

2019年（令和元年）8月30日

スチュワードシップ活動のご報告 （2018年7月～2019年6月）

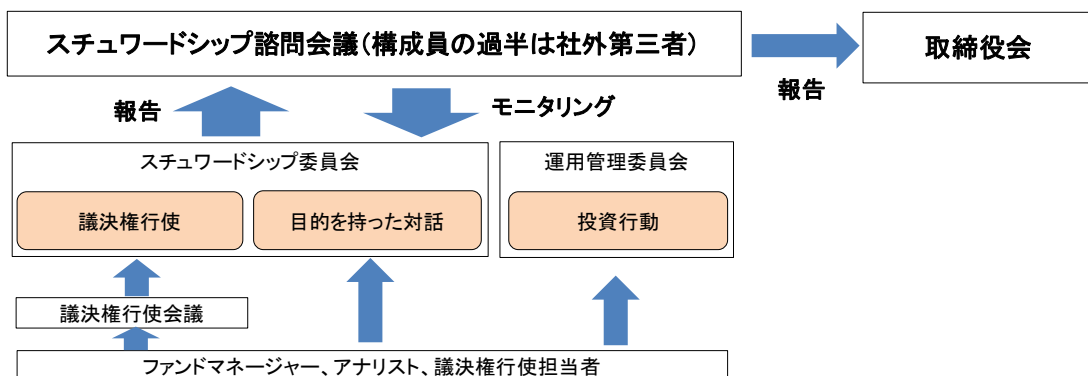
三菱UFJ国際投信株式会社

当社は、お客さまから委託された資産の運用を行う立場として、投資先企業が株主利益を考慮して企業価値の向上や持続的な成長を果たすことに資するため、企業との「目的を持った対話」や明確な方針のもとでの議決権行使などのスチュワードシップ活動を実施しております。

当社は、責任ある機関投資家として適切に受託者責任を果たすため、「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》の受入を既に表明していますが、より一層のガバナンス強化を目的として「スチュワードシップ諮問会議」を設置しております。

本諮問会議では、お客様から委託された資産の運用における議決権行使や投資先企業との「目的を持った対話」および投資行動が、投資家の利益最大化を確保するために十分かつ適切であることを検証しています。独立性・中立性を確保するため、取締役会が指名する議長を含めた3名で構成し、構成員の過半を社外第三者から選任しています。なお、本諮問会議による検証結果は取締役会へ報告するとともに、本諮問会議が改善を必要と判断した場合、取締役会に対して勧告を行うこととしています。

＜スチュワードシップ活動の牽制機能の強化＞



当社では引き続き、資産運用者である機関投資家としてのスチュワードシップ活動の実効性向上およびガバナンス体制の高度化を通じて、投資家の利益最大化の確保をめざして参ります。

それでは以下に、＜三菱UFJ国際投信のスチュワードシップ・コードへの対応方針＞に則り実施した、2018年7月～2019年6月（以下、2018年度）の活動状況をご報告いたします。

1. 投資先企業との「目的を持った対話」の活動状況

当社は、投資先企業との「目的を持った対話」を通じた様々な問題についての認識共有化や改善への取り組みが資本効率向上や持続的成長につながり、ひいては中長期的な投資成果の拡大につながると考えております。こうした考えのもと、当社は投資先企業との「目的を持った対話」を積極的に推進するために、「目的を持った対話」の方針を策定し、その方針に基づき対話を行う企業の選定を行い、対話を実施しました。さらに対話実施後は、対話内容を記録、集計するとともに、対話についての自己評価を行い、今後の対話の改善に向けての対応を図りました。

以下が、その概要となっております。

(1) 「目的を持った対話」の方針

従前より当社では、中長期的な企業価値向上及び持続的な成長に向けて、事業戦略や事業構造、資本構造、コーポレートガバナンス、株主総会の議案等において当社が重要視しているポイント、注目している点等について対話を行い、認識の共有化や改善への取り組みを推進してまいりました。

昨今では、企業の中長期的な企業価値を計るうえで、現在までの企業行動の実績である財務情報に加え、環境・社会・企業統治（以下、ESG）をはじめとする非財務情報を加味する事の重要性が高まっています。また、企業価値向上を促す上でも、企業側のESGへの取り組みを把握する事が重要になっています。当社は企業の中長期的な価値分析において、実績値としての財務情報に加え、ESGデータの活用をはじめとした非財務情報の組み込みの強化を図っています。こうした中、企業側からもESGに特化した対話を行いたいという要望が少なからず寄せられていた事から、2018年度は対話の分類にESG項目を追加し、より実効性を伴った対話を推進しました。

具体的な対話方針は下記の通りとなっております。

◎ 「目的を持った対話」の具体的な対話方針

	対話の分類	対話方針
1	事業戦略(成長戦略)	不透明な事業戦略の是正、納得性のある戦略策定
2	事業構造	非効率な多角化、成長性及び収益性の低い事業、競争優位性のない事業等についての改善、リストラ
3	資本構造	過剰資本、不透明な資本政策(配当政策、投資戦略、ファイナンス)の改善
4	コーポレートガバナンス	経営の規律を正し、企業価値の最大化を図る体制の構築(取締役会の監督機能、多様性、経営者報酬、情報開示、反社会行為)
5	株主総会	株主総会議案を基にした資本政策、取締役会等の改善、強化
6	ESG	企業戦略への組み込み、リスクと機会の掌握、社会課題解決と企業価値向上

また、企業との課題認識の共有化を図ることに加えて企業価値向上に向けた具体的な対話を効果的に行うため、中長期的に企業に求める成果と具体的な対話のポイントを定めております。

◎目的を持った対話の実践におけるポイント

対話の種類	具体的な対話のポイント	中長期的に求められる(めざす)成果
1 事業戦略(成長戦略)	<ul style="list-style-type: none"> ・中長期の具体的な事業戦略がESG等も考慮して作られているか ・事業戦略の実現性があるのか ・事業戦略の実行により収益性及び資本効率の改善が見込まれるのか ・事業戦略の実行により持続的な成長性が確保されるのか 	<ul style="list-style-type: none"> ・利益率向上、資産効率向上等を通じたROE向上 ・持続的な利益の成長、トップライングロス等
2 事業構造	<ul style="list-style-type: none"> ・多角化による事業の収益性及び資本効率の低下は見られないのか ・主力事業の収益性、成長性などに変化はないのか ・取り巻く市場環境や競争環境に変化はないのか ・問題事業に対する改善策の有無及び妥当な改善策か ・経営陣の問題認識は妥当か 	<ul style="list-style-type: none"> ・事業の選択と集中 ・戦略分野への資源配分等最適な資源配分の実施 ・不採算分野の撤退基準の明確化と実行等
3 資本構造	<ul style="list-style-type: none"> ・過剰資本が内部留保し有効に活用されずにいるのではないのか ・資本コストを低下させるべき最適資本構成が考慮されているか ・配当及び自社株買いなど資本政策に対する明確な戦略はあるのか ・ファイナンスは投資、財務状況から合理的に行われているのか 	<ul style="list-style-type: none"> ・企業ステージに合わせた成長戦略等を考慮し、必要なキャッシュ、想定されるリターン等を考えた上での最適資本構成の明示 ・株主還元目標と根拠の説明等
4 コーポレートガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会は経営執行を的確に監督できる体制が構築されているか(執行と監督の分離、CEOと議長の分離、多様な取締役、各種委員会の存在等) ・取締役会が経営戦略や経営者の交代など重要な意思決定を適切に行っているか ・経営者報酬が業績連動や事業計画にコミットしたインセンティブ体系となっているか 	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の実効性評価 ・後継者含む取締役選解任の透明性・説明力向上 ・政策保有株の考え方の明確化 ・ダイバーシティを含めた人材の有効活用等
5 株主総会	<ul style="list-style-type: none"> ・当社議決権行使ガイドラインに適合しているか ・株主提案の妥当性 ・経営効率向上に向けての取組みが行われているか ・コーポレートガバナンス強化に向けての取組みが行われているか 	<ul style="list-style-type: none"> ・各種議案の説明力、透明性の向上 ・最適な資本構成を示したうえで配当政策 ・監督機能(ガバナンス)の強化 ・取締役等の選解任理由の説明力向上等
6 ESG	<ul style="list-style-type: none"> ・ESGの観点を含むビジネスモデル説明がなされているか ・事業継続するなかで取り組むべきESG課題を選定しているか ・リスクと機会の掌握とその対応は適切に行われているか ・目標を定め、進捗確認と改善を持続的に行う体制を整えているか ・社会課題解決に向けた取り組みと企業価値向上が関連付けられているか 	<ul style="list-style-type: none"> ・成長機会の獲得 ・リスク軽減(回避) ・競争優位の確立 ・社会課題解決(SDGs等への取組み)

(2) 目的を持った対話を行う企業の選定

「目的を持った対話」を行う企業の選定に当たっては、対話の内容が、事業戦略や資本構造、コーポレートガバナンス等経営の最重要課題にかかわることから、経営陣との対話を重視しました。また当社は、より能動的に「目的を持った対話」を行うためにスクリーニングによる企業選択を行って優先的に対話を行う企業群を選定しておりますが、2018年度は従来のスクリーニング基準を一部見直し、ESG評価での選定等も行い、より実効性が伴った対話を行えるようにしました。これに、企業価値に大きな影響を及ぼすと思われる事象が発生した企業や投資家と積極的に対話を行う意思のある企業等、定性判断により対話が必要と判断した企業を加えて「目的を持った対話」を推進いたしました。

なお従前は、優先的に対話を行う企業群の選定はアクティブ運用においてのみ行っておりましたが、2017年度からはパッシブ運用におきましても同様にスクリーニングによる企業選択を行い、優先的に対話を行う企業群を新たに選定し、パッシブ運用もアクティブ運用同様に「目的を持った対話」を積極的かつ能動的に推進しています。

◎優先的に「目的を持った対話」を行う具体的な基準

対話を行う条件	
定量判断	1 継続的に資本効率が悪く、短期的にも明確な改善が見られない企業
	2 継続的に株主還元性向が低く、資本効率の悪化懸念がある企業(成長企業は除く)
	3 継続的に収益性が低下傾向にある企業
	4 ガバナンス体制に懸念がある企業
	5 ESG評価において一定の変化のあった企業
定性判断	6 企業価値に大きな影響を及ぼすと思われるイベント等の発生した企業(不祥事、減損、M&A、事業戦略の変更等)
	7 経営陣等が積極的に投資家との対話を行う意思のある企業(会長、社長、副社長、CFO等)

加えて、「目的を持った対話」を実施した場合、当社のESGに対する考え方等を加味した評価を実施したうえで継続的な対話の要否を判断し、投資先企業の改善状況をモニタリングしつつ、さらなる改善を促す対話のプロセスを明確化しております。過去の対話記録はライブラリー化し、継続的かつ効率的な取り組みや経験値の蓄積につなげられるようにしております。

こうした取り組みにより、投資先企業との認識共有化の進展や中長期的な企業価値向上に向けて努めてまいりました。

(3) 目的を持った対話の実施状況

当社はスチュワードシップ活動を、投資先企業との「目的を持った対話」、議決権行使、企業調査の3つの活動と定めております。2018年7月～2019年6月までの期間におけるスチュワードシップ活動実施件数は以下の通りとなっております。

◎スチュワードシップ活動による企業調査総件数

スチュワードシップ活動による企業調査総件数（REIT含む）は、4,891件となりました。内訳としては、企業との個別対話が2,446件、説明会等が2,445件となっております。この内、投資先企業との「目的を持った対話」の実施件数、及び対話の内容については以下の通りとなっております。また、執行役員を含む企業経営陣との対話については、約4割となりました。その中で複数の企業と、社外取締役との対話も実施しております。社外取締役から見るコーポレートガバナンスの実態や課題、改善点等について対話を行いました。社外取締役の任期や構成、取締役の報酬体系、後継者育成プランの考え方、不祥事を起こした企業にはその根本的な原因についての考え方等について、当事者としての貴重な意見を伺える機会となりました。引き続き経営陣との対話を重要視していきませんが、対話の重要性を理解している企業は対話内容を経営層で共有する仕組みを確立しており、IR部門、経営企画部門、法務部門等の担当者との対話であっても手ごたえを感じる対話が増えています。実際にその後の企業側の行動につながったケースやよりテーマを絞り込んで臨んだ経営陣との対話実現に至ったケースが出ており、企業価値向上を促す「目的を持った対話」の機会は積極的に活かしていく方針です。

◎投資先企業との「目的を持った対話」実施件数

	2016年度	2017年度	2018年度
事業戦略(成長戦略)	59	85	136
事業構造	9	10	10
資本構造	7	11	6
コーポレートガバナンス	85	97	97
株主総会議案	50	52	55
ESG	—	—	50
合計	210	255	354

実際の対話においては、複数のテーマにまたがるケースが多いため、厳密な区分けではありませんが、主に中心となった内容に基づいて分類しました。その結果、主たる対話内容としては、事業戦略(成長戦略)に係るものが最も多くなりました。短期的な視点では無く、中長期的な成長につながる戦略等について対話を行いました。その中で、事業ポートフォリオの運営において、資本コストを十分に意識した運営を実施していない企業もあり、今後も対話等を通じて課題認識の共有化や対応を促していきたいと考えています。また、コーポレートガバナンスに係るものも上位の対話テーマとなりました。当社ではコーポレートガバナンスは、企業の中長期の持続可能性を考える上で要となるものと考えており、昨年度に引き続き高い水準となりました。政策保有株式の考え方、取締役会の実効性、(任意の)人事・報酬委員会の実効性、中長期計画と連動させたインセンティブプラン等効果

的な報酬体系、後継者育成プラン等について内容の伴ったものになっているか、質の面に焦点をあてた対話を行いました。加えて2018年度からは優先的に対話を行う企業の選定において、ESG評価でのリストアップ等を行ない、対話を推進しました。コーポレートガバナンス面だけではなく、ESG全般に係る内容について対話を行い、企業側に情報開示の拡充等を促しました。

これに加えて「目的を持った対話」を通じて企業と①認識の一致、②一定の理解、③一致せず、という3段階の自己評価を行い、継続的な対話に向けての判断に活用しております。尚、自己評価の結果は以下の通りとなっております。

◎ 「目的を持った対話」実施後の自己評価

	2016年度	2017年度	2018年度
認識の一致	47	59	55
一定の理解	157	193	291
一致せず	6	3	8
合計	210	255	354

一定の理解も含めれば、多くの企業と認識の共有が図られました。一方、ESGをはじめとした非財務情報の開示に対する考え方や、取締役会の構成、株主還元の考え方、資金の有効活用、事業ポートフォリオの戦略等の面で、企業側の取り組み姿勢に課題が見られる事例が見受けられました。引き続き企業との対話等を通じて相互理解を深め、認識の共有化を図っていく考えです。

◎ スチュワードシップ活動を通じた企業の変化と課題点

投資先企業の変化と課題	
投資先企業のポジティブな変化	<ul style="list-style-type: none"> ①任意の委員会設置会社の増加 ②株主総会活性化(株主提案の活発化) ③事業の撤退・縮小の公表など、事業の選択と集中の動きも一部に見られる ④複数の社外取締役の導入。社外取締役の積極活用 ⑤取締役会の役割として、監督機能強化の動き ⑥非財務情報の積極的な拡充に取り組む企業も見受けられる ⑦株式報酬制度の導入、拡充の動き ⑧TCFD(気候関連財務情報開示タスクフォース)署名企業の増加 ⑨株主還元の積極化 ⑩企業の投資活発化の動き
投資先企業の課題	<ul style="list-style-type: none"> ①(実力)経営者に対する取締役会の監督機能 ②資本コストを意識しない経営を行う企業は依然多い(過剰資本、不採算事業温存等)開示も不足 ③取締役会の多様性(ダイバーシティ)への取り組み ④資金の有効活用 ⑤政策保有株式の縮減進まず ⑥後継者育成計画(サクセッションプラン)の作成が進まず ⑦大胆な事業ポートフォリオの見直し(スピンオフ等)進まず ⑧インセンティブを効かした役員報酬体系の導入(欧米に比べて依然として固定報酬の割合が高い) ⑨買収防衛策の継続(そもそも本当に必要なのか) ⑩任意の委員会を設置するも有効に活用されていないケースも ⑪親子上場、安定株主多数企業に対する株主のチェック機能空洞化 ⑫内部統制強化が成長速度に追いついていないケースも

(4) 目的を持った対話内容の抜粋

投資先企業との「目的を持った対話」の具体例の一部を御紹介いたします。

	当社の意見	企業の意見
A社	ESGについて主に対話。環境に対する取組みや開示は評価が高い。OOLレポートも昨年より格段に良くなっている。CDPウォーター2017でAリスト選定も素晴らしい。ただ、マテリアリティ(重要課題)の機会とリスクの観点での説明が足りない。CSR(企業の社会的責任)の観点からは開示は優れているが、CSV(共通価値の創造)の観点での説明にはついていない。生き残るためにはなく、勝ち残るための戦略が欲しい。戦略、ビジネスモデルへの取り組み、付加価値創造の説明が今後の課題。また、SDGsについて、経営と現場との温度差を埋める観点からは評価できる。他社事例では、○○社がどうやって社内に浸透させるかのプロセスを温習している点で参考になると思う。また、Eに比べてSやGの開示が弱いように思うがどうか。開示の面では、CG(コーポレートガバナンス)コード改訂に伴い、次のCG報告書には注目が集まっている。政策保有株式、サクセッションプラン(後継者育成計画)、資本コスト等の説明を注している。また、今の取締役会実効性評価の記載では、社外取締役の考えや見方等を知るきっかけとしては簡便すぎで問題。改善をお願いしたい。加えて、報酬も中長期連動の報酬の検討をお願いしたい。今の7%程度の株式報酬は賞与の一部を振り替えただけのイメージ。また、金融事業等の影響を除いた、セグメントに分けた開示をしていただければ、御社生産方式の効果が計算し易くなるので、ご検討をお願いします。	OOLレポートの開示については、前回までいただいた意見を反映させた。当社の取組みとして、事業活動に関するマテリアリティよりも環境保全の取り組みが先行している面がある。今、各事業ベースでSDGsへの落とし込み、KPI(重要業績評価指標)の設定を検討している。ただ、経営幹部層と現場とは、SDGsに対しては温度差がある。全社向けに特集記事を作成したりして、浸透を図っている。また、ご指摘の件でも企業戦略との関わりが不十分な点は、中計を公表していない点も問題かもしれない。来年に向けて検討していきたい。S、Gの開示は、他社例を分析して、当社でも弱いと認識している。今回は、そこ意識して書いたつもり。CGを含め、開示の件については、今後の検討項目にしたい。
B社	中計は長期のビジョンを定め、達成するために何を行うか基本的な考え方が明確に示されている。具体的な中身や進捗は今後説明会などで示されることを期待している。また、事業戦略、CF(キャッシュフロー)見直し、財務、株主還元を一體的に説明しており好感が持たれた。働き方改革は今手をつけなければ将来の人材確保に支障が出て、成長実現の障壁となりかねないリスクだ。リスクへの対応を進めることによって、一時的にコスト増となり減益の可能性を示していても、嫌気する投資家はばかりではないことを伝えた。中計発表後株価は下がったが、信頼を失ったわけではない。逆に成長ストーリーだけ示して、後になってコスト先行で減益ですとなった、信頼はもったと推察。そうなることを言っても疑念的な目で見られ、信頼を取り戻すのに時間がかかるとの。CEO(最高経営責任者)解任プロセスに関する説明が不十分だと感じた。CEOの業績を評価するプロセスは確立されているか？現在の社外取締役の経歴を見ると国内ビジネスのモニタリング機能強化には貢献できると思われるものの、海外強化による成長ストーリーに見合うグローバルビジネスでの実務経験者や海外イールドリスクに対応した社外取締役の選定で多様性が一段と増すと思うがどうか？取締役会実効性評価は外部機関を活用しているのに、開示内容が不十分すぎる。BIP信託利用の株式報酬制度は基本報酬の一部を振り替えた。現状売上構成2割の海外ビジネスを将来5割に引き上げたいのだからそれに合う役員報酬制度は必須ではないか？現役の時の報酬が低いからという訳ではないだろうか。社長退任後の報酬への相談役が3名もいる。CSR報告書にはSDGsがちらっと出ていたが、基本的な構成は従来のCSR報告書。東証1部上場企業、225採用銘柄が続々と統合報告書を作成している状況で出遅れている。CDPIは回答済でGHG(温室効果ガス)削減目標も13年基準で30年二酸化炭素削減目標を設定していることや、管理可能なリスクマネジメントが充実している点で統合報告書作成のハードルは高くないはずだ。また、世界の取引先から選ばれ、取引先から除外されない企業となるためにも非財務情報開示拡充は必須。GC(グローバル・コンパクト)賛同しても追加的な負荷はさほど大きくないと思うがどうか？	CEO解任プロセスは期の途中でCEO解任という事態が想定し辛いとの意見が出て委員会で議論継続中。指摘されたようにCEOの業績評価プロセス確立と考えると議論は進むと思うので報酬・指名諮問委員会メンバーと情報共有させてもらおう。取締役会構成の多様性確保については持株会社制や機能別組織再編など様々な可能性を検討する中で今後議論されると思う。役員報酬制度は、インセンティブが有効に機能する制度改定の必要性を議論しているが、労働集約型の産業において役員報酬の業績連動部分の引き上げがどこまで許容されるのか語りがかねない。統合報告書の作成は2年前から検討していたが、新たな中期経営計画の策定に合わせてほしいとの考えで、本年統合報告書発行するつもりで動いている。GC賛同の件はCSRの部署と連携して検討する。
C社	御社の資料の取締役会評価については、大変参考になる情報であると評価している。一方、今回の不祥事は、幅広い事業分野にわたっているが、小規模事業で起きている。御社は従前からROIC(投下資本利益率)経営を推進し、事業を分類し、位置づけを明確化させる等、資本コストも踏まえた事業ポートフォリオ運営をしていると評価している。ただ今後は利益安定化に位置付けた事業等、どうしていくのか。キャッシュフロー不良がどうして発生しているのか。十分なリソースが割けず、似たような不祥事が将来起きるリスクを抱えたままになると思う。この辺りは社内でどう議論されているのか教えて欲しい。必要なリソースが割けないのなら、選択と集中も含めて一歩踏み込んだ事業ポートフォリオ運営を検討されるべきではないか。今回は間に合わないものも来年度以降は社外取締役の増員を検討しているの事だが、どういった資質を求めているのか。任意の委員会の構成で指名の方には社外と社外が同数。社外を増やすまでは、社内を減らすか社外監査役も活用して、望ましい取締役会構成やサクセッションプランの検討をお願いしたい。CSRでは、御社も認識されているようにマテリアリティをまず決めていただきたい。現状の洗い出しも大切だが、その延長ではなく、より長期を見据えて御社にとって影響の大きな社会課題を特定して欲しい。その上でリスクと機会を分析していただきたい。その上で成長戦略しっかりと落とし込んでいただきたい。御社の報告書等では、3年程度の中期的考えが中心であって、より長期の方針等が必要ではないか。	当社の中でも今回の再発防止策を検討するにあたり、経営企画も入って小規模事業を洗い出している。そうした事業があること自体リスクにつながるのと共通認識が出来てきている。今回の中には○○事業のように10年前に撤退したサービスだけが残っている分野もあった。そういうものをどうやって残るかも議論している。事業ポートフォリオのあり方を根本的に考えていく必要があると考えている。社外取締役は、ジューダも検討要素だが、経営経験者を検討している。指名委員会は2019年は開いたが、サクセッションプランもここで議論する事を明確化した。社長は今年度4月に代わったばかりだが、役員と次の候補者を含めて高齢化している事を問題視しており、今後議論していく。CSRは事業で社会課題に貢献していく方針。今の商品がどのように役立っているか洗い出しを行っている。社内のモチベーション向上も役立っている。課題は、マテリアリティを決める事で、今後取組んでいきたい。ご指摘のように、中計3年の文化が強い面がある。ただ、中長期の議論が出来ていないとの認識もあり、今後議論していきたい。
D社	事業運営は順調な拡大を継続。EBITDA(企業価値を表す利益指標)マージン化、EBITDA増加、グループ総再編の進捗の成果を挙げている。ガバナンス体制も根柢が強化姿勢がうかがえる。統合報告書は大変良いと感じた。ダイミツも構成で、欧米チックな側面も感じられる。御社は歴史を積み重ねつつも、時代の変化に適応し企業としての若々しさを維持して、成長を続けられる原動力は何か。統合報告書の内容は説得力のある説明となり、納得できる。価値創造モデルの図は汎用性のあるタイプを使用しているもの。リボンモデル、マテリアリティ選定→SDGfミという概念を組み込んだ説明はアイデンティティを感じる。特に、SDGfミに関する説明は御社の事業に関する本来的な考え方、企業文化をうまく表現している。御社の財務・非財務情報開示資料の御社開示資料も素晴らしいと必要情報にアクセスできるのが改善を求めている。SDGsは着実にゴールに向かって貢献することができるように測定するのを定め、KPI設定、分析評価を行うことが重要だ。6月の中期経営方針の進捗で示された3つの行動指針(特に③「企業市民としての役割を果たす」)に関して、箇条書きで書いてある項目はサクセッション評価で重要な項目(例えば寄付、ボランティア)であり、社会要請となっていることは理解しているが、当社が考えるESGインテグレーションでは企業価値との関連性が希薄なものの中長期の投資リターンにインパクトを与えるのか定かでないと感じている。寄付やボランティアであっても中長期の企業価値向上、リスク軽減、回避につながるということがわかるように説明されるように評価する。サクセッションプランについて説明してほしい。投資家に理解してもらいたいという積極的な考えはESG報告書で取締役会実効性評価や各種委員会運営の実態などに関してつぶさな開示をしている。そういう企業との対話はさらに踏み込んだものになっていくが、開示が少ない企業とは対話回数を重ねてようやく建設的な対話になっていく。	社員ではないSDGsの専門家も統合報告書作成チームに入れて自分たちで作った。当社の場合、ESG投資やCGへの関心が高まったから取組むのではなく、個々の尊重であったり価値観の共有であったり、会社設立時から大事にしてきたものをまとめた統合報告書になったという感覚なので、今後は様々な意見を取り入れながら海外投資家にも響くものにしていきたい。リボンモデルやマテリアリティの部分で企業理念や文化がうまく伝わっていないと見られる。HPの構成や開示資料の整理は今後実施する予定。後継者選定は文書での開示していないが、人材を育てることが使命の思いは全員共有の考え方で進めているので、社長に聞いてもらうと思う。委員会活動状況はサクセッション委員会に関しては統合報告書にも記述があるが、その他の委員会についても状況説明することを検討する。IRとサクセッション部門は情報交換を密にしており、中長期の企業価値向上に対する考え方は共有している。
E社	マネジメントは株式市場でディスカウントされている要因を省みることせず、モラルハザードが起きている。ディスカウント要因は諸説あるが中長期的にどんな戦略に基づきただけのリターンを狙っているのか、より明確に投資家に提示する必要がある。それが実現するか否かは無論不透明にしても、投資家が判断するだけの材料の提供が任意的に不足している。また短期的な業績の変動が大きく、中期業績予想が出せないとしても、赤字の内訳やその背景(○国、○など)を提示することは可能であるはず。また、仮に大きな赤字要因となる○国事業が軌道に乗らないと判断した時、取締役会は撤退基準に基づいて確実にその判断を実行できるだけのガバナンスの実効性を持つべき。	○国関連を中心に事業展開している当社の稼働力が弱いことが要因だと考えている。ROE(自己資本利益率)を5%にするには今の1.5倍程度の利益を稼がなければならぬので、新規事業の育成やコストダウンを進めている。前期期初計画と着地で大きく差が出てしまったことが投資家の信頼を裏切ったと反省しており、二度とこのような事態を招かないようにしたい。親子上場に関しては何事となくの言い訳や、二重と三重の面でのメリットを考えると継続してきたが、グループ再編は当社の課題であるという認識はある。投資家の声を参考にしながら今後検討するつもりだ。ESG評価は極めて重要だと考えており、当社は特に環境面でトップランナーであり続けたいと考えているので一層努力したい。
F社	戦略的な先行投資の継続に伴い赤字継続が予想される。リスクを取って将来の大きなリターンを狙うことは新興企業として理解できるが、中長期的にどんな戦略に基づきただけのリターンを狙っているのか、より明確に投資家に提示する必要がある。それが実現するか否かは無論不透明にしても、投資家が判断するだけの材料の提供が任意的に不足している。また短期的な業績の変動が大きく、中期業績予想が出せないとしても、赤字の内訳やその背景(○国、○など)を提示することは可能であるはず。また、仮に大きな赤字要因となる○国事業が軌道に乗らないと判断した時、取締役会は撤退基準に基づいて確実にその判断を実行できるだけのガバナンスの実効性を持つべき。	海外投資家からも同様の意見もあっており、マネジメントには投資家の声を伝える。IRとしてはそうあるべきだと考え、社長ほかマネジメントには提言している。マネジメントも検討課題と認識している。中長期戦略についても毎年や10年といった長期の戦略は未だ明確にされていないが、そうした長期ビジョンに基づいた戦略は必要と考えていて、検討中である。また、社外取締役3名を含めた取締役会はフラットで率直な意見を話し合える体制であり、○国撤退の判断等も取り決めに基づき実施できると考える。

なお、株主総会についても企業と「目的を持った対話」を行っておりますが、2018年度の株主総会では、株主提案をはじめ数回注目の注目を集めた事例も多くなりました。これらにつきましては議決権行使結果のところでもいくつかの事例を記載しております。

(5) 目的を持った対話内容の成功事例

企業との対話事例

	当社意見	企業の反応
2016年9月	社外取締役に関して、企業経営経験者も検討して欲しい。プレーキ役だけではなく、アクセルもしっかり踏むべきところは踏んでいるか議論できる人が望ましい。	経営者出身の人材の重要性を理解し、探している。
2017年9月	取締役会の構成、規模、求める役割等をしっかりと考えた上で、企業経営経験者も検討して欲しい。	そうした意見を受けて、検討している。
2018年3月	取締役会のスキルマップを作って、御社の中長期的な方向性から鑑みて相応しい社外取締役の資質は何か、その中で企業経営経験者の起用も検討して欲しい。	候補者を探したが、今回は断念した。
2018年12月	グローバル水準へと期待していたが、10年振り替えると循環的な変化にすぎなかった。事業ポートフォリオの見直しが不十分だったのではないかと。取締役会に於ける外部目線がCSRの専門家と消費者代表である事は守りのガバナンスには貢献するが、攻めのガバナンスの面で企業経営経験のある社外取締役の起用が急務ではないか。	社風もあるが事業ポートフォリオでドラスティックな取捨選択をするのは難しい。企業経営の経験がある社外取締役が必要との認識を持っており、人選を行っている



社外取締役を増員し、企業経営経験者を加える

その他主な成功事例

- ・複数の企業において、買収防衛策の必要性について対話していた先が買収防衛策の非継続を決定。
- ・透明性、客観性を高める上でも任意の委員会の設置を促してきたが、複数の企業において設置を決定。
- ・取締役会の任期は2年よりも1年の方が望ましいと対話を行ってきたが、1年に変更。
- ・取締役会のガバナンスを高めるために、社外取締役の複数化を促してきたが、受け入れられた。
- ・事業ポートフォリオの見直しを促してきた企業で、一部事業からの撤退を公表。
- ・グローバルコンパクトへの参加等、ESGへの取り組み、非財務情報の拡充に向けた姿勢が加速。

2. 議決権行使結果について

2018年7月から2019年6月に開催された投資先国内企業の株主総会における議決権行使状況についてご案内します。

議案総数 24,033 議案のうち、会社提案の 23,880 議案に関しては 3,244 議案に反対、株主提案 153 議案に関しては 2 議案に賛成しました。この結果、会社提案に対する反対行使比率は 13.6%となりました。

個別議案では、取締役選任、監査役選任、及び退職慰労金支給に対する反対行使比率が平均より高くなりました。これは、業績不振や取締役会構成、社外取締役及び社外監査役の独立性や退職慰労金支給対象者が当社議決権行使基準に抵触したこと等が要因となっています。

株主提案については、当社のガイドラインを満たさない買収防衛策廃止提案、ガバナンス向上に繋がると考えた取締役選任議案等について妥当であると判断し、賛成しました。

議決権行使結果

			201807～201906 総会分			
			提案	賛成	反対	棄権
会社提案	総数	議案数	23,880	20,636	3,244	0
		構成比	100.0%	86.4%	13.6%	0.0%
	剰余金処分	議案数	1,540	1,486	54	0
		構成比	100.0%	96.5%	3.5%	0.0%
	取締役選任 ※1	議案数	17,649	15,206	2,443	0
		構成比	100.0%	86.2%	13.8%	0.0%
	補欠取締役選任 ※1	議案数	154	133	21	0
		構成比	100.0%	86.4%	13.6%	0.0%
	監査役選任 ※1	議案数	2,192	1,737	455	0
		構成比	100.0%	79.2%	20.8%	0.0%
	補欠監査役選任 ※1	議案数	527	432	95	0
		構成比	100.0%	82.0%	18.0%	0.0%
	定款一部変更	議案数	534	533	1	0
		構成比	100.0%	99.8%	0.2%	0.0%
	退職慰労金支給	議案数	191	132	59	0
		構成比	100.0%	69.1%	30.9%	0.0%
	役員報酬額改定	議案数	766	726	40	0
		構成比	100.0%	94.8%	5.2%	0.0%
	新株予約権発行	議案数	67	58	9	0
		構成比	100.0%	86.6%	13.4%	0.0%
会計監査人選任	議案数	58	58	0	0	
	構成比	100.0%	100.0%	0.0%	0.0%	
再構築関連 ※2	議案数	54	53	1	0	
	構成比	100.0%	98.1%	1.9%	0.0%	
買収防衛策	議案数	72	8	64	0	
	構成比	100.0%	11.1%	88.9%	0.0%	
その他会社提案 ※3	議案数	76	74	2	0	
	構成比	100.0%	97.4%	2.6%	0.0%	
株主提案	総数	議案数	153	2	151	0
		構成比	100.0%	1.3%	98.7%	0.0%

※1・・・子議案ごとに集計

※2・・・合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割

※3・・・自己株式取得、法定準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合等

当社の議決権行使における透明性を高めるために、個別企業、個別議案ごとの議決権行使結果についても弊社ホームページ上で公表しています。

スチュワードシップ活動を行う上で重要な投資先企業に対する議決権行使の方針につきましては、弊社ホームページ上で公表しています。

2018年度の株主総会では、株主提案をはじめ世間の注目を集めた事例も多くありました。当社ではそれらの株主総会に対し必要に応じて、会社側や株主提案者側とも対話する事等も行い、議決権行使を実施しました。議案によっては、判断の難しい案件もありましたが、中長期的な企業価値向上に資する事を第一に考え、議決権行使会議等での議論を踏まえて判断を行っております。以下に、いくつかの事例を記載します。

・LIXILグループ

同社においては、最高経営責任者（CEO）の交替を端緒に、株主総会で株主提案者側が取締役候補者を8名提案する等、会社側との対立がおきました。

当社では株主提案者側の説明会やスモールミーティングへの参加、会社側説明会への出席及び個別対話等をそれぞれ実施し、一部社外有識者も交えながら社内で議論を行いました。

議決権行使の優先順位をどこに置くかがポイントだが、同社においてはガバナンスの立て直しがまずは急務。いくつもの選択肢の中から最も早くガバナンスの正常化を実現できると考えた議決権行使を行う必要がある。非常時として強力にガバナンス改革を進めるには過半数の社外取締役構成とする事の方が説得力があるのではないかと。会社提案の候補者は、経営統合等を行なった会社を切り盛りした経験を有する候補者が多く、混乱の早期正常化を成し遂げてくれるのではないかと期待も持てる。

一方、独立性や経歴を見ると株主提案の社外取締役に反対する理由は無いが、最後まで相互理解が進まなかった会社提案候補と株主提案候補、双方が取締役に就任すると混乱収束の支障になりかねない事は危惧される。

以上のような議論を踏まえ、外部の目線を強化してまずはガバナンス改革をやり遂げる事を優先すべきとの判断から、会社提案を支持する考えといたしました。

いずれにせよ大事なのはここからであり、ガバナンスの立て直しに真摯に取り組んでいるか等に注目し、必要に応じて次回以降の株主総会議案の判断に反映させていく考えです。

・アルパイン

親会社との経営統合を巡り、株主総会が2018年12月に開催されました。

当社は、同社の経営統合自体には賛同していました。ただし、統合比率の決め方をはじめ少数株主の利益が十分に尊重されたか等、ガバナンス面について懸念を持ち、会社側と対話を行ってきました。

この過程において、同社の2018年6月株主総会では、ガバナンス強化のために資すると判断した株主提案による取締役選任議案の一部に賛同するなどし、会社側にもその背景説

明を行ってきました。ただその後の会社側の株主総会議案内容や説明等は、少数株主の利益が尊重されたかについて十分に納得いくものとは言えないと考えました。当社としては、親子上場における上場子会社が、少数株主利益よりも親会社利益を優先したのではないかと懸念を最後まで拭えませんでした。結果として、2018年12月株主総会において株式交換契約承認の議案等に対しては反対といたしました。

・日産自動車

元代表者および会社が金融商品取引法違反で起訴されました。同社の2019年6月の株主総会議案では、当時から代表取締役であった人物の再任議案が出されました。経営者に対する取締役会としての監督責任と、同社を巡っては自動車業界の再編等、様々な経営課題がある中、過去の経緯を良く知る人物として再任も検討しても良いのではないかとといった側面で議論を行いました。結果として、今回の不祥事が経営者の私的利益を追求しており、これに対する監督機能が長年形骸化していたことはやはり問題である事、社会的インパクトも大きくブランド価値にも一定の影響を与えたと思われる事等を勘案すれば、再任には同意できないと判断いたしました。

・帝国繊維

同社のガバナンス、政策保有株式等を巡って株主提案（取締役選任議案、剰余金処分案等）が出されました。

当社は、株主提案者側と会社側とそれぞれ対話を行ってきました。

株主提案者側は、高い売上高営業利益率を維持しており同社の経営手腕に対しては信頼をしているが、非効率な資本配分（過大な現金や特定株式への過剰な投資等を含む）や特定企業グループ出身者がめだつ役員構成等、不健全なガバナンス体制を問題視していると主張していました。そのため、ガバナンス改善を意図した取締役選任議案と特定株式の売却につなげる手段としての意味も込めて剰余金処分案を提案した旨の説明を受けました。

一方会社側は、老朽化した工場の移転や建て直し、保有資産活用のための投資計画等の案を練っているところであり、様々な資金計画がある事、特定株式についてもタイミング等を計りながら売却を検討している旨の説明がありました。

これに対し当社からは、株主提案者側にはガバナンス面を含めその趣旨には賛同できる面があるが、それを実現させるための手段としては必ずしも提案内容全てに賛同できるわけでは無い事を伝えました。会社側には、中長期の成長戦略を含め資金使途の具体的な計画の開示、資本コストの考え方の明示、任意の委員会の設置と役員構成の検討を含むガバナンス面での対応等を促しました。結果として株主提案に対しては、ガバナンス向上に資すると判断した取締役選任議案に賛成を行いました。株主提案の剰余金処分案については、保有株式売却のために一時的な大幅増配を求める事には反対としました。当社では、会社側の剰余金処分案が配当性向30%超と一定の水準は確保されている事、資本効率もROEで見れば直近3年間において改善傾向にある事、配当政策はその企業の成長戦略とも密接に絡むものであり、大幅増配を強制する事が必ずしも中長期的な企業価値向上に資するとは判断しませんでした。

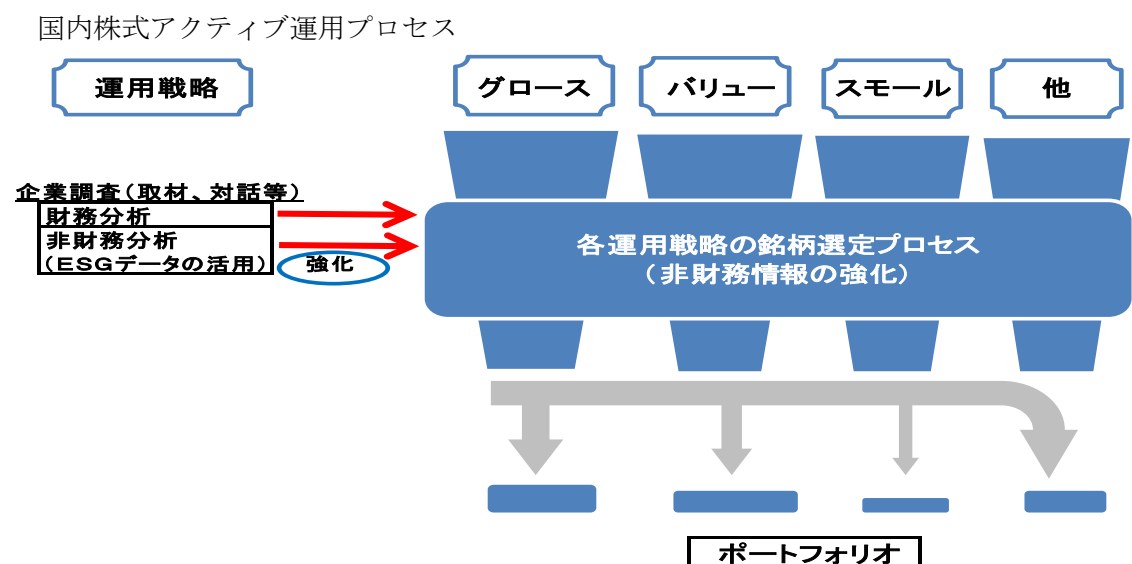
なお当社では、企業の中長期的な企業価値向上を促すために議決権の行使は重要であると考えていますが、内容によっては議決権行使ではなく対話等により相互理解を深める事の方が望ましい場合があると考えており、今後も適した方法で企業に対応を促す努力を続

けていく考えです。

3. ESGの取り組み

当社では従来より、企業の長期的な価値を見る上でESGをはじめとする非財務情報の重要性を認識して運用を行っていましたが、企業自身が戦略の中にESG要素を組み込む流れが強まる中、ESG要素は投資判断を下す上で重要な情報の一つになってきていると考えており、ESGへの取り組みを強化しています。

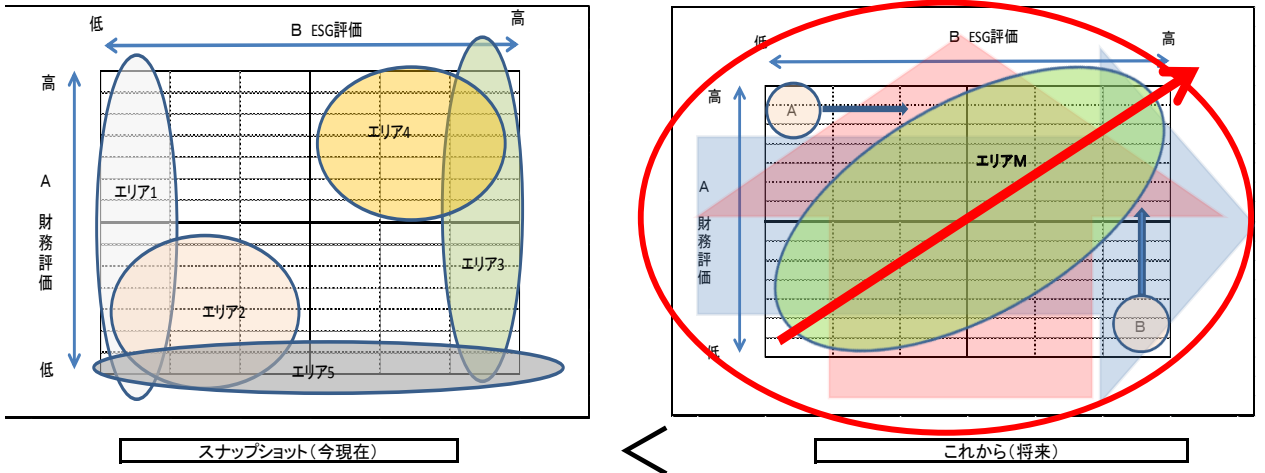
国内株式アクティブ運用においては、財務情報と併せてESGをはじめとする非財務情報を中長期的な企業価値分析に活用しています。中長期の観点で、企業のリスクへの対応力、成長機会獲得への布石の有無等をESGをはじめとした非財務情報も活用して判断するとともに、対話や議決権行使等も活用して企業価値向上を促し、投資パフォーマンスの向上に努めています。



ESGデータについては企業の開示情報に加えて外部情報機関等を参照しつつも、当社自身で企業分析を行い、必要に応じて企業と対話等を行なって当社独自のESG評価を付与する取り組みを進めています。

当社では、財務評価に加えこうした独自のESG評価も参考にして投資判断を行っていますが、必ずしもESG評価の高いものを投資対象とするわけではありません。むしろ今後の方向性も勘案して投資判断を行っています。

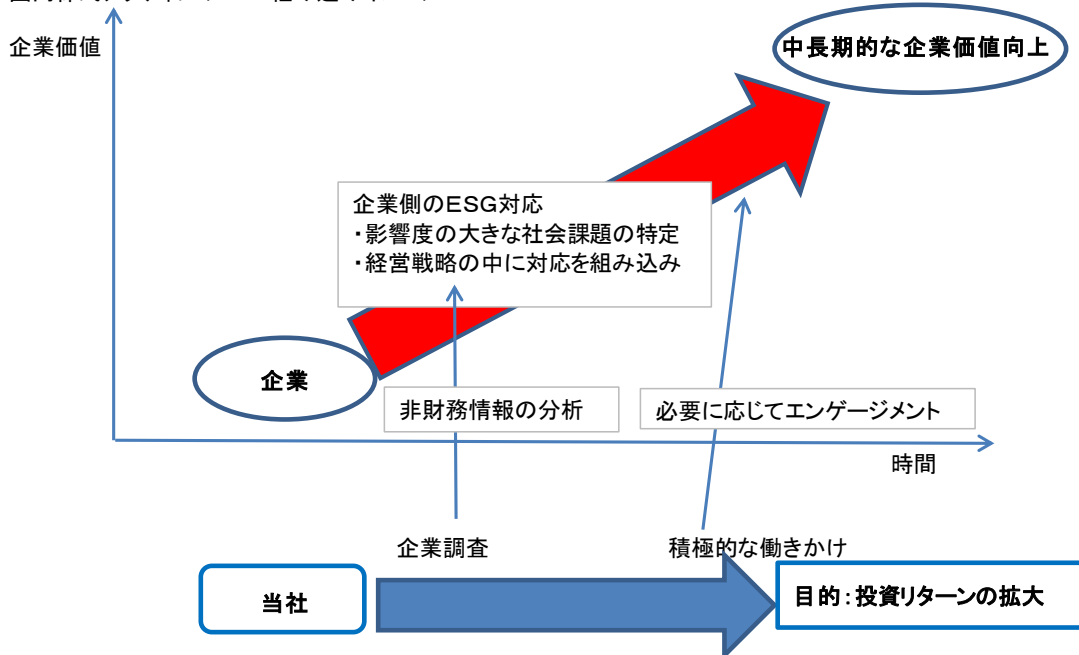
評価の考え方



- ・財務評価に加えESG情報(非財務評価)も参考にして投資判断。
- ・一時点での評価を重視ではなく、方向性も勘案。
- ・必要に応じて対話等を通じて、ESG評価の改善を促す。

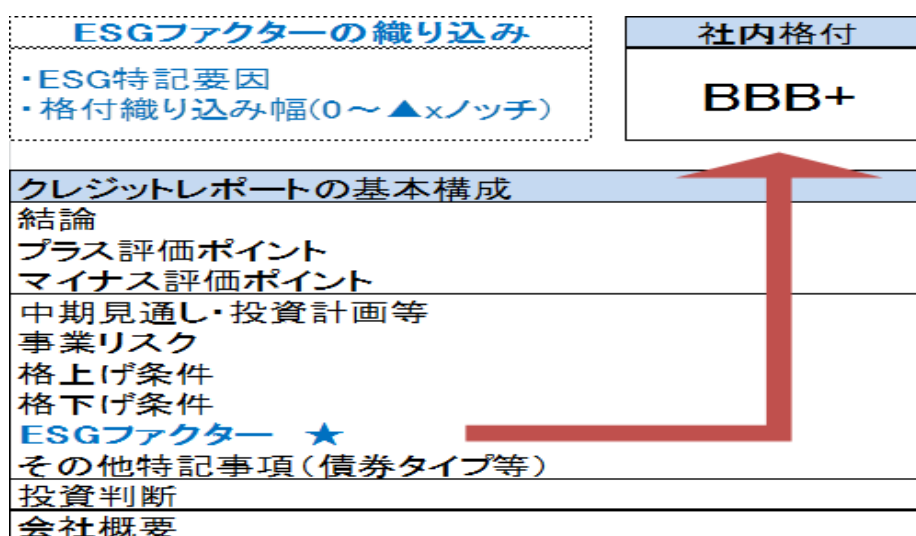
現状の評価が低くても改善の兆しのある企業や改善をめざしている企業等には、必要に応じて対話等を行って中長期的な企業価値向上を促し、投資成果の獲得に努めています。

国内株式アクティブのESG組み込みイメージ



国内債券アクティブ運用においては、日本の社債発行体への社内信用格付評価にあたり重要な判断材料の一つとしてESG要素を織込むことで、投資プロセスにおけるESGの組み込みを進めています。

国内債券アクティブのE S G組み込みイメージ



また、E S Gへの理解の向上を目的として、社内研修・勉強会等を実施しました。

(例)

- ・ E S G全般についての研修
 - ・ E S G評価機関の評価の仕組み（複数の外部機関を招いての研修）
 - ・ E S Gを取り込んだ企業評価に関する考え方
 - ・ 役員報酬をテーマとする対話のポイント（有価証券報告書開示の変更点を踏まえて）
- 等

E S G全般の基礎的な内容から、E S G評価機関がどのような考え方・手法でレーティング等を付与しているのか、企業評価に際してE S G観点をどのように落とし込んでいくのか、有価証券報告書で拡充が期待される記載事項の内容と使い方等、様々な角度から研修を行いました。当社は、独自のE S G評価を行っておりますが、市場に影響力を強めつつある外部E S G評価機関の考え方等を理解しておく事も有益であると考えています。

これらを通じて、E S Gをはじめとするスチュワードシップ活動の高度化を推進しました。

なお、三菱UF Jフィナンシャル・グループ（以下、MUF G）において、アセットマネジメント事業における責任投資に係るスタンス・取組み方針を体系化した「MUF G A M責任投資ポリシー」を制定しました。当社もE S Gへの取組み強化に資すると判断し、これを採択・施行(2019年7月1日)しています。

詳しくは、当社ホームページをご覧ください。

4. スチュワードシップ活動の自己評価

コード	スチュワードシップ・コード原則
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。
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。
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。
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。
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。
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。
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。

原則1につきましては、当社の方針を定めホームページ上に公表しております。

原則2の利益相反管理につきましては、一層のガバナンス強化、利益相反管理強化を目的として設置された構成員の過半が社外第三者から選任される「スチュワードシップ諮問会議」が、お客様から委託された資産の運用における議決権行使や投資先企業との「目的を持った対話」および投資行動が、投資家の利益最大化を確保するために十分かつ適切であることを検証しました。また、議決権行使の透明性を確保するために個別企業、個別議案ごとの賛否の開示（個別開示）も行いました。この中で三菱UFJフィナンシャル・グループの議決権行使に関しては、社外有識者も交えた議決権行使会議で十分な議論を行ったのち、議決権行使を行いました。総じて、対応を行っていると判断しています。

原則3、4の企業との対話につきましては、アクティブ運用のみならず、パッシブ運用に関しても能動的な対話を推進しています。また当社では、従前より企業のガバナンス面を重視しておりましたが、ESG全般についての対話についても意欲的に取り組みました。ESGに関しては、企業価値向上に結び付ける戦略の開示が不十分なケースもあり、対話活動の中で対応を促しました。こうした取り組みの結果、企業との対話において前述のような成功事例が見られる等、一定の成果があったと判断しています。ただスチュワードシップ活動は本来、中長期の取り組みであり、まだ多くの企業が課題を抱えている中で、今後も地道に対話を継続していく必要があると考えています。課題認識としては、日本市場に特有とも言える親子上場企業のガバナンス強化をいかに働きかけるかという点があります。親子上場自体は、取引所が認めている事であり、当該グループのポートフォリオ設計にお

ける選択肢の一つである事は理解しており、一概に全否定するものではありません。但し少数株主の権利保護の観点から、高い水準のガバナンス体制が必要と考えています。このため、議決権行使ガイドラインで、一部対応を行った他、上場子会社への対話で利益相反管理や少数株主利益への意識付け等を促しましたが、今後は親会社への働きかけを強める事も重要と考えています。親子上場を選択している理由、なぜその形態がベストと考えるのか、親子上場が抱える問題点をどのように捉え対応しているのか、株主（親子双方）にとってデメリットを上回るメリットのある親子上場なのかといった観点での対話を行っていく必要があると考えています。

原則5の議決権行使につきましては、親子上場企業のガバナンス強化のために親会社等がある上場子会社の取締役会の構成において1/3以上の社外取締役を求めよう議決権行使基準の見直しを行いました。加えて、役員報酬のうちいわゆるインセンティブプランについて、社外取締役への付与も認めるように議決権行使ガイドラインの見直しを行いました。企業との対話の中で、社外取締役に求める役割が攻めのガバナンス面にもある事や株主目線を持ってもらう事の意義等を考慮したためです。また、こうした議決権行使ガイドラインの変更は、実際の適用日に先立って公表し、企業に当社の議決権行使方針が早期に伝わるようにしました。また、企業との対話においても株主総会に関するテーマも多く行い、相互理解を図りながら、形式的な判断基準に陥らないように努めました。株主提案につきましては、必要に応じて当該企業側だけではなく、株主提案者側とも対話を行い、適正な判断が出来るように努めました。形式的な判断基準に陥らないためにも、今後も対話の重要性が増すものと考えています。特に判断に議論を要する案件等については、議決権行使会議において必要に応じて社外有識者の意見も参考にしながら、議決権行使を行いました。2019年6月の株主総会前には、利害関係人の議案や株主側と企業側が経営権を巡って争った企業、不祥事案件があった企業等に関しての議論を行い、考え方を整理しました。また議決権行使会議の結果については、スチュワードシップ諮問会議委員へ報告し、モニタリングを受けています。議決権行使後は、企業と対話する際に議決権行使結果についての考え方や背景等を丁寧に説明すると共に課題認識の共有化に努めました。総じてみて、原則に対する対応を行っていると判断していますが、議決権行使の方針につきましては、投資先企業の成長に資するものとなるように毎年見直しを検討する方針です。

原則6につきましては、スチュワードシップの活動報告、議決権行使の方針、議決権行使結果等をホームページで公表する事で、顧客・受益者の皆様への報告を行いました。議決権行使結果の開示につきましては、株主総会が6月に集中して開催されている特性等があり、年1回の開示としておりましたが、議決権行使に対する注目が高まってきており、より高い頻度で議決権行使結果を開示する事は責任ある機関投資家としてスチュワードシップ責任をより適切に果たすことに資すると考え、2019年からは四半期毎の開示といたしました。また当活動報告の中に、特に議論を要した株主総会議案や注目を集めた株主総会議案について、当社がどのように考えて判断を下したか、記載を行いました。

原則7につきましては、スチュワードシップに係る活動をスチュワードシップ委員会に報告、審議する事で、計画・実行・評価・改善を繰り返すいわゆるPDCAサイクルを実行し、スチュワードシップ活動の高度化を図っています。2018年度は、アクティブ運用及び

パッシブ運用における対話リストのスクリーニング基準を一部変更するなどして、より実効的な対話が行えるようにした他、記載したようにESGへの取り組みを強化しました。結果、成功事例が見られるなど一定の成果を挙げたと判断しています。加えて、記載しましたような社内研修・勉強会等を適宜実施してレベルアップを図った他、「MUFG AM責任投資ポリシー」を採択し、当社の責任投資に対する考え方を明示しました。

当社は受益者の利益最大化を図るため、今後のスチュワードシップ活動をより積極的に推進し、企業価値向上及び持続的な成長を通じて中長期的なリターンの拡大をめざしてまいります。

5. 今後のスチュワードシップ活動強化に向けて

(1) 「目的を持った対話」のさらなる推進に向けての施策

引き続き「目的を持った対話」を行うためにスクリーニングによる企業選択を行い、優先的に対話を行う企業群を新たに選定します。企業の中長期的な企業価値を計るうえでは、現在までの企業行動の実績である財務情報に加え、ESGをはじめとする非財務情報を加味する事の重要性が高まっています。企業側からもESGに特化した対話を行いたいという要望が少なからず寄せられた事から、2018年度は対話の分類や対話方針等にESG項目を追加いたしました。2019年度におきましてもこれを継続し、以下の6分類で「目的を持った対話」を推進していきます。加えて、ESGの取り組みを通じた社会課題の解決と企業価値向上のために対話すべき内容を「重大なESG課題」として決めました。全セクターに共通する重大なESG課題を定めると同時に、個別企業にとっての重要課題（マテリアリティ）に注意を払い、対話等を通じて企業価値向上を促していく方針です。

また当社では、企業との対話や議決権行使等を通じて親子上場企業に対するガバナンス面等での課題認識を強めてきました。このため、スクリーニング基準を一部見直し、親子上場企業のリストアップ等を行い、より実効性が伴った対話を行っていく方針です。これに、企業価値に大きな影響を及ぼすと思われる事象が発生した企業や投資家と積極的に対話を行う意思のある企業等、定性判断により対話が必要と判断した企業を加えて「目的を持った対話」を推進してまいります。

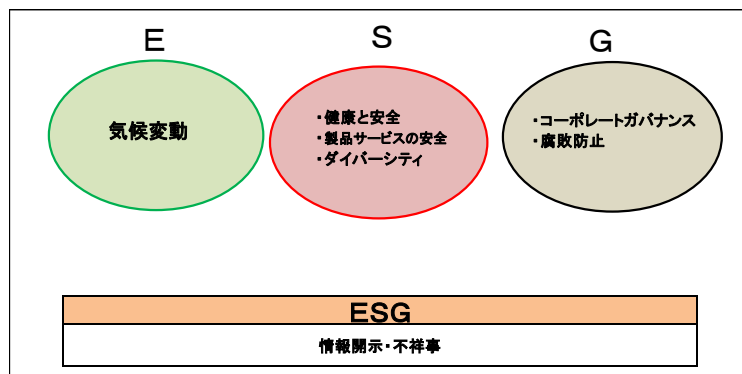
◎ 「目的を持った対話」の具体的な対話方針

	対話の分類	対話方針
1	事業戦略(成長戦略)	不透明な事業戦略の是正、納得性のある戦略策定
2	事業構造	非効率な多角化、成長性及び収益性の低い事業、競争優位性のない事業等についての改善、リストラ
3	資本構造	過剰資本、不透明な資本政策(配当政策、投資戦略、ファイナンス)の改善
4	コーポレートガバナンス	経営の規律を正し、企業価値の最大化を図る体制の構築(取締役会の監督機能、多様性、経営者報酬、情報開示、反社会行為)
5	株主総会	株主総会議案を基にした資本政策、取締役会等の改善、強化
6	ESG	企業戦略への組み込み、リスクと機会の掌握、社会課題解決と企業価値向上

◎目的を持った対話の実践におけるポイント

対話の種類	具体的な対話のポイント	中長期的に求められる(めざす)成果
1 事業戦略(成長戦略)	<ul style="list-style-type: none"> ・中長期の具体的な事業戦略がESG等も考慮して作られているか ・事業戦略の実現性があるのか ・事業戦略の実行により収益性及び資本効率の改善が見込まれるのか ・事業戦略の実行により持続的な成長性が確保されるのか 	<ul style="list-style-type: none"> ・利益率向上、資産効率向上等を通じたROE向上 ・持続的な利益の成長、トップライングロス等
2 事業構造	<ul style="list-style-type: none"> ・多角化による事業の収益性及び資本効率の低下は見られないか ・主力事業の収益性、成長性などに変化はないか ・取り巻く市場環境や競争環境に変化はないか ・問題事業に対する改善策の有無及び妥当な改善策か ・経営陣の問題認識は妥当か 	<ul style="list-style-type: none"> ・事業の選択と集中 ・戦略分野への資源配分等最適な資源配分の実施 ・不採算分野の撤退基準の明確化と実行等
3 資本構造	<ul style="list-style-type: none"> ・過剰資本が内部留保し有効に活用されずにいるのではないか ・資本コストを低下させるべき最適資本構成が考慮されているか ・配当及び自社株買いなど資本政策に対する明確な戦略はあるのか ・ファイナンスは投資、財務状況から合理的に行われているのか 	<ul style="list-style-type: none"> ・企業ステージに合わせた成長戦略等を考慮し、必要なキャッシュ、想定されるリターン等を考えた上での最適資本構成の明示 ・株主還元の目標と根拠の説明等
4 コーポレートガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会は経営執行を的確に監督できる体制が構築されているか(執行と監督の分離、CEOと議長の分離、多様な取締役、各種委員会の存在等) ・取締役会が経営戦略や経営者の交代など重要な意思決定を適切に行っているか ・経営者報酬が業績連動や事業計画にコミットしたインセンティブ体系となっているか 	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役会の実効性評価 ・後継者含む取締役選解任の透明性・説明力向上 ・政策保有株の考え方の明確化 ・ダイバーシティを含めた人材の有効活用等
5 株主総会	<ul style="list-style-type: none"> ・当社議決権行使ガイドラインに適合しているか ・株主提案の妥当性 ・経営効率向上に向けての取組みが行われているか ・コーポレートガバナンス強化に向けての取組みが行われているか 	<ul style="list-style-type: none"> ・各種議案の説明力、透明性の向上 ・最適な資本構成を示したうえで配当政策 ・監督機能(ガバナンス)の強化 ・取締役等の選解任理由の説明力向上等
6 ESG	<ul style="list-style-type: none"> ・ESGの観点を含むビジネスモデル説明がなされているか ・事業継続するなかで取り組むべきESG課題を選定しているか ・リスクと機会の掌握とその対応は適切に行われているか ・目標を定め、進捗確認と改善を継続的に行う体制を整えているか ・社会課題解決に向けた取り組みと企業価値向上が関連付けられているか 	<ul style="list-style-type: none"> ・成長機会の獲得 ・リスク回避(回避) ・競争優位の確立 ・社会課題解決(SDGs等への取組み)

◎全セクターに共通する重要なE S G課題



◎優先的に「目的を持った対話」を行う具体的な基準

	対話を行う条件
定量判断	1 継続的に資本効率が悪く、短期的にも明確な改善が見られない企業
	2 継続的に株主還元性向が低く、資本効率の悪化懸念がある企業(成長企業は除く)
	3 継続的に収益性が低下傾向にある企業
	4 ガバナンス体制に懸念がある企業
	5 ESG評価において一定の変化のあった企業
	6 親子上場企業グループ(親子上場の子会社時価総額300億円以上の親会社)
定性判断	7 企業価値に大きな影響を及ぼすと思われるイベント等の発生した企業(不祥事、減損、M&A、事業戦略の変更等)
	8 経営陣等が積極的に投資家との対話を行う意思のある企業(会長、社長、副社長、CFO等)

親子上場企業に関しては、少数株主の利益保護の観点を含め、従前よりガバナンス体制の高度化が必要と考えるようになりました。こうした中で当該企業に対しては、対話や親会社等がある上場子会社には1/3以上の社外取締役の構成を必要とするよう議決権行使ガイドラインの改訂を行う等の対応を行ってきました。ただ支配株主が存在する場合、基本的には議決権行使の影響力は限られたものとなります。上場子会社へのガバナンス強化を求めるには、親会社への対話が必要と考えます。

また2019年3月に開催された未来投資会議においても上場子会社のガバナンスの在り方等について議論されました。本年6月には、経済産業省から「グループ・ガバナンス・シ

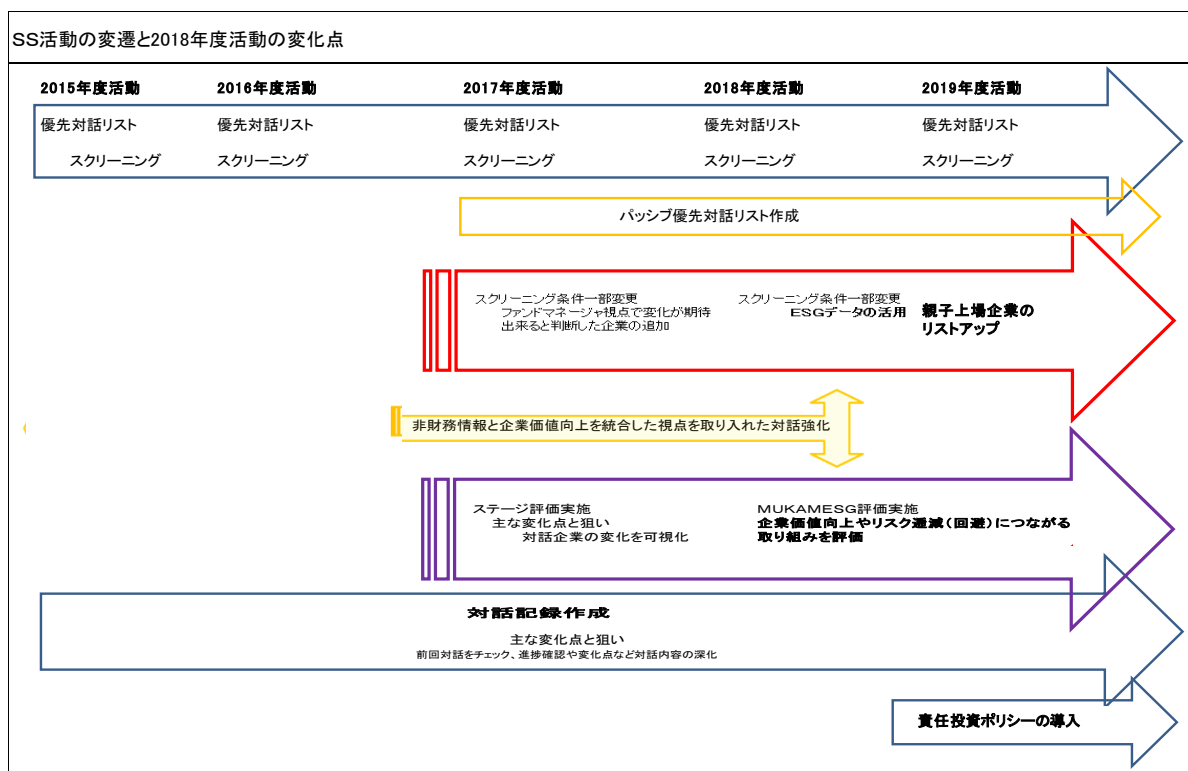
システムに関する実務指針（グループガイドライン）」も公表される等、注目度が高まっています。

こうした流れの中で、当社では親子上場企業への「目的を持った対話」に取り組んでいきます。ただし、当社では親子上場そのものを完全に否定しているわけではありません。グループのポートフォリオ設計における有用な選択肢の一つである事は理解しています。その上で対話等を通じて、当該形態を選択した理由を理解し、利益相反管理体制や少数株主保護の取組み状況を確認したいと考えています。中長期的に企業価値向上に貢献していける形態なのか、ガバナンス面での諸問題を考慮しても選択すべき形態なのか、親子双方の株主にとってデメリットを上回るメリットがある親子上場なのか等がポイントになります。こうした考え方をまとめた資料を社内で作成して対話を行う担当者間で共有し、効果的な対話を行っていく方針です。ただし、短期的な成果を期待する取り組みではありません。今後継続して地道に取り組んでいく事が必要と考えています。

また対話先企業に対しては、当社のESGに対する考え方を加味した評価を付与し、課題に対してどういった状況にあるか、中長期で対話先企業の状況をフォロー出来るようにしています。

こうした取り組みにより、投資先企業との課題認識の共有化や企業価値向上に向けた対話を行い、中長期的な企業価値向上に向けて努めてまいります。

スチュワードシップ活動の変遷と2019年度活動の変化点



(2) 議決権行使の取り組み

投資先企業との議決権行使及びコーポレートガバナンスを中心とした対話を推進し規律ある経営を促すとともに、法制度改革、企業を取り巻く環境変化などを勘案し、毎年、議決権行使方針の見直しを行い、改善を図ってまいります。

以上