

**2019**

アセットマネジメントOne  
スチュワードシップレポート  
Asset Management One Stewardship Report



# 「持続可能な社会の実現のため、 企業とともに社会課題の解決に挑みます」

持続可能な社会の実現を目指して、2015年に国連サミットで、世界が抱える課題を解決するための国際的な枠組みであるSDGs (Sustainable Development Goals)が採択されました。将来世代の環境や資源を損なわず、地球上の誰一人として取り残されることなく豊かで快適な生活を送ることができる持続可能な社会を目指す動きは年々強まっており、私たちに理想とする将来の姿と現状のギャップを埋めるため、環境や社会に関わる広範な課題の解決へ向けた取組みが求められています。

先進国を中心に、経済発展や技術革新により、今まで経験したことのない豊かな生活を送ることができるようになりました。一方で、便利な社会は環境破壊や格差の拡大など負の問題を生み出しており、このまま放

置すれば、さらなる貧困や飢餓の拡大、環境汚染や資源の枯渇など未来の世界に深刻な影響を及ぼすでしょう。

これまで企業は人々の豊かな生活のために、モノ作りやサービスの提供に邁進してきました。しかしながら、企業が今後存続していくためには、単に商品やサービスを提供するだけでなく、より幅広い視野で企業活動を点検し、その持続性に影響を与えうる社会課題について真剣に対処していかなければなりません。その一例として、企業は、気候関連財務情報開示に関するガイダンス (TCFDガイダンス) において気候関連のリスクや機会について情報開示を求められており、今後、気候変動という課題に対してより一層真摯に向き合っていく必要があります。

資産運用会社は、インベストメントチェーンの中で

社会の資源が最適に配分されることを促す役割を担っており、エンゲージメントを通じて投資先企業が環境や社会の課題を意識した経営を行っているか確認し、取組みを促すことが求められています。社会課題の解決を通じて、中長期的な企業価値向上を図ることは、投資先企業と当社が共有するゴールであり、そのゴールを目指すこそが、お客様に最高水準のサービスを提供するという当社のミッションにも合致します。したがって当社自身も、責任ある運用機関のプロフェッショナルとして、今後も企業と共に社会課題の解決に取り組むことで、持続可能な社会の実現をめざしてまいります。

取締役社長 菅野 暁

## ミッション

アセットマネジメントOneは、  
責任感とチャレンジ精神をもって、  
最高水準の商品・サービスを提供し、  
お客さまにいちばん信頼される資産運用会社を目指します。  
資産運用を通じて、お客さまのしあわせに貢献し、  
国内外の経済・社会の発展に寄与することが私たちの使命です。

## スチュワードシップ哲学

アセットマネジメントOneは、スチュワードシップ責任を適切に果たすことが、日本の経済・社会に〈豊かな実り〉をもたらすと確信しております。  
お客さまと社会に貢献する運用機関として適切なスチュワードシップ活動を行い、社会の資源が最適に配分されることを促すことで、経済・社会の健全な発展に貢献したいと考えております。

## Contents

- 01 トップメッセージ
- 03 当社のESG投資への取組み
- 05 スチュワードシップ活動ハイライト
- 09 エンゲージメントを通じた企業価値向上
- 21 対談 Live Engagement
- 27 議決権行使を通じた企業価値向上
- 31 グローバルな運用会社として
- 35 ESGインテグレーションの実際
- 39 スチュワードシップ活動の総括
- 42 当社のESGへの取組み



## アセットマネジメントOneの ESG投資への取組み

### ESG投資の基本方針

#### ESGを投資分析に活用することで、お客さまの中長期的な投資収益の拡大を目指します

当社は、社会の持続可能な発展が、中長期的な投資先企業の価値向上、そしてお客さまの中長期的な投資収益の拡大のために不可欠であると考えます。

社会が持続可能な形で発展するためには、その重要な構成要素である企業は、短期的な利潤追求だけでなく、中長期的な視点で環境問題や社会問題へ積極的に取組むことが必要であり、またそれを実現するためには強固なコーポレートガバナンスが前提になります。企業がそれらに継続的に取組むことにより、環境問題や社会問題の解決を通じ

て社会の持続可能な発展がもたらされると同時に、企業にとっても中長期的な持続可能性や企業価値の向上に繋がると考えます。当社は、責任投資原則（PRI）の基本的な考え方に賛同し、財務情報のみならず、ESG（環境・社会・ガバナンス）要因等の非財務情報も考慮し、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を行い、企業分析や投資判断を行うことで、お客さまの中長期的な投資収益の拡大を目指します。

#### リスク抑制の観点のみならず、機会拡大の観点を重視します

ESGを投資分析に活用する際には、従来一般的であった投資先企業の「事業リスク抑制の観点」に加えて、「事業機会拡大の観点」を重視します。

投資先企業の「事業リスク抑制の観点」としては、企業の持続的成長を阻害する可能性に対して、その企業が環境や社会などの観点からどのようなリスク要因を認識し、その要因に対してどのような対策を講じているか、また財務

の安定性に与える影響はどうか、といった点を考慮します。「事業機会拡大の観点」では、企業が環境や社会などの観点から社会ニーズの変化を捉え、いち早く価値創造に結び付けることによって、その競争力強化や中長期的な企業価値の向上に繋がられているか、またそれを経済の活性化やより良い社会づくりに繋がられているか、といった点を重視します。

## エンゲージメント

### エンゲージメントの実効性を重視します

当社は、ESG投資を通じた中長期的な企業価値の向上や社会の持続的発展のためには、投資先企業とのエンゲージメントが重要であると考えます。

事業リスク抑制や事業機会拡大の観点から対話を重ねることで、各企業の抱えるESG課題を共有し、企業価値向上やその持続的成長のために必要な様々な取組みを促進します。

また、エンゲージメントに際しては、その対話が実効的であること、すなわち企業の事業活動へ実際に変化をもたらすことを重視します。ESG課題によっては、個別の企業だけで解決可能な課題もあれば、業界や国としての取組みが必要な課題もあります。課題に応じて、当該企業のみならず、業界団体や官公庁等のステークホルダーとのエンゲージメントを行うとともに、必要に応じて他の投資家と

連携することにより、その実効性を高めます。

実務にあたっては、ESGを専任で分析・調査するESGアナリストに加えて、株式や債券などの各資産のアナリスト等が、それぞれの視点から各企業のESG課題についてエンゲージメントを実施します。

各企業の属する業種や置かれている状況、採っている戦略等はそれぞれ異なるため、各企業の状況を十分に把握した上で、各企業のマテリアリティ（重要課題）を特定し、ESG課題を設定します。ESG課題の把握にあたっては、経験豊富なアナリスト等の知見に加え、ESGについての当社独自の対話用スコアや外部データを活用します。

また、ESG課題についての対話の内容や進捗は、議決権行使に反映させることで、実態に即した効果的な企業への働きかけを行います。

## ESGの活用（ESGインテグレーション）

### 各アナリストやファンドマネジャーがESGを活用して投資判断します

当社では、様々なアセットクラスや運用戦略において、事業機会拡大及び事業リスク抑制の観点や、エンゲージメント内容等の具体的なESG要因を積極的に投資分析に活用します。

当社におけるESG要因の活用には様々なアプローチがあります。事業機会拡大の観点に着目したアプローチでは、社会的課題解決による利益成長性や、エンゲージメントを通じた企業価値向上に注目した投資を通じて、企業の健全な成長とともに社会の持続可能な発展に資することを目指します。また、運用戦略やファンドの特性に応じて、ネガティブスクリーニングの考え方を導入し、クラスター弾や

対人地雷、生物化学兵器の製造を行っている企業に対する投資を原則禁止とするなど、リスク要因の考慮も行います。

ESGアナリストは、中長期的な視点からESG課題についてのエンゲージメントを行うことで、企業の持続的成長を促します。株式アナリストと債券クレジットアナリスト、及び各資産のファンドマネジャーは、個別企業分析にあたって財務情報に加えてESGデータやエンゲージメント内容を含めたESG要因も活用し、投資分析と投資判断を行います。また、ESGアナリストの属する責任投資部は、エンゲージメント活動の統括やESGデータの還元等を通して、各資産担当者と一緒にESG投資への取組みを推進します。





## 2018年度 スチュワードシップ活動ハイライト

### インベストメントチェーンの有機的な連携を重視

投資先企業の持続的な成長と企業価値向上を目的に、インベストメントチェーン各方面への働きかけを強化し、有機的な連携を深めながら効果的なスチュワードシップ活動を実施しております。

#### エンゲージ

- 社内外の有機的な連携を通じた包括的な視点に基づく質の高いエンゲージメントの実施
- ESG課題の刷新やマイルストーンの細分化による進捗管理の高度化
- Climate Action 100+に参画し、国内外の対象企業とエンゲージメントを実施

#### 議決権行使

- 議決権行使ガイドライン及び議案判断基準の改訂を実施（2019年4月総会より適用）
- コーポレートガバナンス・コードの改訂項目を重視したエンゲージメントを実施
- 投資先企業との議決権行使についての意見交換の積極化

#### その他

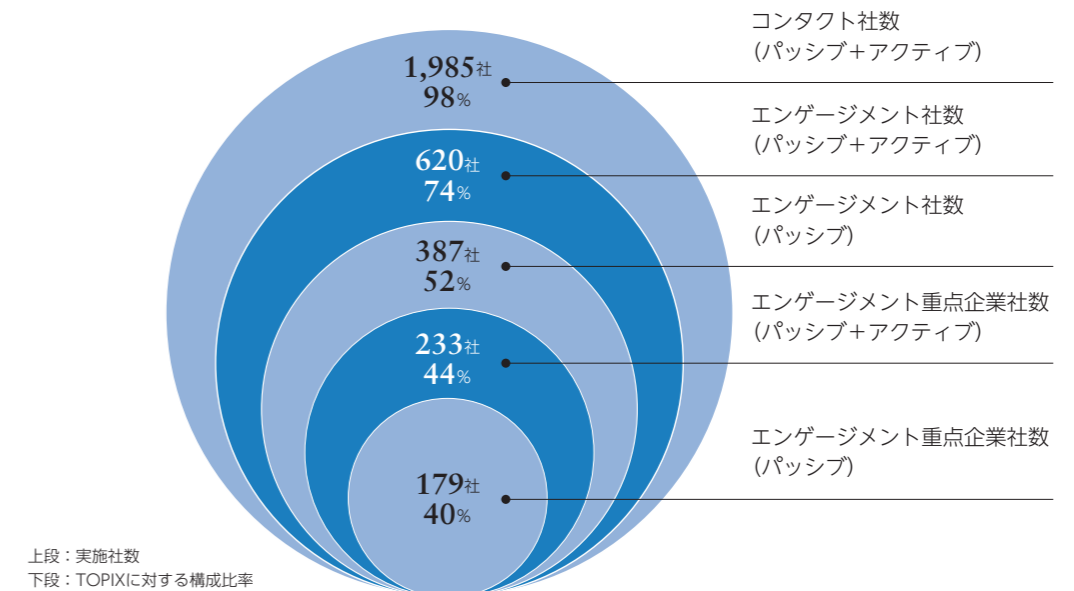
- 産官学全てに活動のフィールドを拡大し、ESG取組みの普及と促進に向けた働きかけを強化
- 英国スチュワードシップ・コードの受入れを表明、取組方針は最上級（Tier1）の評価を獲得
- 気候変動に対する当社自体の取組みを対外的に示すため、TCFDに賛同するとともにRE100に加盟

## エンゲージメント活動実績

中長期的な企業価値向上と市場全体の底上げを目指し、パッシブ運用、アクティブ運用の両面から、質量とも充実したエンゲージメント活動を実施。エンゲージメント重点企業のみならず、非重点企業へのエンゲージメントも活発に実施しました。

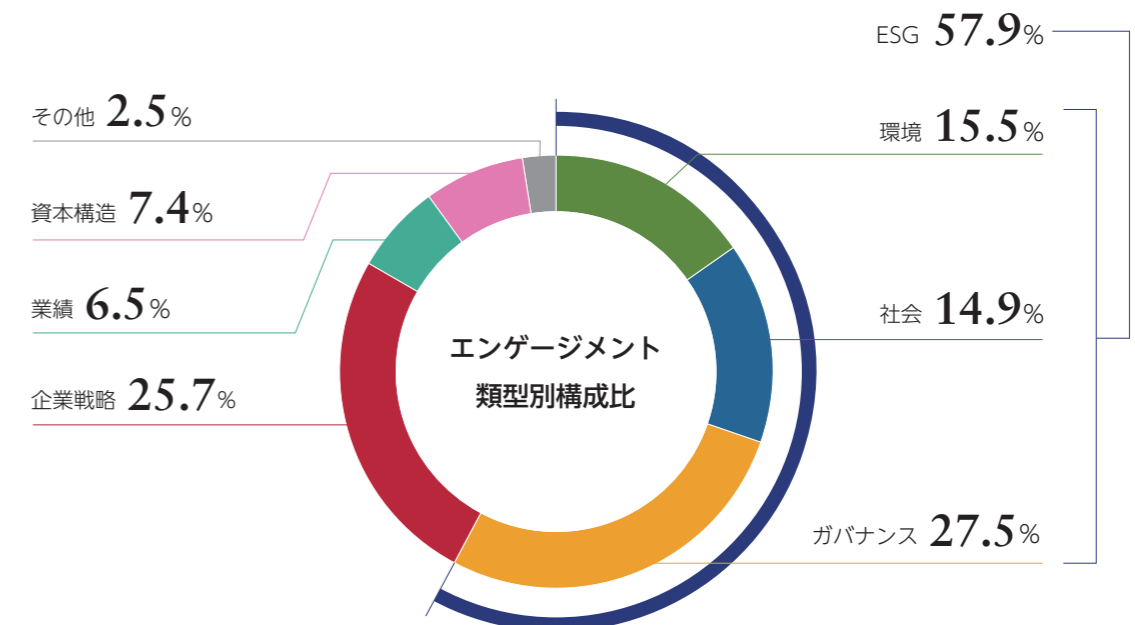
### エンゲージメント社数(株式)

2018年度は、1,985社（TOPIX構成比98%）とコンタクト（エンゲージメントの他、業績取材や説明会出席を含む）し、TOPIX時価総額ウェイトの74%におよぶ620社に対してエンゲージメントを行いました。



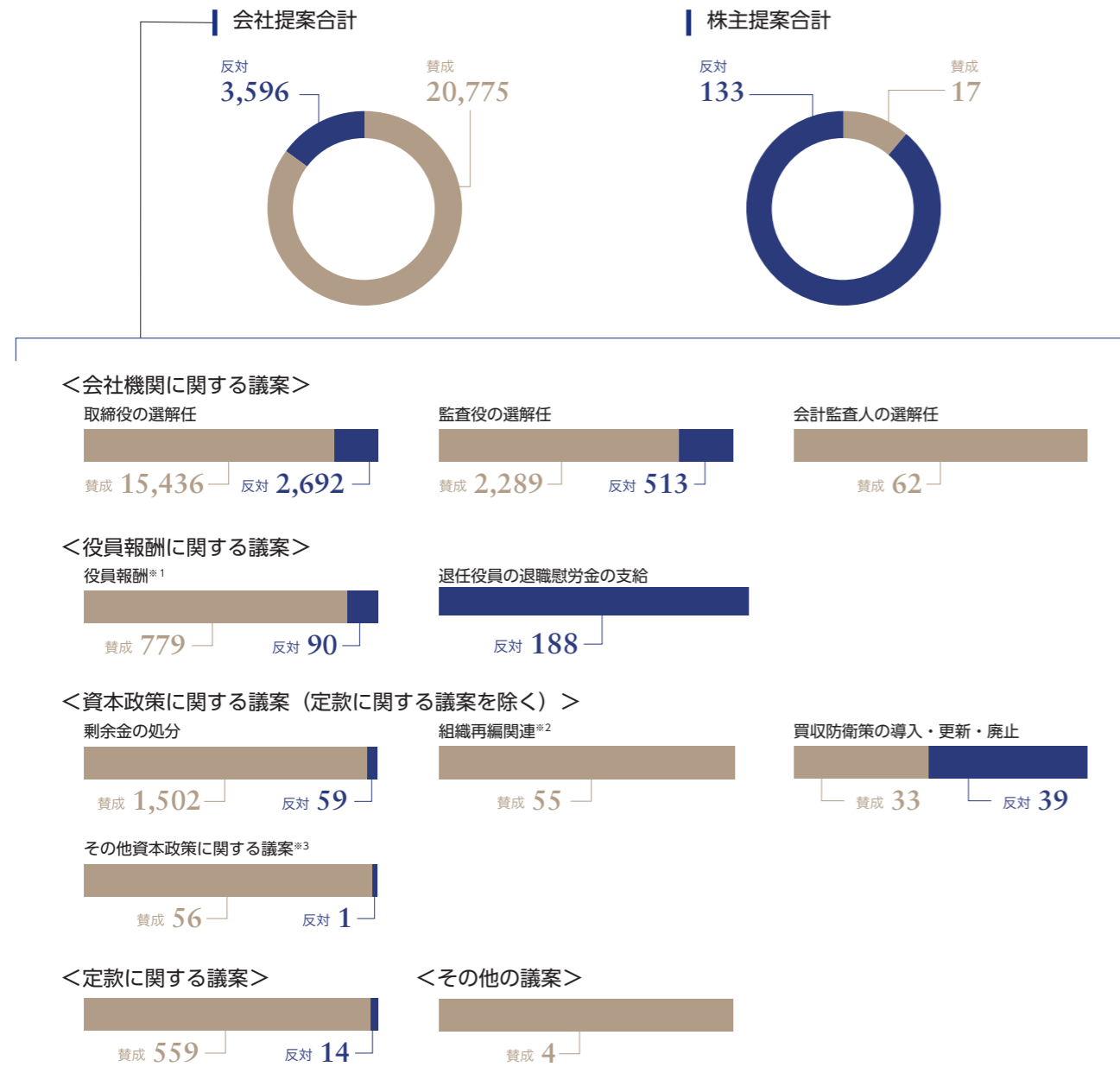
### エンゲージメント構成比

社会課題の解決を通じた中長期的な企業価値向上を促すエンゲージメントに注力した結果、ESGに対する投資先企業の意識の高まりもあり、環境（E）や社会（S）に関するエンゲージメントが大幅に増加しました。



## 議決権行使結果（2018年7月～2019年6月）

2018年7月から2019年6月までの当社の議決権行使結果は以下の通りです。



※1 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  
 ※2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等  
 ※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、種類株式の発行等

上記の「取締役の選解任」および「監査役の選解任」議案で反対している理由のうち、前者では約3割が、後者ではそのほとんどが社外役員の「独立性基準または出席率基準への抵触」でした。

当社では、社外役員に対して、企業から独立した外部の目線で経営をチェックする役割を実効的に果たして頂くことを期待しています。このため社外役員には、独立性基準として東京証券取引所への独立役員届出書の提出と大株主出身者ではないこと、出席率基準として取締役会や監査役会への85%以上の出席、を求めています。

こうした結果を踏まえて、今後、企業とのエンゲージメントの場において、独立性の確保された社外役員の選任と、取締役会等に十分に出席可能と見込まれる候補者の選任を訴え

ていきたいと考えています。

2019年6月総会においては、買収防衛策の更新期を迎えた企業が当社を含む機関投資家との意見交換を踏まえて検討した結果、多くの企業が非継続（廃止）との結論に至りました。この結果、「買収防衛策の導入・更新・廃止」に係る議案数が、当初の想定よりも減少しました。また、買収防衛策を継続した企業でも、ガバナンス体制等の内容を見直す動きが広まったと認識しています。

なお、株主提案のうち、適切な情報開示の充実を求める議案や、適切な株主還元を求める議案等、株主価値向上に資すると判断される議案については、賛成しています。

## スチュワードシップ活動トピックス

**4/29**  
「統合報告・ESG対話フォーラム」関西分科会参加  
加藤ESGアナリストが、経産省主催の「統合報告・ESG対話フォーラム」関西分科会にメンバーとして参加、パッシブ運用のエンゲージメントに関し、当社の取組みを発表しました。

**9/12**  
PRI in Person参加  
大森ESGアナリストが、サンフランシスコで開催されたPRI年次総会に署名機関として参加しました。

**11/13**  
ACGA年次総会参加  
池畑ESGアナリストが、北京で開催されたACGA年次総会に署名機関として参加しました。

**12月**  
英国のスチュワードシップ・コードの受け入れ  
英国のスチュワードシップ・コードの受け入れを表明し、当社のコードステートメントは、FRC（英国財務報告評議会）より、最上位（Tier1）の評価を受けました。

**12～1月**  
「日経アニュアルレポートアワード」審査参加  
櫻本チーフESGアナリストおよび寺沢責任投資部長が、日経アニュアルレポートアワードに1次審査員および2次審査員として参加しました。

**1/28**  
環境情報開示基盤整備事業の解説動画・資料配信  
櫻本チーフESGアナリストが、機関投資家から見たESG情報の重要性のポイント等について解説した動画・資料が配信されました。

**3/19**  
環境情報開示基盤整備事業の成果報告会登壇  
櫻本チーフESGアナリストが、環境情報開示基盤整備事業（環境省主催）の成果報告会にパネラーとして登壇しました。

**3/28**  
Asia Asset Management表彰  
当社は、アジア・オセアニア版アセットマネジメント業界月刊誌「Asia Asset Management」のBest of the Best Awards 2019において、Japan-Best ESG Managerなど3賞を受賞しました。

2018

**6/25**  
ICGN年次総会参加  
寺沢責任投資部長、Karin Ri責任投資スペシャリストが、ミラノで開催されたICGN年次総会に署名機関として参加しました。

**10/3**  
JCIF & ADBI共催講演会登壇  
櫻本チーフESGアナリストが、JCIF & ADBI共催講演会「ESG金融の推進に向けて」にパネラーとして登壇しました。

**11/19**  
S&Pインデックスセミナー登壇  
村岡ESGアナリストが、S&Pインデックスセミナーにパネラーとして登壇しました。

**12/25**  
TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）ガイダンス公表  
寺沢責任投資部長が委員として参加した「TCFD研究会」ワーキンググループ（経済産業省主催）の議論等を経て、TCFDガイダンスが公表されました。

2019

**1/5**  
商事法務対談記事掲載  
寺沢責任投資部長が、商事法務1月号の連載記事「新春座談会 Wコードとコーポレートガバナンスの展開」にて、機関投資家の代表として各方面の代表と対談しました。

**3月**  
TCFDへの賛同  
グローバルのタスクフォースであるTCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）に賛同を表明しました。

**3/27**  
ICJ主催SRセミナー登壇  
寺沢責任投資部長が、ICJ主催のSRセミナーにプレゼンターとして登壇しました。

**4/17**  
スマート・フォーマットのウェブサイト掲載  
「スチュワードシップ責任推進委員会」の主要メンバーとして作成に貢献したスチュワードシップ活動共通報告フォーマット「スマート・フォーマット」がウェブサイト（<http://smart.stewardship.or.jp/>）で公開されました。



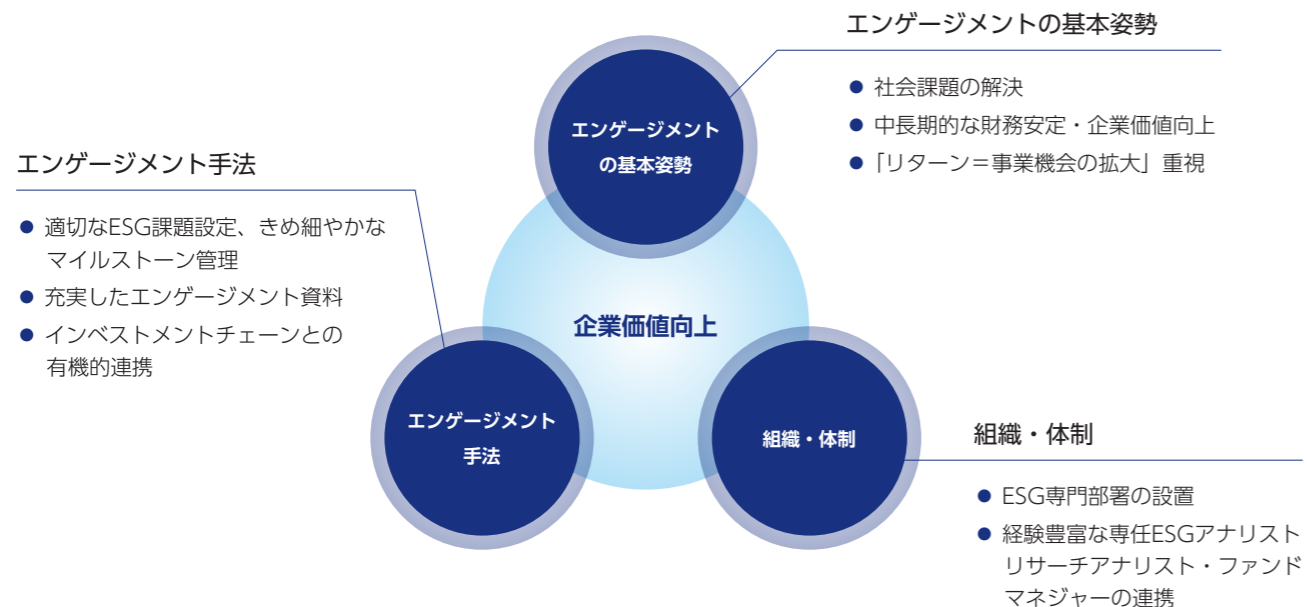
## アセットマネジメントOneのエンゲージメントの特色

### 私たちが考えるエンゲージメント

エンゲージメントは議決権行使と並ぶスチュワードシップ活動の両輪であり、当社ではエンゲージメントをESGインテグレーションの中核的な取組みとして注力しています。

特に責任投資部では、一貫したアプローチ、充実した体制と社内外の有機的連携、詳細なエンゲージメント資料やきめ細かなプロセス管理など、特色のあるエンゲージメント活動を実施し、市場全体の底上げを図るべく取組みを強化しています。

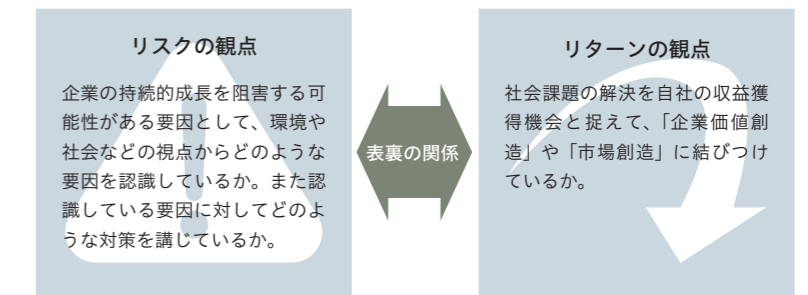
#### アセットマネジメントOneのエンゲージメント



## 一貫したESGへのアプローチ

ESGへのアプローチは、「リスク（=事業リスク抑制）の観点」と「リターン（=事業機会拡大）の観点」の二つがあります。当社では、社会課題の解決をいかに自社の収益獲得機会と捉えて企業価値向上に繋げているのかという「リターンの観点」をより重視しています。また、企業が存続する限り対応を求められるESG課題への取組みは、必ずしも短期的な効果に繋がるものではありません。当社では、あくまで投資先企業が描く「長期ビジョン」を意識しながら、中長期的な視点でのエンゲージメントを実施しています。

#### ESGに関する評価軸



#### 重点確認事項

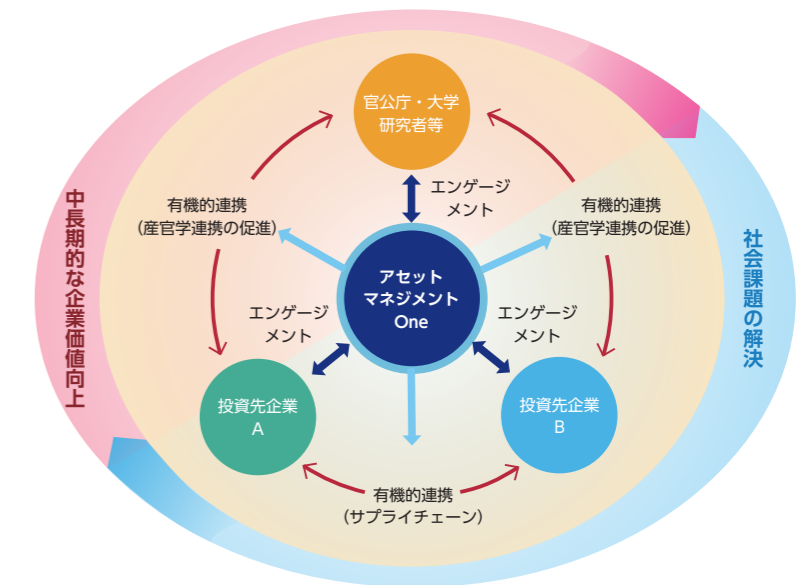
- ① ESG活動が**経営の中核**に位置付けられているか。
- ② **持続的な発展を目指すための「投資」**として位置付けられており、単なる社会貢献としてのコストとして扱われていないか。
- ③ 法令順守のレベルに留まることなく、**新たなフロンティアに挑戦**するための自主的取組みとなっているか。

## 社内外の有機的な連携

当社は2016年に専門部署として『責任投資部』を新設。以降、運用業務経験豊富な専任のESGアナリストや議決権行使担当者を充実させながら、運用部門のファンドマネジャーやアナリストとの協働を行い、包括的な視点に基づく質の高いエンゲージメントを実施してきました。

また、社内連携だけでなく、スチュワードシップ活動に係る各種外部団体や国際イニシアティブ(責任投資原則など)、有識者から国内外の情報をタイムリーに入手するとともに、投資先企業を含む産業界はもとより、広く官公庁や大学研究者等、産官学全てにエンゲージメント活動のフィールドを拡大し、広い意味でのインベストメントチェーンとの有機的な連携を強化しています。

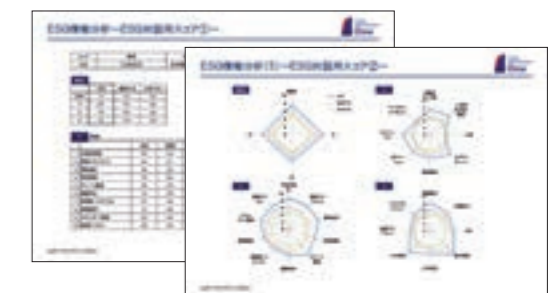
#### アセットマネジメントOneのスチュワードシップ活動



## 詳細なエンゲージメント資料

企業価値向上に向けて効果的なエンゲージメントを実施するためには、企業が抱えているESG課題の共有と問題意識の明確な提示が必要となります。当社では、企業の開示する非財務情報や統合報告書などを詳細に分析。自社開発の「ESG対話用スコア」や複数の外部ESG評価なども網羅した独自のエンゲージメント資料を作成し、建設的な意見交換を行うことによって、企業価値向上に向けた投資先企業の取組みを後押ししています。

#### ESG情報分析



# エンゲージメントプロセスへのこだわり

## ESG課題の細分化

ESGに対する社会的関心・要請が一層具体化してきたことを受け、独自の視点から従来のESG課題を刷新し、19のESG課題を設定しました。エンゲージメント重点企業に対して、これらESG課題に対する「問題意識（課題）」や、「求められる企業行動」[目指すゴール]を共有することにより、エンゲージメントの実効性を高めています。

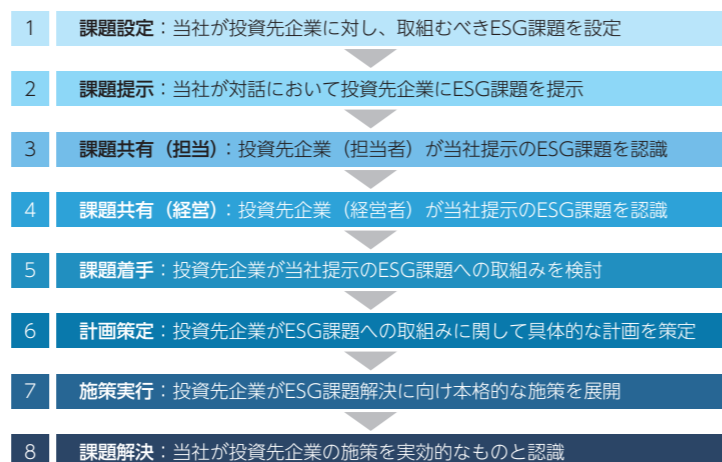
企業戦略	E 環境	S 社会	G ガバナンス	ESG
企業戦略	E1：気候変動	S0：ダイバーシティ	G0：取締役会・企業統治	ESG1：CSR/ESGマネジメント
業績	E2：森林伐採（森林破壊）	S1：人権	G1：資本効率	ESG2：不祥事
資本構造／財務戦略	E3：水資源	S2：労働基準/安全衛生	G2：買収防衛策	ESG3：地方創生
	E4：生物多様性	S3：製品責任	G3：リスクマネジメント	ESG4：CSR調達
	E5：汚染と廃棄物	S4：地域社会		
	E6：資源・エネルギー			

## 8段階のマイルストーンできめ細かくモニタリング

当社では、投資先企業の課題に対する取組み状況及びエンゲージメントの成果を適切に把握・管理するため、課題設定から課題解決まで8段階のマイルストーンを設定しています。

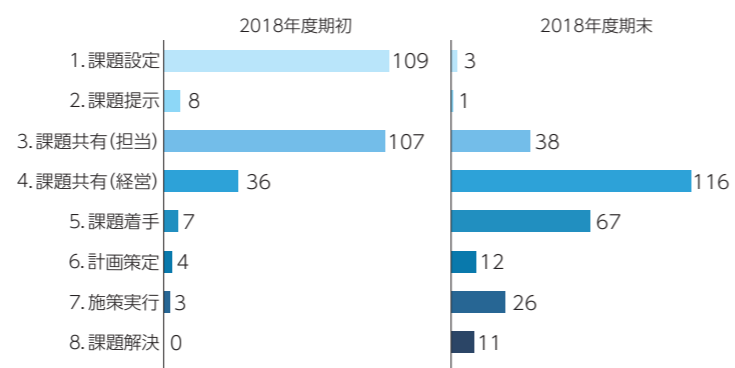
取組み過程の中では、課題共有の後、課題着手から施策実行に至る過程が最も取組みに時間を要し、また外部から見え難い段階となります。

これら「課題共有」ステージから「施策実行」に至るまでの企業の取組みをマイルストーンで細分化しモニタリングすることにより、きめ細かなフォローアップとより効果的なエンゲージメントのアプローチを実現しています。



## エンゲージメントの成果

2018年度は、気候変動やCSR/ESGマネジメントに関するエンゲージメントに積極的に取組んだ結果、環境分野やESG分野を中心に、投資先企業の経営層との課題共有や課題着手ステージへの進捗が見られました。今後も施策実行・課題解決に至るまできめ細かくフォローアップすることにより、投資先企業のESG課題の解決と企業価値向上をサポートしていきます。責任投資部が実施するパッシブ運用におけるエンゲージメントの集計結果は、右図の通りです。



## 注目しているESGテーマ

ESG課題の中でも、現在、特に優先度が高いと考える社会課題を特定し、細分化したESG課題を含む5つのテーマを設定しています。各テーマ毎に影響度（影響力）が高い企業を選定し、エンゲージメントによって対応を促すことで、社会課題の解決を通じた企業価値向上に繋がっています。



気候変動

### 注目する理由

気候変動に対して問題意識をもち、TCFDへ賛同する企業は増えていますが、依然として個社ベースでの対応には大きな差があります。加えて足元では、取組みを評価するための情報開示が未だ不十分であると認識しており、投資家が企業へ働きかける余地は大いにあると考えています。

### 私たちの対応

日本には、事業活動が第三者にプラス影響を与えている企業や、第三者に与えるマイナス影響の克服に前向きに取り組んでいる企業が存在します。当社では、このような企業が行っている気候変動対策が、企業価値向上に繋がる経路にもこだわったエンゲージメントを行っていきたくと考えています。



ヒューマンキャピタル  
マネジメント

### 注目する理由

人権問題への対応や労働環境整備の重要性が、従来にも増して高まっています。特に国内企業では、「働き方改革」の必要性が強く意識されていますが、とりわけ国内の労働力不足が進む中では、労働集約型企業の持続的成長に対する懸念払拭に向けた対応が、喫緊の課題となっています。

### 私たちの対応

人権については、国際的な人権基準に基づいて、主に「リスクの観点」から、また「働き方改革」については、長時間労働の解消や雇用形態の格差是正などがいかに労働生産性の改善に寄与しているのか、主に「リターンの観点」からエンゲージメントを行っていきたくと考えています。



地方創生

### 注目する理由

少子高齢化や急速な人口減少に直面している日本では、地方活性化が大きな社会課題として挙げられます。各地方がそれぞれの魅力や特徴を活かしながら持続的に発展できるように投資家として働きかけていくことは、日本全体の活力向上を図る上でも非常に有意義であると考えています。

### 私たちの対応

従来、地方活性化を図る上で活躍が期待される地域金融機関に注目してきました。今後は、地方に大きな固定資産を有する広域電鉄会社や地方電力会社などにもエンゲージメント対象を広げて、これら企業の企業価値向上を図ることにより、地方活性化に貢献していきたくと考えています。



サプライチェーン

### 注目する理由

グローバル化の進展により、環境問題や社会問題の解決に向けて、企業にはCSR調達ガイドラインなどに基づいたサプライチェーン全体での対応が求められています。投資家にも企業に対してサプライチェーンを意識した課題解決への働きかけが求められていると考えています。

### 私たちの対応

産業連関的な考え方に基づき、大きな波及効果が期待できるサプライチェーンのトップに位置する大手企業を中心に、積極的にエンゲージメントを行っています。このような取組みを通じて、サプライチェーン全体に対して効率的に市場共通の課題解決を図ることができると考えています。



循環型社会形成  
(サーキュラーエコノミー)

### 注目する理由

世の中の持続可能な発展には、大量生産、大量消費、大量廃棄型の社会のあり方やライフスタイルを見直し、3R\*などに基づいた循環型社会の形成が不可欠です。投資家には、企業の取組みの後押しや情報開示を促すことにより、企業価値向上に働きかけていくことが求められています。

### 私たちの対応

循環型社会の形成に対する問題意識を示しながらも、実行や対外的な説明が今一つ足りないと思われる企業が散見されます。当社では、このような企業に対するエンゲージメントを通じて、循環型社会に貢献する経営の実績が企業価値向上に繋がるようエンゲージメントを行っていきたくと考えています。

\*3R：Reduce、Reuse、Recycle

# アセットマネジメントOneの考える SDGsとESG投資

当社は、社会の持続可能な発展を目指すSDGsを重視しています。

ここでは、SDGsとESG投資との関係や、当社がいま注目しているESGテーマとの関係についてお話しします。



「SDGs=Sustainable Development Goals（持続可能な開発目標）」とは、2015年に国連総会決議として承認された、2030年までに世界が達成すべき持続可能な目標です。その前身となる「MDGs=Millennium Development Goals（ミレニアム開発目標）」は、主として貧困や飢餓といった、途上国の課題を対象としたものであり、国やNGOを主体とした途上国への支援という側面が強いものでしたが、SDGsは貧困や飢餓といった課題に加えて、気候変動等、持続可能な社会の実現のための課題を幅広くカバーしていることや、途上国だけでなく先進国も対象となっていること、また企業が重要な主体の一つとして明確に位置づけられている点が大きな特徴です。

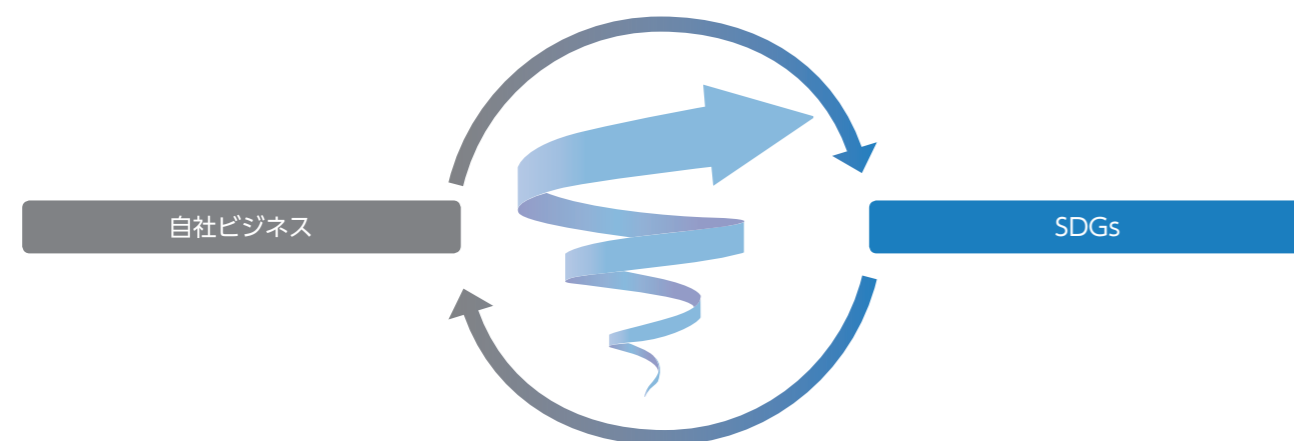
## 企業におけるSDGsの活用

SDGsは、企業において急速に重視されつつあり、統合報告書等の資料において自社ビジネスとSDGsの関係を説明している例が数多く見られます。

現在、企業におけるSDGsの活用には大きく2つの類型があるように思われます。一方は自社ビジネスとSDGsの関係を説明する際、自社ビジネスを起点とする場合であり、SDGsを主に自社ビジネスのサステナビリティに対する点検に利用するケース。他方はSDGsを起点とする場合であり、SDGsを2030年の到達すべき目標として、そこに到達するために自社で何ができるか、という発想の下、事業機会の拡大に向けて新たなイノベーションが創出されるケースです。

当社では、2つの類型が融合され、新たなイノベーションの創出と自社ビジネスのサステナビリティに対する点検をスパイラル的に繰り返しながら、中長期的な企業価値向上を図っていくことが肝要であると考えています。

自社ビジネスが起点：サステナビリティに対する点検に利用



SDGsが起点：新たなイノベーションを創出

## SDGsとESG投資の関係

グローバル・コンパクトが推進しているSDGsが企業側の取組みとすれば、PRIが提唱するESGは投資家側の取組みです。持続可能な社会を作るために、企業と投資家の双方が車の両輪として緊密に連携することが求められています。

企業はSDGsをイノベーションを創出するきっかけとして用いることで、事業機会の拡大に繋げることができ、投資家はESGを新たな投資尺度として用いることで、投資機会の拡大に役立てられます。



## 当社が注目しているESGテーマとSDGsの関係

当社が注目しているESGテーマ（12頁）は、以下に示すようにSDGsが掲げる17の各目標に対応すると考えています。

### 当社が注目しているESGテーマとSDGsとの関係

ESGテーマ	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17
気候変動							✓						✓				
ヒューマンキャピタルマネジメント			✓	✓	✓			✓									
地方創生									✓		✓						
サプライチェーン								✓	✓			✓					
循環型社会形成 (サーキュラーエコノミー)						✓						✓		✓	✓		

✓ 特に関連性が高い目標    ✓ 関連性が高い目標



## ケーススタディ／注目しているESGテーマ

# 気候変動



外部不経済としての気候変動問題の内部化が世界的に大きな課題となっていることから、日本を代表する産業の一つである自動車産業の温室効果ガス削減に向けたリーダー的な取組みに期待

### 自動車業界における気候変動

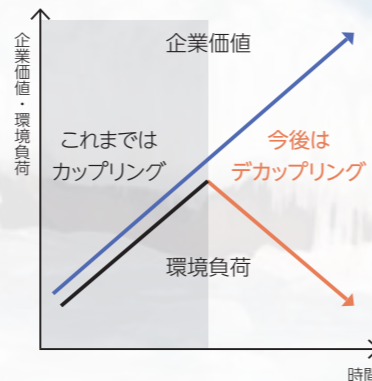
環境問題の中でも気候変動は、水問題や生物多様性問題を引き起こす独立変数的課題であり、消費者意識の変化、環境規制の強化を通じ、企業の競争条件に影響し始めています。

2017年、機関投資家の気候変動に関する世界的なイニシアティブであるClimate Action 100+<sup>\*1</sup>に日本の完成車メーカー4社が選定され、市場の関心が一段と高まってきました。自動車産業は、日本を代表する産業の一つであり、原材料・部品の調達から使用時のエネルギー消費まで、産業構造上、また製品特性上、波及効果が極めて大きく、温室効果ガスの削減は喫緊の課題となっています。

100年に一度と言われる自動車産業の激変期をチャンスと捉え、環境負荷を下げながら企業価値を高めるデカップリングの実現に期待しています。

\*1 Climate Action 100+ : 32頁参照

### デカップリングの実現

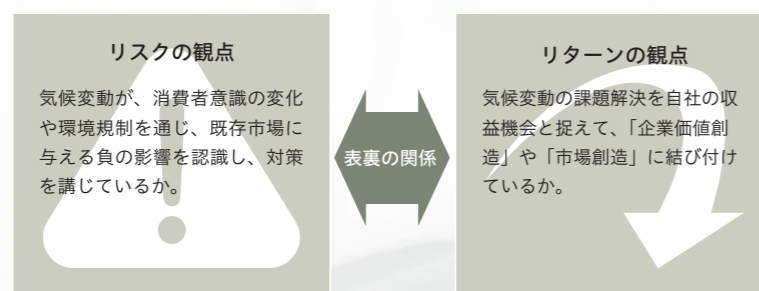


### エンゲージメントの特長

当社は、完成車メーカーに、気候変動問題へのリーダー的な取組みを促しています。2030年、2050年に向けた長期ビジョンが企業価値向上に繋がるものとなり得るのか、経験豊富な自動車セクターアナリストとESGアナリストが連携し、リスクの観点も勿論のこと、よりリターンの観点を重視したエンゲージメントを実施しています。

また、その実効性を高める上で、上・下流に位置する原材料・部品メーカー、燃料・エネルギーメーカーの取組みも適正に評価されるべきであり、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）に沿った価値創造ストーリーの納得性が高まる情報開示を促しています。

### 気候変動に関する評価軸



### エンゲージメントの内容

#### リターンの観点をより重視

自動車メーカーは、環境問題に対する長期的なビジョンやそこに至る定量的なマイルストーンを示す機会が増えてきました。当社は個々の企業と進捗状況や直面している課題等を掘り下げて対話を重ねています。

電動車の開発に代表されるように、環境負荷低減の取組みは、開発費負担の増加や製造コストの上昇を伴うこともあります。しかし、普及期には技術的なブレイクスルーも生まれるでしょう。長期的には課題の克服こそが持続的社會を実現し、企業価値向上をもたらすとの認識で一致しています。

モビリティのあり方そのものが変革期を迎えており、そうした視点も踏まえながらエンゲージメントに取り組んでいます。



自動車セクターアナリスト  
田中 健司

#### サプライチェーン全体での課題解決

完成車メーカーの温室効果ガス排出源は、GHGプロトコルのスコープ3<sup>\*2</sup>が9割超を占め、各社とも自動車使用時の排出がその大半を占めています。A社は、2050年に向けた長期ビジョンで、CO<sub>2</sub>排出量90%削減（2010年比）と意欲的な目標を掲げ、情報開示を含め業界のリーダー的な取組みを開始しています。但し、サプライチェーン全体での取組みや各国毎に異なる環境規制・消費者ニーズへの対応等、実効性を高める上での高いハードルがあり、今後の課題として認識を共有しています。一方、取組みが遅れているB社に対しては、長期ビジョンの策定をきっかけに経営陣を巻き込んだ社内議論を深め、目指す姿からバックキャストし、マテリアリティの特定から始めることを薦めています。

また、自動車サプライチェーンの上流に位置する原材料メーカーの鉄鋼C社、化学D社、部品E社や下流の燃料・エネルギー関連F社に対しては、省エネ効果の高い製品を供給しても外形的評価を得にくいというフレームワーク上の問題に腐心されていることから、取組みが正当に評価されるようアピールの仕方を工夫することも促しています。



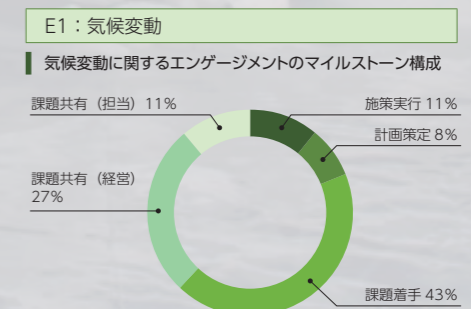
ESGアナリスト  
鈴木 俊一

\*2 温室効果ガス（Greenhouse Gas:GHG）排出量の算定と報告のガイドライン（スコープ1：直接排出量、スコープ2：電力・熱の購入による間接排出量等、スコープ3：製品の使用時の間接排出量等）

### エンゲージメントの状況・今後の取組み

気候変動に関するエンゲージメントでは、約9割の企業において、マイルストーンが課題共有（経営）以上となっています。TCFDへの賛同企業の増加に見られるように気候変動への問題意識の高まりを実感しています。

こうした情報開示への前向きな流れを加速させ、気候変動へのイノベーションが、国・地域の壁を越えて普及していけるよう当社もエンゲージメントを通じ貢献していきたいと考えています。



## ケーススタディ／注目しているESGテーマ



# ヒューマンキャピタル マネジメント

リスクと機会の両面から建設会社の企業価値向上を促し、インフラ基盤維持更新のサステナビリティ実現へ貢献



### 建設業界におけるヒューマンキャピタルマネジメント

構造的な労働力不足が社会課題として注目される中、一般的な対応策として出生率、労働参加率、労働生産性の上昇などが期待されています。

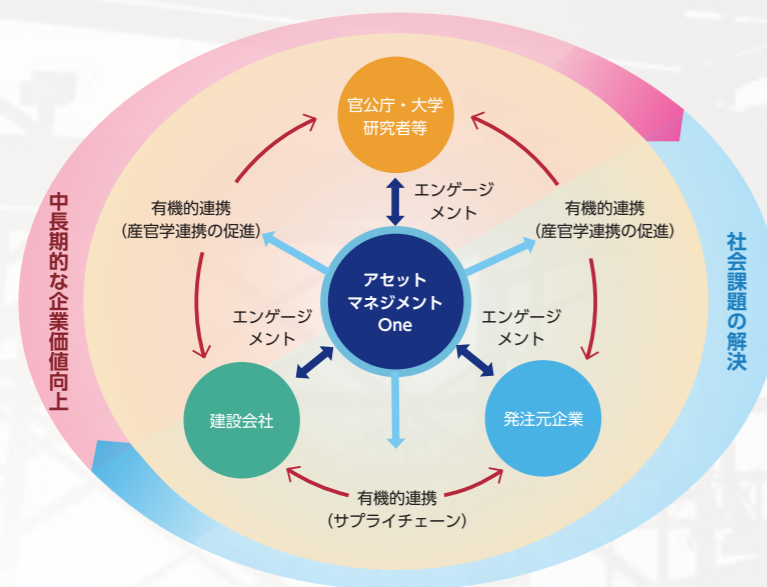
ゼネコンに代表される建設業界においては、高齢化に伴う技能労働者の大量離職が想定されており、若手入職者の確保・定着が大きなテーマとなっています。2019年4月から法定時間外労働が制限されている（建設業など一部業種は5年の猶予）こともあり、働き方改革が喫緊の課題となっています。

当社では、国土のインフラ整備という重要な役割を担う建設業界に対して、働き方改革による担い手確保と、各社が積極的に取り組む生産性向上に着目しています。

### エンゲージメントの特長

当社では、企業価値向上に資するエンゲージメントを目指し、担い手確保に関する諸施策の進捗状況などリスクの観点に加え、生産性向上策の進展状況などリターンの観点からのアプローチも実施しています。

また、エンゲージメントにおける有機的な連携を重視しており、ゼネコンのみならず、政策当局や不動産業界など発注元に対しての働きかけも強化していきます。



生産性向上に向けた実証現場の見学会参加風景（鹿島建設株式会社）

### エンゲージメントの内容

#### エンゲージメントにおける有機的連携を実践

ゼネコン各社は、担い手確保を最重点課題として取り組んでいます。[実施したアンケートでは、給与より休暇を重視するとの声が多い]（ゼネコンA社）など、休日確保を含めた働き方改革が、喫緊の課題であることは明確です。各社との対話では、当面の目標である4週6閉所<sup>\*1</sup>は順調に進捗しているものの、完全週休2日実施に向けては課題が多いとの認識を共有しています。

政策当局とのエンゲージメントでは、「利益を確保しながら働き方改革にしっかり対応する企業が評価される事を望んでいる」との考えを共有するとともに、「施策の重層下請け業者への浸透」、「民間工事における工期ダンプ」などの課題や政策対応について意見交換を実施しました。

ファンドマネジャーとして長年従事した経験から、ゼネコン各社が、従来までの極端な業績変動体質から脱却し、株式市場において持続的成長への確信度が高まることに期待しています。



ESGアナリスト  
村岡 義信

#### 建設現場の生産性向上に注目

建設業界担当アナリストとして、建設現場の生産性向上に注目しています。「足で稼ぐ」の信念のもと、現場・施設見学会に積極的に参加していますが、毎回、工事に関わる人の多さや工程管理の複雑さなどを肌身で感じます。

ゼネコン各社では、BIM<sup>\*2</sup>/CIM<sup>\*3</sup>の高度化に加えて、ロボット利用なども試行されており、現場の生産性向上には、予想以上の効果が期待できるのではないかと印象を強く持っています。「建設現場を工場化する。2025年までに30%の生産性向上を目指す」（ゼネコンB社）との力強い目標設定や、「内製システムの外部販売を目指す」（ゼネコンC社）動きなど、リターン拡大に向けた取組みとして期待しています。

発注元との対話でも、「担い手減少は事実で、従来までの工期設定は見直さざるを得ない」（不動産D社）など、一定の理解を示す企業がある一方で、「施工の生産性向上に期待したい」（不動産E社）との声も根強く、生産性向上が持続的成長に向けての大きなポイントであることを再確認しています。



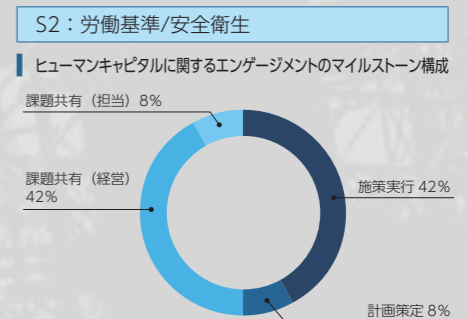
建設セクターアナリスト  
今泉 達矢

<sup>\*1</sup> 4週6閉所：建設現場において、4週間で6日間、作業現場自体を閉鎖すること  
<sup>\*2</sup> BIM：Building Information Modelingの略称。コンピューター上に作成した3次元のデジタルモデルを活用することで、業務効率化をめざすワークフロー  
<sup>\*3</sup> CIM：Construction Information Modeling/Managementの略語。建築分野で進められているBIMの概念を土木工事において活用するもの

### エンゲージメントの状況・今後の取組み

労働基準/安全衛生に関するエンゲージメントでは、約8割の企業においてマイルストーンが課題共有（経営）以上となっています。構造的な人手不足が継続する中、経営の危機意識の高さを実感しています。

今後とも、担い手確保、生産性向上に向けた取組み強化を促すとともに、政策当局や発注元企業などへの働きかけを積極化させることにより、インフラ基盤の維持更新を担う企業のサステナビリティに貢献していきたいと考えております。



## ケーススタディ／注目しているESGテーマ



# 地方創生



日本が抱える社会課題である人口減少/高齢化および地域経済縮小の克服は喫緊の課題  
日本企業の活動基盤である地域の活性化は、企業の持続的成長に不可欠

### 日本特有の社会課題としての地方創生

「地方創生」は国の重要施策のひとつであり、非常にチャレンジングな課題です。  
日本企業にとって海外市場は成長性が高いのは事実ですが、国内の人口減少と地域経済縮小が続けば自身の活動基盤が衰退し、収益力も低下する懸念が高まります。先進国でも政策リスクが頻発する昨今、内外バランスのとれた活動基盤の確保は企業の持続的成長に必要です。  
運用会社として「地方創生」に取り組む意義として、地域経済活性化による日本経済の活力向上・持続的成長が、最終的には日本株式市場のβ向上に繋がるとの考え方に基づいています。

### エンゲージメントの特長

当社では、「地方創生」の担い手として期待されながら収益力の衰えが目立つ地方銀行に焦点を当て、①資本効率、②政策保有株式、③ESG取組み、の3つを主題にエンゲージメントを行っています。  
地域を代表する地方銀行の収益や効率性の改善なくして、地域経済の持続的な成長（「地方創生」）は望めません。地方銀行の収益性や収益基盤の改善に貢献すべく、当社では、経験豊富なリサーチ/ESGアナリストが連携、エンゲージメント資料を事前準備し企業価値向上に資する対話に努めています。

資料1：課題提起と議決権対話



資料2：①資本効率対話



資料3：②政策保有株式対話



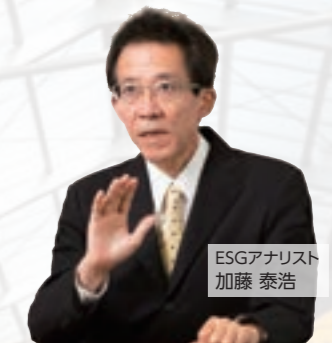
資料4：③ESG取組み（地方創生）



### エンゲージメントの内容

3つの主題について、個々の銀行の状況を踏まえ以下の様な対話を行っています。

- ① 資本効率：選択と集中による総花的経営との決別**  
事業承継はじめソリューションビジネス強化への経営資源の重点的投下、プロ人材育成含めた人事制度再構築の必要性などを議論しました。継続対話先のA銀行では、実際に中期経営計画に主要施策として取り込まれ、その後法人役務分野での収益向上や社員の意識変化といった効果が見え始めているようです。
- ② 政策保有株式：資産効率改善と経営の規律向上**  
当社は、政策保有株式全体の金額や個別企業毎の株数の対前年変化をくまなくチェック、削減の優先順位付け（地方銀行含む金融機関）を議論するなど、ただやみくもに削減を主張するのではなく、対話に基づく現実的な対応促進を粘り強く行っています。継続対話先のB銀行からは、「当社の指摘が一番厳しく、コーポレートガバナンス・コード改訂への対応でもそれらを踏まえて基準を変更した。」と伺い、内容精査を踏まえた認識の共有化・継続対話の重要性を実感しています。



ESGアナリスト  
加藤 泰浩

- ③ ESG取組み：地域活性化取組み（開示）の強化**  
地方創生に取り組んでいない地方銀行はありません。ただ、開示が個別事例の紹介に留まっていたり、考え方や方針の整理が十分ではない銀行が多く、具体的事例を提示し改善を促しました。継続対話先のC銀行からはESG取組みの再整理に当社との対話が役に立ったこと、またD銀行とは担当者との定期的な対話が取締役とのESG面談要請にまで進展したことなど、取組み強化に一定の貢献ができました。一方、各行の地方創生取組みに関しては、各地域特有の課題に対する取組みのフィードバックを受けるなど、問題意識の共有化に努めました。



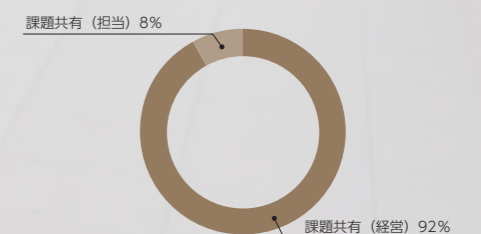
銀行セクターアナリスト  
今井 雅

### エンゲージメントの状況・今後の取組み

従来は地方銀行に焦点を当てたエンゲージメントを行って来ましたが、特定の地方に大きな固定資産を保有する企業（地方電力や地方路線電鉄など）などを含め、対話先の幅を広げてまいります。

「地方創生」取組みに対し、「投資家からは投資効率の観点から否定的な見方が多い」との企業からの声をよく耳にします。これは明らかに時間軸の見方の相違であり、「地方創生」は本来日本を活動基盤とする全ての企業にとっての共通課題です。長期投資家として、企業の取組みへの理解やより効果的な方法論の模索など、対話を通じて「地方創生」に些かでも貢献できるように、質量両面から取組み強化を図っていきたく考えています。

ESG3：地方創生  
地方創生に関するエンゲージメントのマイルストーン構成



## 社会課題の解決なき企業価値向上に 未来（サステナビリティ）はない

ESGを考慮して社会課題の解決を収益獲得機会とすべく対応を図っている優良企業でさえ、経営者はグローバルな市場で戦う中、一歩先を睨みながら危機感・緊張感をもって経営にあたっている点について、花王株式会社代表取締役社長執行役員 澤田氏と意見交換を行いました。



アセットマネジメントOne (株)  
株式運用グループ ファンドマネジャー  
矢野 淳一郎

花王株式会社  
代表取締役社長執行役員  
澤田 道隆

アセットマネジメントOne (株)  
株式運用グループ アナリスト  
仲西 恭子

アセットマネジメントOne (株)  
責任投資部 チーフESGアナリスト  
櫻本 恵

## 社会課題の解決を収益獲得機会に 繋げるには何が必要か

**櫻本** 私共が企業と対話する際は、リスクの観点とリターンの観点という2つの柱で対話していますが、特に“社会課題の解決をいかに自社の収益獲得機会にしているのか”、というリターンの観点を重視しています。

このような観点で企業を眺めた場合、御社の取組みが非常に優れているので、本日はその背景などについて伺いたいと思います。

まず初めに、私が御社を一番評価している点は、御社が13年間連続して世界で最も倫理的な企業に選ばれている点です。企業と投資家にはお互い信頼関係が必要であり、これ無くして建設的な対話は成立しません。まずはこの点について社長のこだわりを伺いたいと思います。

**澤田** 重要なことは、我々の企業理念を根幹に据えた経営を行っていくということです。花王は約130年間、インテグリティを重視した経営を行い、企業理念を根幹に据えたよきモノづくりを行ってきました。これは130年間変わらなかったし、今後も変わらないと思います。これを外す人はトップになれないし、なるべきではない。またこれができない人には花王グループの社員になってほしくない。

経営では、大きな枠組みでの企業価値の極大化が重要になります。一方、リスクやクライシスに至る過程も含めて、できるだけ問題を早期に解決して極小化していくことが求められます。したがって極大化と極小化の両方できないと経営しているとは言えず、グループ全体の存在意義も生まれません。極小化のためには企業理念をきちっと据えてインテグリティを持つ。これができればコンプライアンス含めて大きなリスクは生じない。インテグリティが重要であることは、ブレることのない我々の考えであり、グループ社員全員が理解していると思っています。

**櫻本** 御社では、企業が持続的に成長していくためには財務的な戦略・取組みのみならず、非財務的な戦略・取組みの強化が重要であり、ESGへの取組みはコストではなく将来への成長投資であると明言されています。この考え方は、私共が企業の方に求めている考え方と同じであり大いに共感できるわけですが、御社の取組みの背景には、社会の制約条件が高まる中で、「持続可能な社会」と「持続可能な企業」という二つのサステナビリティの両立を図らなければ「当社に未来はない」というような危機意識があるのでしょうか。

## 花王ウェイに 対するこだわり



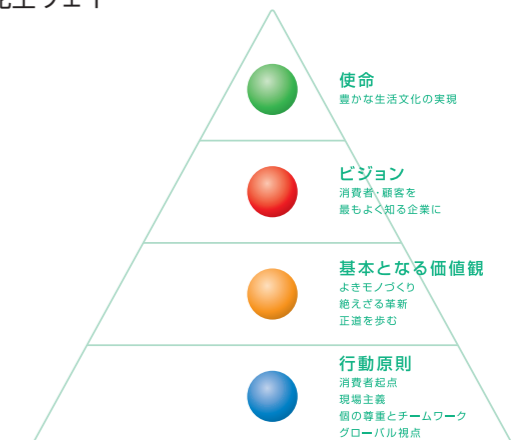
花王株式会社  
代表取締役社長執行役員  
澤田 道隆

1981年 花王石鹼株式会社（現 花王株式会社）入社。  
素材開発研究所室長、サニタリー研究所長、研究開発部門副統括 執行役員、ヒューマンヘルスケア研究センター長、取締役 執行役員などを経て代表取締役 社長執行役員（現任）

**澤田** 当社の企業理念である花王ウェイの基本となる価値観に、『正道を歩む、絶えざる革新、よきモノづくり』、がありますが、それぞれの言葉は、当社が長年積み上げてきたものを理解した上でできています。

例えばよきモノづくりには、色々な“よき”があります。そのよきモノづくりの一番のど真ん中は「社会の役に立つ商品やサービスを出す」ことであり、その結果が利益ある成長に結びつくと考えています。よく財務と非財務の両立と言いますが、非財務的な部分、即ち社会にいかに役立つかということ無くして利益ある成長はない。当社はここにこだわっています。

### 花王ウェイ



(出所) 花王株式会社

## 企業と社会の サステナビリティ の両立を重視

アセットマネジメントOne (株)  
責任投資部 チーフESGアナリスト  
櫻本 恵

建設コンサルタントを経て、1990年3月、安田信託銀行（現みずほ信託銀行）入行。年金運用部門においてファンドマネジャー、アナリストとして運用業務に従事。2016年10月より現職。

**櫻本** 御社では、2030年のあるべき姿を達成するための重要な通過点との位置付けで中期経営計画を策定しており、長期ビジョンを念頭に置いた上でバックカスティング思考で経営が行われています。

社会的価値と経済的価値をともに向上させながら持続可能な発展を目指す場合、社長の中ではどのような問題意識、どの程度の時間軸で経営を考えておられるのでしょうか。

**澤田** 我々は50年先くらいの未来をイメージして、30年、20年、10年、5年、そして直近というように、戻って考えるべきです。先を正確にイメージできるはずはありませんが、自分たちはこの方向に行くということを明確に社員に

示すことが非常に重要であり、自分たちの会社がどちらに向かっているのか社員が知らないということは不幸だと思います。

当社は、私が社長に就任するまでは“何も言わないでやるのが美德”の会社でした。しかし自分が社長になった時には個人のペースで色んな情報が手に入る時代になり、情報発信をしないと誰も気付いてくれない。だから中期経営計画を発表したほうがいいと考えて、社長になった時に、まずは3年間の計画を出す決めた経緯があります。具体的には語れませんが、次期中期経営計画の策定も今からスタートしようと思っています。達成したい姿として、2050年くらいをイメージしています。

現中期経営計画のスローガンは、「自ら変わり、そして変化を先導する企業へ」です。変わらなければ取り残される。そして自分たちが一歩先んじて変えていく、確定した姿は必要無い、向かう方向さえ定まれば修正しながら進めばよい、ということを示して、社員には理解してもらっています。まずは自分たちが向かう方向を明示することが非常に重要だと思います。

「社会課題の解決を利益成長に繋げるための長期的な投資とはいえ、短期的にちゃんと会社が回るのですか。」とよく言われますが、私は増収増益にこだわります。社会課題の解決と自社の利益成長を両立させるのが経営だと考えています。両立させるためには何をなすべきか理解した上で行動しなければいけません。極大化のみで極小化を忘れると痛い目に合います。一方、極小化だけで堅実にやり過ぎると極大化に至らない。相反することを両立させることは大変難しいですが、経営とはそれを行うことであり、それが自分の仕事だと思ってやってきました。

## 長期ビジョンからバックカスティングした具体的施策



**仲西** 2018年には先端技術戦略室及び社長直轄のESG専任部署を新設。イノベーション提案と新規事業創造、非財務活動の本格化を表明されています。ここで改めて、社会的価値と経済的価値の両立の観点から部署新設の意図をお聞かせ下さい。

**澤田** 企業理念の中の基本となる価値観にあるように、『正道を歩む、絶えざる革新、よきモノづくり』の中の、絶えざる革新ですが、社会や環境の役に立つためには技術革新が不可欠です。

しかし技術革新には表と裏があり、表では世の中の活性化に大きく寄与する一方、その裏では負の遺産も沢山生み出しており、その影響を受けているのが人であり地球です。例えば、軽くて強くて安いという特徴を有する「プラスチック」の発明は世の中に大きなインパクトを与えましたが、最近ではプラスチックごみの問題が大きくクローズアップされています。当社が表裏を理解した技術革新の会社を体現しようと考えた場合、置き去りにしてきた裏側も考慮する必要がありますが、そのためにはESG発想やESG視点が重要になります。このような考えに基づいて、技術革新を我々なりに人間にとって、社会にとって、地球にとって良い形で使えるものにするためには最新の技術が必要であり、そのために先端技術戦略室を作りました。ですから、技術革新、ESG部門や先端技術戦略室の設置は全部繋がっています。

**仲西** まさに表裏一体の部門新設だったわけですね。

**澤田** そうです。当社の2030年、2050年の姿をイメージした時、これ無くしてはあり得ないと思いましたので、バックカスティングしてこの部署を作りました。またそれを支えていくのは人ですから、今回、私が人財開発担当になった訳です。

**矢野** ESGを御社のなかで長期的な企業価値向上に繋げていこうと思ったときの社長のこだわりは、イノベーションの負の部分の十分に理解して対応すること、ここが一番のこだわりであるという理解でよろしいですか。

**澤田** 新しい技術を使いこなすには2～3年かかります。その位かければ、どんな会社も使えるような技術になる。すなわち、まず2～3年は自分たちで使って、どんな企業でも扱えるような技術にまで仕上げた上で、それをオープンにして、皆で使えるようになればいいと思っています。

## 長期的な企業戦略 と短期業績の バランスを重視

アセットマネジメントOne (株)  
株式運用グループ アナリスト  
仲西 恭子

1995年4月第一生命投資顧問株式会社運用部配属。  
アナリスト業務に従事。小売・消費財セクター担当。  
2016年10月より現職。

**仲西** セクターアナリストは、産業分析・財務分析の結果を将来の長期財務予想に落とし込み、そこから株式価値を算出する業務を担っており、同時に、長期に影響する構造変化や株価変動リスクを把握する目的で短期業績の分析にも注力しています。

そのような立場からぜひお尋ねしたいのですが、長期目標K30に向かう御社の将来に期待が高まる一方、投資/費用先行となる局面もあるのではないかと拝察します。EVAないし利益の連続性は重視されますか。また長期的には非財務的戦略投資もまた、EVA向上に帰結すると考えてよろしいでしょうか。

**澤田** “先を見て、長期的視点で投資を行っているので、短期的には利益が落ちててもよい”と言った段階で業績は思いきり落ちます。社員も人間ですから、長期でゆっくり物事を考えようと言った時点で緊張感を無くしてしまいます。こうなると、元に戻すのはとても時間がかかります。

先を見てバックキャストしながら経営の舵取りをする場合、5年先、10年先をイメージしてしまい、足元を忘れがちになります。しかし将来は今と繋がっており、今が重要なのです。世の中は激動の時期を迎えています、このよ



## ESGへの取組と 経営戦略の 結び付きを重視

アセットマネジメントOne (株)  
株式運用グループ ファンドマネジャー  
矢野 淳一郎

2002年4月、みずほ信託銀行入行。年金営業に従事した後、2009年1月より内外株式のアナリスト、ファンドマネジャー業務を経験。2016年10月よりESGファンド運用に従事し現在に至る。

うな難しい環境下でも、短期、中期、長期、全部やるのが重要であり、定常的に繋げていくことが将来に繋がるのです。したがって私は、長期的な視点に立つので足元の業績はちょっと落ちてでもいい、なんて絶対に言いません。

**櫻本** ESGのような非財務情報には抗生物質のような即効性はなく、漢方薬的にゆっくり財務に効いてくるというイメージがあります。投資家としては結果を早く出して頂きたいわけですが、短期間に非財務情報を財務化するには足元をしっかりと確認していくことこそが大事である、という点には非常に共感できますね。

**澤田** 今の時代、ここまでやってくれる会社だという評判を得るには時間がかかりますが、エシカルが重視されるようになってきた状況では非財務はかなり早く財務化できると考えています。プラスチック廃棄物問題への対応なども含めてESGに関しては、私の想定以上にプラスに捉えてくれるケースが多い。長期投資ではなくても投資した分は、相応の部分が戻って来ると思います。遅れると投資は意味がないので、早めに対応することが重要です。

## いかに企業価値を伝えていくか

**矢野** 私たちは、ESGへの取組みは経営戦略におけるビジネスモデルを強化するものでなければ意味がないと考えています。御社は「よきモノづくり」で社会貢献を目指していますが、「よさ」を認知してもらうために、マーケティングに関して欧米を含めた競合と比較した場合、改善したいと考えている部分はあるのでしょうか。

また御社は社会的な貢献として清潔や健康を掲げています。アタックゼロでは、日本でさえ清潔・衛生で貢献できる余地があることを示しましたが、例えばユニリーバは12億人以上の健康と衛生を改善したと発表しています。極めて定性的である「よきモノ」の価値を、より具体化、定量化することについてどの様にお考えなのかお聞かせ下さい。

**澤田** 価値の伝え方がまだまだ不十分です。アタックゼロは液体洗剤なので一大イノベーションとなったコンパクト粉末洗剤とは伝え方も異なり時間がかかる。使ってみればわかるのですが、その良さを伝えるのが不十分だと感じています。国内外には非常にうまく伝えている会社があります。当社グループが一番できていない点は、価値の上手な伝え方です。性能視点の伝え方も、ESG視点の伝え方も同様です。

定量化・数値化については、した方が良い場合、しない方が良い場合の双方がありますが、まずは価値の伝え方をもうワンランク上げることが先決だと考えています。

**矢野** 株価は常に将来の利益を織り込みに行くので、伝え方の改善を通じて御社の今後の利益成長が市場に織り込まれていくことを期待したいです。

**澤田** 花王グループの企業価値を分かって頂くには、いかに上手く商品価値と企業価値を伝えられるかが重要ですが、まだそこには十分に至っていません。広報戦略が非常に重要であるにもかかわらずできていないので、課題として認識し、早急に解決を図ります。

**仲西** 消費者にうまく伝えきれていないと思われる点について、今後、どのようにご対応されるのでしょうか。

**澤田** タレントを駆使したテレビコマーシャルもインパクトはありますが、もう少しESG的なアプローチやフェイス to フェイスの消費者との語り合いも必要だと考えています。場はそんなにありませんが、フェイス to フェイスの方が心に伝わります。小売店舗の催事では、たとえ少数のお客様が相手



でも直接語りかけるとそれをお客様が払ってくださることもあるので、あらゆる角度から行う必要があると考えています。

**櫻本** ミレニアル世代ではビリーフ・ドリブンで、企業の対応が自分たちの思いと同じだったら選びます、という消費行動があります。技術面もさることながら、ESG的にこんな意味がありますと説明できれば、さらなる消費行動に繋がられるのではないのでしょうか。

**澤田** 技術イノベーション発表会でファインファイバーを紹介したのですが、その動画他紹介のコメントが大きな反響を呼びました。若い方や医療の専門家など、多くの方々から色々な意見を頂きました。いただいた意見をESG視点で落とし込み発信できれば、消費行動にインパクトを与えられると思います。

価値向上を図ることが期待されている経営トップとして、投資家に何を期待されますか。忌憚のないご意見を頂戴出来れば幸いです。

**澤田** 短期的な取組みのディスカッションも重要だと思いますが、このように中長期の取組みに対するディスカッションの機会を頂けるのはありがたいことです。本質的な質問をきちんと頂いて、「この1時間の間にお互い得るものがあつたな」という意見交換が非常に私たちとしてもプラスになると思っています。是非とも、投資家の皆さん方とのミーティングにおいて、そういうディスカッションを増やしていきたいと考えます。自分が答える時には、いろいろな想像をしながらわかりやすく伝えようと心がけていますので、本日のこのような機会をどんどん設けて頂きたいと思います。

**櫻本** 本日はお忙しい中、貴重なお時間を頂戴し有難うございました。社長のお話にありましたように、中長期的な企業価値向上に向けて実りある対話を行っていきたくて考えておりますので、今後共よろしくお願いたします。

## 投資家に期待すること

**櫻本** 最後に、社会課題の解決を通じて、中長期的な企業

対談 Live Engagement 対談を終えて

花王ウェイを社員の皆様と共有し実行する社長の揺るぎない姿勢が印象的でした。また「極大化と極小化、相反することを成すことが経営」とのお話に加えて、「長期を見据えて戦略を描きバックキャストすると同時に、単年度も決して軽視しない」という経営姿勢に、トップマネジメントへの信頼をさらに深めることができました。「よきモノづくりを利益に繋げるために、イノベーションのマイナス面にも気を配ることが肝要」とのお話は、投資家として、改めてESGの重要性を再認識するきっかけとなりました。



## アセットマネジメントOneの議決権行使の考え方

### 当社の議決権行使に関する基本方針

#### 中長期的な株主利益の最大化

当社はステewardシップ責任を果たす上で、議決権行使を最も重要な取組みの一つとして位置付けており、議決権行使を通じて、中長期的な株主利益の最大化を目的とした経営、および適切なガバナンスの下で、環境・社会にも配慮した経営を行うよう企業に求めています。

#### 議決権行使とエンゲージメントの一体化

当社では、あらかじめ議案種別ごとに定めた議決権行使基準に基づき議案の判断を行います。単に形式的に判断するのではなく、投資先企業とのエンゲージメントに基づいて賛否判断を行うことを重視しております。エンゲージメントを議決権行使に反映させた事例については、次ページで紹介しています。

また、法令違反等の不祥事や株主資本効率が低位にある場合など株主利益の中長期的な最大化を図る上で、慎重な判断を行う必要があることも考えられるため、適切に審議を行う態勢を構築しています。

#### 利益相反等の適切な管理と議案の審議

議決権行使をはじめとしたステewardシップ活動全般に関する事項について、審議、報告を行う機関として「責任投資委員会」を設置しています。責任投資委員会では、利益相反の観点で最も重要な議案等の審議を行います。

また、責任投資委員会の下部組織として設置した「議決権行使部会」では、当社の基準に基づき重要と判断された議案（利益相反の観点で最も重要な議案を除く）の審議を行っています。

## 議決権行使とエンゲージメントの一体化

### 収益性改善の取組みを議決権行使に反映

投資先企業との対話では、企業が適正な価値を生み出しているか否かを重要視しています。資本提供者に対し適切な利益を創出できているか、つまりROIC（投下資本利益率）がWACC（加重資本コスト）を上回ることが、ポイントであると考えています。私たちのチームでは、企業が利益を創出できていない場合に、自社株買いなどによる短期的なROE改善を促すのではなく、要因を詳細に分析した上で利益改善に向けた施策に関して企業とエンゲージメントを実施しています。

私の担当する電子部品A社は、業績低迷を主因に取締役選任議案が当社の議決権行使ガイドラインに抵触していたものの、エンゲージメントを通して収益性の着実な改善が見込めると判断し、実際の行使は賛成としました。A社とは、2014年の社長交代を機に、改めて成長分野への投資を含めた収益改善への取組みや資本効率改善について意見交換を実施し、問題意識を共有するに至りました。その後マネジメントは、社員の意識改革や生産ラインの見える化・自動化などに着手し、全社一丸となって収益改善に努めました。不採算部門については、撤退もしくはその技術をベースに成長分野への展開を図り、製品値上げも実施した結果、2014年の社長就任時に9%であった営業利益率は2018年時点で19%と大幅に改善しています。余剰資金についても株主還元を行うなどでROE水準の着実な改善が視野に入っています。

中長期的に利益を創出するためには、事業ポートフォリオの見直しや、短期的な利益を犠牲にした先行投資を行うことが必要になります。明確に収益性改善を図っていると判断される企業に対しては、形式的な基準に基づいて議決権を行使するのではなく、エンゲージメントを通して企業の実情を踏まえた賛否判断を実施しています。



株式会社運用グループ  
ファンドマネジャー  
岩本 誠一郎

### 取締役会の実効性を上げる議決権行使

エンゲージメントを議決権行使に反映させた事例として、社外取締役の出席率基準に抵触した企業に対する当社の対応をご紹介します。

多くの機関投資家は、社外取締役の再任議案に対する賛否判断にあたり、当該候補者が経営をチェックする役割を適切に果たしているかを確認することを目的に、前事業年度での取締役会などへの出席状況を判断基準に組み込んでいます。その際に用いる閾値として、当社を含めてほとんどの運用機関が「75%未満」とおいて運用していましたが、当社は昨年、以下の理由からその閾値を「85%未満」に引き上げました。

- 本来、100%の出席が望ましく、「75%未満」という基準は、望ましい水準から大きくかい離
- 出席率75%未満の社外役員は全体の1%未満であり、当該基準は閾値として形骸化

当社が判断基準の閾値を引き上げた結果、その基準に抵触する候補者が増加しましたが、当社基準に抵触した再任候補者を提案した企業とのエンゲージメントの際には、主に下記の3点を確認しています。

- 欠席理由の妥当性（兼職先が忙しいなどは妥当性に欠けると判断します）
- 過去の出席状況（前々事業年度、さらにそれ以前の出席状況など）
- 今後の改善策（改善に向けた取組み・工夫など）

これらの情報を確認した結果、当社の出席率基準への抵触に斟酌すべき内容があり、今後の出席率改善が十分に期待できると判断した場合には、再任に賛成します。

当社が出席率の水準を引き上げた背景には、企業価値向上に向けて社外取締役に対する役割期待がますます高まっており、取締役会等に十分出席できる人物を選任して欲しいという考えがあります。こうした我々の思いをエンゲージメントや議決権行使を通じて企業に伝えていきたいと考えています。



議決権行使担当者  
牧野 隆之

## 議決権行使ガイドライン及び議案判断基準

当社では、議案種別ごとに議決権行使基準（議決権行使ガイドライン及び議案判断基準）を定めており、同基準に基づいて公正に議案判断を行っております。

当社の議決権行使ガイドライン及び議案判断基準\*については、当社のホームページをご覧ください。

\* 議案判断基準：http://www.am-one.co.jp/img/company/16/guideline201904.pdf

## 今年度の改訂内容（2019年4月総会企業より適用開始）

### 取締役の選任議案

業績チェックのうち、以下のいずれかに該当し、合理的な理由が認められない場合、3年以上在任した取締役の再任に原則反対。ただし、監査等委員である取締役は除く。

- ① 3期連続赤字かつ3期連続無配
- ② 資本の額が前期比で50%未満
- ③ 債務超過
- ④ 3期連続で東証一部上場銘柄のROE下位1/3分位未満に該当する企業  
ただし、過去3期ROEの平均値が5%以上の場合は除く
- ⑤ 3期連続でネットキャッシュ比率が25%以上、東証一部上場企業のROE1/2分位未満、PBRが1倍未満

当社は、日本市場全体の課題である『収益性の底上げ』を目的に、議決権行使の議案判断基準に「3期連続で東証一部上場銘柄のROE下位1/3分位未満に該当する企業の取締役選任に反対」という基準を導入していました。

ここ数年、投資先企業が資本生産性をより意識した経営に取り組むようになったことで、東証一部上場企業のROEの水準が大きく改善しました。当社がROE基準の閾値としている「東証一部上場企業のROE下位1/3分位」の水準は6%超まで上昇しています。その結果、ROEが低い企業の中では、その水準を達成することはハードルが高く、エンゲージメントにより改善を促すことが難しくなってしまうケースも散見されるようになりました。

このため、当社のROE基準を満たすのは難しいものの一定水準を満たしている場合には反対対象から除外するとの運営とすべく、「ただし、過去3期ROEの平均値が5%以上の場合は除く」との記載を追加しました。「5%」という水準については、投資家が上場企業に期待する最低限度達成すべき資本生産性の水準として適切な水準であるとともに、エンゲージメントの実効性も損なわない水準であると判断したものです。

## 議決権行使におけるエンゲージメントの着眼点

当社では、以下の着眼点を踏まえてエンゲージメントを実施します。中長期的な株主利益の最大化に向けた実効性のある議決権行使となるよう、議決権行使基準の見直しも検討します。

### 取締役会等のあり方

取締役会、監査役会が、その求められる役割を果たすに相応しい体制となっているか、形式を充足するだけでなく、実効性が確保されているかを、以下のような点について確認させて頂きたいと考えています。

- 取締役会に経営執行を外部的目からチェックする役割が期待される社外取締役が含まれているか
- 多様性（スキル、国際性、ジェンダー）が確保されているか
- 社外役員に対しては、独立性確保の観点から適切な在任期間が設定されているか、また社外役員の間で在任期間のバランスが考慮されているか
- 取締役の選解任について透明性のあるプロセスが構築されているか

### 取締役のスキルマトリックスをわかりやすく開示している好事例（株式会社 荏原製作所）

取締役	氏名	職名	所属	年齢	性別	国籍	学歴	経歴	専門分野	スキルマトリックス
1	前田 英一	取締役 代表執行役社長	代表取締役	58	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
2	渡辺 武典	取締役 執行役専任 副社長兼取締役	執行役専任	55	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
3	宇田 友之	取締役 執行役専任 常務取締役	執行役専任	52	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
4	藤田 文雄	取締役 取締役会長	取締役	62	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
5	藤原 晋	取締役 取締役副会長	取締役	59	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
6	山崎 勲	取締役 取締役副会長	取締役	57	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
7	大塚 金之	取締役 取締役副会長	取締役	56	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
8	藤本 武雄	取締役 取締役副会長	取締役	54	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
9	西田 裕子	取締役 取締役副会長	取締役	53	女	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
10	藤本 健治	取締役 取締役副会長	取締役	52	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎
11	渡村 修一	取締役 取締役副会長	取締役	51	男	日本	東京大学	荏原製作所	経営	◎◎◎◎◎◎

(出所) 株式会社荏原製作所 第154期株主総会招集通知

社外取締役の割合や多様性を確認する際には、以上のようなスキルマトリックスがあると企業との対話をより有効にできると考えています。

### 資本効率（剰余金処分）

資本効率については、中長期的な株主価値最大化の観点から、以下のような点について確認させて頂きたいと考えています。

- 自社の資本政策についての考え方を開示し、その考え方に沿った施策が実行されているか
- 自社の事業遂行上の資本コストを把握した上で、適切な資本政策を打ち出しているか
- 自社の成長ステージに応じて、適切な株主還元策を打ち出しているか

### 支配株主

少数株主の権利が阻害される可能性が高いことから、以下のような点について確認させて頂きたいと考えています。

- 支配株主に対しては、子会社等を上場することの意義・必要性についての十分な説明
- 子会社等に対しては、少数株主の権利を確保するガバナンス体制が構築されているか

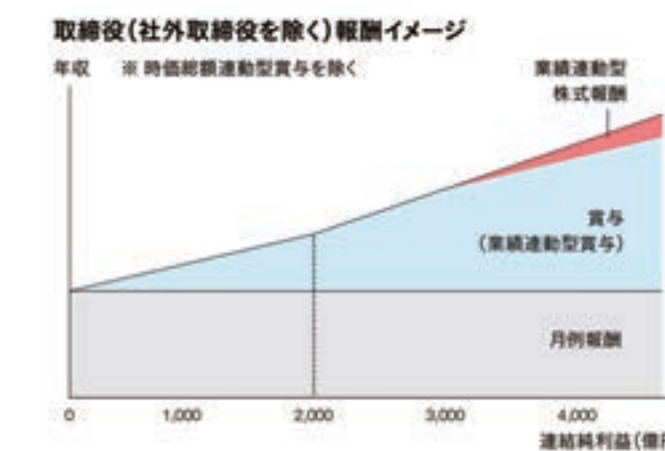
### 役員報酬

役員報酬は、企業の中長期的な企業価値向上を後押しするインセンティブとして機能することが望ましいと考え、以下のような点について確認させて頂きたいと考えています。

- 中長期的な株主利益と連動するスキームとして、固定報酬、変動報酬（株式報酬含む）の構成
- 報酬委員会等における合理的な決定プロセスの有無
- 報酬と企業価値向上の関係性
- 過度な報酬の場合の金額の妥当性

右図の事例は、報酬の種類、内容、限度額に加えて算定式をわかりやすく提示するなど、「企業価値向上と連動した透明性の高い報酬制度」を強く意識した開示になっており、有効な対話材料になると考えます。

### 業績と報酬の連動性をわかりやすく開示している好事例（伊藤忠商事 株式会社）



(出所) 伊藤忠商事株式会社 統合レポート2018





## 東京と海外拠点との連携により グローバルなESG課題解決に貢献

### 海外拠点との連携

当社は、ロンドン拠点（Asset Management One International）にESG専担の責任投資スペシャリストを配置しており、欧米ESG動向の調査や、欧米企業へのエンゲージメントを実施しています。また、東京のESGアナリストと、ロンドンの責任投資スペシャリストとの協働を通じて、グローバルな観点での社会課題解決と企業価値向上に取り組んでいます。

当社は、日本だけでなく、2018年12月にスチュワードシップ原則およびコードの発祥地である英国のスチュワードシップ・コードも受け入れることを表明しました。当社が、英国財務報告評議会(FRC)に提出したスチュワードシップ・コードの取組方針書（Code statement）は、FRCから最上位（Tier1）の評価を得ています。当社は、英国スチュワードシップ・コードに定められた原則の精神・趣旨に沿ったスチュワードシップ活動をグローバルに行ってまいります。

英国の責任投資スペシャリストは、英国等の規制当局や現地のグローバル投資家と定期的にコーポレートガバナンスやスチュワードシップ活動について幅広い議論を積極的に行っており、内容は以下の通りです。

#### 英国の責任投資スペシャリストによる英国等の規制当局等に対するスチュワードシップ活動ハイライト

英国The Investment Association (IA)と英国財務報告評議会（FRC）が主催した投資家スモールミーティング	7月に公表された2018年改訂版の英国コーポレートガバナンス・コードとその効果的な実施、及び策定中のスチュワードシップ・コードの改定案についての議論に参加しました。
FRCの投資家ラウンドテーブル	機関投資家を中心に英国スチュワードシップ・コードの改定案に関する意見を求めるラウンドテーブルに参加しました。また、その後もコード改定案についてFRCへ当社としての意見を提出しました。
FRCの財務報告ラボと個別ミーティング	環境レポートのプロジェクトに参加し、日本の経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を紹介し、投資家の観点から企業の環境報告に関する意見を述べました。
IAのサステナビリティと責任投資委員会	2018年4月に発足した同委員会のメンバーとして、EUサステナブルファイナンスやESG投資・スチュワードシップ等の政策イニシアティブと取組みに対し、投資家の観点から議論に参加しました。
FRCの企業報告に関するアドバイザーグループ会合	同アドバイザーグループの委員として、英国における企業開示と年次報告に関して、規則と実践双方の観点から活発な議論に貢献しました。
IAの企業報告と監査に関するワーキンググループ会合	同ワーキンググループの投資家メンバーとして、主な監査法人と市場規制当局等も含めて、英国における監査制度と企業監査の質の向上を中心とした議論に参加しました。

## グローバルイニシアティブへの参画


PRI（責任投資原則）から高評価を獲得しているほか、他のグローバルイニシアティブにも積極的に参画し、海外の他の投資家とも連携しながら、最新の動向を踏まえて、グローバルなESG課題への取組みを進めています。

### PRI（責任投資原則）への署名

PRIとは、2006年にアナン元国連事務総長が公表した6つの原則です。原則では、機関投資家がESG（環境・社会・企業統治）の課題を投資の意思決定に取込むことが提唱されています。

2018年のPRIアセスメントの結果は右図の通りであり、戦略及びガバナンスについては、A+という最高評価を獲得しています。

#### PRIのアセスメントの結果

Signatory of:  Principles for Responsible Investment	
	2018年
戦略及びガバナンス	A+
上場株式における責任投資への統合状況	A
上場株式におけるアクティブ・オーナーシップ	A+
エンゲージメント	A+
議決権行使	A

### ICGN（国際コーポレートガバナンスネットワーク）への加盟

ICGNIは、コーポレートガバナンス改善・推進を目的として世界の投資家等により構成される団体です。当社は、ICGNのグローバル・スチュワードシップ原則へ賛同しており、2019年に東京で開催される年次総会のスポンサーとなるなど、ICGNの活動をサポートしています。



### ACGA（アジアコーポレートガバナンス協会）への加盟

ACGAは、アジア12ヶ国における効果的なコーポレートガバナンスの実施・促進のため創設された団体です。当社はグローバルの投資家と連携しながら、アジア企業のコーポレートガバナンス向上に取り組んでいます。



### モンリオール・カーボン・プレッジへの賛同

モンリオール・カーボン・プレッジに賛同した機関投資家は、自らが運用する一部または全ての株式ポートフォリオの温室効果ガスの排出量を把握し、開示しています。当社が運用する全てのファンドの保有株数（2018年10月末時点）に基づき算出した温室効果ガス排出量は、約2,800万トンとなります。当社は今後も定期的に温室効果ガス排出量の集計値を公表する予定です。



### Climate Action 100+への参加

世界で温室効果ガス排出量の多い企業に対してグローバルの投資家が連携してエンゲージメントを行うイニシアティブです。当社は、2017年12月のイニシアティブ発足当初より参加した数少ない日本の運用機関の一つです。東京のESGアナリストと海外拠点のアナリストが連携して参画しています。



#### エンゲージメント事例：Rio Tinto（英国、資源セクター）

海外投資家と連携した協働エンゲージメントに数回参加。新任の取締役会議長（独立社外取締役）とのミーティングにおいて、公表した気候変動レポートの内容及び2℃シナリオにおける同社事業への影響等について確認しました。2020年以降のターゲットについては現在検討中とのこと。同レポート等において同社は十分に気候変動に対する取組みを行っていることが示されており、投資家との意見交換にも積極的に対応していると評価しています。

## 英国コーポレートガバナンス・コードの改定

英国財務報告評議会（FRC: Financial Reporting Council）は、2018年7月16日に英国コーポレートガバナンス・コード(以下、英国CGコード)の改定版を公表しました。改定版英国CGコードは、2019年1月1日以降に開始する会計年度から適用されることとなります。また、FRCはこの英国CGコードを補完する意味合いも込めて、「取締役会の実効性」と題されたガイダンスをアップデートし同時に公表しました。2018年6月1日に改訂された日本のコーポレートガバナンス・コードの実践に向けて、参考となる重要なポイントについてご紹介します。

### ポイント

POINT  
1

**従業員を含む幅広いステークホルダーへの配慮：**幅広いステークホルダーの利益を取締役会が考慮する必要性を明文化。また、取締役会が従業員の意見を反映させる仕組み（従業員代表の取締役選任や従業員諮問パネルの設立等）の導入を推奨。

POINT  
2

**企業風土の強化：**取締役会が事業戦略をその企業の価値・理念（Corporate Value）と一致させ、中長期的な価値創造に繋がるような健全な企業風土（Corporate Culture）を構築することの重要性を強調。

POINT  
3

**取締役会のリーダーシップ：**取締役会刷新の必要性や後継者計画の策定、取締役会の多様化など、指名委員会の役割強化を強調。取締役会議長は、取締役就任後9年以上務めるべきではないとされる一方、comply-or-explainのアプローチも認められる。

POINT  
4

**役員報酬：**株式報酬について権利確定期間を5年以上に延長すべきと推奨。また、報酬委員会では、数式や形式だけにに基づくパフォーマンス報酬の決定方法を採用すべきではないこと、及び役員報酬を決定する際には従業員の報酬をも考慮すべきであることを説明。

## 英国スチュワードシップ・コードの改定

FRCは世界的な金融危機を背景に2010年にスチュワードシップ・コードを制定し、2012年の改訂を経て、今年1月末に新たな改定案を公表しました。この改定案に対するパブリックコメントを募集した後、7月中に最終版を発表する予定です。公表された改定案のポイントと日本におけるスチュワードシップ活動への示唆をご紹介します。

### ポイント

POINT  
1

**大きく変貌するコードの構成と活動内容：**従来コードの7原則から、5項目・10原則へ改定される予定。実践についてのガイダンスの公表も検討されている。署名機関は、従来提出していた自社の取組方針書に加え、年次活動報告書の公表により、スチュワードシップ方針に沿った活動内容と結果の開示が新たに求められる。

POINT  
2

**「指針条項」の導入：**各原則（Principles）に加えて、アセットオーナーと運用会社それぞれに対し指針条項（Provisions）が導入された。サービスプロバイダー（投資コンサルタント、議決権行使助言会社等）に対しても、新たに4原則と指針条項を公表。

POINT  
3

**ESG要素への考慮と取組み：**投資アプローチ項目の中に、投資の観点から見た気候変動を含む重要なESG要因と課題への取組みを明記。

POINT  
4

**適用資産の拡大：**スチュワードシップ活動の適用資産は、上場株式のみならず、債券やインフラ投資、オルタナティブ投資など幅広いアセットクラスも対象になるべきと明記。

### 日本への示唆



Karin Ri  
責任投資スペシャリスト  
(在ロンドン)

- 各「指針条項」に注目した形式的な取組みを避け、「主要原則」の趣旨・精神（Spirit）を深く理解し、実践することの必要性を改めて強調しています。これにより、企業・株主間における対話がより有益になることが期待されます。
- 各「指針条項」に対しては、企業独自の事情を踏まえたcomply-or-explainが認められます。その際には、企業の取組みが、コード原則の趣旨・精神に従っており、しかも効果的であるという合理的な説明が必要ですが、日本ではこの点への理解が十分に進んでいないと考えます。
- 今回の改訂では、主に英国における「株主優位主義」に対する懸念を反映しています。日本では、株主の地位が相対的に低く、役員の成果報酬に占める株式の割合も比較的低位にとどまっています。そのため、資本コストを意識した経営が定着しておらず、英国とは異なる方向性で課題を論じるべきと考えます。
- 上記の4つのポイント全てにおいて、FRCは取締役会と各委員会（指名委員会、報酬委員会）が果たすべき役割・説明責任を強調しています。例えば、株主総会で会社提案への反対票が多い（20%超）場合に、取締役会がその背景を把握した上で、対応策を開示する必要があります。日本においても、さらなる取締役会の実効性向上が求められるでしょう。

- FRCは2018年から投資家・実務家を中心に多くの議論を行い、スチュワードシップ活動の実践上の進展を踏まえて改定案を作成してきました。インベストメントチェーン全体にわたって、スチュワードシップ責任と活動を効果的に遂行することの重要性を改めて強調した点が大きな特徴です。アセットオーナーと運用会社、及びサービスプロバイダーが、それぞれの立場において持続的な価値創造に向けて重要な役割を果たすことが期待されています。
- 主要項目の下に「原則」と「指針条項」を置くことによって、原則の趣旨・精神を満たすこと(apply and explain)の必要性を強調し、昨年改定された英国CGコードとの整合性も示されました。また、「指針条項」に関しては、各署名機関の取組みに柔軟性を与えるためにcomply-or-explainを採用し、スチュワードシップ活動の結果と効果がより重視されています。
- 機関投資家に対し、組織自身の目的・戦略・価値観・文化についても開示を求めています。これは、形式的な取組みではなく、スチュワードシップ責任に対し組織全体の包括的なアプローチ及びそれを支える戦略と組織文化が重要であることを示唆しています。
- スチュワードシップ活動を評価するにあたっては、今回のコード改定により必要となる年度活動報告書の公表だけでは十分ではなく、それぞれの顧客に対する説明責任とコミュニケーションが引き続き重要なポイントとなると考えます。



常務執行役員  
運用本部共同本部長  
青木 信隆

## 当社の特徴を生かした 多彩なESGインテグレーションの実践

### 運用会社にとってのESG

社会の持続可能な発展に向けて、ESGをどのように投資へ活用していくかということは運用会社にとって非常に重要なテーマになっています。

当社では、「社会課題の解決なき企業価値向上に未来（サステナビリティ）はない」との考えのもと、企業は中長期的な視点で環境問題や社会問題へ積極的に取り組むことが必要であると考えています。社会の主要な構成要素である企業が本業を通じて社会課題の解決に取り組むことにより、社会の持続的な発展がもたらされると同時に、中長期的な企業価値向上が図れると考えるからです。また企業がそれを実現するためには、強固なコーポレートガバナンスが前提になることから、ガバナンスが重要であることは言うまでもありません。

当社は、投資を通じて社会課題を解決し、よりよい生活

の実現に向けて尽力する企業を応援し、企業の事業活動へ実際に変化をもたらすことで、社会の持続可能な発展に向けた好循環の実現に貢献したいと考えます。すなわち、社会にインパクトを与えるとともに、お客様の中長期的な投資収益を拡大させることが、当社の運用会社としての最終ゴールであると認識しております。

今回、「アセットマネジメントOneのESG投資への取組み」（3・4頁参照）を定めました。これは、当社のESG投資への基本的な考え方を示したものです。投資先企業の事業リスク抑制の観点のみならず事業機会拡大の観点も踏まえ、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）を重視して、企業分析や投資判断を行うという形で、企業や社会の持続的成長に繋げていく旨を明示しています。

中長期的な投資収益拡大に繋げていきたいと考えております。

今後とも、ESG関連プロダクトの高度化やラインナップ充実などに一層注力してまいります。アセットマネジメントOneの取組みにご期待ください。

### 当社の具体的な取組み

次ページ以降では、当社が株式や債券の様々な戦略において、いかにしてESGを投資に活用し、実際のプロダクトとして提供しているかをご紹介します。多様なプロダクトをご用意させて頂くことを通じて、持続可能な社会の実現に向けて社会にインパクトを与えるとともに、お客さまの

## ファンドマネジャーが語るESGインテグレーション 株式アクティブ（ジャッジメンタル）

### 急増するESGインテグレーションへの ニーズ

投資判断においてESG要因を考慮することは、今や運用機関にとって不可欠となっていますが、最近では年金基金や金融機関のお客様から、より積極的に社会にポジティブなインパクトがある企業へ投資することや、投資先企業に対して財務・非財務面の評価改善を促すことを求められることが増えてきました。

アセットマネジメントOneでは、そのような声に応えESGへの取組評価をより直接的にファンドのリターンに結び付けるべく、ジャッジメンタルなアプローチを用いた2つのファンドを提供しています。

### 社会的課題解決による 利益成長に注目

1つ目は、ESGへの取組評価が高だけでなく、社会的課題への取組を通じた利益成長が見込める企業に投資する社会課題解決型のファンドです。この手法を採用することにより社会的貢献と企業価値向上の関係が明確になり、安定的なパフォーマンスの獲得と社会的課題解決への貢献を同時に達成できると考えています。具体的には気候変動や貧困・格差対策等7つの課題に注目しています。

例えば気候変動に関しては、パリ協定で求められた二酸化炭素削減への貢献は企業にとって重要な事業機会であり、再生エネルギーに貢献する企業や省エネに貢献する企業に注目しています。

### 注目している社会的課題



### エンゲージメントを通じた 企業価値向上に注目

もう1つは、ESGへの取組改善によって収益の拡大や市場評価の改善が期待できる企業へ対話を行うことにより、その改善を促すエンゲージメント型のファンドです。

企業価値に強く影響すると考えられるESGの課題は多数存在しており、企業によっては課題に対する取組みを改善することにより市場の評価を引き上げることが可能です。例えば、環境課題やその他社会課題の今後の事業への影響が懸念されている企業が、適切な対応を情報発信することにより懸念を解消したり、将来性の高い事業への選択と集中が進まず低収益が続く企業が、取締役会の実効性を高めることで、投資効率を向上させることなどが考えられます。当社では独自のテーマや外部評価機関の評価を基に重点対話先を選定し、継続的なエンゲージメントを行っています。

### ESGファンドの運用を通じて お客様のニーズに応えます

2014年のスチュワードシップ・コード制定とその後2017年の改訂以降、年金基金をはじめとしたお客様のESGへの関心は一段と高まってきました。今後も、ESGが企業や社会にもたらす変化に着目したファンドの運用を通じて、お客様の期待に応えていきます。



株式運用グループ  
ファンドマネジャー  
矢野 淳一郎

## ファンドマネジャーが語るESGインテグレーション 株式アクティブ(クオンツ)

### 企業の中長期的な成長を 客観的に評価するESGモデル

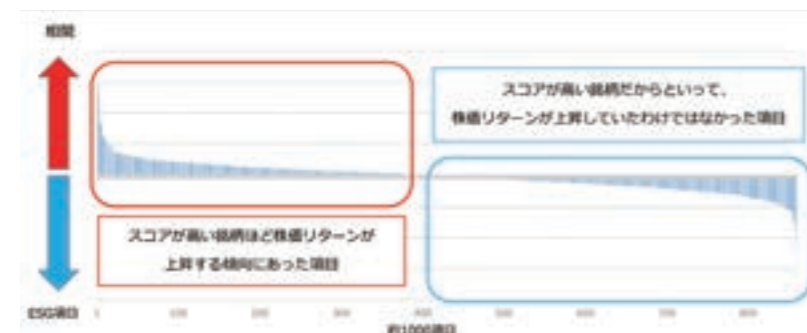
ESG投資と言ってもその目的は投資家によって様々ですが、大きく次の3つに分類されると整理しています。すなわち、(1) SRI投資の流れを汲んだESG投資(2) 市場全体のベータの底上げを目的としたESG投資(3) 中長期的な企業価値向上に着目したESG投資、です。この中で、我々のESG投資は(3)を目的としており、定量的アプローチによりESGの観点から企業の中長期的な成長を評価するESGモデルを開発し、そのスコアに基づくアクティブ運用を行っています。

我々は、ESGデータを基に分析を行いますが、その項目は多岐にわたります。環境を例に挙げると「リサイクル」、「脱炭素」、「水資源」、「環境会計」等多くのテーマがあり、ESG合わせて1,000項目程度に上ります。こちらを国内企業約1,300社、10年分の過去データを基に、ESG各項目とリターンとの関係を全ての項目について調べます。そして、長期的にリターンの予測ができると期待される項目のみを用いてESGモデルを構築し、そのESGスコアに基づいて運用しています。このような定量分析では、網羅性、客観性、一貫性が期待できるという大きな特徴があります。

### ESG投資は定量分析が 生かされやすい分野

お示したグラフは、2010年4月から2019年3月の各月

#### ESG項目と株価の順位相関 (2010年4月~2019年3月の平均値)



株式運用グループ  
ファンドマネジャー  
立石 幸嗣

でESGの細項目のスコアと個別銘柄の月次リターンの順位相関を算出し、その期間平均を棒グラフにしたものです。左から右に相関が低くなるように項目を並べており、左ほど「スコアが高い銘柄ほどリターンが高い」という傾向が確認された項目になります。

このグラフから、ESG項目のうちリターンの予測力がある項目は全体の3割程度にとどまること、一方で、極端に予測力が高い項目も見当たらず数十項目を評価するだけではリターンの予測は難しいという傾向がわかります。このような特性は、ESG投資は定量分析が生かされやすい分野の一つであることを示すものです。

### フォワードルッキングな観点を ESGモデルに導入

また、どのようなESG投資にも共通することですが、企業価値向上の観点から着目すべきESG情報は、時代とともに変化することに留意する必要があります。例えば、ESGモデルに導入している働き方改革や国連の掲げるSDGsへの企業の取り組み等の要素も、フォワードルッキングな観점에서変化に織り込んでいくことが重要になります。

さらに、ビッグデータ時代において、ESGの評価に新たに活用できる可能性のあるデータも出てきています。これらを積極的に活用しながら、今後も継続的にESGモデルを進化させ、ESGの観点から企業の成長を捉えていきたい、我々の挑戦は今後も続きます。

みずほ第一フィナンシャル  
テクノロジー(株)  
投資技術開発部 副部長  
日尾 泰子

## 国内債券アクティブ運用におけるESGの取組み

### インテグレーションとエンゲージメントの 2つの手段を通して、信用力判断の プロセスにESGを組み込みます

国内債券の運用において、責任ある投資家としての社会的責務の遂行と中長期的なリターンの拡大を目指し、ESGの視点を投資プロセスに組み込んでおります。信用力分析において、ESG評価を組み込むインテグレーションと、エンゲージメントによる企業への働きかけの2つの手段を通じて、ESGを投資分析及び投資決定に、明示的かつ体系的に組み込んでおります。

### 徹底的な発行体リサーチを生かし、 ESGへの取組みを推進します

当社のクレジット運用の最大の強みは、経験豊富な専任のクレジットアナリストによる徹底的な発行体リサーチにあります。課題抽出と取材での確認、密度の高い発行体とのコミュニケーション等を通じて得られた定性的な非財務情報を定量的な財務指標分析に加味し、信用力分析を実施します。

インテグレーションについては、当社クレジットアナリストが独自に、発行体の信用力への影響・社会的なインパクト、想定される時間軸等に応じて、ESGの評価を付与し、ファンドマネジャーとクレジットアナリストで議論し投資判断に反映させていきます。評価の付与に際しては、ESGアナリスト等のエンゲージメント情報、外部ESG情報ベンダーといった社内外のESG情報等も活用します。

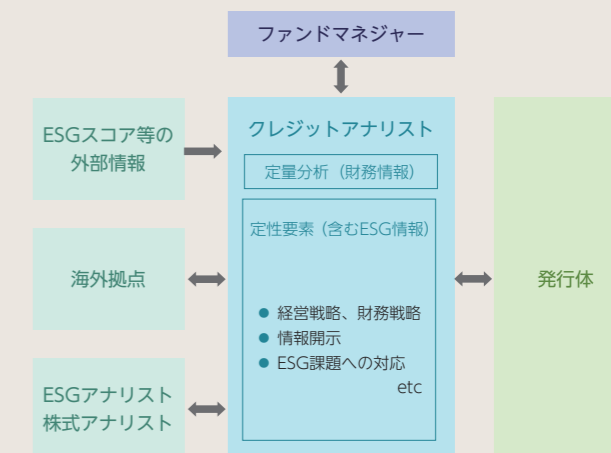
エンゲージメントについては、信用力分析の過程で浮かび上がったESG課題について、発行体と共有し改善を促していきます。債券のエンゲージメントについては、議決権という直接的な権利行使手段を有していないという課題はありますが、財務の安定性といったリスクの観点、企業の

持続可能性向上・競争力強化といったリターンの観点の双方から、綿密な信用力・市場分析を背景とした発行体との双方向でのコミュニケーションを進めていきます。ESGアナリスト、株式アナリストと、連携しつつ、債券特有の観点に重点を置き取り組んでいきます。

### ESGをテーマとした、プロダクトの ご提供を進めていきます

2017年8月より、機関投資家向けにESG評価を投資判断に組み込んだファンドの提供を開始しました。当ファンドは、当社のリサーチ力、ESG投資ノウハウ、議決権行使データにみずほ第一フィナンシャルテクノロジー社によるESGデータ分析モデルを融合させ、ESGの観点から高リスク銘柄への投資を避けることにより、ダウンサイドの低減と安定的なリターンの獲得を目指しています。

今後も、お客様のESG投資へのご関心の高まりにお応えするため、ご提供プロダクトの拡充を進めていきたいと考えております。





責任投資部長  
寺沢 徹

## スチュワードシップ活動とESGインテグレーションへの取組みをさらに推進します

当社では責任投資部を中心にして、豊富な経験を持つアナリストや議決権行使担当者が、投資先企業の中長期的な企業価値向上を目的として、この一年間少しでも質を上げるべく努力を重ねながら「スチュワードシップ活動」を推進してまいりました。2016年秋の当社発足から昨年までは、「立上げステージ」として責任投資体制の基盤作りに注力しました。本レポート対象となるこの1年は、さらなる「展開ステージ」入りを意識し、投資先企業のみならず政策当局や大学など多方面との対話の実施、エンゲージメントの管理運営の刷新、議決権行使体制の充実など、これまでに本レポートでお示しさせて頂きました通り、多岐に渡る活動を前に進めてまいりました。その自己評価の概要は次頁に記載しております。

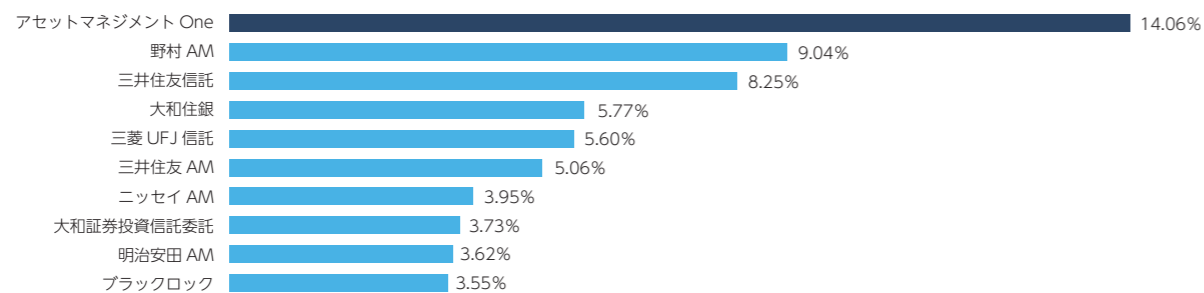
PRIのアセスメントでは、2018年は主要3項目のうち2項

目がA+、1項目がA評価を頂いておりました（32頁参照）が、本年は債券なども含め多くの項目での評価向上が見込まれております。また、国内の投資先企業対象に実施したエンゲージメント活動に関する評価（みずほ総合研究所）においても、7項目のうち「事前準備」「訪問頻度」「エンゲージメント活動」「ESGへの対応」「投資行動への対応」の5項目でトップを獲得、総合評価においても非常に高い評価を頂きました。

加えて、アセットオーナーの皆様からも直接高い評価を頂く機会が増え、非常に大きな励みとなっております。

今後も、エンゲージメントや議決権行使、多方面との連携や対話などのスチュワードシップ活動をさらに拡大発展させるとともに、ESGインテグレーションへの取組みを進め、投資先企業の持続的な成長に貢献してまいります。

### 総合評価：運用機関が行うエンゲージメント活動に関する調査



※ 各項目について高く評価する運用機関名を最大3社回答、延べ回答数全体に対する比率で順位化

(出所) みずほ総合研究所 (2018年12月17日)

### 2018年度スチュワードシップ活動に関する自己評価

2018年度のスチュワードシップ・コードの原則・指針毎に自己評価（振り返り）を実施しました。アセットマネジメントOneは投資先企業の持続的な成長と企業価値向上を促すことを通じ、お客様の中長期的な投資リターンの拡大を図るべく、積極的にスチュワードシップ活動を実施しています。具体的な取組み内容は、以下の通りです。なお、スチュワードシップに関する活動の内容および自己評価につきましては、経営政策委員会として設置している「責任投資委員会」において妥当性の確認を実施しています。

#### 2018年度の課題 / 2017年度の振り返り (Plan)

- 社会の要請や外部環境の変化などを注視しながら、投資先企業が抱える課題を適切に把握。
- グローバルで温室効果ガス排出量が多い企業に対して、グローバルな投資家が連携してエンゲージメントを行うPRI主導のイニシアティブ Climate Action 100+への対応等ESG課題の解決を促す取組みを強化。
- コーポレートガバナンスに関連する法制度・諸規則の変更やそれらに対する議論を踏まえた議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準の適切な見直しを継続。議決権行使とエンゲージメントの一体化を推進。
- スチュワードシップ活動に係る年次報告の作成等、情報開示の強化。

#### 2018年度的主要な取組みと自己評価 (Do&Check)

##### 主な取組み

- 投資先企業を含む産業界はもとより、広く官公庁や大学研究者等産官学全てにエンゲージメント活動のフィールドを拡大し、広い意味でのインベストメント・チェーンの有機的な連携を通じたESGの普及と促進のための働きかけを強化しました。
- ESGに対する社会的関心・要請が一層具体化してきたことを受け、改めて独自の視点からESG課題を刷新し（19課題に細分化）、投資先企業毎の「問題意識（課題）」「目指す企業行動」「目指すゴール」をより明確にしました。また、パッシブ運用では、エンゲージメント活動の進捗や成果をより適切に把握・管理することを目的に、マイルストーン管理を従来の5段階から8段階へ細分化し、併せてマイルストーン管理ツールの高度化も図りました。
- 気候変動問題について、グローバルの投資家が連携してエンゲージメントを行うイニシアティブClimate Action 100+に発足時より参画し、ロンドン拠点のESGスペシャリストとも連携しながら、本年度は国内対象企業全10社を含め、海外企業に対してもエンゲージメントを実施しました。
- 責任投資部員が当社経営陣と通常のESGミーティング形式でエンゲージメントを実施し、スチュワードシップ活動の強化に向けた課題の洗い出しを行いました。その後策定した中期経営計画では、ESG/SDGsへの取組みをより明確化するとともに、気候変動に対する当社の取組みを対外的に示すため、TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース：効率的な気候関連財務情報開示を企業等へ促す取組み）への賛同を表明しました。
- スチュワードシップ・コードとともに企業価値向上の両輪をなすコーポレートガバナンス・コードの改訂を受け、改訂項目をより重視したエンゲージメントを実施するとともに、議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準を改定しました。
- 当社のスチュワードシップ活動をインベストメント・チェーン全体で広くご理解頂くため、年次報告書として「アセットマネジメントOne スチュワードシップ・レポート2018」を作成し、エンゲージメント活動に活用しました。

##### 自己評価

- 2018年度におけるスチュワードシップ活動に関しては、概ね適切に行われたと評価。

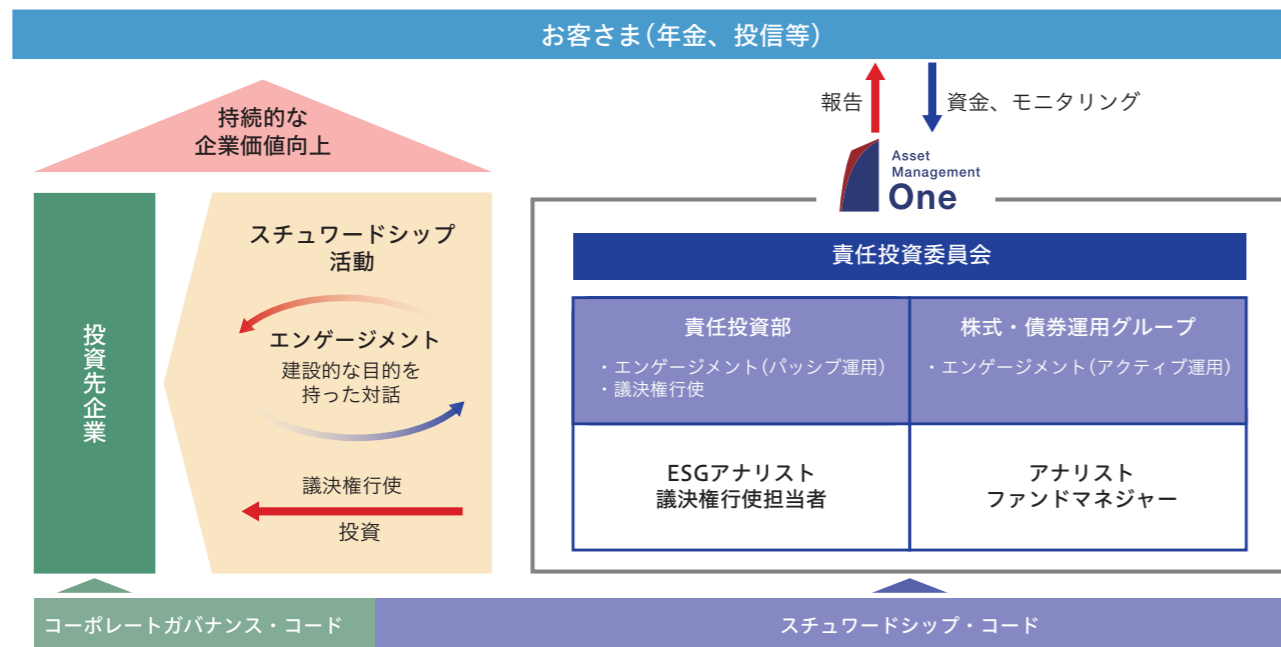
#### 今後の課題 (Action)

- 投資先企業の持続的な成長と企業価値向上を目的に、インベストメントチェーン各方面への働きかけを強化し、有機的な連携を深めながら効果的なスチュワードシップ活動を実施してまいります。
- コーポレートガバナンスに関連する法制度・諸規則の変更やそれらに対する議論を踏まえた議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準の適切な見直しを継続してまいります。また、当社ウェブサイトにおける議決権行使の賛否理由の説明の充実を図ってまいります。
- 日本版スチュワードシップ・コード対応スチュワードシップ活動報告書（通称「スマート・フォーマット」）の普及に努めるとともに、スチュワードシップ・レポート等報告内容のさらなる充実を図ってまいります。また、スチュワードシップ活動のさらなる高度化に向け、引き続き積極的に基盤整備を行ってまいります。
- 資産運用業務に関する経験豊富な人材の配置など継続的な経営資源の投入を通じ、社会・環境問題等中長期的な視点からの適切な課題把握に努め、投資先企業の持続的な成長と企業価値向上を促す取組みを継続してまいります。

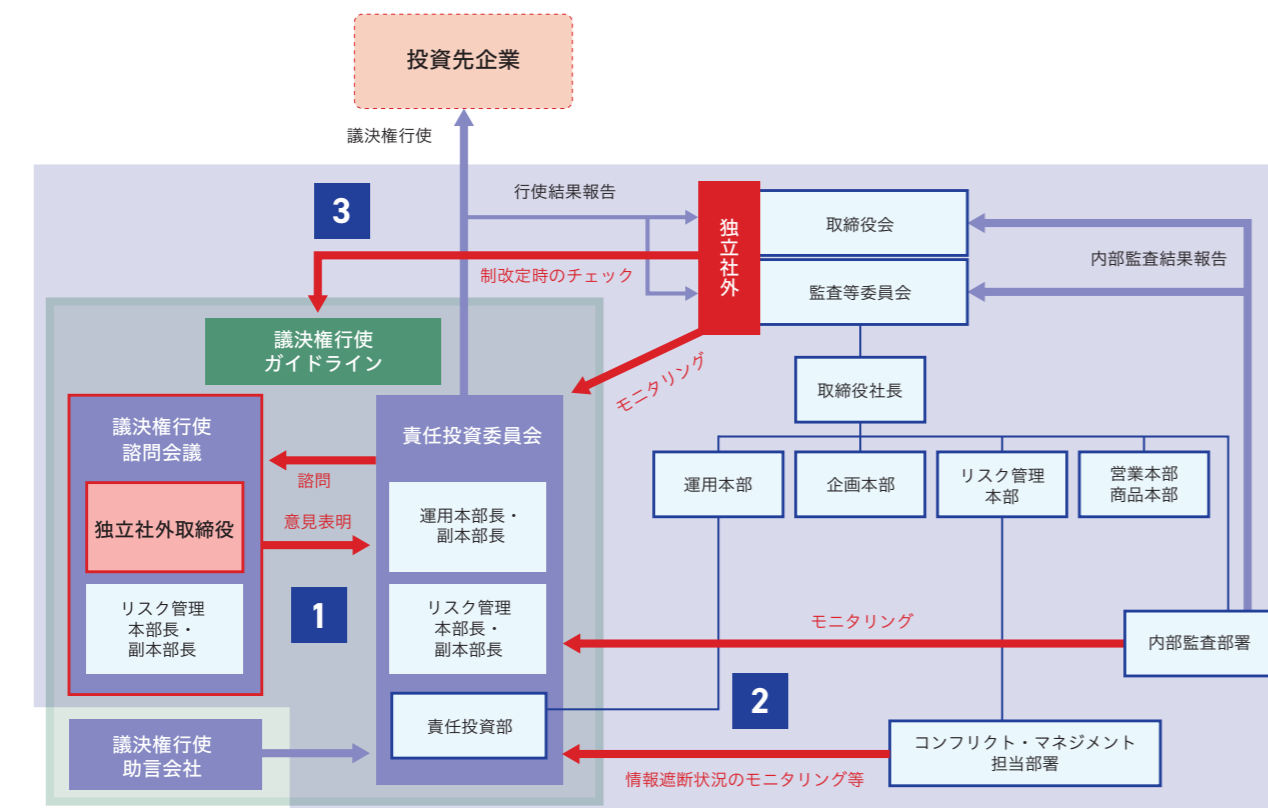
自己評価の詳細は、2018年度要約版 ([http://www.am-one.co.jp/img/company/15/20190528\\_stewardship\\_summary.pdf](http://www.am-one.co.jp/img/company/15/20190528_stewardship_summary.pdf))、

2018年度詳細版 ([http://www.am-one.co.jp/img/company/15/20190528\\_stewardship\\_details.pdf](http://www.am-one.co.jp/img/company/15/20190528_stewardship_details.pdf)) をご参照ください。

## 組織体制のご紹介



### 議決権行使に関する利益相反管理



- 1 利益相反の観点から、最も管理を徹底すべき親会社等の議案は、議決権行使助言会社に助言を求め、独立社外取締役が過半を占める議決権行使諮問会議に諮問し、責任投資委員会で審議を行った上で行使
- 2 利益相反の懸念に対する最も有効な管理方法として、議決権行使を担当する職員とそれ以外の職員の情報遮断に関する規定を新設し、情報授受状況をモニタリング
- 3 議決権行使ガイドラインと議案判断基準を制定し、それらに基づいて行使。ガイドラインおよび判断基準の制改定にあたっては、監査等委員会に報告後、責任投資委員会で審議を実施

## 当社のESGへの取組み

### 運用会社としての持続的な成長に向けて

中長期的に持続的な成長を目指す企業として、また、投資先企業に対してESG課題への取組みを促す運用機関として、当社自身のESG課題への取組みは欠かせません。資産運用会社にとっては人材が競争力の源泉であることから、当社自身のESG課題で最も重要なものは人材の確保・育成と考えております。そのため、真のプロフェッショナルが集い活躍し続ける会社を目指し、社員に対する適切な評価・処遇、高い専門性を意識した人材育成を実施するとともに、働き方改革、ダイバーシティ・インクルージョンへの取組みを通して、全社員が最大限の力を発揮できる職場を実現してまいります。

また、地球環境の持続性の観点から、気候変動への対応も重要な課題と認識しており、今年に入り、気候変動関連の国際イニシアチブであるTCFDに賛同するとともに、RE100に加盟しました。

### TCFD (Task Force on Climate-related Financial Disclosures)

TCFDは、金融システムが内包する気候変動リスクを把握するため、効率的な気候関連財務情報開示を企業等へ促すことを目的としたグローバルのタスクフォース。世界全体では金融機関をはじめとする700以上の企業・機関が賛同を表明しています。



### RE100 (Renewable Energy 100%)

RE100とは、事業で利用するエネルギーを100%再生可能エネルギーで調達することを目標とする国際イニシアチブで、150以上のグローバル企業が参加しています。



アセットマネジメントOne株式会社は、2016年10月1日にみずほフィナンシャルグループと第一生命ホールディングスの運用会社、資産運用部門の一部が統合して発足しました。

「投資顧問事業」と「投資信託事業」双方の事業領域を持ち、運用資産残高は約52兆円（2019年3月末時点）とアジア有数の規模を誇る資産運用会社で、その運用力は運用評価機関等から高い評価を得ています。

資産運用を通じて、お客さまのしあわせに貢献し、国内外の経済・社会の発展に寄与することを使命とし、2016年の統合と同時に専門部署として責任投資部を新設するなど、スチュワードシップ活動に積極的に取り組んでいます。

【株主】 **MIZUHO** [経済的持分比率：70%] [議決権保有比率：51%] **第一生命ホールディングス** [経済的持分比率：30%] [議決権保有比率：49%]



アセットマネジメントOne 株式会社

