



# Engagement

エンゲージメント

企業の価値創造と持続的な成長を持続するよう、企業と建設的な対話を行っています。

## エンゲージメントの基本スタンス

1

友好的かつ  
建設的な姿勢で  
対話に努めること

2

ESG課題への対応状況、  
さらにその背景にある  
戦略や哲学などを含めて、  
非財務情報の理解に努めること

3

資本の効率的利用に関する  
投資先企業の考え方を  
聞くとともに、  
私たちの考え方を伝えること

4

重大な不祥事・事故が  
生じた際には、  
原因や再発防止策を聞き、  
健全な経営を促すこと

## 私たちが考える投資先企業との建設的な対話

責任投資に関わる最高意思決定機関である責任投資委員会で策定した「運用における責任投資の基本方針」において「エンゲージメントの基本方針」を定めています。

当社は、対象企業、およびその事業を取り巻く環境と将来

への深い理解が、投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントのスタートであると考えます。そして、エンゲージメントを、スチュワードシップ責任を果たすための最も有力な手段の一つとして位置付けています。

私たちのエンゲージメント活動は、責任投資調査委員会が策定された「運用における責任投資の基本方針」および同方針に沿って設定された「エンゲージメントの重点テーマ」に沿って進められます。

右図の通り、重点テーマの内容はESGから事業戦略、財務戦略まで多岐にわたります。この重点テーマを参考に、個々の企業の企業価値向上に資するエンゲージメント活動方針（エンゲージメント・ゴール）を検討・設定する場が、エンゲージメント推進室会議です。同会議は概ね隔週で開催され、エンゲージメント推進室を中心にポートフォリオマネージャー、アナリスト、ESGスペシャリストら総勢20名超が参加し、エンゲージメント・ゴールなどに関する議論を重ねています。

2021年7月に私たちは、エンゲージメント重点対象企業として日本企業約300社を選定しました。その後、各社にエンゲージメント・ゴールを設定してきましたが、2023年中には概ね300社全てにゴール設定が完了しました。エンゲージメント・ミーティング件数も概ね1,000前後で推移しており、エンゲージメントの“量”の面では体制が整ったと自負しています。

一方で今後は、エンゲージメントの“質”の面、すなわち実効性が問われるフェーズであると考えています。

私たちはエンゲージメント・ゴール設定後、マイルストーンを用いた進捗管理を行っています。進捗管理の結果、現行の方法ではエンゲージメントの進展が難しいと判断した場合は、社外取締役への面談を求めるなどの手法の見直しや、投資判断や議決権行使への反映などのエスカレーション対応を検討します。以降のページでも、社外取

## 2023年末エンゲージメントゴール構成比(重点テーマ別)

分類	テーマ	構成比
事業	1 事業戦略とサステナビリティの統合	2.7%
	2 気候変動	14.3%
	3 自然資本	1.2%
環境	4 人権リスク	4.9%
	5 多様な価値観を持つ人的資本の活用	5.3%
	6 ウェルビーイングな社会の実現に向けた課題解決	1.3%
社会	7 取締役会の再定義	11.6%
	8 資本効率性に対するコミットメントの強化	13.6%
ガバナンス	9 合理的な財務戦略の説明	11.6%
財務	その他	33.4%

※2023年12月時点

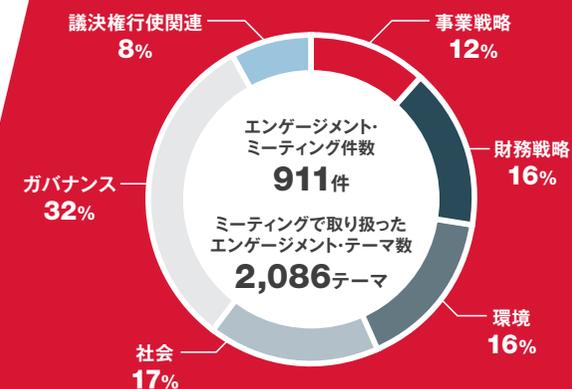
締役との対話を通じてエンゲージメントが進展した事例を複数紹介していますが、このように複数関係者と接触して会社に変革を促すことは重要な取組みと考えています。

人権デューデリジェンス、サプライチェーン・マネジメント、ウェルビーイングなどの企業に求められる役割は多様化しています。2023年3月の東証の要請を経て資本効率性に対する各社の意識も変化してきました。このような社会の変化に伴い、私たちもエンゲージメント・ゴールの追加・更新を順次進めています。

エンゲージメント推進室長

内田 陽祐

## 2023年のエンゲージメント・ミーティング



※2023年通年のエンゲージメント・ミーティングの内訳(テーマ数)

# エンゲージメント活動による効果の測定

私たちは、エンゲージメント活動の実効性を測るために、現在エンゲージメント活動の効果測定を進めています。

右図は、2023年のマイルストーンの進捗を見たものです。当社では事前に「成長戦略の策定・開示」や「取締役会の多様性強化」などのエンゲージメント・ゴールを設定して、エンゲージメント活動を進めています。この活動進捗を測るのがマイルストーン管理です。2022年末時点では「2.認識の共有」というステータスが中心でしたが、2023年末時点では「4.対応策の実施」や「5.完了」などの企業アクションまで進展した事例が増えています。

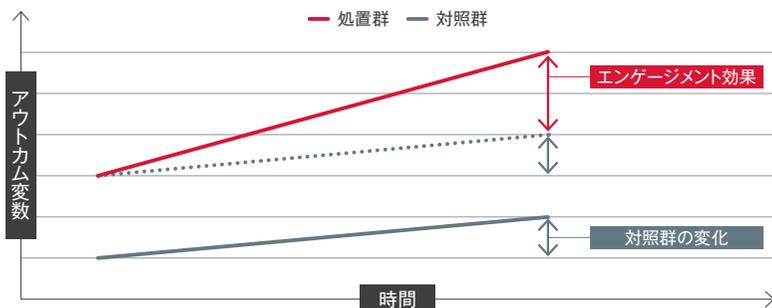
このような個別のエンゲージメント活動の進捗確認に加えて、当社資産運用先端技術研究部では、当社のエンゲージメント活動全体の効果測定も並行して進めています。

具体的には、2016～2022年度に当社がエンゲージ

メントを実施した企業と、実施していない企業とを比較して、両者の業績や企業アクションの変化(ESGへの取り組みの強化や、株式市場との対話の強化など)を比較することで、エンゲージメントの効果を評価しています。分析のイメージを表したのが下図です。分析の結果、当社がエンゲージメントを実施した企業では、政策保有株比率の減少、買収防衛策の廃止、役員持株比率の上昇、女性・社外取締役比率の上昇などの傾向が統計的に有意に確認されています。

さらに、2023年度からは単に「当社がエンゲージメントを実施したかどうか」だけでなく、「エンゲージメントを実施した回数」の考慮や、エンゲージメントの具体的な内容とその評価項目を対応させた分析を進めています。結果としては、新たに以下の傾向(下記ボックスを参照)が統計的に有意に確認されました。

## 二期間モデルにおける分析のイメージ

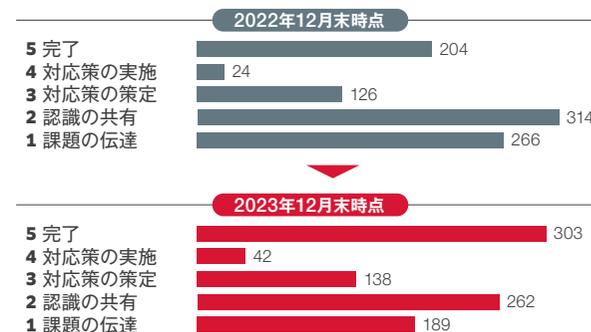


当社がエンゲージメントを実施した企業グループ(処置群)と実施していない企業グループ(対照群)のアウトカム変数の変化の差をエンゲージメント効果と定義しています。

- エンゲージメントを繰り返し実施した企業ほど、資本効率性がより改善する傾向にある
- ガバナンスに関するエンゲージメントを実施した企業では、役員持株比率の上昇や、業績連動報酬の導入が進む傾向にある

この分析結果は、当社が重視する継続的なエンゲージメント活動の重要性を裏付けるものと自負しています。一方で、当社のエンゲージメント活動単体の効果とは言えないことや、ガバナンス体制が悪い企業ほどエンゲージメントされやすい内生性の問題は、前年に引き続き分析上の課題となります。これらへの対処も含めて、データの蓄積と効果測定を継続し、今後のエンゲージメント活動の改善に生かしていきます。この分析・検証に当たり明治大学の三和裕美子教授に監修を受け、有益なコメントを頂きました。

## マイルストーンの進捗状況※



※2022年12月末時点で設定済みのエンゲージメント・ゴールに関して、マイルストーンの進捗状況を確認

完了: 対応策をプレスリリースなどで公表され、実施されることが確実となった(完了については、2023年末の累積値。2023年単年の件数は99件)

対応策の実施: 対応策がプレスリリースなどで公表されたが、企業側に対応策の実行完了を見極める必要があると判断される場合

対応策の策定: 当方から指摘した課題について、社内で検討を進めていることをミーティングで確認した。

認識の共有: 当方から指摘した課題について認識を共有した状態(先方が課題を理解し、検討を開始)

課題の伝達: 当方より企業側に課題と考えている点を伝えた状態

# SBT (Science Based Targets) に関するエンゲージメント

気候変動エンゲージメントの一環として、当社は投資先企業に対してSBT認定を促しています。

SBTとは、パリ協定が求める水準と整合した5~10年先を目標年として企業が設定する温室効果ガス排出削減目標のことであり、CDP、UNGC、WRI、WWFが設立した国際的機関であるSBTイニシアティブが認定します。

企業やサプライチェーン全体でGHG排出削減に向けた取組みが求められる中、外部からの評価向上や取引先からの要請等の様々な理由から、SBT認定取得に取り組む企業が増えています。

2023年の日本企業のSBT認定取得数は累計700社を超え、同年12月末時点の日本企業の取得数は世界一となりました。

## 九州電力株式会社へのSBT認定に関するエンゲージメント

2021年4月に九州電力株式会社は「九電グループカーボンニュートラルビジョン2050」を策定し、低・脱炭素のトップランナーとして九州から日本の脱炭素をリードする企業グループを目指すことを宣言しました。同社のゼロエミッション・FIT電源比率は58%（2019年度）と、国内電力会社ではトップクラスです。

一般的に日本の発電における化石燃料比率は高いといわれていますが、同社はいち早く原子力発電所の再稼働を実現し、再生可能エネルギーの導入にも意欲的です。同社の経営陣やIR部門はIR説明会や施設見学会等を通じて、積極的にこれらの努力をアピールしていました。

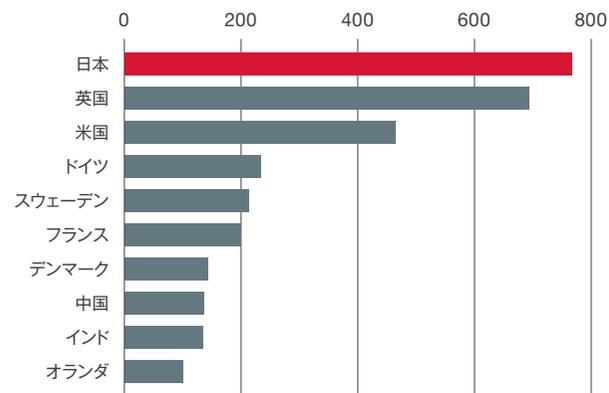
このような同社の低・脱炭素に向けた努力を投資家を含めたステークホルダーに浸透させ、企業価値を向上させるには、SBT認定が望ましいと当社では考え、2021年からIRおよびESGミーティングの場でSBT認定を働きかけてきました。

電力会社のSBT認定の事例は世界的にも少なく、当初

は早期SBT認定は困難と思われていましたが、2023年3月に同社の温室効果ガス（GHG）の排出に関する削減目標が、国内大手エネルギー事業者として初めてSBT認定されました。

当社の働きかけが、同社のSBT認定の一つのきっかけになったと考えています。

各国のSBT認定企業数（2023年12月時点）



# 人権リスク管理、人的資本活用に向けたエンゲージメント活動

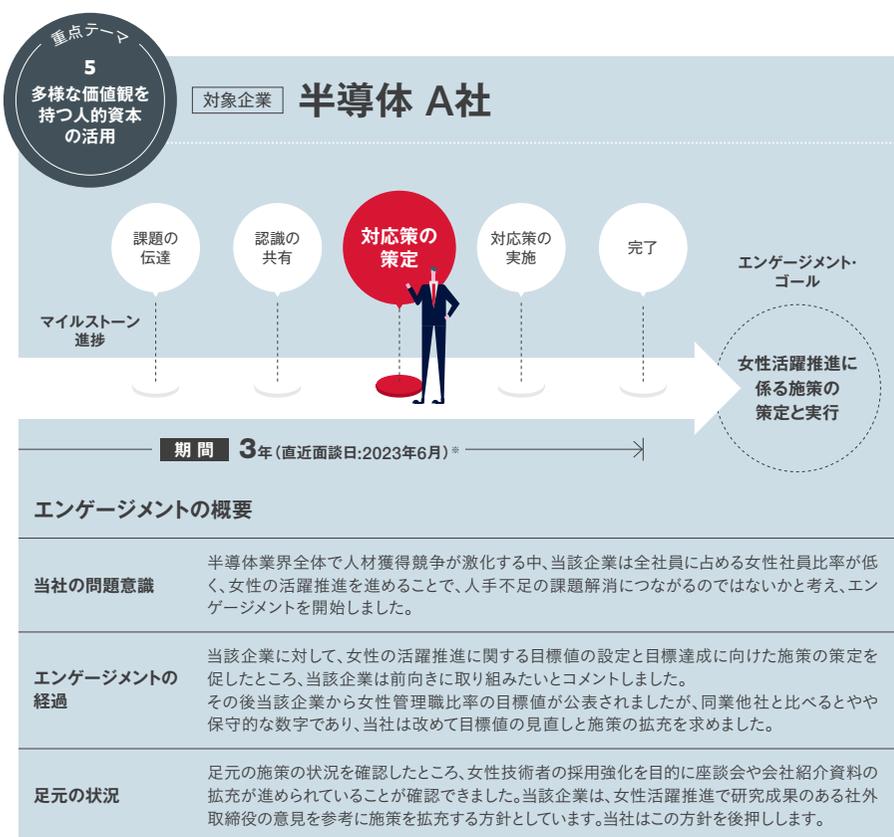
全世界的に人手不足が意識される今、企業には多様な人的資本の活用が求められています。

性別・国籍をまたぐ多様性のある人的資本を拡充することは、人材の“量”の増加だけでなく、“質”の向上にも寄与すると期待されます。

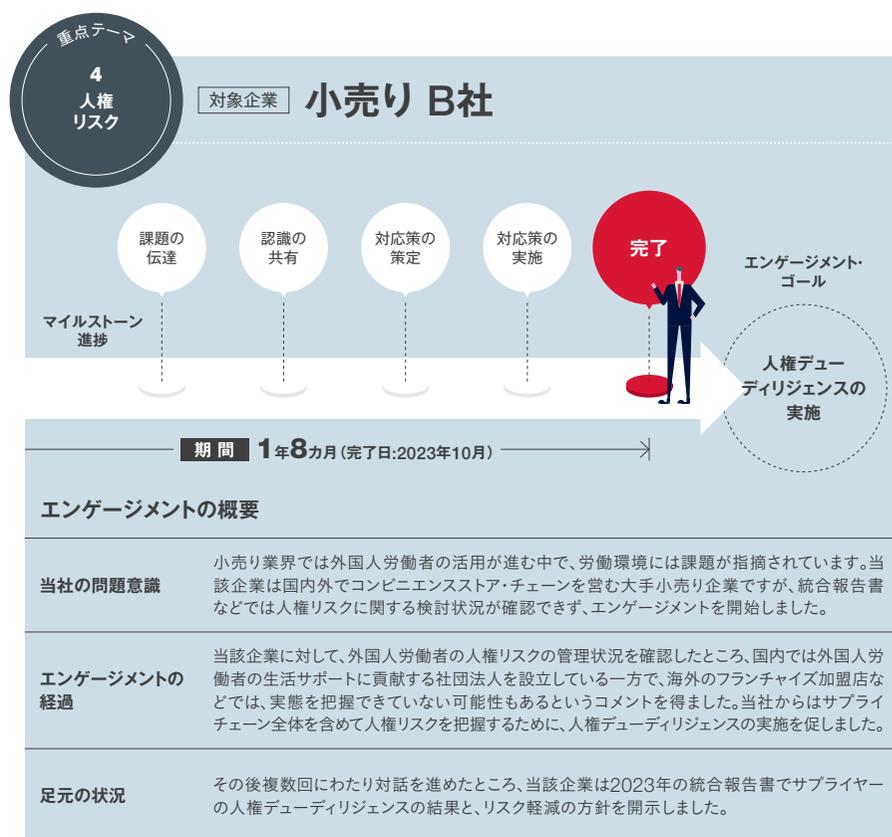
一方で人材が適切な扱い・評価を受けているかのモニタリングも重要です。

サプライチェーンがグローバル化し、異なる規制や慣習と交わる中で、人権問題が発生する恐れもあります。

当社は投資先企業の人権リスクを注視するとともに、投資先企業に対して人権デューデリジェンスの実施を促しています。



※期間は面談開始より2023年12月までの月数



# エンゲージメント・イニシアティブ



当社は、社会的課題の解決に取り組む複数の国際的なエンゲージメント・イニシアティブと連携しています。

そのエンゲージメントの一つがAccess to Medicine Index (ATMI) です。同イニシアティブは低中所得国への医療アクセスの改善を促す目的で活動しています。

当社は第一三共株式会社を含む日米2社の大手製薬会社に対してリード・インベスターとして協働エンゲージメントを担っています。

## イニシアティブ概要

- 独立非営利研究財団「Access to Medicine Foundation (ATMF:医薬品アクセス財団)」が公表する調査結果。
- 同財団は、10年以上にわたって製薬業界と連携し、低中所得国における現代の医療進歩による恩恵を受けられない何十億もの人々への医療アクセスの改善をもたらすことを主要な目標として掲げている。

## 参画企業

- 世界で142の機関投資家(運用資産22兆ドル)がATMIを参照。
- 当社は2019年にATMIに署名。投資家を代表して、日米2社の大手製薬会社に対してリード・インベスターとして協働エンゲージメントを担当(リード・インベスターを担う日系企業は当社含めて2社)。

## イニシアティブにおける当社の活動内容

- 2021年に、新型コロナウイルスに対する公正で公平な対応について支持する声明に共同署名。
- 2022年、当社英国拠点と英製薬会社への共同リード・インベスターを担当。
- 2023年、当社英国拠点が米国製薬会社へのリード・インベスターを担うとともに、当社日本拠点が第一三共株式会社へのリード・インベスターを担当。

## 対話状況



そのような医薬品への評価は再考したい。

ATMIで御社にエンゲージメント活動を行うリード・インベスターを弊社が受任した。ATMIによる御社の評価は高くない。御社が医薬品のアクセスに注力されていることは認識しており、説明・開示の工夫で評価を改善できるのではないかと。

その点は弊社からもATMFに連絡したい。一方で社会的なアクセス計画の策定など、検討し得る課題もあるのではないかと。

第一三共株式会社とミーティングを設けた。当該企業としてもATMIは重要指標として捉えており、評価改善に対する意欲がうかがえた。一方で当該企業は一部医薬品の販売を英国製薬会社に委託するなど特殊事情もあるようだ。そのような個別事情も踏まえて評価を行った方がいいのではないかと。

当社固有の事情が理解されていないのかもしれない。例えば、当社は海外販売の一部を英国製薬会社に委託しているが、この点で医薬品アクセスへの取組みが評価されていないようだ。

地域ごとに特性が異なるので、これまでは地域横断的なルールは最低限にして、地域ごとそれぞれで詳細なルールを設けてきた。説明内容・方法の改善余地もあるかもしれない、検討したい。

※2024年中に、ATMFによる定期評価改定が実施される予定。

## 第一三共からのコメント

当社グループの強みはADCに代表される先進的ながん治療薬の製品ポートフォリオと研究開発パイプラインにあります。より早くより多くの患者さんに製品を届けるために、大手欧米企業との提携を活用するとともに、医療基盤の脆弱な地域ではNGOとのパートナーシップを通じた医療アクセス拡大の取組みを推進しています。貴社との対話を通じて、弊社の医薬品へのアクセスに関する指標(販売国数やPatient Reachなど)のさらなる情報開示の重要性を認識することができ、また提携による医薬品アクセス向上の意義についてもATM財団が考慮してくれるきっかけとなりました。

# 取締役会の実効性向上に向けたエンゲージメント活動

企業ガバナンス強化に大きく寄与するのが、取締役会の実効性向上です。

当社は取締役会の役割・責務を経営陣の監督であると考え、投資先企業に対してモニタリングボードへの移行を促しています。

当社が考えるモニタリングボードの要件は複数ありますが、最も重要なのは取締役のメンバーです。

独立性などの外形基準に加えてスキルマトリックスを考慮に入れ、当該企業の監督を担い得る取締役会の実現を後押ししています。

重点テーマ

**7**

取締役会の再定義

対象企業

**製薬 D社**

課題の伝達

マイルストーン進捗

認識の共有

対応策の策定

対応策の実施

**完了**

エンゲージメント・ゴール

実効性のある指名・報酬委員会の設置

期間 **5年8カ月** (完了日:2023年4月)

**エンゲージメントの概要**

**当社の問題意識** 当該企業には、取締役・監査役の指名・報酬の検討等を行う諮問委員会がありましたが、同委員会の委員長を社長が務めており、実効性に課題がありました。

**エンゲージメントの経過** 当該企業に対して、取締役会の役割・責務は経営陣の監督であり、その根幹を成す指名・報酬の検討を社長が委員長として主導することに懸念を示したところ、当該企業は同委員会の過半数は社外取締役が占めており、実効性に問題はないというコメントにとどまりました。その後、当該企業の社外取締役とも2度にわたって面談を実施し、社長が指名・報酬に関して自己評価を行う構図に懸念を示すとともに、社長の後継者計画策定に際し指名機能の重要性に関して議論を行いました。

**足元の状況** 2023年4月に当該企業は指名報酬委員会を新設しました。同委員会は、総務担当取締役および社外取締役5名で構成され、社外取締役が委員長を担う組織になっています。

重点テーマ

**7**

取締役会の再定義

対象企業

**半導体 E社**

課題の伝達

マイルストーン進捗

認識の共有

対応策の策定

対応策の実施

**完了**

エンゲージメント・ゴール

多様性・実効性のある取締役会の実現

期間 **2年1カ月** (完了日:2023年6月)

**エンゲージメントの概要**

**当社の問題意識** 当該企業はグローバルに事業を展開する半導体メーカーですが、女性取締役がいないこと、社外取締役が1名しかいないことなど取締役会の多様性に課題がありました。また、今後海外事業を拡大するにあたり、同事業に精通した取締役が必要ではないかと考え、エンゲージメントを開始しました。

**エンゲージメントの経過** 当該企業に対して、取締役会の多様性に課題があること、今後海外事業を拡大するにあたり外国人取締役など同事業の監督に適した人材が必要ではないか、という当社の認識を伝えました。当該企業からは、多様性・実効性の向上に向けて人選を検討したいという前向きなコメントを得ました。

**足元の状況** 2022年に当該企業では、外資系半導体メーカーのマネジメント経験を有する女性取締役と外国人取締役が信任されました。翌2023年には女性取締役が2名に拡充され、取締役会の多様性・実効性が大きく向上しました。



チーフ・  
クレジットアナリスト  
後藤 修一



エクイティアナリスト  
今村 允

# 債券エンゲージメント

## 債券エンゲージメントの特長

国内クレジット運用のエンゲージメント活動では、クレジットアナリスト単独でのエンゲージメントだけでなく、株式部門との協働によるエンゲージメントにも力を入れています。債券部門が主催するデットIRにエクイティアナリストが参加したり、株式部門が主催するミーティングにクレジットアナリストが参加したりするなどの合同ミーティングを年100~150回ほど実施しており、クレジットアナリストとエクイティアナリストが一緒になって投資先と対話を行っています。

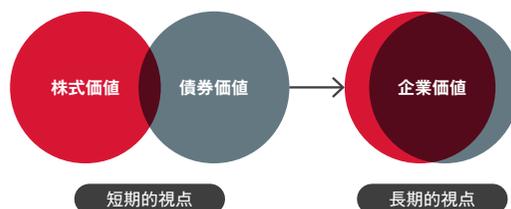
## 利害の相反を超えた対話

一般的に債券投資家と株式投資家の利害は相反するとされていますが、当社ではエンゲージメントに際して「投資先の企業価値向上」という共通の価値基準を持つことで、債券と株式の利害の相反を超えた建設的な議論を実現しています。

具体的に国内クレジット運用のエンゲージメントでは、財務や格付けの維持向上を単純に求めるのではなく、余剰資本を抱えている場合は最適資本構成の考え方についての説明を求める場面があるほか、財務レバレッジを拡大させる方針に対しても企業価値向上の観点で妥当であれば支持します。最適資本構成を追求する過程で財務レバレッジが拡大し、スプレッドがワイド化したとしても、長期的な観点では債券利回りの向上を通じて運用パフォーマンスにプラスになると考えています。

国内クレジット運用では「嵐でも倒れない樹の発掘」というコンセプトが表す通り、長期的視点でダウンサイドリスクへの耐性がある銘柄に投資しており、エンゲージメントもこの考え方に基づいています。

### 長期的視点では株式と債券の利害の相反は縮小



### 今村 エクイティ・アナリストのコメント

株式と債券では企業分析のアプローチや投資期間、財務レバレッジについての考え方に違いがあるため、投資先に対してそれぞれが別々にエンゲージメントをすると、当社として発行体に求めるゴールが曖昧になりがちです。立場が異なる株式アナリストとクレジットアナリストが、投資先企業と同じ企業価値向上やサステナブルな成長という共通のゴールを持って対話することが、活発で建設的な議論においては重要だと認識しています。

### エンゲージメント事例 金融機関 F社

当該企業は公表している自己資本比率目標を達成していましたが、クレジットアナリストはダウンサイドリスクへの備えがまだ十分ではないとの認識を持っていました。一方、株式アナリストは資本目標を達成しているのに株主還元を消極的との認識を持っていました。こうした中、株式主催で設定した当該企業の財務責任者とのミーティングにクレジットアナリストが参加し、最適資本構成について三者による議論を行いました。結論は出なかったものの、異なる視点から議論が行われたことで、双方にとって有意義な対話になったと考えています。

# 日本企業の資本効率性向上に向けて

2023年3月に東証は上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に向けた取組み強化を要請しました。同要請を受けて、事業会社の資本効率性に対する意識は大きく改善してきています。2024年1月の東証の発表によれば、2023年12月までにプライム市場上場企業の約49%が資本効率性の改善策を公表したとされています。

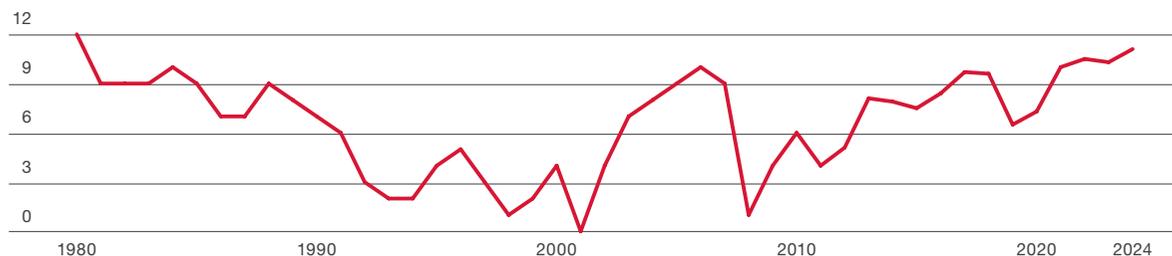
資本効率性改善に向けた施策として、昨今の日本企業に多く見られるのは株主還元方針の強化です。依然として多くの日本企業が適正水準以上の現預金を保有しており、株主還元強化を通じた余剰現預金の削減は資本効率性向上に向けた第一歩です。ただし、このようなバランスシート改革だけに頼った資本効率性の向上はいずれ

限界を迎えると考えられます。

中長期的な資本効率性の向上、しいては企業価値向上のためには成長事業の育成・強化や事業ポートフォリオの改革、また経営陣による資本効率性に対する強いコミットメントが必要であると、当社は考えています。投資先

企業との対話においては、株主還元策の検討のみにとどまるのではなく、余剰現預金や非事業資産を活用した成長投資、低収益事業の見直し、資本効率性目標の設定や業績連動役員報酬などを活用した中長期的な資本効率性向上に対するコミットメントを促しています。

日本企業のROE平均値※ ROE(%)



※東証株価指数(TOPIX)構成企業の集計値

**重点テーマ 8**  
資本効率性に対するコミットメントの強化

対象企業 **重機 G社**

課題の伝達

認識の共有

対応策の策定

対応策の実施

完了

エンゲージメント・ゴール

事業ポートフォリオの再編やROICベースの資本効率向上方針の公表

期間 **2年11** か月 (完了日:2024年2月)

**エンゲージメントの概要**

**当社の問題意識**  
当該企業は複数の小規模事業を抱えるコングロマリット企業です。同社の事業別の収益性を過去20年にわたり検証したところ、複数事業で資本効率率が低下傾向にあり、低収益事業の今後の方向性の確認を目的に、エンゲージメントを開始しました。

**エンゲージメントの経過**  
当該企業に対して低収益事業の方向性を確認したところ、会社としても同様の問題意識を抱えているという返答を得ました。その後社外取締役と面談を行い、当該企業が進めるROIC管理の実情を確認したところ、取締役会など社内ではROICの活用は進んでいるものの社外開示が不十分であるという問題認識を共有しました。

**足元の状況**  
当該企業は2023年度の通期決算説明会にて、2026年度までの中期経営計画を発表し、事業別ROICの目標値を公表しました。また、同時に課題であった事業の新規受注を停止、撤退することを発表し、事業ポートフォリオ改革が大きく前進しました。

# 自動車産業に対するエンゲージメント活動

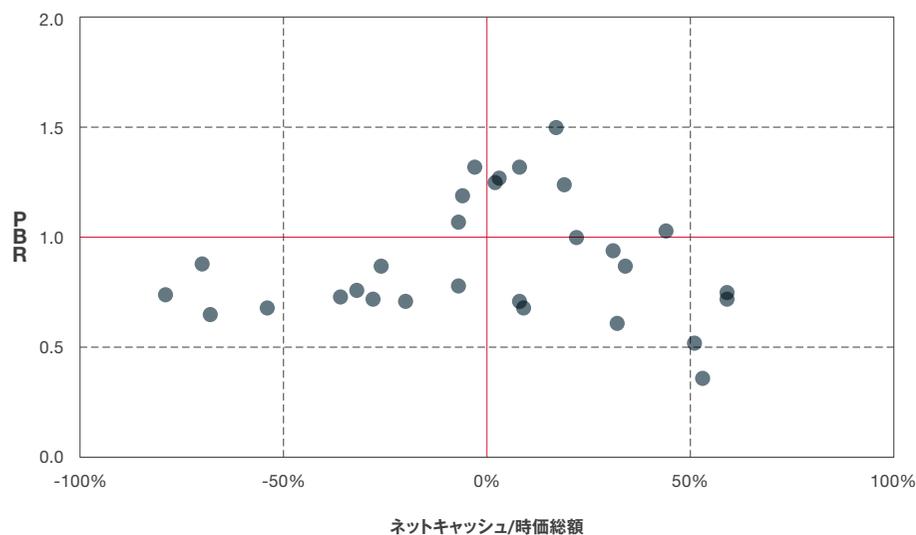
2023年3月に東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」への取組み強化を要請して以降、注目を集めた産業の一つが、自動車産業です。自動車産業には多額の現預金を保有する企業が多く見られ、下左図のように、保有現預金と保有有価証券から有利子負債を差し引いた「ネットキャッシュ」が時価総額の50%超を占める企業も散見します。このようにバランスシートの余剰資金により資本効率性の低下が懸念されており、株式市場からの評価を示すバリュエーションを確認しますと、PBRが1.0倍未満と解散価値を下回る市場評価となっている企業も数多く見られます。

こうした中、とりわけ注目が集まるのが持ち合い株式（政策保有株式）の売却です。自動車産業は依然として系列関係が根強く残り、取引先企業同士の持ち合い株式が多く見られます。下右図のように、グループ間で多くの株式を持ち合い、少数株主の利益が軽視される懸念だけでなく、これが自動車産業の資本効率性の低迷を招いている、とも言えます。EV（電気自動車）化など産業全体が大きく変化する中、このような非事業資産をいかに有望な成長事業の資金に充てられるかが重要になると言えるでしょう。

また約3万点の部品から成る自動車産業は裾野が広く、

グローバルに事業展開しているため、社会に関する取組みにも注目が集まっています。特にコンプライアンスや人権に対する意識が高まる中、自動車メーカーは自社だけでなく取引先の労働環境や人権に関するコンプライアンス管理が必要とされています。またダイバーシティ&インクルージョンの観点では、女性管理職比率の低さなどが課題となっています。これら社会課題への取組みの優劣がブランド価値にも大きな影響を与えると考え、積極的なエンゲージメント活動で改善強化を促しています。

日系完成車メーカー、部品メーカーの概況



大手自動車グループ主要企業の株式持ち合い状況

		保有会社					
		完成車A社	部品B社	部品C社	部品D社	部品E社	部品F社
被保有会社	完成車A社	-	8.8%	3.3%	1.3%	0.0%	0.1%
	部品B社	24.7%	-	9.5%	2.1%	0.0%	0.0%
	部品C社	24.2%	9.3%	-	1.7%	0.0%	0.0%
	部品D社	24.8%	7.7%	4.8%	-	0.0%	0.0%
	部品E社	31.1%	4.2%	5.5%	0.4%	-	0.4%
	部品F社	42.8%	0.1%	0.8%	0.5%	0.0%	-

# 自動車産業に対するエンゲージメント活動

## アナリストによるエンゲージメント 自動車業界

当社は、持ち合い株式(政策保有株式)が自動車産業の資本効率性の低下の一因になっているという懸念から、非事業資産である政策保有株式の縮減と、これを基にした成長投資の必要性について自動車産業の各社と議論してきました。

当初は株式売却による取引先企業との関係悪化を懸念したためか慎重なスタンスでしたが、当社は第三者の立場として取引先企業両方に意見を求めるなど、粘り強く議論を進めてきました。

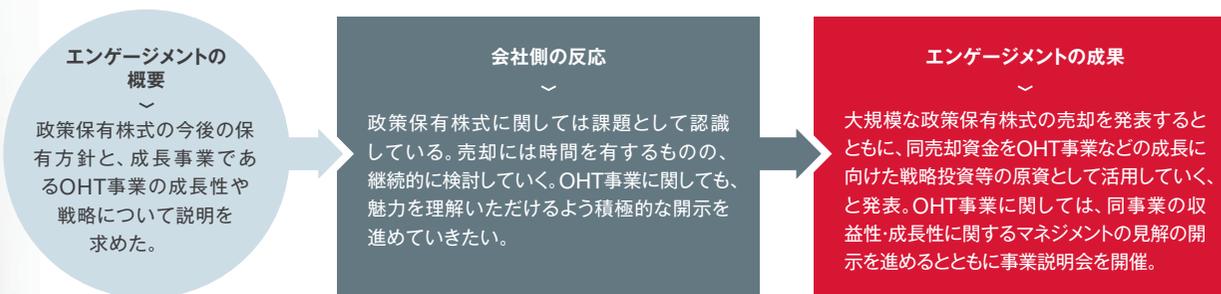
当社がこのように取組んできたエンゲージメントは、成果を出しつつあります。下記のエンゲージメント事例で示したように、H社とは政策保有株式と同社の強みとなりつつあるOHT(オフハイウェイタイヤ<sup>※</sup>)事業の成長性や戦略について議論してきました。議論を通して理解したOHT事業の魅力が資本市場には十分伝わっていないと指摘し、その後、開示が積極的になったことなど、建設的な対話ができたと自負しています。

H社だけでなく自動車産業全体で持ち合い解消は進み

つつあります。2023年下期にはトヨタグループの系列会社が相次いで持ち合い解消に向けた方針を発表しました。当社はこの動きを好感じつつも、株式売却にとどまらず、売却資金をどのように成長投資および企業価値向上につなげるか議論していきます。

※OHT…OHT(オフハイウェイタイヤ)とは農業機械や産業車両等に用いられるタイヤを指します。タイヤ業界では新興国タイヤメーカーが低価格戦略で存在感を増していますが、乗用車用タイヤなどと比較して高い耐久性が求められるOHTは堅調な収益性が期待されています。H社は2016年にOHT事業に参入し、23年には業界大手企業の買収を完了し、事業規模の拡大を進めています。

### タイヤメーカーH社とのエンゲージメント



#### タイヤメーカーH社コメント

当社はこの数年間株価が伸び悩み、2020年にはPBRO.4倍まで低下していました。そのような時期に貴社とのミーティングで、OHT事業の魅力や成長に向けたアセットアロケーションの考え方が株式市場に十分認識されていないのではないか、との指摘を受けました。対話を受け、OHT事業説明会の実施や決算説明会資料などの開示を充実させると同時に、経営トップ自ら面談を実施し、当社の成長性や戦略について積極的なアピールを行った結果、PBR1倍へ近づきつつあります。今後も積極的なIR活動を実施します。

シニア・エクイティアナリスト  
**江口 由紀**

# 重点テーマの改編

当社は、2023年7月にエンゲージメントの重点テーマの改編を行っています。資本コストや資本効率性に対する事業会社の関心の高まりを受けて、中長期的な資本収益性向上に向けた取組みを強化します。

まず、第一に「合理的な成長戦略の説明」を重点テーマとして新設しました。事業ポートフォリオ再編を含む中長期の成長を実現するための戦略策定と合理的な説明を投資先企業に求めていきます。これは東証が掲げる“資本コストや株価を意識した経営”の中核となる取組みと考えています。そして、第二に従来設定していた「合理的な財務

戦略の説明」を新しく「資本効率性に対するコミットメントの強化」に統合しました。株主還元やキャッシュの有効な活用など財務的な取組みに加え、政策保有株縮減や報酬ガバナンス強化を中心とした経営のコミットメントを強化していく内容となっています。その他に、生物多様性や再生可能資源に関する「自然資本」や人的資本経営を企業価値向上につなげる「多様な価値観を持つ人的資本」は2024年度以降本格化するテーマと考えています。

下記に掲げる9つの重点テーマを中心に企業価値向上に向けたエンゲージメントに取り組んでいきます。

分類	テーマ	テーマ概要
事業	1 合理的な成長戦略の説明	成長を実現するための戦略(事業ポートフォリオの構築を含む)に関する合理的な説明を促す。
	2 事業戦略とサステナビリティの統合	サステナビリティを統合した事業戦略の説明を求める。マテリアリティやリスクに関する情報開示を含む。
環境	3 気候変動	ネットゼロに向けたGHG削減目標の設定、SBT認定取得、スコープ3やGHG吸収量の開示などを求める。
	4 自然資本	生物多様性や水リスクへの対応を求める。
社会	5 人権リスク	国内外の社会で求められる人権方針の策定・人権デューデリジェンスの実施を求める。
	6 多様な価値観を持つ人的資本	ジェンダーや従業員ウェル・ビーイングを含め、成長戦略に沿った人的資本の活用を求める。
	7 ウェル・ビーイングな社会	ウェル・ビーイングな社会に向けた課題解決をビジネス機会につなげる取組みを促す。
ガバナンス	8 実効性の高いモニタリングボード	実効性を伴ったモニタリング・ボードへの移行を促す。
ガバナンス、財務	9 資本効率性に対するコミットメントの強化	コミットメント=報酬を通じたインセンティブ+アカウンタビリティ。資本コストを上回る資本効率性の達成を目指し、政策保有株式縮減を含む。
その他		事業戦略全般や開示・対話等に関するエンゲージメント活動。

## Column

### CEO対談

2022年から当社では社長の小池自ら、事業会社や社外有識者との対談を通じて、日本企業の企業価値向上を促しております。

2023年12月までに21社の事業会社のトップマネジメントとの対話の機会を頂くとともに、2023年からの新しい試みとして、アカデミックな社外有識者や、同社と同様にエンゲージメント活動を行う機関投資家とも情報交換を行い、エンゲージメント活動の高度化に努めております。

対話の内容はいずれも当社HPに掲載しております。

#### Reference >

<https://www.nomura-am.co.jp/special/esg/library/report-list.html>

#### 電通グループ

#### 広告会社から新たな事業体への変革を推し進める



株式会社電通グループ 取締役 野村アセットマネジメント株式会社 代表執行役 社長 グローバルCEO  
五十嵐 博氏 小池 広靖 CEO兼代表取締役社長

五十嵐 博氏

小池 広靖

広告会社という従来の形態からマーケティング、コンサルティング、テクノロジーが融合した事業体へと進化を図る電通グループの成長戦略を巡り、その背景や狙い、課題や発展性などを深く議論しています。

# 外国株式エンゲージメント

当社は、外国株式においてもエンゲージメント活動の強化を続けています。企業のESG課題は、グローバルなテーマが多く、海外運用チームとの連携は、外国企業のみならず、日本企業におけるエンゲージメント活動においても必要不可欠です。外国株式についてはその対象の国や企業が多いことから、各海外拠点の運用拠点の運用チームの専門性を生かしつつ、外部リソースを活用し、より効率的なエンゲージメント活動を進めています。当社の海外拠点における2023年のエンゲージメント件数は合計で661テーマ(延べエンゲージメント数は299件)となりました。エンゲージメントのテーマとしては、事業戦略、財務戦略、環境、社会、ガバナンス、開示・対話の6テーマに分類し、各拠点の運用者やアナリストがエンゲージメント・テーマを決定、企業とのエンゲージメントを実施しています。

当社はサステナビリティを海外におけるエンゲージメント・パートナーとし、同社との協働エンゲージメントや、エンゲージメントの委託を行っています(P.74を参照)。また、Access to Medicine Foundationなどの連携イニシアティブ等を活用し、他の運用会社などと一緒に特定のテーマに関するエンゲージメントも行っています(詳細はP.75~76を参照)。

## 海外拠点におけるエンゲージメント事例

英国拠点では2023年上半年に米国従業員の肥満削減に焦点を当てた新しいESGプロジェクトを開始しました。私たちは、従業員の肥満を解決することで、病気による欠勤の減少や医療保険コストの削減といった目に見える経済的利

益を雇用主にもたらすことができると信じています。しかし最も重要なことは、これは雇用主が従業員の生活の質を向上させる方法であると私たちが考えているからです。米国企業に焦点を当てたのは、雇用主が医療制度における大きな利害関係者でもあり、米国人の約50%は、雇用主の医療保険に加入しているからです。

英国拠点で運用を行っているグローバル・サステナブル・エクイティ・ストラテジーにおいて保有する、米国で大きなプレゼンスを持つ27社に、従業員の肥満問題解決に向けてどのような対策を講じているかを尋ねたところ、80%以上から回答がありました。抗肥満薬(AOM)、減量プログラム、肥満手術の医療保険におけるカバー率、およびフィットネスと健康の促進を目的としたその他の取組みについて焦点を当てて調査しました。アンケートに回答した企業では、従業員の肥満手術を医療保険でカバーするなど、雇用主による肥満対策に積極的に取り組んでいることが判明しました。さらに、回答企業の85%は、保険制度やフィットネスクラブにおけるエクササイズ・レッスンなどの割引を通じて、減量プログラムなどを提供しています。

効果の非常に高い薬の服用による肥満問題の解決も新たな方策です。GSE戦略で保有しているデンマークのヘルスケア企業では、この分野において初期のリーダーでした。現在、他の大手ヘルスケア企業数社がこの分野に参入しようとしています。これらの医薬品は高額(同社が提供する定価は月額1,349米ドル)であり、対象者が多いことから、雇用主の費用負担増が懸念されます。それにもかかわらず回

## 外国企業に対するエンゲージメント実績数

海外拠点による延べエンゲージメント・テーマ数 **2023年 661** テーマ(299件)

サステナビリティによるエンゲージメント数\* (2022年) **2023年 441** 件



	構成比	テーマ数
■ 欧州	13%	85
■ 米国	28%	184
■ アジャ・エマージング	59%	392
テーマ数合計		661



	構成比	テーマ数
■ 事業戦略	7%	47
■ 財務戦略	4%	27
■ 環境	36%	236
■ 社会	22%	144
■ ガバナンス	15%	102
■ 開示・対話	16%	105
テーマ数合計		661

※対象はMSCI ACWI ex Japan.

答者の70%が現在、抗肥満薬を保険でカバーしていることが判明しており、私たちとしても抗肥満薬のさらなる普及を期待しています。ただ、保険でカバーしていないと回答した企業の1社は、今後行われる心血管検査を通じて、これらの薬が体重減少だけでなく健康状態の改善につながるかどうかといった証拠が得られるかどうかを注視している、とのコメントがありました。良好な検査結果が得られれば、企業による高肥満薬の保険カバーが促進されると予想されます。

2023年下半年以降、①アンケートへ回答しなかった企業、または相対的に取組みが遅れている企業へのエンゲージメント ②変化を推進するための企業間エンゲージメントのアイデアの検討 ③抗肥満薬へのアクセス戦略——といった内容を中心に企業とのエンゲージメントなどを行い、ポートフォリオ企業のインパクト改善を目指します。

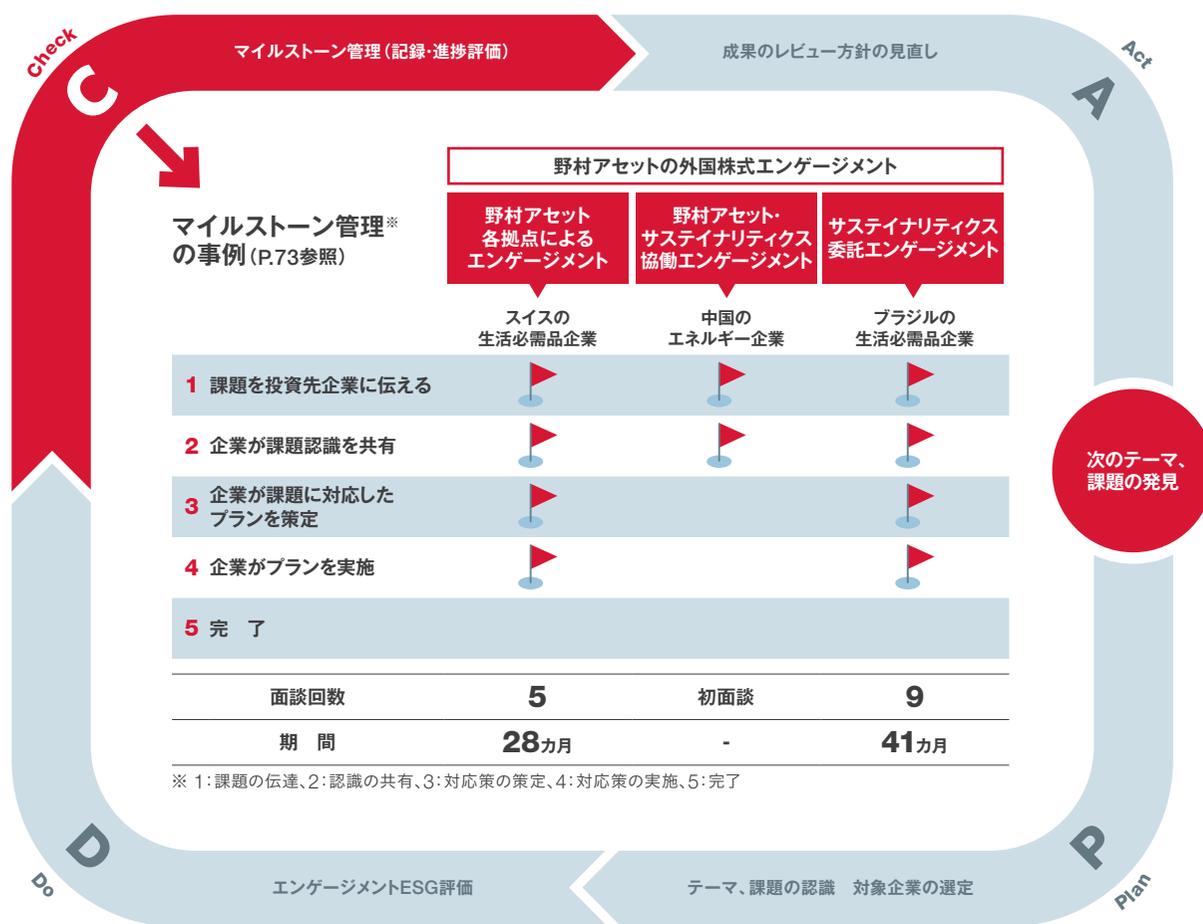
## 外国株式のマイルストーン管理

外国株式エンゲージメントにおいても、ESG課題に対する問題意識を各企業と共有し、具体的なゴールを設定、その実現に至るマイルストーンを管理しています。当社単独で行うエンゲージメントとマイルストーン管理に加えて、サ

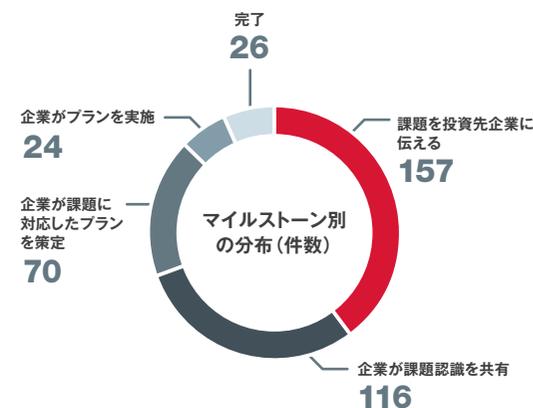
ステイナリティクスとの協働エンゲージメントについても、それぞれでマイルストーン管理を行っています。日本企業におけるマイルストーン管理と同様、マイルストーンは5段階、期間は3年を区切りとしています。ゴールと時間軸を明

確にし、エンゲージメントの進捗を把握・評価することで、PDCA(Plan-Do-Check-Act)を効果的に機能させることができます。実際のエンゲージメントで焦点を当てるESG課題や設定するゴールは、企業によって様々です。

### 外国株式のマイルストーン管理の対象

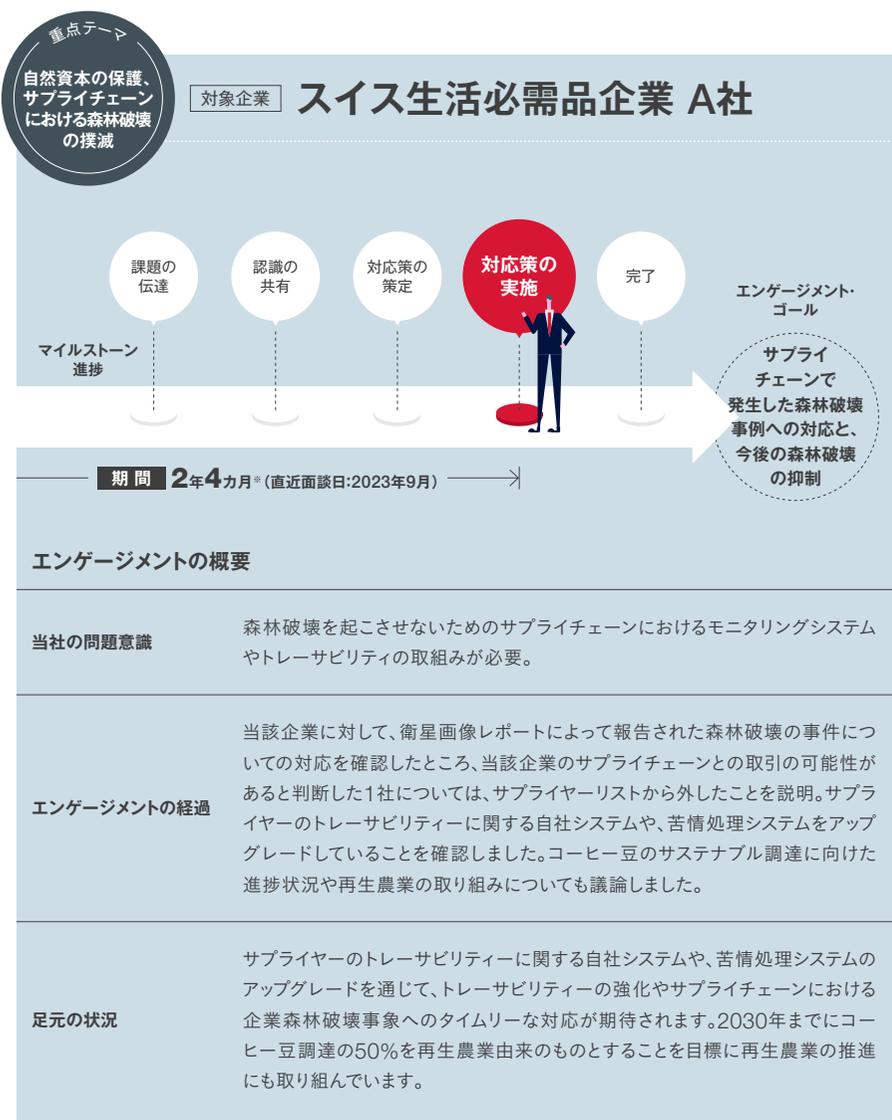


外国株式のマイルストーン管理 (2023年12月末)

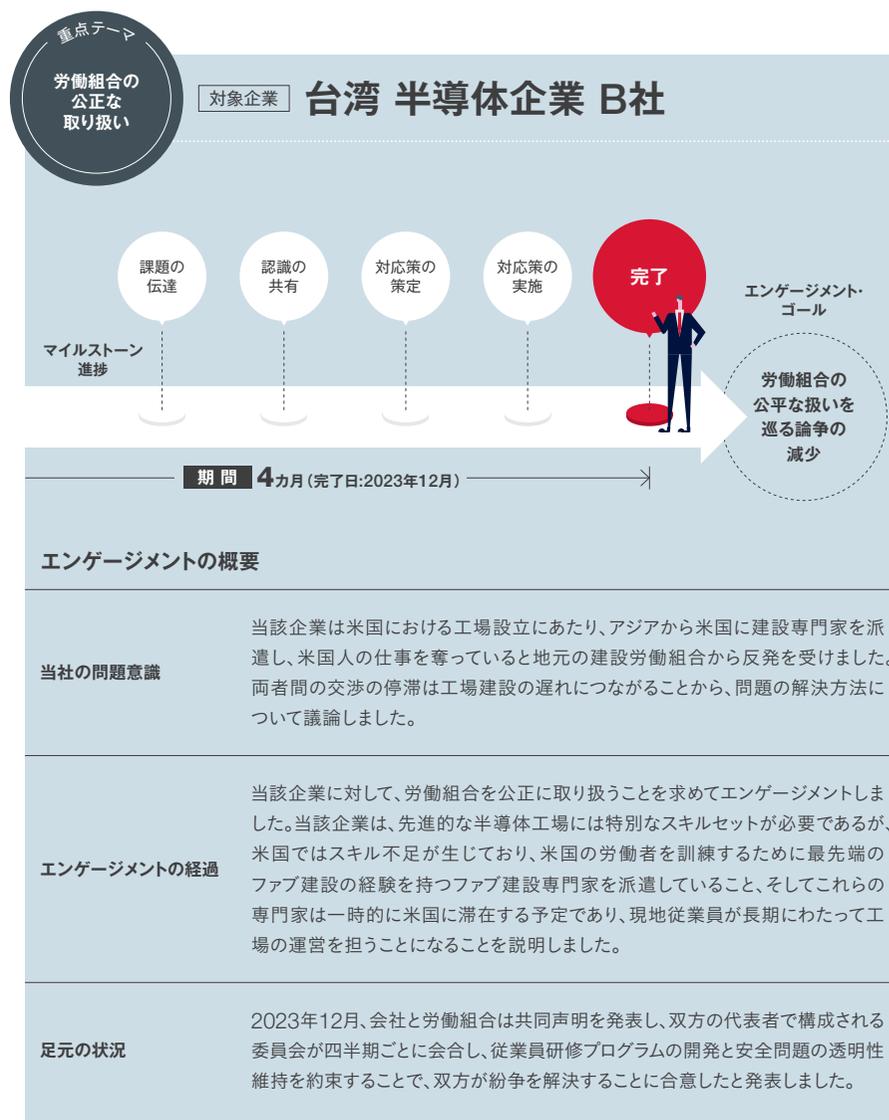


2023年は661のテーマでエンゲージメントを行いました。  
2023年末現在マイルストーン管理の対象としているのは延べ393件(284社)です。  
このうち26件はすでに「完了」です。

## 外国株式エンゲージメント(マイルストーン)の事例



※期間は面談開始より2023年12月までの月数



# サステイナリティクスによるエンゲージメント

外国株式におけるエンゲージメントは海外拠点でも積極的に行っていますが、対象が広範囲に及ぶため、サステイナリティクスをパートナーとして採用し、協働エンゲージメント・委託エンゲージメントを行っています。国連グロー

バル・コンパクトなどのグローバル規範違反に基づいて対象企業を選定するグローバル・スタンダード・エンゲージメント、ESG課題で高いリスクを抱える企業を対象とする重大なリスクに関するエンゲージメントに加えて、生物多

様性と自然資本や責任あるクリーンテクノロジーなど、特定のテーマに絞ってグローバルな視点で対象テーマの解決を図るテーマ別エンゲージメントも実施しています。



## グローバル・スタンダード・エンゲージメント

**ESG**

### エンゲージメント方針

重大事象への対応にとどまらず、将来の再発防止およびESGプラクティスの改善に向けて、企業に戦略構築を促す。

### 対象企業

国連グローバル・コンパクトなどの国際規範に対して、著しく組織的な違反が見られた企業



## 重大なリスクに関するエンゲージメント

**ESG**

### エンゲージメント方針

財務的に重要なESG課題を抱える企業に対して、長期的な企業価値の向上に向けて、ESGの重大なリスクと機会に対処するための戦略構築を促す。

### 対象企業

各業界内で高いESGリスクを有する企業

## テーマ別エンゲージメント



**E**

生物多様性と自然資本に関するエンゲージメント



**E**

食の未来に関するエンゲージメント



**E**

気候変動・持続可能な森林と金融に関するエンゲージメント



**E**

ネットゼロへの移行に関するエンゲージメント



**ES**

責任あるクリーンテクノロジーに関するエンゲージメント



**S**

現代奴隷制に関するエンゲージメント



**S**

人権促進に関するエンゲージメント



**S**

人的資本と未来の職に関するエンゲージメント



**G**

税金に関するエンゲージメント



**G**

明日の取締役会に関するエンゲージメント



**G**

SDGsのガバナンスに関するエンゲージメント

# イニシアティブとの連携

## 自然資本保護に向けた 生物音響研究の 取り組み

Bioacoustic research  
efforts for natural capital  
protection

1

2022年後半、当社は「森林破壊ゼロを目指したイニシアティブ」で協働している運用会社のカルダノ社とフィデリティ・インターナショナル社と共に、森林などの植物管理のソリューション設計やモニタリングを行うプロバイダーである「Green Praxis」を後援し、パーム油の生産活動が自然生態系に与える影響を測定するために生物多様性測定ツールと指標の開発を進めてきました。このプロジェクトを通じて、人工知能や機械学習を活用し、地表付近で生物の活動に伴って発生している音響データ(その場所で発生している音風景、つまり聴覚環境を集音したもの)を収集し、分析を行いました。

調査活動の最初のステップは、調査対象地域で生物

多様性の豊かさと豊富さを測定するために、手頃な価格で迅速に、かつ信頼性の高いデータを収集できるだけではなく、生態系全体への影響を最小限に抑える機器と分析ツールを構築することでした。現在のところ、グローバルで受け入れられている共通のツールや指標はありません。データの結果については、より大きなサンプルサイズを対象にした調査や異なる地域や複数の時期における調査を基にした研究が必要であると認識していますが、今回得られた結果についても十分効果的であり、過去の調査結果に沿うものでした。

その調査結果では、パーム油生産地域とその周辺の保全活動によって再生した二次林(森林伐採後に自然に再生した森林)では自然の音風景が明確に違うことが示されました。パーム油の生産地域では、特定の種類の昆虫による単調な音であった一方で、二次林とパーム油生産地域外にある天然林では、鳥、カエル、さらには霊長類(例えばテナガザル)などの様々な種類の生物の活動音が収集されました。もう一つの興味深い分析結果は、二次林と天然林はどちらも明らかに生物多様性が高かったものの、二次林では天然林と比較して生物の豊富さに欠けていることがわかりました。

この調査の結論は、企業の森林保全活動は生物多様性の豊かさを一部回復する上で効果的であることを示し

たものの、天然林の保護に代替することはできないということです。

調査活動の中で知ることとなった制約の一つとして、パーム油生産地域に隣接した場所で天然林の調査を行えなかったことが挙げられます。残念なことに、その地域に隣接する森林が1980年代に伐採されていたということです。しかし、その事実自体も一つの重要な調査結果であったと考えており、当プロジェクトの将来の調査フェーズにおいて特定地域で天然林を調査することに焦点を当てていきます。

投資家グループはGreen Praxisと共に、データベースの構築とAIモデルの開発を進めるために、別のパーム油生産会社との2度目の調査活動について協議を開始しています。さらにデータを集積させて、それを基にした調査結果の内容を確認することができると、その結果を基に企業とのエンゲージメントに活用することができます。以前に、私たちは森林破壊ゼロに向けて「証拠を活用したエンゲージメント」を実施しており、その効果を実感しています。将来的には、企業の環境保全努力の効果や地域の生物多様性に及ぼす影響について、私たちイニシアティブ独自の調査結果を数量的な評価とし、エンゲージメント・ツールとすることができるようになることを期待しています。

Reference > このプロジェクトの詳細については、以下のリンク先をご参照ください。

[https://www.nomura-asset.co.uk/download/news/GreenPraxis\\_research\\_study\\_press\\_release.pdf](https://www.nomura-asset.co.uk/download/news/GreenPraxis_research_study_press_release.pdf)

# 医薬品アクセスの改善に向けた取り組み

Access to Medicine Foundation/  
Access to Medicine Index

# 2



2年に一度発表される  
Global Index レポート



英国拠点の株式運用チームは、ジェネリック医薬品およびバイオシミラー医薬品開発企業に関するAccess to Medicine (ATM) 財団のレポートローンチイベントを共同主催しました。同財団はこれまで、毎年の医薬品アクセス指数にランク付けされている医薬品や治療法の開発者に主に焦点を当ててきましたが、医薬品アクセスを支援する上で非常に重要な役割を果たすジェネリック医薬品製造業者も対象に拡大しました。私たちは、このイベントの共催や投資家とのディスカッションへの参加を通じて、この取り組みを支援できたことをうれしく思っています。ジェネリック医薬品開発企業は、研究開発に重点を置いた医薬品と比べて実際に生じている病気に対する治療に非常に重要な役割を果たしています。そうした開発企業は、低所得国 (LMIC) において治療薬を自社製造する企業となることがよくあります。特許切れとなった治療薬やその地域のみで薬を製造できるように治療特許が寄贈された協約を通じて、様々な低所得国においてジェネリック医薬品の製造が可能となります。当社のヘルスケアセクター・アナリストが参加した興味深いパネルディスカッションによって、具体的な機会と6つの重要なポイントを明確化しました。

## 6つの重要なポイント

- 1 ジェネリック医薬品業界の投資家にとって、低所得国 (LMIC) のアクセスにプラスの影響を与える有意義な機会がある
- 2 分析フレームワークと企業概要は投資家にとって有用なツールである
- 3 投資家はESGに関心があるため、ジェネリック医薬品は長期的に医薬品へのアクセスを強化することで恩恵を受けることになる
- 4 財団の調査結果が確実に変化をもたらすことができるようにする上で投資家は重要な役割を担っている
- 5 バイオシミラー医薬品には特有の課題がある
- 6 抗菌薬耐性を懸念する投資家にとって、抗生物質の大部分がジェネリック医薬品によって製造されていることを考えると、ジェネリック医薬品企業とのエンゲージメントが鍵となる



左から野村アセットマネジメントUK リードポートフォリオマネージャー アレックス・ロウ、Access to Medicine 財団 エンゲージメント・マネージャー Suzi van Esさん、野村アセットマネジメントUK ESGスペシャリスト ビーズリー・葉子

**Reference** ▶ イベントの詳細とAccess to Medicineが発行したレポートについては、以下をご覧ください。  
<https://accessstomedicinefoundation.org/resource/investor-launch-event-for-new-analysis-of-major-generics-companies-meeting-report>

東京拠点においても、Access to Medicine Indexの評価対象企業の一つである第一三共社とのエンゲージメントにおいて、リード・インベスターの役割を担い、Access to Medicine Indexにおける同社の評価や医薬品アクセス計画などについて議論を行っています。詳しくはP.64をご参照ください。