

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

Asset Management One Stewardship Report 2018

# 沿革とスチュワードシップ哲学

1925年

みずほ信託銀行株式会社  
1925年：設立  
2003年：みずほアセット信託銀行と（旧）みずほ信託銀行が合併

1961年

新光投信株式会社  
1961年：設立  
2000年：新和光投信委託と太陽投信委託が合併

1964年

みずほ投信投資顧問株式会社  
1964年：設立  
2007年：第一勸業アセットマネジメントと富士投信投資顧問が合併

1985年

DIAMアセットマネジメント株式会社  
1985年：設立  
1999年：第一ライフ投信投資顧問、  
興銀エヌダブルユー・アセットマネジメント、日本興業投信の3社が合併

みずほフィナンシャル  
グループ



第一生命  
グループ

お客さま

国際  
イニシアティブ

2016

アセットマネジメントOne  
発足



豊かな実りある社会へ

教育・  
研究機関

官公庁

投資先企業

## 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。

# 新しい未来を創る 資産運用会社を目指します



社会の成熟にあわせて、資産運用会社に求められる役割期待も多様化していると考えます。短期的なりターンをただ追求していた時代から、例えば投資先の企業が社会的に正しい活動をしているか、そのガバナンスが中長期的に株主や社会のためになっているかをチェックする、そういった重要な役割も期待されるようになってきました。

20世紀の科学技術の進歩は大量生産を可能にし、豊かな社会を生み出した一方で、大量廃棄や汚染、格差の拡大など負の側面も同時にもたらしました。21世紀に入り、ますます顕在化する負の側面への問題意識の高まりから、社会は中長期的視野に立った持続可能な発展を評価するようになり、また、資産運用会社には持続可能な発展を前提とする中長期の運用が求められています。

10年後、20年後を考えると、先進国では少子高齢化が進むことで既存の社会インフラは変化を余儀なくされるでしょう。また、新興国で進む都市化は資源の枯渇を招く可能性が指摘されるなど、決して明るい未来が約束されているものではありません。一方で、AIに代表されるテクノロジーの進化が多くの社会課題を解決することが期待されています。資産運用会社には、新しい未来を創る主役となる企業への投資やエンゲージメントを通じて、企業価値向上と持続的な社会づくりを実現し、多くの人々が幸せを感じる新しい未来を切り拓く責任があります。

アセットマネジメントOneは、責任ある運用機関として投資先企業との建設的な対話や議決権行使、ESG（環境、社会、ガバナンス）を考慮した投資に積極的に取り組むことで、お客さまの中長期的なりターンの拡大と社会や経済の健全な発展に貢献し、新しい未来を創る資産運用会社を目指していきます。

取締役社長  
菅野 暁

# Contents



01 | 沿革とスチュワードシップ哲学

03 | トップメッセージ

05 | アセットマネジメントOneの強み

08 | 責任投資ハイライト



11 | アセットマネジメントOneが考えるESG

15 | エンゲージメントによるスチュワードシップ責任の履行  
19 対談 Live Engagement



25 | グローバルな資産運用会社として

27 | 議決権行使によるスチュワードシップ責任の履行

32 | スチュワードシップ活動に関する自己評価



Our Key Strengths

常務執行役員  
運用本部長  
栲田 明敏

## 資産運用業界のフロントランナーとして、 スチュワードシップ責任を果たす上での強固な体制を構築

高い専門性と豊富な経験を有する人材による投資先企業との多面的なスチュワードシップ活動、これこそが当社の何よりの強みです。

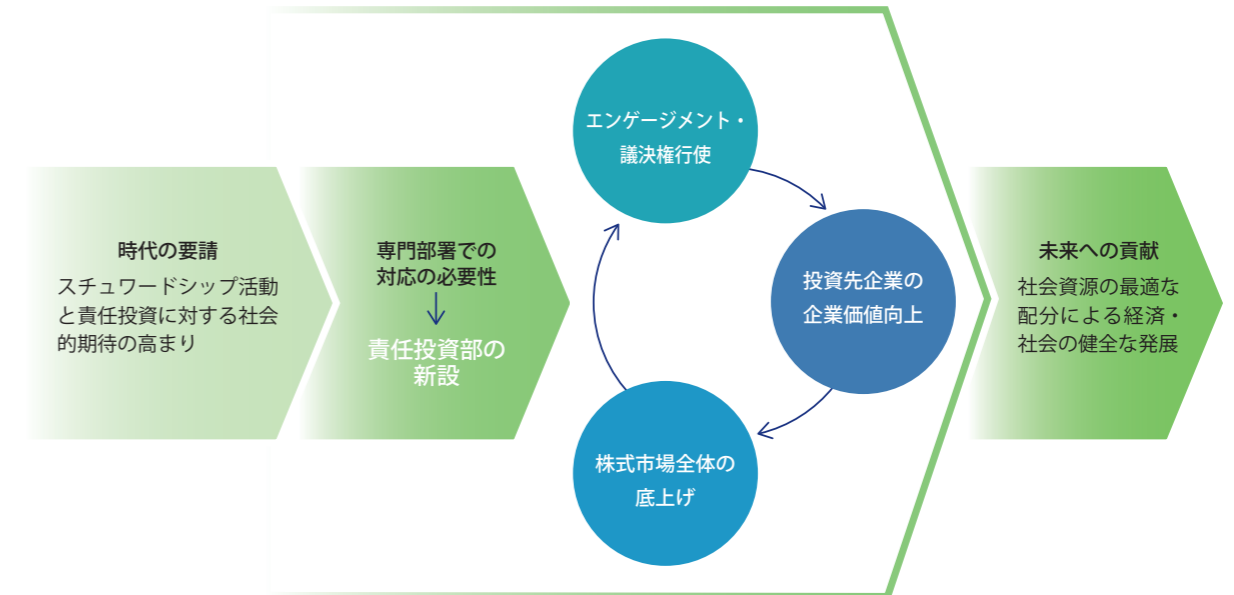
### 4社統合によるメリット

2016年10月に4社が統合し、アセットマネジメントOneが誕生しました。運用資産は、2018年3月末で56.6兆円とアジア圏最大規模となり、投資家としての影響力・発言力の大きさとともに非常に重い責任を実感しております。今回の統合により、多様な人材が集結し、それぞれの知見やノウハウを共有するなど、豊富な資源を手に入れることができたと考えております。責任ある投資家として、スチュワードシップ活動は最優先課題として認識しており、今後とも統合によるメリットを最大限活用し、積極的に取り組んでまいります。



## 責任投資部の新設

統合と同時に、専門部署として『責任投資部』を新設しました。インベストメントチェーンにおける当社の役割期待を果たすべく、経営資源を積極的に投入しています。責任投資部では、ESGアナリストや議決権行使担当者を配置し、投資先企業の企業価値向上を通じた市場全体の底上げを目的に、積極的なエンゲージメント活動やきめ細やかな議決権行使を実施しております。

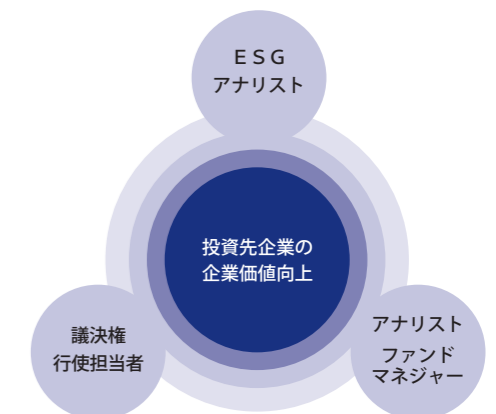


責任投資部の特徴

- 運用業務経験豊富な ESG アナリスト・議決権行使担当者の充実
- 中長期的な視点に立ったエンゲージメントや議決権行使の実施

## 三位一体の有機的な結合

投資先企業とのエンゲージメントを実施する際には、主要なテーマを選定して実施しますが、それは多面的かつ重層的なものになります。当社では、責任投資部のESGアナリスト、議決権行使担当者、アナリストやファンドマネージャーが三位一体となり、包括的な視点に基づいた質の高いエンゲージメントを実施しております。



## 多方面への働きかけ

官公庁、メディアをはじめインベストメントチェーンの枠を超えた多方面への働きかけ、連携強化により、投資先企業が抱えるESG課題の解決に向けた実力向上に努めています。足元では、経済産業省主催の「統合報告・ESG 対話フォーラム」（共通言語としての「価値協創ガイダンス」の活用）や環境省主催の「環境情報と企業価値に関する検討会」（環境情報の在り方）への参加、日経アンユアリアルレポートアワードの2次審査など、情報開示の在り方など各方面と意見交換を行っています。

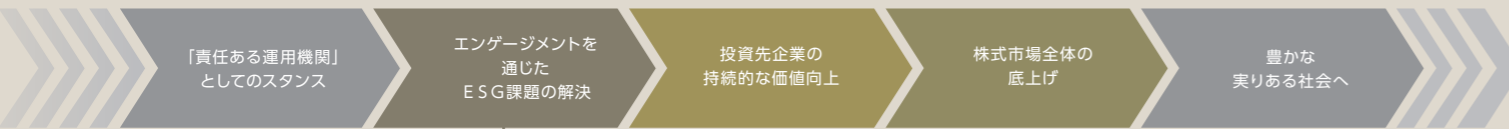
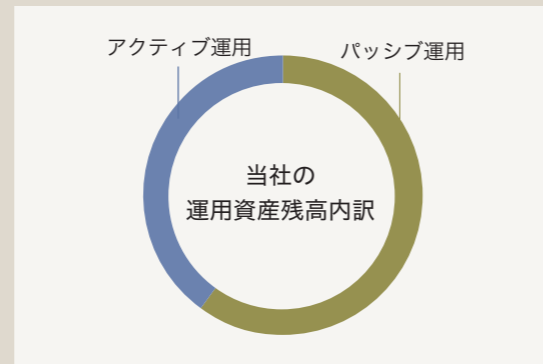
インベストメントチェーンとは

投資家の投資対象となる企業が中長期的な価値向上によって利益を拡大し、それに伴う配当や買値の上昇が最終的に家計にまで還元されるという一連の流れをさします。

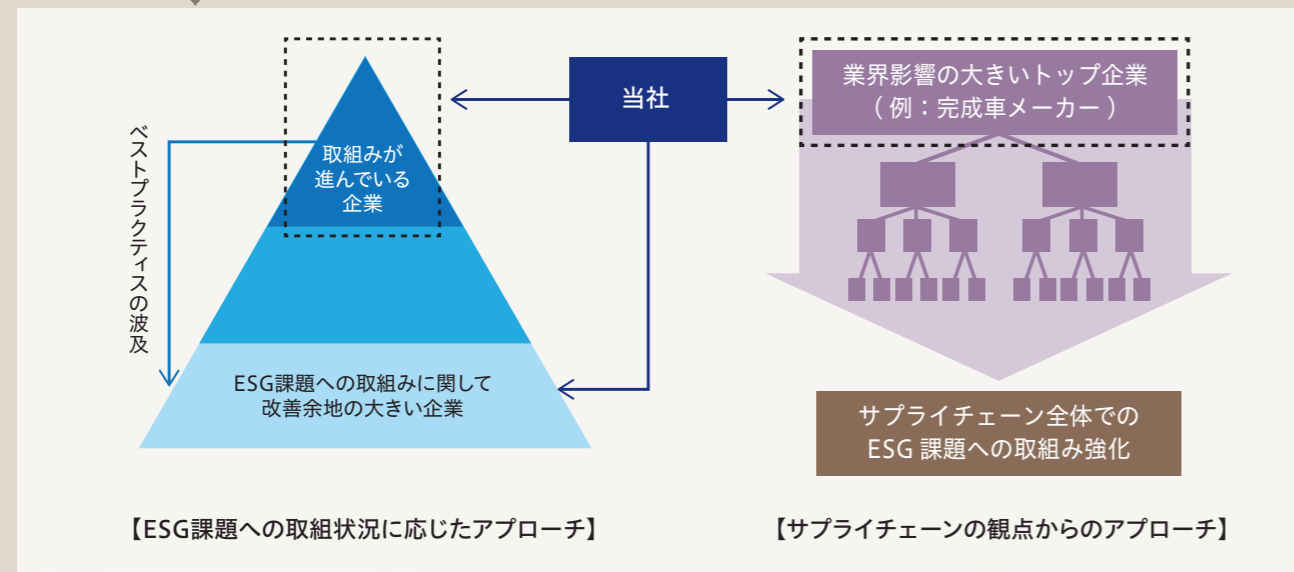
# 株式市場の底上げに資する パッシブ運用におけるエンゲージメント

パッシブファンドは原則として期限を定めず投資先企業株式の保有を継続します。パッシブ運用において、投資先企業の企業価値向上と、それによる運用リターン拡大のためには、エンゲージメントや議決権行使による企業への働きかけが有効な手段となります。

投資先企業の持続的成長と企業価値向上を促すエンゲージメントは、株式市場全体の底上げに繋がるとともに、お客さまの持続的な投資リターンの拡大に貢献し、運用機関としての社会的な役割期待に応えるものであると考えております。



どのように？



**パッシブ運用とは**  
パッシブ運用とは、資金委託者から与えられたベンチマークと同様のリターン・リスクをできるだけそのまま実現することを目指す運用手法のことです。代表的なものには、TOPIX（東証株価指数）の全ての銘柄を保有し続けるインデックスファンドなどがあります。

## 責任投資ハイライト



2017-2018 Stewardship Highlights

## スチュワードシップ責任を適切に果たし 経済・社会の健全な発展に貢献

投資先企業との建設的な「目的を持った対話」や議決権行使などを通じて、中長期的な視点から当該企業の企業価値向上やその持続的成長を促すことが、お客さまの中長期的な投資リターンの拡大に貢献することになると考えます。

- 組織**
  - > ESGアナリストおよび議決権行使担当者の拡充など責任投資体制を強化
  - > 海外、産官学連携など活動のフィールドを拡大
  - > スチュワードシップ・コード改訂に伴う当社取組方針の改定
- エンゲージメント**
  - > 特徴あるエンゲージメントテーマの設定
  - > 独自資料を用いたエンゲージメントの高度化
- 議決権**
  - > 議決権行使結果の四半期ごとの個別開示を開始
  - > 議決権行使ガイドライン及び議案判断基準の改定を実施（2018年5月より適用）
  - > 議決権行使結果の積極的なフィードバックやエンゲージメントの実施

## エンゲージメント活動実績

(2017/4~2018/3)

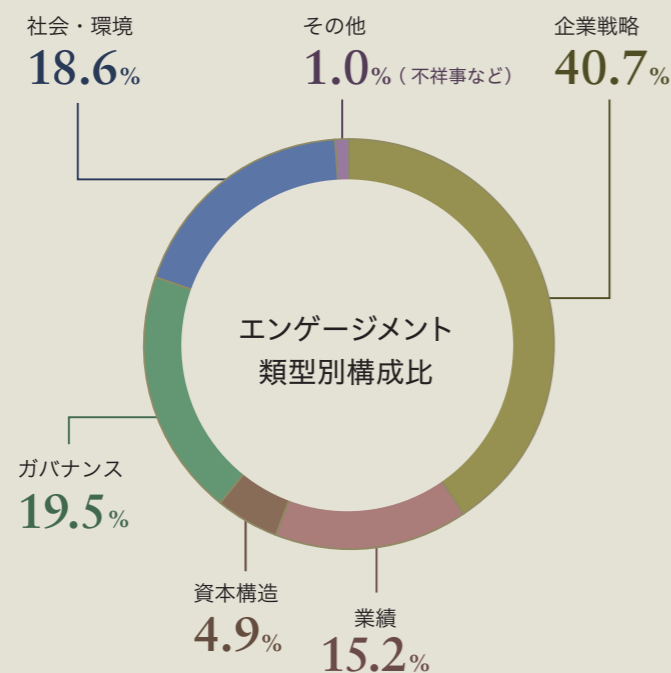
アセットマネジメントOneとしてのエンゲージメント活動を確立し、パッシブ運用、アクティブ運用の両面から、質量とも充実したエンゲージメント活動を実施いたしました。

エンゲージメント社数

# 852 社

(注) 投資先企業との建設的な目的を持った対話を当社基準で集計

株式市場全体の底上げを目的とするパッシブ運用、リターン拡大を目的とするアクティブ運用それぞれの視点に応じて、投資先企業の課題を6つに類型化（企業戦略、業績、資本構造、ガバナンス、社会・環境、その他）し、当該企業の状況把握を実施しております。ESGに関するエンゲージメントが約4割を占めています。



パッシブ運用、アクティブ運用それぞれの視点から選定したエンゲージメント重点企業については、対話内容や各企業の課題への取組状況を、四半期毎に責任投資委員会に報告することにより、取組みの実効性を確認しております。

エンゲージメント重点企業数

パッシブ	160 社	(TOPIXウエイト31.1%)
アクティブ	84 社	(同 11.1%)
合計 (重複除く)	224 社	(同 37.6%)

## スチュワードシップ活動トピックス

年	日	活動内容
2017	7/14	<b>パーム油現場視察</b> ESGのテーマとして世界的に関心が高いマレーシア・パーム油栽培の現場視察を行いました。
	9/13	<b>Institutional Investor</b> Institutional Investor主催のカンファレンスで、寺沢責任投資部長がESGに関するパネルディスカッションのモデレーターとして登壇しました。
	11/30	<b>環境省及び21世紀金融行動原則・ESG投資に関する意見交換会</b> 櫻本チーフESGアナリストが、ESGに関する意見交換会のプレゼンターとして登壇しました。
	12/28	<b>統合報告・ESG 対話フォーラム</b> 寺沢責任投資部長が、経済産業省主催の「統合報告・ESG 対話フォーラム」の委員として議論に参加しました。なお、当社提出資料のうち一部は、経済産業省のサイトに公開されています。
2018	1/1	<b>証券アナリストジャーナル投稿</b> ESGアナリストが日本証券アナリスト協会が発行する証券アナリストジャーナル1月号にて、「エンゲージメントを通じたESGの推進」に関する論文を執筆しました。
	2/22	<b>大阪大学猿倉教授対談</b> 大阪大学猿倉教授との対談で、当社のESGへの取組み、資産運用業界におけるESGの動向について説明しました。
	2/8	<b>模擬株主総会</b> 弁護士協会主催の模擬株主総会で、寺沢責任投資部長が、パネリストとして登壇しました。
	3/23	<b>Asia Asset Management 表彰</b> 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 2018において、Best Responsible Investor (Japan)など3賞を受賞し、表彰されました。
2019	4/13	<b>Climate Action 100+ ローンチイベント</b> PRIとAIGCCの共同主催であるClimate Action 100+ローンチイベントで、大森ESGアナリストが、日本の投資家の取組みを説明するプレゼンターとして登壇しました。



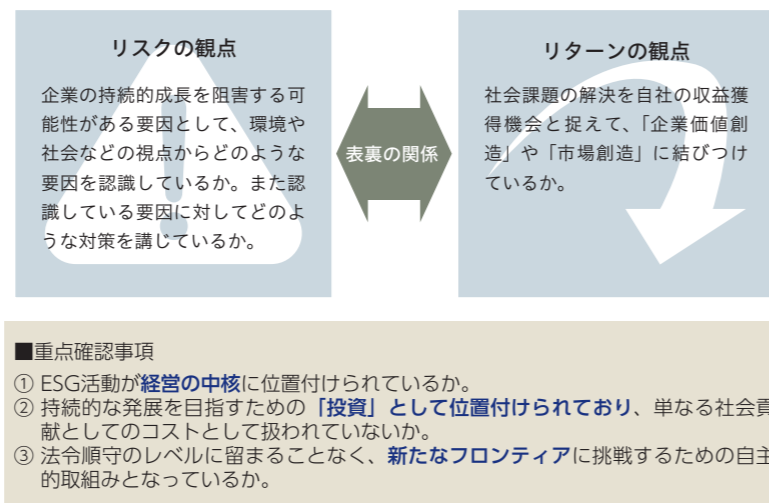
## 幅広い社会ニーズを「価値創造」へ結びつけ 企業の持続的発展とより良い社会づくりに貢献

持続的な成長と企業価値向上を図るうえで、企業にも投資家にもESGへの積極的な取り組みが求められています。

### 私たちが考えるESGへのアプローチ

ESGへのアプローチは、大きく「リターンの観点」と「リスクの観点」の2つがありますが、従来はやや「リスクの観点」に偏る傾向があったと考えています。当社では、一般的な解釈から一歩踏み込んで、CSRは企業の視点、ESGは投資家の視点から企業の社会的責任を見ているものの、企業価値向上を図るという本質は同じであるとの考えをもって、「リスクの観点」は勿論ですが、より「リターンの観点」を重視していきたいと考えています。

#### ESGに関する評価軸



## 企業の目指す姿を支えるESG

企業が存続する限り対応が求められるESGへの取り組みは、決してすぐに効果につながるものではありません。薬に例えれば漢方的なものと言えます。ESGを含む非財務への地道な取り組みこそが、企業の目指す姿を支えています。

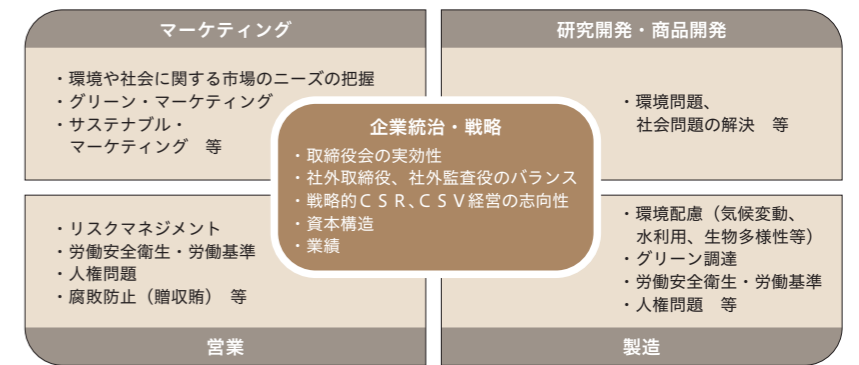
#### 時間の経過とともに起きる「非財務の財務化」

ESGを含む非財務情報は、その取り組みが時間とともに財務化することから、将来の財務情報と呼ばれており、企業の財務を支える重要な土台をなしています。



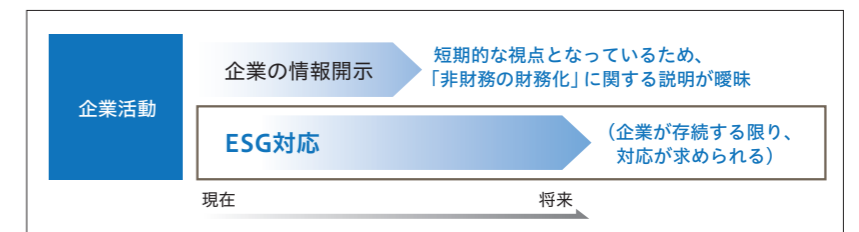
#### 企業活動で求められるESG項目

社会の持続可能な発展に寄与するために企業に求められるESG項目自体は、日々の企業活動の随所に散在しており、決して敷居の高いものではありません。



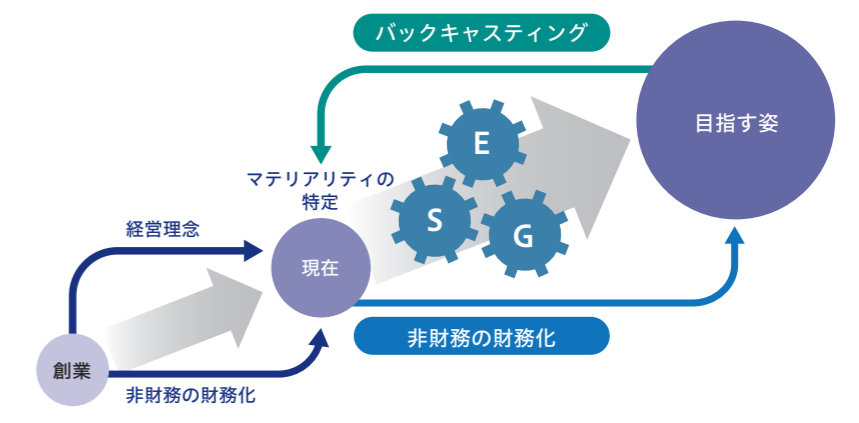
#### 情報開示とESG対応の間にある時間軸の差

長期的な対応が求められるESGと、短・中期的な業績説明に終始しがちな情報開示の間の時間軸の差を企業と投資家双方で埋めていくことが重要であると考えています。



#### マテリアリティの特定は経営戦略そのもの

将来の目指す姿からバックキャストで現在を見た場合、不足していると考えられるものがマテリアリティ（重要課題）ではないかと考えています。



# 私たちがいま注目している ESGテーマ

## アセットマネジメントOneの視点

社会の持続可能な発展に寄与する企業には、中長期的に持続的な企業価値の向上が求められ、投資の世界では、企業・投資家の双方に、企業価値の基盤となるESGを重視する必要性が高まっています。ESG課題自体は、日々の企業活動の随所に散在しています。当社では、中長期的な企業価値向上に大きな影響を与えられとされる次のESGテーマを重点テーマとして位置付けて、精力的にエンゲージメントを行っています。



気候変動

### 注目する理由

パリ協定やTCFDなどの国際的な枠組みには積極的な動きが見られますが、各企業の取組みはこれらの枠組みに追随できていません。足元では、取組みを評価するために必要な情報開示も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。

### 私たちの見方

世間の議論は外部不経済に焦点が偏っているとの印象をもちますが、日本企業には外部経済に注目することで評価改善が図れる企業が数多くあります。当社では、情報開示の改善を引き続き働きかけていく他、気候変動がマテリアリティと位置付けられる企業に外部経済の視点から企業価値向上を図るべく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

英国で現代奴隷法が制定されて以降、従来にも増して人権問題に対する企業の対応が重視されています。一方、国内企業では、労働力不足が進展する中で「働き方改革」の必要性が強く意識されており、企業価値向上を図る上でヒューマンキャピタルマネジメントの重要性が高まっています。

### 私たちの見方

人権については、国際的に認知された人権基準の尊重に対する明確なコミットメントや具体的な執行のための手段を提案して主に「リスクの視点」から、また「働き方改革」については、長時間労働の解消、非正規と正社員の格差の是正、高齢者や女性の就業促進を通じて、労働生産性の改善や人づくりが行われているか主に「リターンの視点」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が控えている日本が抱える社会課題として、地方活性化と日本全体の活力向上が挙げられます。東京一極集中が問題視される中、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していくことは、日本全体の活力向上を図る上で不可欠であると考えています。

### 私たちの見方

当社では、特に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います。これらの金融機関は低収益に留まる場合が多く、各行の取組みが十分とは言えない状況にあります。地域金融機関をカバーしている投資家も少ないと考えられるため、日本全体の活力向上の観点から積極的にエンゲージメントを行っ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への対応は、もはや個々の企業単体で行うことは困難となっています。各企業がCSR調達ガイドラインなどに基づいてサプライチェーン全体で対応していくことが求められている中、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に向けての働きかけが求められていると考えています。

### 私たちの見方

産業連関的な考え方の下、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中心にエンゲージメントを行うことにより、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の解決を図ることができると考えています。



ESG先進企業

### 注目する理由

ESGへの対応が先進的であると評価されている企業が過去に行ってきた試行錯誤の歴史を学び、グローバルな市場で戦う中で現在抱えている問題意識の所在や足元で行っている施策を理解することは、今後、対応が遅れている業界や企業の底上げを図る上で非常に有効であると考えています。

### 私たちの見方

グローバルな市場で活躍しているESG先進企業が取組みを更に進めていくことは、同業他社を含めて相対的に対応が遅れている企業へのプラス影響が期待され、市場全体の底上げに寄与できると共に、当社によるベストプラクティスの把握にも繋がるものと考えています。





## ESG課題に着目したエンゲージメントを通じ 投資先の企業価値向上へ貢献

独自資料を用いたESG課題の見える化により、投資先企業との課題共有や解決に向けたエンゲージメントを実施しています。

### 持続的成長と 企業価値向上への貢献

企業とのエンゲージメント内容は様々です。ESG取組み強化や統合報告書作成などに関する相談に始まり、重点課題の議論や例えばサプライチェーンなど特定のテーマに絞った対話など、幅広い分野に及びます。

ただし、それらはあくまで手段であり、目的は投資先企業の持続的成長と企業価値向上への貢献です。その目的達成に向け、より効果的なエンゲージメント手法の改良に継続して取り組んでいます。



## 個別別資料によるエンゲージメントの高度化

企業価値向上に資するエンゲージメント実施に向けては、企業の抱えている課題の共有が必要となります。個別別資料を作成し、見える化を実施、課題の共有化を図ります。実りある対話に繋げるためには入念な事前準備が必要です。当社では、ESGアナリスト、議決権行使担当者、アナリスト間の議論等も踏まえ、個別別に独自の資料を作成し、企業価値向上に資するよう、エンゲージメントの実効性を高めています。



### 投資先企業の状況の的確な把握

企業価値向上に向けたエンゲージメントの実効性を高めるためには、投資先企業の抱える重要課題を特定することが肝要です。「業種別ESG重点課題」に加え、独自開発した「対話用スコア」や外部ESG情報などを参考に、対話すべき課題の絞り込みを行います。



### 投資先企業との認識の共有

外部データのみではなく、「ESG項目別非財務情報」などを用いた独自目線の調査分析を加え、さらに、「問題意識」を明確に提示することによって、双方で課題の共有を強固なものとしています。



### 課題解決に向けた議論

投資先企業ごとに、課題に関する個別具体的なかつ詳細な資料を用い、企業価値向上に向けた問題解決に関する意見交換を行い、企業価値向上に向けた取組みの後押しをしています。



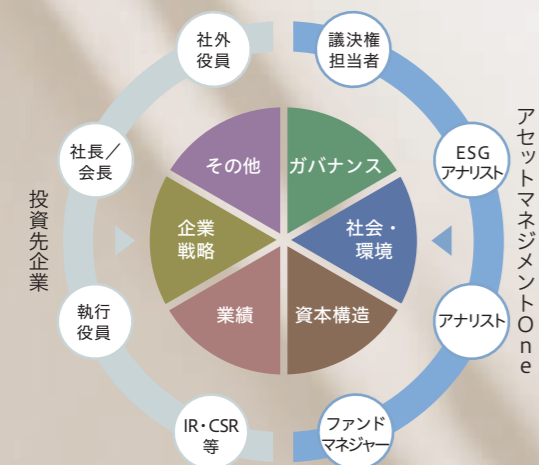
# 投資先の 企業価値向上に 繋がる エンゲージメント

## 事例に見る対話の効果

エンゲージメントの内容は、投資先企業が置かれている事業環境等により様々ですが、「企業価値向上とその持続的成長」を図るという目的は共通です。

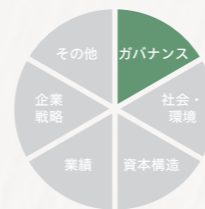
投資先企業が抱える重要な課題は何か、価値創造プロセスとの整合性や事業戦略への落とし込みは適切かなど、責任ある投資家として課題解決に向けた議論を中長期的かつ多面的な視点から継続的に行っております。

### 投資先企業の課題を明確化し議論

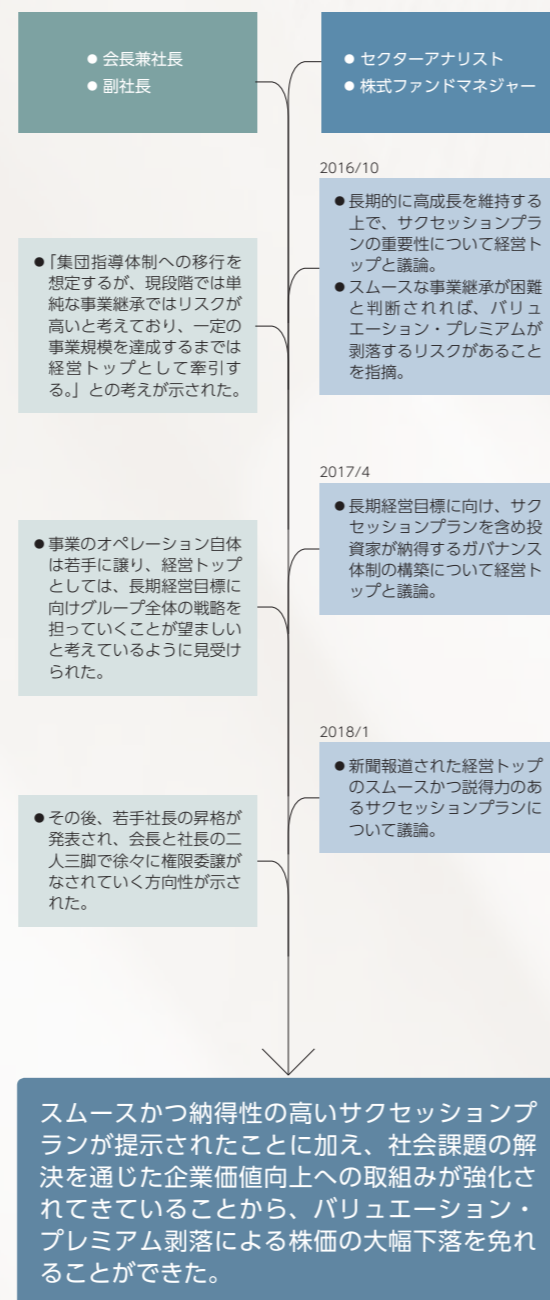


## A社

アクティブ重点企業

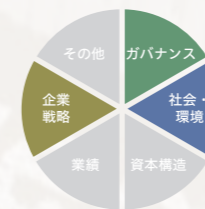


強力なリーダーシップで企業価値向上を牽引してきている経営トップと、当社の経験豊富なセクターアナリストが、アクティブ運用の視点から、今後のガバナンス体制の在り方、後継者計画の重要性について議論を重ねた事例。

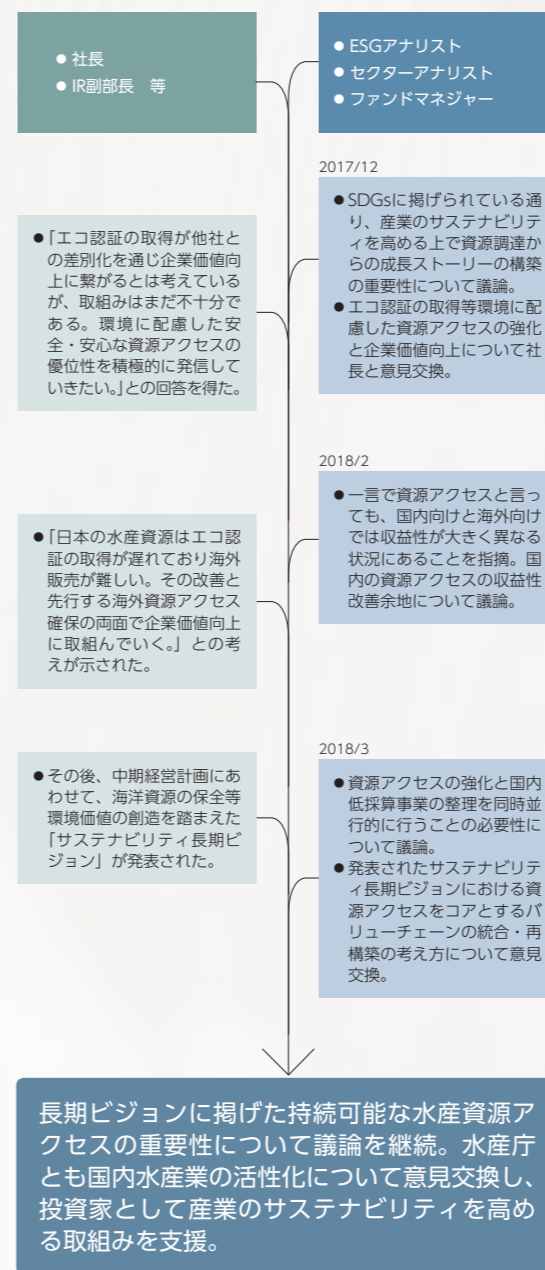


## B社

パッシブ重点企業

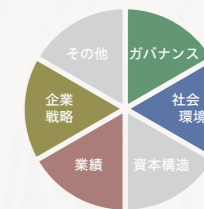


将来的な水産資源の枯渇が懸念されるなか、持続可能な調達と投資先企業の企業価値向上の観点で議論を重ねたところ、会社側よりサステナビリティを高めるための長期ビジョンが発表された事例。

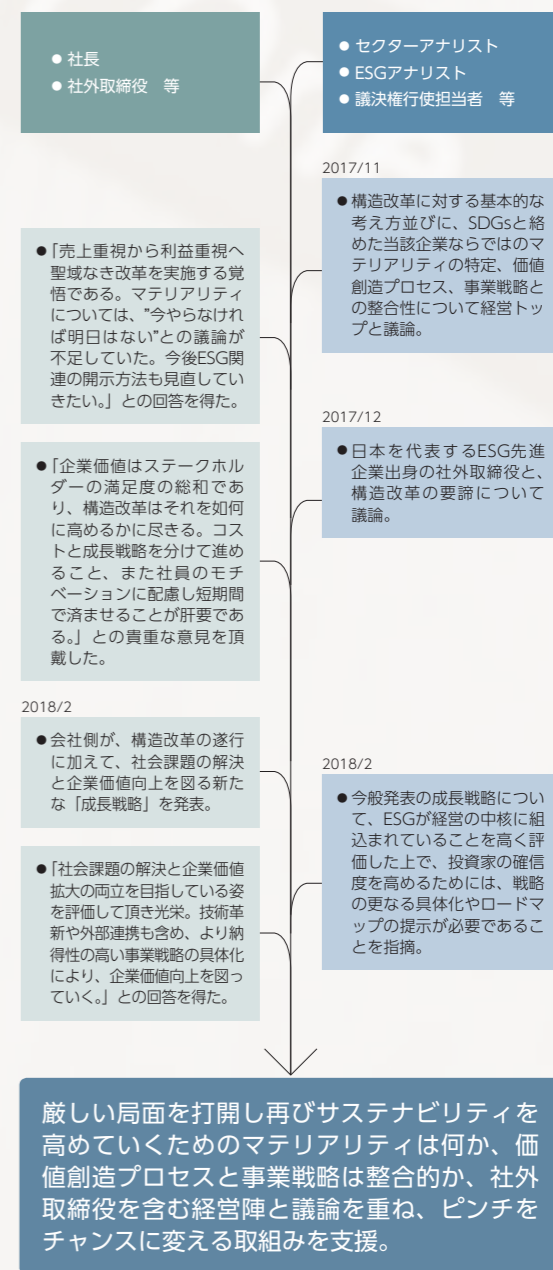


## C社

パッシブ・アクティブ重点企業



事業環境の急激な悪化により構造改革に直面している企業に対し、ESGアナリスト、議決権行使担当者、セクターアナリストが三位一体となり、企業価値向上に向けた多面的なアプローチを行っている事例。



対話のその先へ

# 企業価値向上と 持続的な社会づくりを 実現するために

コーポレートガバナンス・コードやステewardシップ・コードが定着し、フェアディスクロージャーの導入が進む現在、企業と投資家中長期的な視点での対話が、重要性を増しています。対話の内容も、財務情報に軸足を置いた内容から、ESGに代表される非財務情報まで広がり、財務・非財務を統合的に評価するような対話の実践が求められています。このような中で、投資家が企業に期待すること、また企業が投資家に期待することを中心に、アサヒグループホールディングス株式会社 代表取締役社長 兼 CEO 小路氏との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 アナリスト  
矢野 節子

アサヒグループホールディングス (株)  
代表取締役社長 兼 CEO  
小路 明善

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



## 責任ある運用機関の プロフェッショナルとして、 投資家が企業に期待すること

**櫻本** 私は企業との対話において投資家にできることは、究極的には「言行一致」の確認に尽きると考えています。すなわち、企業のメッセージと行動が一致しているか否か、ということです。そして、実際に企業に期待することも、言行一致を確認できる情報の提供に他なりません。対話を通じて言行一致を確認していく。その際に最も重視しているのは、価値創造ストーリーにおける納得性の有無です。同時に、納得性を高めるために不可欠な課題設定力、経営者の先見性にも注視しています。また、実際の価値創造を支える財務と非財務の整合性や一貫性、価値創造プロセスの持続性、マテリアリティに関する優先順位の有無、これらにも強い関心を払っています。

**矢野** 長年、食品セクターを担当してきたアナリストとして確信しているのは、御社が、まさに今挙げられた点に合うベストプラクティスの1社だということです。御社が市場から高い信頼を獲得しているのは、価値創造ストーリーを投資家に納得してもらうために「市場との対話」の重要性



## 投資家やアナリストの 意見は企業経営を映す鏡

アサヒグループホールディングス (株)  
代表取締役社長 兼 CEO  
小路 明善

1975年4月アサヒビール入社。2001年執行役員、2003年アサヒ飲料 常務取締役 企画本部長、2007年アサヒビール常務取締役 兼 常務執行役員、2011年アサヒビール 代表取締役社長などを経て、2016年3月より現職。

をいち早く理解し、「対話力」を高め続けているからだと感じています。

**櫻本** ここで、社長にお尋ねしたいのですが、投資家との対話が企業価値の向上を図る上で重要と考える根拠はどのようなものでしょうか。

**小路** 当社では、1999年にIRの専門部署を設置して以来、歴代私を含めた経営者、経営幹部が率先して投資家との対話を続けてきました。絶えず投資家の皆さんと向き合うことにより、企業価値の向上をつなげてきた実績と歴史があると思っています。2013年からエンゲージメントアジェンダを織り込みましたが、この背景には、投資家やアナリストの意見は企業経営を映す鏡だ、という思いがあります。中長期的な視点で疑問や意見を遠慮なく言っていただける投資家との対話は、経営改革の気付きを頂く重要な機会に他なりません。この気付きを、より良い経営に反映させて

いくことが大切ではないでしょうか。ですから、われわれのIRは単に考えを説明する一方向の場ではなく、投資家の皆さんと共に経営課題を点検し、適切な経営目標の有り所を探る場として非常に重要なのです。

**矢野** 御社の「対話力」が優れていると感じる点は、今、社長がお話しされた「経営課題の設定力」です。御社には毎年、直接対話の機会を豊富にご用意いただき、CEOのみならず、財務担当、製造担当、海外担当といった多彩な経営陣と、まさに忌憚のない意見交換をさせていただいています。中期経営計画で御社が掲げる「経営目標」は、投資家の期待や問題意識が十分反映されていると同時に、時代即応の先見性と説得力があります。

**セクターアナリストの視点**

経営者の先見性や企業戦略を現場に浸透させる執行力に着目しています。

- 財務情報に軸足
- 個別企業毎の課題解決
- 業界の歴史や構造、社会や技術の変化に関して深く理解



**小路** 企業経営や企業活動というものは、一言で言うと社会適合活動です。社会の価値観や変化、社会が求めるものの変化にいかに対応、適合していくか、ということです。投資家の皆さんも社会の変化に沿って投資判断をされているのではないのでしょうか。投資対象となるためには成長性だけでなく、社会適合力のある企業でなければならない、と感じています。

**矢野** 設定した経営目標は素晴らしいけれど、マテリアリティに関する適切な優先順位が定められていないがために「時間軸と定量目標があいまい」で対話が深められない企業も多いと感じています。この点、御社は中期、長期の経営課題を定量目標として落とし込み、言行一致で実現されてきています。

**小路** ありがとうございます。大切なのは「言ったことをやりきる」前の課題設定だと考えています。持続的成長のために解決しなければいけない課題は何か、グループの長期課題、2〜3年後の課題、足元の課題、それぞれを明確にする過程で社内共有する、投資家の皆さんと共有する、というプロセスこそが重要だと思うのです。ステークホルダーにとって納得感の高い課題を設定し、その上でいかに課題を解決するか、という点に尽力しています。つまり、言うてから行動するのではなく、真にやるべきことは何か、それは実現できるのか、について十分考えてから言う。だから言行一致に見えるわけですね。

**櫻本** なるほど。しかし、たとえどんなにステークホルダーと議論をつくして作成された経営課題であっても、課題の解決、すなわち価値創造プロセスを結果につなげることは簡単ではないはずです。課題の解決には外部環境や競合局面が刻々と変化する中で経営課題を解決する仕組み、すなわち高いガバナンス力が不可欠です。具体的には先ほど触れました財務と非財務の整合性や一貫性、経営課題に対する経営陣の的確な優先順位付けとスピード感のある意思決定、そして、従業員のみならずバリューチェーン全体への方針徹底などです。御社で言行一致を可能にしている力の源泉、ガバナンスの要諦は何でしょうか。

## 経営力の真贋を見極めることこそが投資家が企業と対話を行う目的



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  
**矢野 節子**  
1992年4月、安田信託銀行（現みずほ信託銀行）入行。1998年5月より年金運用部門においてアナリストとして運用業務に従事。水産・農林、食品セクター担当。2016年10月より現職。

**ESGアナリストの視点**

価値創造プロセス、マテリアリティ、実際の経営の整合性や一貫性に着目しています。

- 非財務情報に軸足
- 市場共通の課題解決
- 環境・社会問題やガバナンスに関して深く理解



**小路** 当社にとってガバナンスの要諦、出発点であり目標は「グループとして高付加価値のブランドを核として持続的に成長しているか」ということです。その際「挑戦」「最高品質」「感動の共有」、こういった当社のDNA的価値観を全社員が共有して仕事に臨んでいることが、ガバナンスのベースとして非常に大切です。事業会社のトップには、どのような状況下でも最適な意思決定をスピーディに行うということを課しています。そのためにトップには3つの力が必要です。先を読む「先見力」、時宜を逸さない「決断力」、そして3つめが直観（感）力です。よく言っていますが、直観の「かん」は観察の「観」と感性の「感」。トップ自ら「観察」で自分なりのデータを集めて、経験で自己の感性を磨き上げ、この直観（感）力で軌道修正をしていかなければならない。先見性と決断力と直観（感）

力の3つを、私も含めてトップに立つ者は常に磨き上げていかなければならない。この継続的な営みがガバナンスオリティの向上につながるのだと思います。

**矢野** 御社の経営陣の皆さんは、面談の折、短期業績の結果についても長期のKPI目標の進捗についても、結果に至った背景やプロセスを、現場感を持ってお話ししていただきます。われわれ投資家の活動は、あらゆる角度から企業の言行一致を確認、確信してゆく活動です。「食品は分かり易い、店頭を見ていれば分かるはず」と思われがちですが、店頭での売れ筋の動きやPOSデータだけで、企業の持続的競争力が分かるわけではありません。小路社長がお話しされたトップの「先見性」「決断力」「直観（感）力」の総和としての現場力、言い換えれば経営力の真贋を見極めることこそが、投資家が企業と対話を行う目的なのです。経営力の真贋を見極めるための材料を豊富に投資家に提示してくださる、また、材料を提示することにトップ自らリーダーシップをもってコミットしてくださる、こういった点こそが「対話力の高い企業」として御社が評価される所以であり、私たち投資家が期待している点です。企業の対話力の高さと企業価値の向上とは表裏一体ですね。

**小路** われわれもブランドコミュニケーションとブランドエクイティの関係は表裏一体と考えています。フラッグシ





## オリジナルでの確な 優先課題の提示に心掛けて います

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。

アップブランドであるスーパードライは発売以来30周年になりますが、進化し続け、最近、世界のビールコンクールで金賞を獲得しています。ブランドは何もしなければ陳腐化する。消費者の変化、競合の変化全てを踏まえて、常に新しいファーストペンギン的な価値創造に挑戦し続ける。皆さんとの対話もまた同様で、常に企業価値創造のための新しいフロンティアを模索し続けていきたいと思っています。

## 社会が大きく変化する現代にあって、企業が投資家に期待すること

**櫻本** 御社は「対話」において、投資家あるいは「アセットマネジメントOne」に何を期待されますか。忌憚のないご意見を頂戴できれば幸いです。

**小路** 御社には、中長期的な視点から非常に深掘りした分析をしていただいています。また、幅広い知見に基づいて、適切なタイミングで経営への示唆を頂戴してきました。特に業界プロフィットプール最大化の重要性や担税業界におけるミッション、最適事業ポートフォリオ策定にあたっての事業領域の考え方など、多くの議論と示唆を提供していただきました。

**櫻本** ありがとうございます。企業の外部者である投資家が経営者と対話させていただき、そしてその場や時間が企業価値向上に資する、というのは決して簡単なことではありません。当社では、面談の際に対象企業を取り巻く環境分析、議論したい最優先課題は何か、戦略オプションについて、コンセンサスを踏まえつつも「オリジナル」な分析や仮説を用意するよう心掛けています。特にアナリストによって格差が生じる、「長期的視点で企業が今どのようなステージにいるのか」という分析は、企業との意見交換で双方に建設的な気づきがあることが多いと実感しています。

**矢野** 「企業が将来にわたって言行一致し続けられるかを見極める」投資家であるためには、経営者の課題認識のレベルに相応しい見識が求められます。特に私は、経営者の頭の中に漠然と存在しているけれども投資家と共有するまでには至っていない「本音」を引き出せるような対話に拘ってきました。だからこそ、企業活動のグローバル化や非財務情報の重要性が高まる環境では、私のようなセクターアナリストがESGアナリストと協働することは、対話の質を高める上で非常に有効であると感じています。

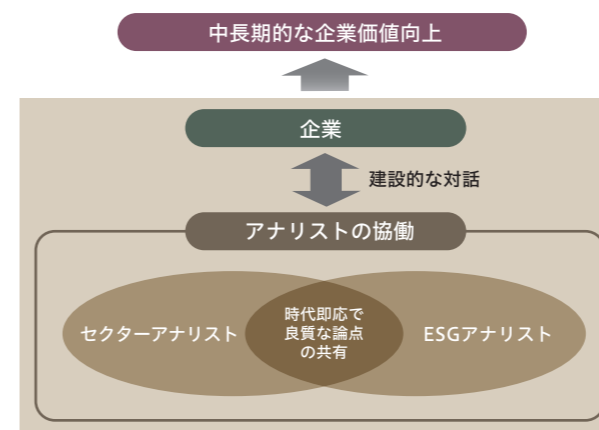
**櫻本** 同感です。私はESGアナリストですが、現在、環境に関しては気候変動に関するTCFDの動き、社会に関しても働き方や人権についてサプライチェーン全体で深く議論することが増えています。加えて企業サイドからESG情報開示の改



善に向けたサポート要請も増えており、これら全てにセクターアナリストのみで対応することは事実上困難かと思えます。餅は餅屋に任せるといって、セクターアナリストとESGアナリストの協働は意義あることなのでしょう。それが対話の質を上げ、結果として企業価値の向上に貢献することになると思うのです。

### Working together

— セクターアナリストとESGアナリスト —



**小路** 当社は2016年に欧州ビール事業を買収しました。現在はグローバル調達、国毎に異なる規制、労働面での制約を踏まえ、グローバルリスクマネジメントの体制を本年度中に整えるべく邁進中です。今までは国内でのES+Gという形でやってきましたが、今後はグローバルな視点でのE、S、Gを包括したグローバルガバナンスの課題をどう設定していくか、先進企業の事例や経験知など、様々な視点からの骨太な対話を期待しています。御社のESGアナリストとセクターアナリストとの協働による対話の場を頂けることは、大変楽しみですし心強く感じます。

**櫻本** 本日は貴重なお時間を頂戴しありがとうございました。社長のお話にもありましたが、まさにESGアナリストとセクターアナリストが協働し、企業との間でグローバルな視点、業界を超えた視点、あるいはESGに対する深い知見に基づいた対話を行うことにより、中長期的な企業価値の向上に資するよう頑張っていきたいと思っておりますので、今後ともよろしくお願ひします。

### à sequel | 対談を終えて

企業活動は社会適合活動であり、投資家との対話は企業活動を映す鏡である、という小路社長の言葉が印象的でした。ブランドと同様、高い対話力は新たな経営課題を投資家と共に模索し続けることによって維持される、というご意見にも大変共感しました。時代の変化と企業価値の真質を映すくもりのない鏡であり続けるために、我々投資家もまた、先見力、直観（感）力、分析力の研鑽に努めていかなければいけない、との思いを新たにしました。





## 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、グローバルイニシアティブへの参加や提携先との協業により、海外スチュワードシップ活動を推進し、グローバルなESG課題解決と価値創造に貢献します。

### 海外拠点との連携

ESG課題は必ずしも国内で完結するものではなく、グローバルな観点での解決が必要なものもあります。アセットマネジメントOneは、東京のESGアナリストと、ロンドン (Asset Management One International) やニューヨーク (Asset Management One USA) の海外拠点のアナリストとの協働を通じて、グローバルなESG課題に取り組めます。

特にロンドンには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、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について幅広い議論を積極的に行っています。

## 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り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下図の通りです。「戦略及びガバナンス」「上場株式会社におけるアクティブ・オーナーシップ」について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

	2018年
戦略及びガバナンス	A+
上場株式会社における責任投資への統合状況	A
上場株式会社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

ICGN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あり、コーポレートガバナンスや、投資家のスチュワードシップに関する実効的な基準を策定しています。当社は各種カンファレンス等に参加して情報収集を行うとともに、ICGNのグローバル・スチュワードシップ原則へ賛同しています。



## Hermes EOS社との提携

海外企業へのエンゲージメントにあたっては、スチュワードシップサービス大手のHermes EOS社と提携しています。当社は、同社とESGやエンゲージメントに関する情報交換を行うとともに、同社が投資先企業と行うエンゲージメントミーティングに随時参加しています。また、同社の効果的なエンゲージメントプラットフォームを用いて世界のアセットオーナーやアセットマネジャーと連携しています。



### ■ 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。投資家、企業、規制当局と協力し、アジア12ヶ国におけるコーポレートガバナンスに関する調査・支援・教育を目的としています。



### ■ モントリオールカーボンプレッジへの賛同

モント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、開示します。当社は、投資先企業の温室効果ガス排出量について、運用する全てのファンドの保有株数 (2017年10月末時点) をもとに、排出量の集計値を算出しました。その集計値は約2,600万トンとなります。今後も定期的に温室効果ガス排出量の集計値を分析・公表するとともに、エンゲージメントなどを通じて、低炭素社会の実現に向けて取り組んでいきます。



### ■ 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時より参加した数少ない日本の運用機関の一つです。気候変動はグローバルな課題であり、内外連携が重要であると考えており、環境省の委員を含む東京のESGアナリストと海外拠点のアナリストが連携して取り組んでいます。



Hermes EOS社による独BASF社へのエンゲージメントに他の投資家とともに参加



## スチュワードシップ責任を果たす上で 株主議決権行使は最も重要な取組みの一つ

適切な議決権行使が企業のガバナンス体制強化を促し、企業の中長期的な価値向上と持続的成長につながるものと考えます。

### 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

当社はスチュワードシップ責任を果たす上で、議決権行使を最も重要な取組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リンケージ

当社では、予め議案種別ごとに定めた議決権行使基準（次ページご参照）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、適切に審議を行う体制を構築しています。

#### ■ 利益相反等の適切な管理

議決権行使をはじめとしたスチュワード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。

## 議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準

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および議案判断基準）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います。

当社の議決権行使ガイドラインおよ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。  
<http://www.am-one.co.jp/img/company/16/guideline201805.pdf>

### 2017年度の主な改定内容（2018年5月総会企業から適用開始）

#### 01 役員（取締役・監査役）選任議案

##### 社外役員の独立性基準

上場企業の間で「取引所に対する独立役員の届出」が定着してきたことから、「独立役員届出の有無」により独立性を判断します。ただし、独立役員届出がある場合でも、大株主（10%以上）出身者については、反対します。

独立役員届出

##### 社外役員の出席率基準

取締役会や監査役会への出席率は、100%が望ましいと考えております。実際の出席状況を見ますと、全体の9割が90%以上（全体の7割が100%）となっており、従来基準の75%は実態にそぐわなくなりつつあると判断し、85%へ引き上げました。

75% → 85%

#### 02 役員報酬議案

##### 役員賞与、業績連動報酬、株式報酬の支給・付与対象者

取締役の報酬には業績連動報酬や株式報酬（以下「インセンティブ報酬」）が含まれることが望ましいと考えます。社外取締役について、これまでは監督・牽制機能への期待を重視し、インセンティブ報酬の対象者としては相応しくないと考えてきました。投資先企業の持続的な企業価値向上のため、社外取締役に対して、「攻めのガバナンス」の担い手としての役割期待が高まっていることを踏まえ、今回の改定では、インセンティブ報酬の対象者とすることに賛成としました。ただし、監査等委員である取締役や監査役に対するインセンティブ報酬の付与には原則として反対します。

社外取締役への役割期待  
守り → 攻め

##### 退職慰労金議案

退職慰労金は、在任期間に応じて支給される年功的性格が強く、中長期的な株主利益の最大化には馴染まない報酬制度であると考え、原則反対との判断を行うこととしました。

退職慰労金制度

### 議決権行使に関する今後の取組み

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、投資先企業とのエンゲージメント、お客さまとの意見交換、経済・社会の変化などを踏まえて、議決権行使基準の見直しを含む適切な対応を行ってまいります。

#### ■ 買収防衛策に対する判断基準の厳格化

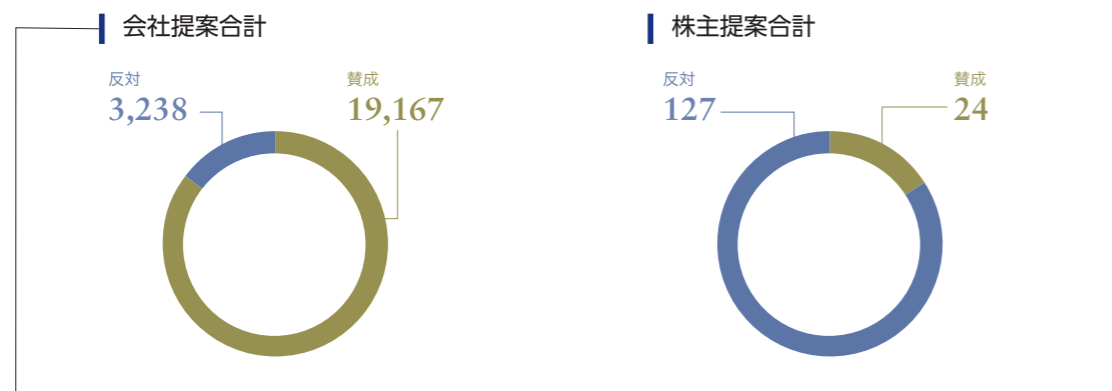
当社では、買収防衛策については、企業価値向上に向けた企業の取組みとしてそぐわないものと考えています。エンゲージメントを通じて、企業とその必要性について議論した結果、更新のタイミングで廃止を決定する事例も増加しています。一方で、更新・継続する企業も依然として多いことから、基準の厳格化も検討しています。

#### ■ 取締役会構成や役員報酬に関する基準の見直し

コーポレートガバナンス改革に注目が集まる中、社外取締役の複数選任やインセンティブ報酬の導入が進みましたが、取締役会の多様性や適切なインセンティブとしての役員報酬に関して、更なる改善余地も大きいと考えます。今後は、取締役会構成や役員報酬について、株主利益最大化の観点から、投資先企業の前向きな取組みを後押しする基準見直しも検討してまいります。

## 議決権行使結果（2017年7月～2018年6月）

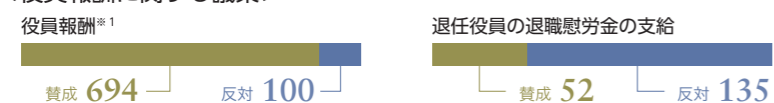
2017年7月から2018年6月までの当社の議決権行使結果は以下の通りです。



### <会社機関に関する議案>



### <役員報酬に関する議案>



### <資本政策に関する議案（定款に関する議案を除く）>



### <定款に関する議案>



### <その他の議案>



※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

### <会社提案議案に対する主な反対理由>

<b>剰余金処分</b> ・資本生産性の水準を考慮の上、株主への還元が低水準である	<b>定款一部変更</b> ・発行可能株式総数が大幅に拡大される場合
<b>取締役選任議案</b> ・資本生産性をはじめとする業績の低迷 ・社外取締役の当該企業との独立性が十分に確保されていない	<b>役員報酬額改定</b> ・業績連動型報酬制度の付与対象者が妥当ではないと判断される場合
<b>監査役選任議案</b> ・社外監査役の当該企業との独立性が十分に確保されていない	<b>買収防衛策の導入</b> ・経営者の恣意性を排除するための仕組みが十分ではない場合

## 「取締役会の構成」とその役割・実効性

### ロンドンと東京のスチュワードシップ活動の現場より



2015年のコーポレートガバナンス・コード制定から、日本におけるコーポレートガバナンスは、2名以上の社外取締役を選任した企業の数が増加するなど、大きく進展したように見えます。スチュワードシップ活動の現場からはどう見えるのか、ロンドンと東京からの意見を紹介します。

### 1 現状に対する評価

#### Karin Ri (ロンドン 責任投資スペシャリスト)

日本におけるコーポレートガバナンスは、急ピッチで進展したように見えるが、残念ながら英国や欧州の機関投資家からはその進捗に対して失望する声が多く聞かれ、コーポレートガバナンス改革の進展に対する認識のギャップが依然大きいように見受けられる。

多くの投資家は、経営陣（執行側）と取締役がコーポレートガバナンスの意味・目的に対する正しい理解を深め、取締役会の戦略機能と実効性を更に強化することが必要と指摘する。特に英国の機関投資家からは、日本企業の経営陣と取締役は「受託者責任」(Fiduciary, 英国流でいえば Stewards of Capital) というコーポレートガバナンスの教科書にある概念・原則に対する理解や姿勢が不十分であるとの声を聞くことが多い。従って、我々は、これまでの進展は形式的対応に留まっていると捉え、本質的なコーポレートガバナンス改革が実現するかどうかをこれから見極めていきたい。特に進捗が遅れている点として、①政策保有株式の削減、②事業ポートフォリオの見直し（「選択と集中」）、③最適財務戦略・資本政策に対する論理的な説明と実践（B/Sマネジメントと株主還元）等、資本効率やキャ

ピタルアロケーションへの関心が高い。取締役会が「Stewards of Capital」として、キャピタルアロケーションを通じた企業価値の維持・向上や会社の持続的な成長を実現させる責務を負う。そのため、社外取締役を含め取締役会は、経営環境のダイナミックな変化に応じた企業戦略の策定・実行や経営の意思決定をモニタリングし、投資と財務戦略、リスクマネジメント、コーポレートガバナンスの様々な取組みを十分に議論する役割を果たさなければならない。取締役会構成の最適化や社外取締役の増員等は、企業の持続的成長と価値創造を促進させるための重要な仕組みであるが、それ自体が目的ではない。社外取締役には、企業の成長と価値創造を促進させる役割を果たす中で、経営陣・執行取締役に重要な意思決定について「説明責任」を求め、そして株主やその他ステークホルダーに「説明責任」を果たす機能が期待されている。こうした責務を果たすための必要なスキルと資質、そして公正的・客観的な視点が求められる。コーポレートガバナンスは形式ではなく「質」と目的・結果で評価される。

#### 牧野 隆之・菅原 昌隆 (東京 議決権・コーポレートガバナンス担当)

取締役会の構成とその在り方は、まさにコーポレートガバナンスの1丁目1番地である。実際にエンゲージメントを行う中で感じることは、日本企業の中でも取組みに差が見

られることである。例えば、取締役会の構成では、社外取締役を2名置く企業は増加したものの、形式的な対応に留まっていると思われる例も多い。そのような企業に対しては、



員数など形式ではなく、その企業においてどのようなスキルが必要であるのかを考えた上で相応しい人材が配置されているかどうかを重要との認識をエンゲージメントの際に強調している。

一方で、取組みが進んでいる企業の例として、例えばヤマハ発動機では、取締役のスキルを投資家にも分かりやすくマップ化（右図）しており、取締役会の構成とその在り方についての企業の考え方を投資家が理解する上での助けとなる好例である。

（ご参考）取締役の構成（平成30年3月23日以降の予定）  
第2号議案で付議させていただいている取締役候補者が有している能力は以下のとおりです。

役職	氏名	経歴	取締役経験	取締役候補者経験	取締役候補者経験	取締役候補者経験	取締役候補者経験	取締役候補者経験	取締役候補者経験
代表取締役社長	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役副社長	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●
取締役	山本 浩一	ヤマハ発動機株式会社	●	●	●	●	●	●	●

ヤマハ発動機株式会社 第83期定時株主総会 招集ご通知

## 2 今後の対応

### Karin Ri (ロンドン 責任投資スペシャリスト)

投資家が長期投資できる付加価値創造企業とは、持続的な競争優位により中長期的に資本コストを上回るリターン（資本収益性）を挙げる企業である。従って、①より株主資本コストを意識した経営とキャピタルアロケーション・株主還元の実践、②重要な意思決定とパフォーマンスに対する合理的な「説明責任」が、本質的なコーポレートガバナンス改革の中身として期待される。良いコーポレートガバナンスは、株主のみならず、その他ステークホルダーにも多大な利益をもたらす。多くの日本企業が過大な内部留保を積み増し、経済全体の活力を損なっていることが重要な

課題であると考えられている現状では、企業のP/L上での最劣後のステークホルダーである株主への還元はその他ステークホルダーとの利益相反をもたらさないと考える。経営陣と取締役会には、配当政策やその他の資金使途（設備投資、M&A、自社株買い及び債務償還等）に関して、全体最適の資本構成・財務政策と投資効率を意識したキャピタルアロケーションがどのように決められたのか、どのような投資基準を使っているのか、に対する合理的な説明と株主との積極的な対話が期待されている。

### 牧野 隆之・菅原 昌隆 (東京 議決権・コーポレートガバナンス担当)

取締役会の構成とその在り方について実際に日本企業とエンゲージメントを行っている、「そうは言っても、社外取締役については適切なスキルを持つ人材を探すことが難しい」という悩みを吐露されることがある。

2017年3月の経済産業省『コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）』において、「我が国全体でコーポレートガバナンス改革を進めていく観点からは、会社が社長・CEO経験者を相談役・顧問等として抱え込むのではなく、他社の社外役員として活躍することを制約しないことが望ましい」と提言された。2018年には「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」にお

いて顧問・相談役についての記載欄が新設され、情報開示の仕組みが整備されたことも受けて、顧問・相談役についての企業の開示が進むとともに、資生堂や伊藤忠商事など、顧問・相談役制度を廃止する企業も出てきている。

社外取締役についてはまだ需要と供給がバランスしていないように見えるが、顧問・相談役制度廃止の流れを受け、人材のプールが増えて供給が追い付くような状況が来るのではないかと期待している。コーポレートガバナンスの観点からも、非常に重要な流れであり、エンゲージメントの中で引き続き後押しして行きたいと考えている。

## Self-Assessment Report



責任投資部長  
寺沢 徹

# 自己評価とその妥当性の検証を通じ、真に適切なスチュワードシップ責任の履行を目指します

質量ともに充実したスチュワードシップ活動を展開。  
インベストメントチェーンにおける運用会社としての社会的な役割期待に応えます。

## Overview-自己評価の外観

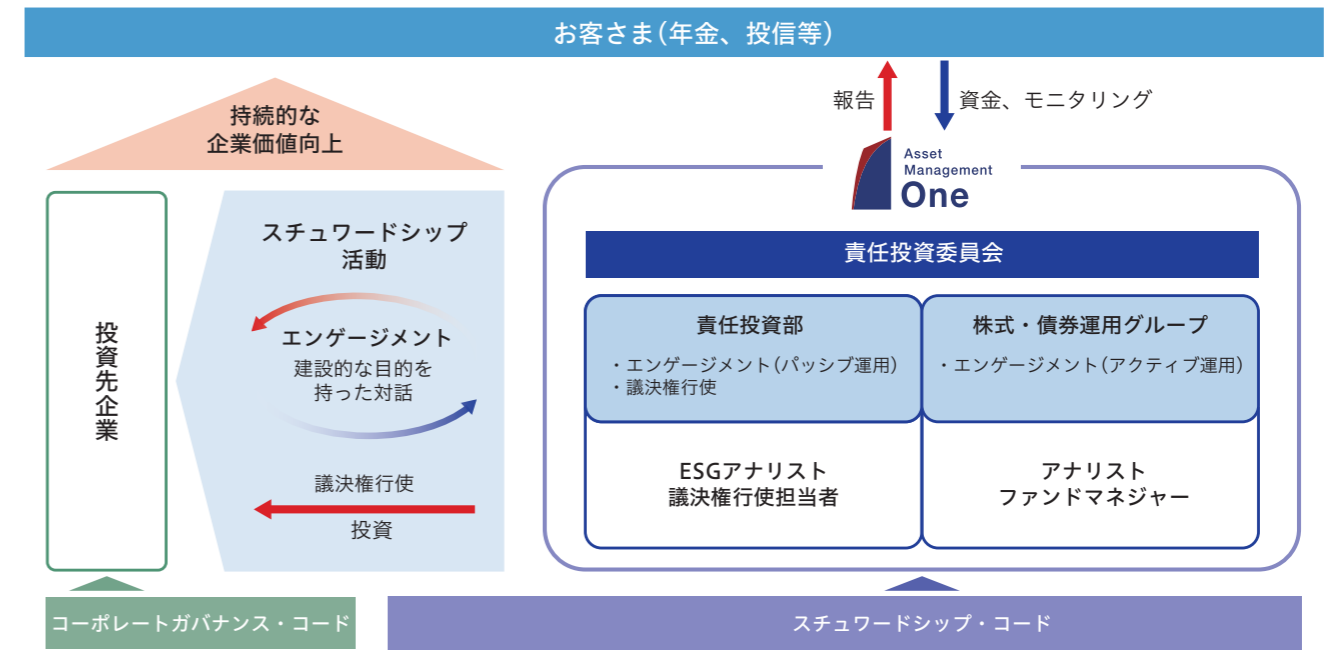
責任投資部は投資先企業との建設的な対話（エンゲージメント）や投資先企業の株主総会議案の議決権行使など「スチュワードシップ活動」を推進しております。この活動を通じて、中長期的な視点から当該企業の企業価値向上やその持続的成長を促すことが、お客様の中長期的な投資リターンの拡大に貢献することになると考えます。さらに活動を積み上げることで市場全体のサステナブルな成長に繋げ、企業・運用会社・投資家・家計を結ぶインベストメントチェーンにおける社会的な役割期待にお応えします。エンゲージメントにあたっては、まず企業の取組みなどを適切に開示することで企業の正しい姿を投資家に理解してもらうようにアドバイスをを行います。更に経営陣との間で

環境 (Environment)、社会 (Social)、企業統治 (Governance) など、ESGを中心に中長期的な企業の取組み課題に関する対話を実施します。特に当社での残高が大きいパッシブ運用のように期限を定めず投資先企業の株式保有を継続する視点からはこのような対話は非常に有効であると考えております。当部の豊富な経験を有するESGアナリストや議決権行使担当者がアナリスト・ファンドマネジャーと協力して、盤石なエンゲージメント体制を構築しております。さらに先進的な海外の知見の取り込みや企業のESGデータ分析を強化して対話の充実を図り、投資先企業の成長に貢献してまいります。

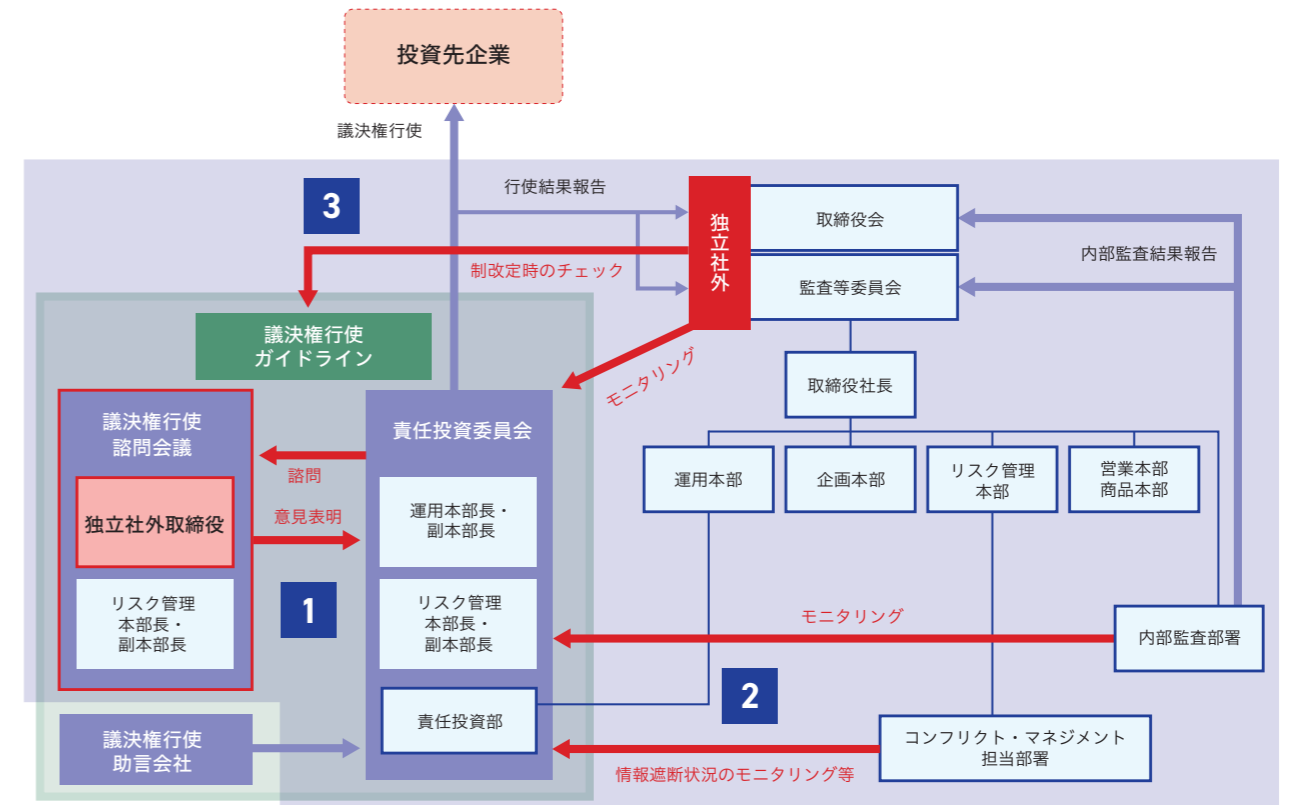
# スチュワードシップ活動に関する自己評価 (要約版)

原則	自己評価 (2017年度)
1 スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針の策定と公表	<ul style="list-style-type: none"> <li>●アセットマネジメントOne (以下、当社) 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、スチュワードシップ・コードへの取組方針に基づく活動を実施しております。</li> <li>●本年度は、スチュワードシップ活動の高度化に向け、体制強化 (責任投資部の増強)、スチュワードシップ・コードへの当社取組方針の見直し (2017年6月当社ウェブサイトに公表)、議決権行使ガイドラインの改定 (2018年4月当社ウェブサイトに公表) を実施いたしました。</li> <li>●スチュワードシップ・コードへの当社取組方針の見直しでは、全原則にコンプライするとともに、資産運用業界のフロントランナーとしてベストプラクティスを目指してきた取組みを踏まえ、「利益相反管理の高度化」「議決権行使における個別結果の公表」「パッシブ運用におけるエンゲージメント活動」「スチュワードシップ活動の自己評価」などについて改定いたしました。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●社会の要請や外部環境の変化を注視しながら、適切な方針変更が実施できる体制の維持強化が今後の課題と認識しております。</li> </ul>
2 利益相反管理の明確な方針の策定と公表	<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社は、スチュワードシップ活動に際して、お客様の利益を第一として行動しております。</li> <li>●スチュワードシップ責任を果たす上で重要な議決権行使においては、全議案について、当社議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準に基づいて指図を行っております。</li> <li>●本年度は、スチュワードシップ・コードへの当社取組方針の改定に合わせて、議決権行使に関する利益相反体制を強化 (情報遮断の実効性を高めるため、内部通報制度の設置、コンプライアンス担当部署による議決権行使結果のモニタリング体制の構築・牽制機能の整備、親会社等との間の人事異動制限、議決権行使諮問会議の新設) し、厳格に利益相反を管理いたしました。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●利益相反管理方針の従業員への徹底および厳格な運営、コンプライアンス部署によるモニタリングを継続してまいります。</li> </ul>
3 投資先企業の状況の的確な把握	<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社では、高い専門性と豊富な経験を有するアナリストを配置し、株式市場全体の底上げを目的とするパッシブ運用、リターン拡大を目的とするアクティブ運用それぞれの視点に応じて、投資先企業の課題を6つに類型化 (企業戦略、業績、資本構造、ガバナンス、社会・環境、その他事項) し把握しております。</li> <li>●パッシブ運用、アクティブ運用それぞれの視点から選定したエンゲージメント重点企業については、事前に設定した課題に対し、マイルストーン管理を行い、四半期毎に責任投資委員会に報告し、取組の実効性を確認しております。</li> <li>●ESG課題については、外部のESG評価機関の評価に加え、本年度は、新たに「ESG対話用スコア」(株価との連動性の高いESG項目をスコア化)を開発し、非財務情報の把握力を高めました。</li> <li>●投資先企業の不祥事に対しては、ESGアナリスト、議決権行使専任担当者、リサーチアナリストが連携し、問題の所在並びに株主価値への影響等早期の実態究明に努めました。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●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してまいります。</li> </ul>
4 投資先企業との認識の共有と問題の改善	<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社では、投資先企業が抱える課題を事前に調査・分析し、エンゲージメントを通じた認識の共有を図っております。</li> <li>●特に、企業価値向上とその持続的な成長の基盤となるESGに関しては、投資先企業のESG課題を資料にして提示することにより、認識の共有を強固なものとし、課題解決に向けたエンゲージメントを実施しております。</li> <li>●本年度より、パッシブ視点でエンゲージメント重点企業を選定するプロセスを独立させ、ESGアナリストの拡充とともに、パッシブ視点のエンゲージメント重点企業を前年度の120社 (TOPIXウエイト14%) から本年度160社 (同31%)に増加させました。パッシブ視点のエンゲージメント重点企業は、従来からの低ESG評価企業、低ROE企業に加え、当社独自のESGテーマを設定し選定しております。</li> <li>●ガバナンス課題については、当社の議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準に基づく議決権行使結果のフィードバックを強化いたしました。</li> <li>●当社のESGに対する考え方やパッシブ視点のエンゲージメント活動内容について、証券アナリストジャーナル2018年1月号に論文「エンゲージメントを通じたESGの推進」を発表いたしました。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●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イニシアティブClimate Action100+への対応等ESG課題の解決を促す取組みを強化してまいります。</li> </ul>
5 議決権行使結果の公表と投資先企業の持続的成長に資する工夫	<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社では、投資先企業の持続的な企業価値向上を通じた株主利益の最大化を目的として、全ての保有株式について当社議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準に基づき、投資先企業とのエンゲージメント内容等を踏まえた上で賛否判断を実施しております。なお、親会社等、利益相反の観点から最も重要な会社の議案は、当社ガイドラインに基づく議決権行使助言会社からの助言を活用しております。</li> <li>●本年度より、議決権行使結果については、全体の集計結果に加えて、個別結果 (個別企業の議案毎の行使結果) も四半期毎に当社ウェブサイトに公表を開始いたしました。</li> <li>●議決権行使ガイドラインおよび議案判断基準を改定し、当社ウェブサイトにおいて公表いたしました。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●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。</li> <li>●議決権行使とエンゲージメントのリンク強化を更に図ってまいります。</li> </ul>
6 顧客・受益者への報告	<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社では、投資先企業とのエンゲージメントや議決権行使など、スチュワードシップ責任を果たすための活動状況を顧客・受益者に対し適切に報告しております。</li> <li>●本年度より、議決権行使結果については、全体の集計結果に加えて、個別結果 (個別企業の議案毎の行使結果) も四半期毎に当社ウェブサイトにて公表を開始いたしました。</li> <li>●年金基金等アセットオーナー向けの個別報告では、議決権行使の判断事例やエンゲージメントにおける対話事例も含め、詳細な資料を提出しております。</li> <li>●顧客・受益者並びに投資先企業を対象に、当社のスチュワードシップ活動をより一層ご理解いただけるよう、スチュワードシップ活動に係る年次報告の作成に着手いたしました。</li> <li>●なお、本年度は、議決権行使結果及びエンゲージメント活動記録を全てデータベース化し、投資先企業への議決権行使結果のフィードバックやエンゲージメント重点企業のマイルストーンチェック、並びに顧客・受益者向け報告書の作成に活用しております。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●スチュワードシップ活動に係る年次報告の作成等、より分かり易い情報開示に努めてまいります。</li> </ul>
7 スチュワードシップ活動のための実力向上と自己評価の公表	<ul style="list-style-type: none"> <li>●当社では、スチュワードシップ活動の実効性向上のため、四半期毎に責任投資委員会へ報告し、各原則の実施状況を省みることで、取組の改善を図り、責任ある投資家としての実力向上に努めております。</li> <li>●本年度は、ESGアナリストおよび議決権行使専任担当者を増員し、体制を強化いたしました。</li> <li>●エンゲージメント活動に関する定期的なPDCAの実施、エンゲージメント活動の人事評価への反映によるモチベーション向上、チーフESGアナリストが主導する社内勉強会などスキル向上に努めております。</li> <li>●更に、スチュワードシップ活動に係る各種外部団体から国内外の情報をタイムリーに入手するとともに、経済産業省、環境省等主催の各種協議会への参加や社会・環境課題をテーマに大学研究者との意見交換も実施し、産学連携によるESG課題解決に向けた取組みも強化いたしました。</li> <li>●本年度の自己評価結果については、当社ウェブサイト及びスチュワードシップ活動に係る年次報告において公表します。</li> </ul> <p>&lt;今後の課題&gt;</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>●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課題把握に努め、投資先企業が抱える課題の解決を促す取組みを強化してまいります。</li> </ul>

# 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



アセットマネジメントOne 株式会社

