選任	
(5)業績との関連	・業績基準の定量水準を「3年連続 ROE が上場企業の下位 25%以下」から「3年連続 ROE が上場企業の下位 1/3 以下」に厳格化
(9)政策保有株式	＜基準厳格化＞ ・3年連続 ROE が上場企業の中位超であれば賛成していたが、この閾値を基準から削除 ・「保有株式の縮減方針」の開示で「縮減目標の達成時期」を含めることを明記 ＜保有目的の「純投資」への変更への対応＞ ・過大な「純投資」への移管で、具体的な方針（売却をする際の考慮事項など）がない場合、政策保有株式とみなす可能性を記載 ・「基準の考え方」に、将来の基準策定の計画を明記
(11)取締役会決議のみで決定した重要事項	・反対すべき剰余金処分が総会議案として付議されない場合、取締役候補者全員（再任）に反対（12 (1) 定款変更：剰余金配当権限の取締役会授権に対応するもの） （「基準の考え方」を参照）
12. 定款変更	
剰余金配当権限の取締役会授権	- 原則、賛成を定める（株主総会による決議を排除しない場合） ・有報の株主総会前開示への対応など、株主総会のタイミングにかかわらず、重要な剰余金処分の決定を企業が確実に実行できるよう態勢を確保できることは投資家にとっても重要であるとの判断 ・ただし、授権後、反対すべき剰余金処分の際は、取締役候補者全員（再任）に反対（「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、企業の対応が不十分である場合、原則、賛成する項目として追加 ・過半数の社外取締役の選任、社外取締役の取締役会議長への就任 等 - 以下の提案を、原則、反対する項目として追加 ・剰余金配当決定権限の取締役会授権の廃止 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

2026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1,203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

▶▶▶ 議案別議決権行使結果

2026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) 2025年度反対率
会社機関に関する 議案	取締役の選解任	8,719	1,397	0	0	10,116	13.8%	10.3%
	監査役の選解任	545	41	0	0	586	7.0%	7.0%
	会計監査人の選解任	14	1	0	0	15	6.7%	0.0%
役員報酬に関する 議案	役員報酬 ^(※2)	386	59	0	0	445	13.3%	12.6%
	退任役員の退職慰労金の支給	4	18	0	0	22	81.8%	85.7%
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	692	77	0	0	769	10.0%	9.8%
	組織再編関連 ^(※3)	14	1	0	0	15	6.7%	0.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	0	37	0	0	37	100.0%	100.0%
	その他 資本政策に関する議案 ^(※4)	24	2	0	0	26	7.7%	15.4%
定款に関する議案		227	6	0	0	233	2.6%	4.1%
その他の議案		0	0	0	0	0	0.0%	0.0%
合計		10,625	1,639	0	0	12,264	13.4%	10.4%

(※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	51	218	0	0	269	19.0%

(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12,264議案あり、このうち反対行使した議案数は1,639議案でした。反対率は、13.4%と前年比で3.0%増加(前年:10.4%)しています。

反対率増加の主因は、「取締役の選解任」議案への反対率の増加です。2026年6月総会から、業績基準の定量水準を「3年連続ROEが上場企業の下位25%以下」から「3年連続ROEが上場企業の下位1/3以下」に厳格化したほか、反対すべき剰余金処分が総会議案として付議されない場合の反対対象者を「代表取締役」から「再任の全取締役」へ拡大するなどの基準の厳格化を行いましたが、これらの影響により、反対率は、13.8%と前年比3.5%増加(前年:10.3%)しています。「剰余金の処分」議案においては、基準を厳格化したものの、株主還元姿勢の好転により、反対率は10.0%と前年比でほぼ横ばい(前年反対率:9.8%)となっています。

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、反対すべき内容の剰余金処分案の場合で、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269議案ありました。有価証券報告書の総会前開示に関する提案、役員報酬の個別開示を求める提案、買収防衛策の廃止を求める提案など、企業価値向上に資すると判断した51議案に賛成しました(賛成率19.0%)。

(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ています)。

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¹⁶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

¹⁶ パーパス設定の考え方は以下の通りとなります。

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。

▶▶▶ 対外評価

これまで記載してきた取り組みの結果、株式会社格付投資情報センター(R&I)が刊行する「年金情報」が実施した「年金顧客満足度アンケート(2025年)」の「スチュワードシップ活動に対する満足度」で首位に選ばれました。21年からの5年間で計4回首位に選ばれています。

また、「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。

▶▶▶ AIを活用したスチュワードシップ活動の高度化

スチュワードシップ活動では、多様かつ大量の情報処理が必要となるため、AIの活用の有効性は高いと考えています。対話・議決権行使における業務効率化・高度化に向け、AIの積極的な活用を検討しています。

▶▶▶ 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¹⁷。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」¹⁸)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

¹⁷ 独立社外取締役の比率は1/3以上となっています。

¹⁸ フィデュシャリー・デューティー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・実施した助言方針及び、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。対話の中では品質管理体制の他、欧州の規制施行への対応に伴う体制強化・透明性の向上、AIの活用可能性といった今日的な課題への対応状況が議論となりました。

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・東証「コーポレートガバナンス・コード改訂案」も踏まえ、当社の方針の見直しを実施。
(原則1に対応)
- 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。対話の高度化を目指し、これを推進する対話高度化推進チームを設置、対話の分析を踏まえた対話の高度化をはかる。また、株式保有状況の説明の方針と具体的な対応プロセスを策定し、協働エンゲージメントへの対応の明確化もはかる。(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。AIを活用した業務の高度化にも取り組む。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。対話においては、原則4に記載した「対話高度化推進チーム」を中心とした対話の高度化の取り組み、国際的な機関投資家団体での活動を通じたサステナビリティ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、組織的な対話力の向上に努めます。

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。

