

Engagement

エンゲージメント

**企業の価値創造と持続的な成長を実現できるよう、
企業と建設的な対話を行っています。**

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が策定した「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。

エンゲージメントの基本スタンス

01

友好的かつ建設的な姿勢で
対話に努めること

02

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

03

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

04

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



サマリー

当社ではエンゲージメント活動の促進を目的に2021年にエンゲージメント推進室(2025年にサステナブル投資戦略室へ改編)を設立しました。設立翌年の2022年以降、毎年1,000件前後のエンゲージメント・ミーティングを通じて、投資先企業に対して、当社の考える“望ましい経営のあり方”の実現に向けた働きかけを行っております。

エンゲージメントの成果も確認されてまいりました。本年も新たに100件以上のエンゲージメント・ゴールにおいて私たちの期待する「企業の変化」が見られました(詳細は [P.70](#) をご参照ください)。引き続き、適切なエンゲージメント・ゴールの設定と、建設的かつ継続的なエンゲージメント活動を通じて、日本企業の企業価値向上をサポートしてまいりたいと考えております。

一方で、当社が期待する「企業の変化」が見られないエンゲージメント・ゴールがあることも事実です。こうした事例に対しては、社外取締役との面談機会の設定や当社の議決権行使への反映を通じて、当社の考えを表明してまいります。

いわゆる「深いエンゲージメント」の取り組みも進めてまいります。これはセクター毎に重点エンゲージメント対象企業を設定し、事業ポートフォリオの最適化や資本政策の向上など、より踏み込んだ企業との対話を進めるものです。2023年の東証の要請以降、資本政策に対する日本企業の関心は格段に高まりました。一方で、コングロマリット企業の多い日本において、事業ポートフォリオの最適化は中長期的な成長に欠かせない取り組みです。本レポートでは、同分野での象徴的な事例として親子上場企業に対するエンゲージメント事例を紹介いたします。

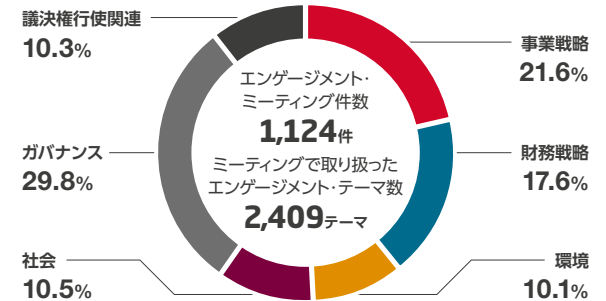
エンゲージメント活動が TobinのQに及ぼす正の効果を継続して確認

また、当社では、個別のエンゲージメント活動に対するマイルストーンを用いた進捗管理に加え、定量的手法を用い、その成果を客観的に検証する姿勢を重視しています。具体的には、昨年度の分析をもとに、最新の1年分の情報を加え、企業価値の評価指標として広く用いられているTobinのQの推移を継続的に評価しました。

分析の結果を右図にまとめています。この分析では、当社のエンゲージメント前後でのTobinのQの推移を追跡し、それをエンゲージメント未実施の企業群と比較することで、当社のエンゲージメントの効果の大きさを見積もっています。右図において、エンゲージメント開始以前の期間(黒)では両企業群のTobinのQに明確な差は見られない一方、当社のエンゲージメント後(赤)では実施先企業群のTobinのQが時間をかけて緩やかに増大する傾向が確認されます。この結果は、昨年度の分析と同様の傾向を示しており、当社のエンゲージメント活動が数年の時間を通じ中期的な企業価値向上に結び付いていることを示唆しています。当社は、今後もデータの蓄積と効果測定を継続し、得られた知見をエンゲージメント活動の改善に活かしてまいります。

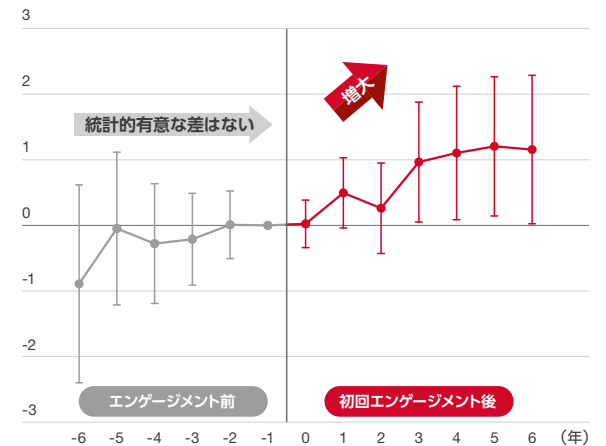
足元、我々機関投資家のエンゲージメント活動に対する期待値の高まりを感じております。今後もエンゲージメント活動の推進と活動内容の精査・拡充を並行して進めることで、エンゲージメント活動の高度化を進めていきます。

2025年のエンゲージメント・ミーティング



※2025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)。

実施先企業のTobinのQに対する効果推定



(注)2016年から2022年のエンゲージメント記録及びその前後の期間を含む2013年度から2024年度のTobinのQデータを使用。横軸はエンゲージメント開始前後の経過年数。縦軸はエンゲージメント効果の推定値。エンゲージメント効果はエンゲージメントを実施した企業群のTobinのQの変化量(エンゲージメント開始直前を基準に測定)と未実施企業群の変化量の差を用い測定。学術論文 B. Callaway and P. H. C. Sant'Anna, J. Econom. 225, 200 (2021)の手法による。TobinのQの定義は、「(時価総額+有利子負債)/総資産」。

エンゲージメント・プロセス

当社のエンゲージメント活動は、責任投資委員会にて設定された「運用における責任投資の基本方針」「エンゲージメントの重点テーマ」に基づき推進されます。重点テーマは、事業・財務戦略から環境・社会・ガバナンスなどのESG課題まで多岐にわたる点が特徴です。

同基本方針や重点テーマに基づき、個別企業へのエンゲージメントが実施されます。エンゲージメント重点対象企業「重点350社」に対して、個社ごとにエンゲージメント活動方針(エンゲージメント・ゴール)を設定します。同企業に対して、アナリスト、ESGスペシャリスト、ポートフォリオマネージャーが参加するエンゲージメント推進会議にて多角的な観点から、各企業の有する課題や企業価値向上余地を検討し、ゴールの設定を行います。従来は時価総額上位銘柄を中心に検討しておりましたが、足元はポートフォリオマネージャーからのリクエストを踏まえて、より改善余地の大きい企業の検討を進めております。

ゴール設定後、担当アナリスト、ESGスペシャリストによってエンゲージメントが進められます。エンゲージメント進捗状況はマイルストーンでモニタリング管理を行い、進捗が乏しいゴールに対しては、ゴールの見直しやエンゲージメント手法の変更(エスカレーション対応等)を行います。

「運用における責任投資の基本方針」、「エンゲージメントの重点テーマ」は、業界環境や当社のエンゲージメント進捗状況を踏まえて、定期的に見直しを行います。「方針・重点テーマ」「個別企業へのエンゲージメント」ともにPDCAサイクルを利かしたプロセスとなっております。

エンゲージメント活動におけるPDCAサイクルの推進

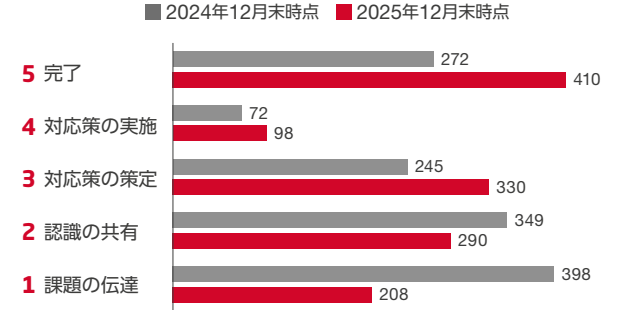


エスカレーション・プロセス

当社のエンゲージメント活動の基本は、対象企業との建設的な対話です。エンゲージメント活動の進捗状況を測るマイルストーンを見ますと、右図のように本年も着実なエンゲージメント進捗が見られております。ただしエンゲージメント活動実施後も企業の変化が期待されない場合、エンゲージメント方法の変更を検討します。具体的にはエンゲージメント開始後3年経過しても期待する企業の変化が見られない場合、エスカレーション対応を検討します。下図は当社のエスカレーション・プロセスの概要を図示したものです。エスカレーション①は社外取締役との対話です。執行役や社内取締役と比べて中立的な立場にあり、「経営陣の監督」を主導する社外取締役との意見交換を通じて、

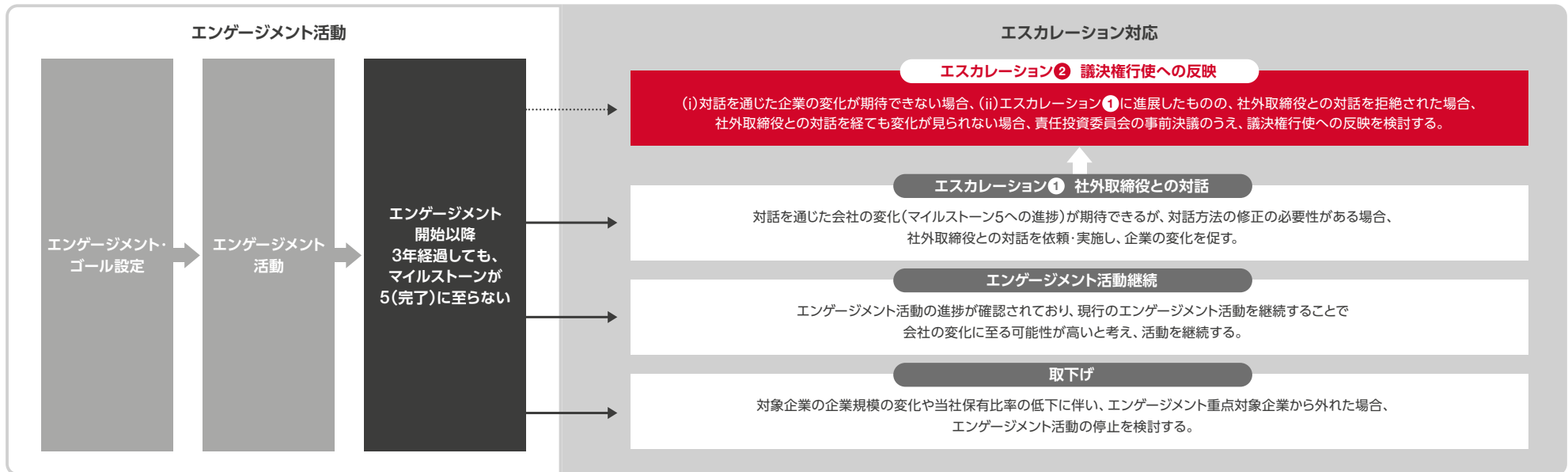
当該企業が抱える課題と、課題解決策推進の必要性を共有することが、ここでの目的です。日本全体で社外取締役の増員、影響度増加が進む中で、機関投資家と社外取締役との対話機会は非常に重要なものと考えております。

エスカレーション②は議決権行使への反映です。企業の各方面の担当者(社内・社外の取締役、社長・CEO、IR 責任者)との対話の継続では企業の変化が期待できない場合、責任投資委員会の事前決議のうえ、議決権行使への反映を検討します。先述の通り、エスカレーション対応はエンゲージメント活動における最終手段であり件数は多くありませんが、すでにエンゲージメント活動を踏まえた議決権行使も実施しています。



上図は2025年のマイルストーンの進捗を見たものです。2024年末時点では「1 課題の伝達」というステータスが中心でしたが、2025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。また、本年は新たに100件以上のエンゲージメント・ゴールが「5 完了」に到達し、私たちの期待する「企業の変化」が見られました。

当社のエスカレーション・プロセスの概要



環境エンゲージメント

PFAS(Per- and poly-fluoroalkyl substances)に対する 環境汚染懸念がグローバルに高まっている

サステナブルな企業価値向上には、自然資本への配慮が不可欠です。環境汚染を防ぐ取り組みを進めることで事業リスクを低減し、中長期的なビジネス安定成長と社会的評価を確保できます。こうした中足元、グローバルで環境汚染が懸念されている化学物質の1つにPFASがあります。

PFASとは、有機フッ素化合物のうちペルフルオロアルキル化合物及びポリフルオロアルキル化合物の総称です。耐熱性や耐薬品性などのユニークな特性から、半導体、自動車、情報通信・端末向けなど様々な産業、製品で使用されております。PFASには4,000を超える種類があるとされており、そのうち一部の物質のPFOS(ペルフルオロオクタンスルホン酸:Perfluorooctane sulfonic acid)、PFOA(ペルフルオロオクタノ酸:Perfluorooctanoic acid)らでは発がんリスク増加などの人体への有害性が懸念されており規制強化や活用自粛の動きが広がっております。

PFAS事業のリスク軽減に向けたエンゲージメント活動

こうした中当該企業に対して、懸念がグローバルに広がった2023年以降、PFASを巡る対話を強化致しました。当該企業は以前国内でPFOAを製造しており、同製造所周辺地域を中心に、地下水への流出を通じた環境汚染が懸念されておりました。懸念や憶測の広がりを抑えるために、当該企業に対して本件に関わる自発的な情報開示を促したところ、その後プレスリリースが公表されました。

こうした情報開示の拡充に加えて、当社からはPFAS事業のリスク軽減に向けた取り組みを促してまいりました。海外ではPFOAらを巡る周辺住民からの訴訟事案も発生しており、PFAS関連事業を撤退または事業分離する海外企業も出てきておりました。当該企業に対してリスク軽減に向けた取り組みを確認したところ、地下水の揚水・浄化などの環境浄化投資を積極的に進めていること、周辺住民への説明を強化していることが確認できました。

一時期あったPFAS全てに規制をかけるという過度な議論は落ち着きを見せておりますが、依然として事業リスクはくすぶっております。周辺住民の理解が得られない場合、直接的な訴訟・賠償リスクに加えて、当該企業全体のレピュテーションリスクに発展する懸念もあります。リスク軽減策の実行と各種ステークホルダーへの積極的な情報開示を求めて、対話を継続する方針です。

日本国内におけるPFASに関する今後の対応の方向性*

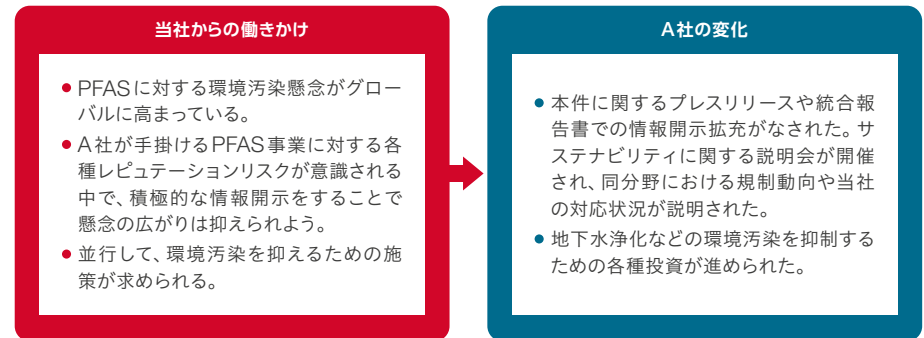
PFOS、PFOAへの対応について

PFOS、PFOAへのさらなる対応の強化のため、以下4点の継続・充実を図ることが必要

- 1 管理の強化**
 - ① 正確な市中在庫量の把握等の管理強化
 - ② 泡消火薬剤のさらなる代替促進
 - ③ 環境中への流出防止の徹底
 - ④ 水質の暫定目標値の取扱いの検討
- 2 暫定目標値等を超えて検出されている地位等における対応**
 - ① 「対応の手引き」の充実による飲用ばく露の防止の徹底
 - ② 自治体による健康状態の把握
- 3 リスクコミュニケーション**
 - ① 今回作成するQ&A集を活用した丁寧なリスクコミュニケーションの実施
- 4 存在事業に関する調査の強化等**
 - ① 環境モニタリングの強化等
 - ② 化学物質の人へのばく露モニタリング調査の本調査の実施に向けた検討

*環境省：<https://www.env.go.jp/water/pfas/pfas.html>

エンゲージメント対象企業A社へのエンゲージメント



ヘルスケアセクターへのエンゲージメント

テクノロジーの急速な進化を受けて、ヘルスケアセクターにおいても急速に業績拡大を見せる企業が数多くあります。こうした企業は急成長の反動で、事業規模や時価総額が大きくなりながらも、ガバナンス体制やリスク管理体制の整備が企業規模の成長に追いついていないケースも見られます。持続的な企業成長のためには、当該企業の有するベンチャースピリッツは尊重しつつも、ガバナンス面を始めとする各種リスク管理の体制整備も重要であると考え、対話を進めております。

モニタリング・ボードへの移行

エムスリー株式会社（以下、エムスリー）に対しては2020年頃から継続的にエンゲージメントを行っております。まずガバナンス面に関しては、モニタリング・ボードへの移行を促しております。創業者が立ち上げからビジネス拡大までけん引してきた企業の場合、創業者の発言力が強く、取締役会のけん制機能が働かない場合があります。特にエムスリーは社外取締役の人数が少なく、取締役会のモニタリング機能に懸念がありました。社外取締役との対話も含めて複数回にわたり対話を重ねたところ、社外取締役が過半数かつ委員長を担う指名・報酬委員会が設置されました。指名および報酬管理はモニタリングにおける最重要機能の1つであり、同取り組みを評価しつつも、今後は社外取締役拡充に向

けて対話を進める方針です。単に社外取締役の人数増加だけでなく、企業経営経験者や、当該企業がいわゆるネットキャッシュ企業であることを踏まえると財務や資本政策面に明るい社外取締役の選任を促す方針です。こうしたスキルマトリックスを考慮した対話は業界水準以上を促すものですが、現在のエムスリーの企業規模を踏まえると必要な取り組みと考えています。

デジタル分野におけるリスク管理の強化

開示面でも拡充が進んでまいりました。コロナ禍もあり時間を要しましたが、エムスリーとして初めての統合報告書が昨年発行されました。エムスリーの設立経緯や成長戦略など充実した説明がありますが、今後はESG面での一層の開示拡充を期待しております。特に足元対話を進めているのが、デジタル分野でのリスク管理体制の強化です。当社は2024年に、重点エンゲージメント・テーマとして「デジタル社会のリスク管理」を新設しましたが、インターネットを用いたビジネスが多いエムスリーにとって情報セキュリティ体制強化は重要なビジネス課題でしょう。同課題に関しては24年から議論を始めたばかりですが、早速25年に情報セキュリティ基本方針を含む7つの基本方針が策定されており、リスク管理体制の強化が始まっていると見ております。今後も企業価値向上に向けて、一層議論を深めていきたいと考えています。



ヘルスケア業界担当
シニア・エクイティアナリスト
鳥居 彩

エムスリー株式会社へのエンゲージメント

当社からの働きかけ

- 取締役会の主たる機能は経営の監督であると考え、エムスリーの取締役会は社外取締役が少なく、モニタリング機能の実効性に疑義がある。
- 昨今デジタル分野での事業リスクが意識されている。インターネットを用いたビジネスが多いエムスリーにとって、当分野におけるリスク管理強化は重要課題と言える。

エムスリーの変化

- 社外取締役が過半数かつ委員長を担う指名・報酬委員会が設置された。
- 情報セキュリティ基本方針を含む7つの基本方針が策定された。

Comment エムスリーからのコメント

貴社からは、業績や今後の成長性のみならず、コーポレートガバナンスなど企業価値向上に資する多角的な視点でフィードバックをいただいており、対話を重ねる中で当社の取り組むべきことが明確化される場面も多いです。引き続き貴社のフィードバック・対話も踏まえながら、事業成長や企業価値向上に取り組んでまいります。

※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

親子上場企業に対するエンゲージメント

中長期的な企業価値向上には、事業ポートフォリオ最適化が求められる

2023年の東証の要請以降、資本効率性向上に取り組む日本企業は飛躍的に増加しております。足元は株主還元拡充やキャピタルアロケーション方針の開示など資本政策の強化が先行していますが、中長期的な企業価値向上を鑑みれば利益率向上、いわば“稼ぐ力”の強化が必要でしょう。利益率向上の手立てとしては、生産性向上や技術革新、価格交渉力の強化など個別事業部門単体での取り組みに加えて、事業部間の連携強化(シナジー発現)や成長事業へのリソース配分傾斜などの複数事業にまたがる取り組みもあります。前者の個別事業部門での取り組みの主体が現場生産者・営業員であるのに対して、後者の事業ポートフォリオ最適化の取り組みの主体は経営陣です。経営陣との対話の機会を得た場合には、積極的に同分野への議論を深めています。

上場子会社の見直しが進む

海外企業に比べて日本企業はコングロマリット企業が多い、いわば企業規模と比較して多数の事業セグメントを有する企業が多い傾向にあります。とりわけ異質であるのが上場子会社の存在です。親会社の本業とはビジネスエリアが異なる、シナジーの薄い上場子会社を保有する事例もあり、このような場合では事業ポートフォリオ最適化の取り組みが遅れている懸念があります。またグループ全体のリソース配分を検討する際に、どうしても親会社本業と離れた子会社はおざなりになり、こうしたリソースの偏りが子会社の成長を阻害する要因にもなります。

こうした業績面の課題に加えて、上場子会社に対して問題視されているのがガバナンス面です。親会社が上場子会社の株主持分の多数を保有している場合、少数株主権保護が疎かになり情報の非対称性や利益相反が生じる懸念があります。

足元上場子会社の減少が進んでいます。親会社による完全子会社化に加えて、ベストオーナーシップを鑑み他社へ株式を譲渡する好事例も見られます。譲渡価格の算出方法に関しては発展途上にある事例も散見されますが、大規模な事業ポートフォリオ最適化を進めた経営陣の取り組みを評価するとともに、今後も企業価値向上に向けた議論を深める方針です。

親子上場企業に対する、主な懸念事項

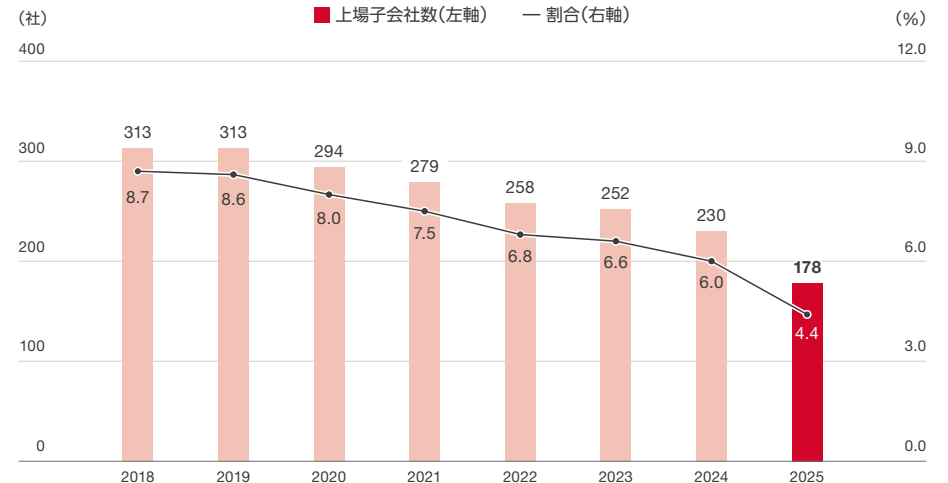
両社の ビジネス影響

- 親会社と子会社が類似のビジネスを手掛ける場合、投下資源が分散し、効率性が落ちる。
- 親会社と子会社が大きく異なるビジネスを手掛ける場合、ベストオーナー原則(自社が子会社の企業価値を最大化する保有主体か否か)の観点から疑義が生じる。
- 子会社が複数の株主を有する複雑な持分構造から、グループ全体の事業ポートフォリオ最適化が進みづらい。

ガバナンス

- 親会社に対する、子会社の独立性への疑義が生じやすい。
- 大株主である親会社への寄与が優先され、少数株主権保護が不十分である可能性がある。

日本の上場子会社の推移



(出所)東京証券取引所作成データなどより野村アセットマネジメント作成

電線セクターへのエンゲージメント

電線業界で上場子会社の整理が進む

電線業界には、会社設立が古いこと、また電線が電力・通信用、電子機器用、自動車用など様々な産業用途に用いられることから、多数のセグメントを有する企業が数多く存在します。複数事業を有することでシナジー発現による新商品開発や技術革新が進む好事例もありますが、一方で各社が掲げる成長戦略とやや離れた事業に対してはリソース配分が不足する懸念があります。

2025年の株式市場では電線セクターは大きな関心を集めました。AIデータセンター増加を背景に光関連製品需要が急増していることが説明要因としては大きいですが、上場子会社の整理を進め、着実な事業ポートフォリオの最適化や、ガバナンス面での前進が進んだことも評価の一助になっていると考えております。

住友電気工業株式会社へのエンゲージメント活動

住友電気工業株式会社（以下、住友電工）に対しては2022年より上場子会社の整理に関して議論を重ねてまいりました。エンゲージメント開始時、住友電工は複数の上場子会社を保有しており、また子会社の事業も多岐にわたっ

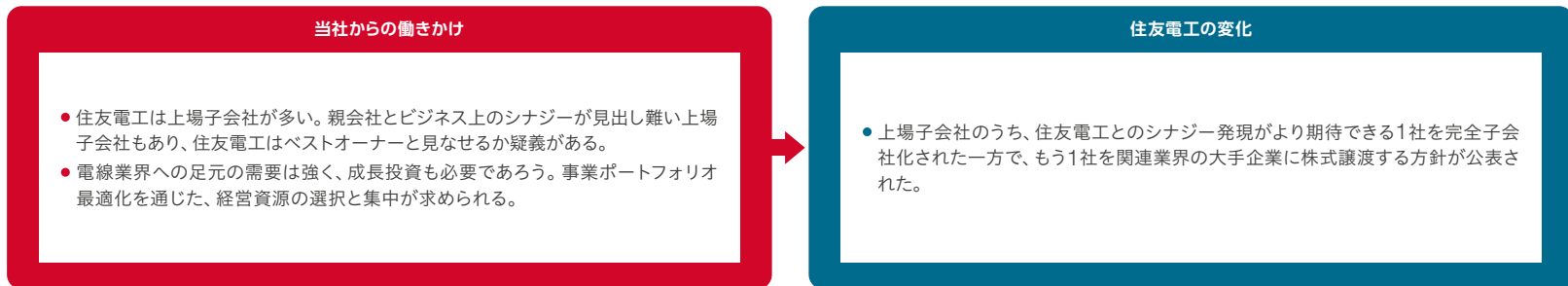
ておりました。完全子会社化することで技術ノウハウや顧客情報の共有が期待できる事例がある一方で、住友電工がベストオーナーと呼べるか疑義のある事例もありました。住友電工は段階的に上場子会社に対する施策を講じてまいりましたが、25年は大きな変化がありました。上場子会社のうち、住友電工本業とより近く顧客情報の共有などのシナジー発現が期待できる1社を完全子会社化する一方で、もう1社を関連業界の大手企業に株式譲渡する方針を公表しました。当社はこうしたベストオーナーシップを勘案した上場子会社の整理を歓迎しております。光関連製品で今後大きな需要拡大が見込まれるなかで、住友電工自身も成長投資資金を必要としており、今般の整理が、上場子会社および住友電工自身双方の企業価値向上に寄与することを期待しております。

AI分野は現在急速な需要拡大が期待されており、グローバルに設備投資拡大が進んでおります。電線分野は日本企業がグローバルに競争力を有する数少ない産業の一つですが、今後の技術革新の継続には成長投資が不可欠です。住友電工以外の電線業界各社も、周辺事業の整理と成長事業への経営資源の集中を進めております。引き続き、中長期的な企業価値向上に根差した事業ポートフォリオ改革を後押ししてまいります。



鉄・非鉄業界担当
エクイティアナリスト
木村 柁斗

住友電気工業株式会社へのエンゲージメント



※個別銘柄の記載は、特定銘柄の売買などの推奨、また価格などの上昇や下落を示唆するものではありません。

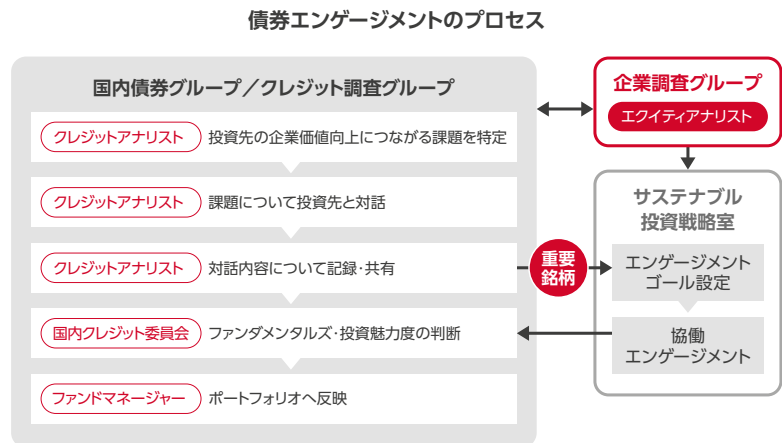
債券エンゲージメント

国内クレジット運用では、クレジットアナリストは個別発行体の信用リスクを多角的に分析し、投資推奨を行っています。その際、改善が見込まればより積極的な投資推奨が可能となる課題については、調査レポートに明記し、発行体との個別ミーティングで対話を重ねています。

機械セクターを代表する企業との対話は、課題解決が我々の具体的な投資行動につながった事例となりました。当該企業については、高い技術力や強固な顧客基盤を評価しつつも、財務方針が不明瞭であることから長期間投資を見送っていました。しかし、クレジットアナリストとエクイティアナリストが意見交換を行った結果、財務方針が明確化されれば企業価値の向上につながる可能性が高いとの見解に至り、発行体と複数回にわたり協働で対話を実施しました。

その結果、ハイブリッド資本の活用を含む新たな財務方針が公表され、明確な財務目標も設定されました。これを受けて当該企業の財務見直しに関する不確実性が低下したと判断し、新規発行債への投資を実行しました。

このように、債券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対話に加え、株式アナリストとの連携による建設的な対話を推進することで、企業価値の向上とより質の高い投資判断に貢献しています。



エンゲージメント事例 外食業界

外食大手のA社はM&Aを通じた事業拡大に積極的であり、それに伴って収益源の分散が進んでいる点を評価できる一方、財務健全性に対する考え方が分かりにくい点やハイブリッドファイナンスへの依存度が高く財務基盤に潜在的なリスクを抱えている点が課題と考えています。

また、A社が持続的な事業拡大を目指す上では、海外における成長戦略に加えて、人的資本の充実が重要となりますが、これらに関する情報開示は十分とは言えず、A社の取り組みが投資家に伝わっていない可能性があると感じています。

このような状況についてクレジットアナリストとエクイティアナリストが議論した上で、A社に対して財務健全性へのコミットメント強化、海外成長戦略やESG情報に関する開示充実を協働で求めました。A社との対話は始まったばかりですが、今後もクレジットとエクイティが協働してエンゲージメントを行っていきます。



Comment シニア・エクイティアナリストからのコメント

エクイティアナリストとクレジットアナリストでは重視する財務指標や企業に対する課題意識は異なることもありますが、企業価値向上への期待やエンゲージメントへの熱意は共通であります。企業との対話機会をお互いに積極的に活用し、それぞれ異なる視点から協働で行う対話により企業に変化を促していきたいと思えます。



クレジットアナリスト
浅田 健太

About Nomura Asset Management

Engagement



食品業界担当
シニア・エクイティアナリスト
李 想

Proxy Voting

ESG Integration

Others

2025年の重点テーマ

当社のエンゲージメント活動における重点テーマは、事業・財務戦略から環境・社会・ガバナンスなどのESG課題まで多岐にわたる点が特徴です。

2025年は特に「デジタル社会のリスク管理」に対するエンゲージメント活動を強化しました。25年はサイバー攻撃の被害から企業活動継続に支障が出る企業も散見されており、今後同分野へのリスク管理強化は一層重要になってくるでしょう。またAIを用いた業務効率化が様々な産業で進んでおりますが、先行する欧米諸国ではAI倫理問題への懸念が拡大しております。国内でのAI活用の一層の浸透に向けて、日本企業にも同分野への対応が求められます。25年は同分野へのエンゲージメント活動は、本レポートで紹介したヘルスケアメーカーなどテクノロジー企業を先行して進めてまいりましたが、今後は日本企業全体に展開していく方針です。

「合理的な成長戦略の説明」や「資本効率性に対するコミットメントの強化」も引き続き促してまいります。2023年の東証の要請以降、資本効率性向上に対する日本企業の取り組みは加速しております。足元は株主還元強化の動きが先行していますが、中長期的な企業価値向上には成長投資も必要でしょう。成長投資に合わせて求められるのが「合理的な成長戦略の説明」です。成長投資の効果(投資リターン)などの直接的な説明に加え、企業のありたい姿(目指すべき事業ポートフォリオ)などの中長期的視点に立った説明を行うことで、投資家の期待値醸成が進むと考えております。

引き続き、綿密な調査に基づく投資先企業に対する理解と、建設的な対話を通じて、エンゲージメントを続ける方針です。

分類	テーマ	概要
事業	① 合理的な成長戦略の説明	<ul style="list-style-type: none"> 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求める 上記戦略に伴うリスク管理(成長戦略に沿った重要なリスクの特定、リスク管理体制の整備、マテリアリティの特定)について説明を求める
財務、ガバナンス	② 資本効率性に対するコミットメントの強化	<ul style="list-style-type: none"> 資本コストを上回る資本効率性を達成するための財務戦略(株価水準・変動や投資家との対話を踏まえた資本コストの設定や政策保有株式の縮減等を含む) 資本コストを上回る資本効率性の達成に向け、役員報酬を通じたコミットメントを求める
環境	③ 気候変動	<ul style="list-style-type: none"> ネットゼロ達成に向けた目標の設定及びSBT認定の取得を求める 旧TCFDの提言に沿った情報開示や気候変動に関連した事業機会について説明を求める
	④ 自然資本	<ul style="list-style-type: none"> ネイチャー・ポジティブの実現に向け、TNFDに沿った情報開示や生物多様性・水資源・循環経済に関連したリスクと事業機会について説明を求める
社会	⑤ 人権	<ul style="list-style-type: none"> 人権方針の策定及び人権デューデリジェンスの実施を求める。具体的には、人権インパクト評価に基づく対応策の実施及び結果の開示、救済・是正措置、人権リスクの全社リスク管理への統合など
	⑥ 多様な価値観を持つ人的資本	<ul style="list-style-type: none"> ジェンダーの多様性や従業員ウェル・ビーイングを含め、成長戦略に沿った人的資本に関する戦略について説明を求める
	⑦ ウェル・ビーイングな社会	<ul style="list-style-type: none"> ウェル・ビーイングな社会の実現に向けた戦略や事業機会(例えば健康課題(アクセス・トゥ・メディシン/ニュートリション、薬物耐性等)、アニマル・ウェルフェア、地方創生及びデジタルを活用したイノベーション)について説明を求める ウェル・ビーイングな社会の実現に向けたインパクト(影響度)の開示を求める
社会、ガバナンス	⑧ デジタル社会のリスク管理	<ul style="list-style-type: none"> デジタル化に伴って生じるリスクへの対応(例えばサイバーセキュリティへの対応、倫理あるAIの活用、個人情報の保護等)を求める
ガバナンス	⑨ 実効性の高いモニタリング・ボード	<ul style="list-style-type: none"> 実効性を伴ったモニタリング・ボード(指名・報酬を通じた経営陣の監督を主たる役割・責務とする取締役会)への移行を促す

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活かしつつ、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。当社の各拠点における2025年のエンゲージメント件数は合計で448テーマ(延べエンゲージメント数は188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。

当社はモーニングスター・サステナリティクス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.80▶を参照)。また、Access to Medicine Foundationなどの国際イニシアティブ等と連携し、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.81-82▶を参照)。

海外拠点におけるエンゲージメント事例

PFASおよび永遠の化学物質プロジェクトについて

我々は今年、水質分野において懸念が高まっているペルフルオロアルキル化合物およびポリフルオロアルキル化合物(PFAS)ならびにPFAS関連化学物質に焦点を当て、複数の企業とのエンゲージメントを行うプロジェクトを立ち上げました。

PFASとは、各種産業用途で使用されている有機フッ素化合物の一群(いわゆる「永遠の化学物質(forever chemicals)」)を指し、生分解されずに生体内や環境中に蓄積することで、人間や環境に対して、特に水質汚染を通じて多様な健康リスクをもたらすとされています。

様々な地域でPFAS汚染物質に関する新たな規制や動きがみられる一方で、業界は依然として大きな課題に直面しています。

PFASの段階的廃止を主導し、PFASに関する規制動向に先行して対応するよう企業を促すプロセスの一環として、当社は2025年9月にグローバルなコングロマリット企業とエンゲージメントを行いました。そこで、PFAS関連の訴訟をめぐる懸念について議論するとともに、今後同社がさらなる訴訟リスクを抑制し、自社オペレーションからPFASを段階的に廃止していく方針について理解を深めました。

また、2025年第3四半期には、水処理ソリューション事業の大手企業とも対話し、同社がPFAS汚染対策としてどのような取り組みを行っているかを確認しました。同社が安全な飲料水を確保するため、PFAS濃度を極めて低いレベルまで低減する新たなソリューションを積極的に開発していること、またPFASを含む約90種類の汚染物質を除去し水質改善に資する新たなフィルター製品を市場投入していることを把握できたのは心強い成果でした。

これらの取り組みは、安全な飲料水へのアクセス向上(SDG 6)を支援するという世界的なプロジェクト全体の目標とも整合しています。今後も、企業とのエンゲージメントを継続し、地域社会や労働者のPFASばく露の低減を図るとともに、水質向上に向けて、水資源管理(ウォーターシュワードシップ)に関する企業方針の一層の拡充を働きかけていく方針です。

外国企業に対するエンゲージメント実績数

当社各拠点による延べエンゲージメント・テーマ数

2025年 **448**テーマ
(188件)

モーニングスター・サステナリティクスによるエンゲージメント数*

2025年 **486**件

※対象はMSCI ACWI ex Japan。



	構成比	テーマ数
■ 欧州	21%	92
■ 米国	19%	83
■ アジア・エマージング	61%	273
テーマ数合計		448

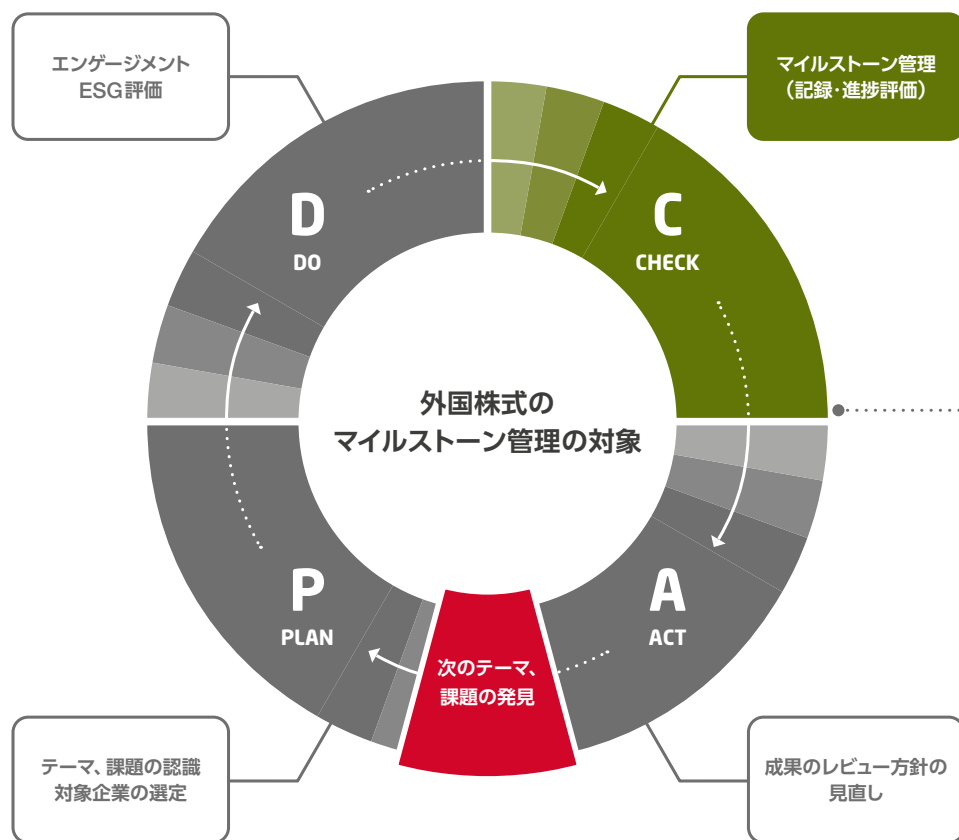


	構成比	テーマ数
■ 事業戦略	10%	44
■ 財務戦略	6%	29
■ 環境	34%	153
■ 社会	20%	89
■ ガバナンス	13%	59
■ 開示・対話	17%	74
テーマ数合計		448

外国株式エンゲージメント

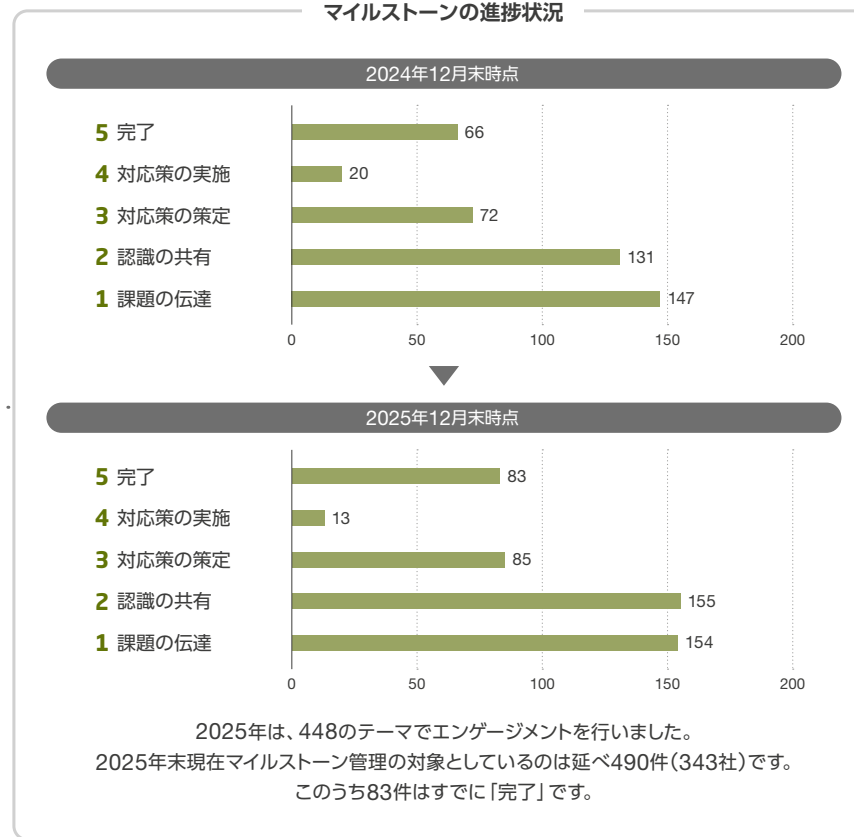
外国株式のマイルストーン管理

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、モーニングスター・サステナリティクスとの協働エンゲージメントについても、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。

マイルストーンの進捗状況



外国株式エンゲージメント

外国株式エンゲージメント(マイルストーンの事例)

対象企業

スイス 生活必需品企業 A



重点テーマ

自然資本の保護、
サプライチェーンにおける森林破壊の撲滅

マイルストーン進捗



期間
4年2か月
直直面談日
2025年9月

エンゲージメント・
ゴール

サプライチェーンで
発生した森林破壊事例
への対応と、今後の
森林破壊の抑制

エンゲージメントの概要

当社の問題意識

森林破壊を起こさせないためのサプライチェーンにおけるモニタリングシステムやトレーサビリティの
取り組みが必要。

エンゲージメントの経過

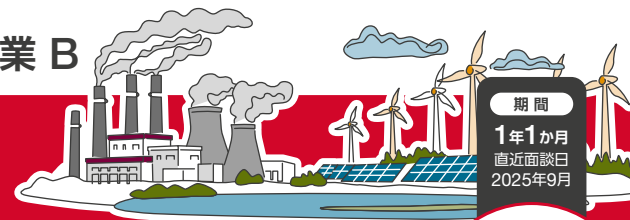
Satelligenceによるモニタリングによれば、同社のパーム油サプライチェーンに関連しているとされる複数の
森林減少(違法伐採)事象がインドネシアで検出されており、これについて同社もコメントを行っています。
2件については、当該事象に関する情報が古いものであったものの、同社はすでに森林減少が発生したプラン
テーションからの調達を停止しています。別の1件では、同社は森林減少事象と関連があると報告された製
油所から調達を行っていましたが、同社のサプライチェーンデータによれば、その事象が発生したプランテ
ーション自体からは調達していないことが示されています。ただし、その製油所が当該プランテーションの近く
に立地していることから、同社は改めて調査を行う意向です。

足元の状況

2021年から同社と進めてきたエンゲージメント・プログラムが成功裏に進展し、当初のマイルストーン目標を
達成できたと判断したため、本件エンゲージメントを終了することとしました。

対象企業

フランス 保険企業 B



重点テーマ

気候変動関連

マイルストーン進捗



期間
1年1か月
直直面談日
2025年9月

エンゲージメント・
ゴール

新規石油・ガス開発
プロジェクト向け保険
引受方針の明確化

エンゲージメントの概要

当社の問題意識

石炭へのエクスポージャーに関する方針。石油・ガス産業への対応方針については、開示の一層の強化が必要。

エンゲージメントの経過

同保険会社の石炭へのエクスポージャーに関する方針、顧客対応における地域差、および顧客の環境配慮
行動をモニタリングし前向きな変化を促すためのプロセスに焦点を当てて議論しました。
このエンゲージメントでは、ダブル・マテリアリティの観点から踏まえた報告、引受業務へのESG統合、サステ
ナビリティ目標に連動した経営陣報酬、さらにスコープ3排出量および石油・ガス産業への対応方針に関す
る開示強化の必要性が取り上げられました。

足元の状況

同社は、将来的に社会面および被保険排出量に関する目標を報酬制度に組み込む計画があることを示唆し
ました。我々はスコープ3排出量の追加開示、液化天然ガス(LNG)プロジェクトに関する情報の提供を提案し、
同社はこれらに同意しました。

モーニングスター・サステナビ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、モーニングスター・サステナビ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ネットゼロへの移行など、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

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

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

テーマ別スチュワードシップ・プログラム



生物多様性と自然資本に関するスチュワードシップ・プログラム



ネットゼロへの移行に関するスチュワードシップ・プログラム



サーキュラーエコノミーの拡大に関するスチュワードシップ・プログラム



人的資本の管理に関するスチュワードシップ・プログラム



人権およびトランジション(移行期対応)に関するスチュワードシップ・プログラム



持続可能性と良好なガバナンスに関するスチュワードシップ・プログラム

イニシアティブとの連携

Initiative

01

医薬品アクセスの改善に向けた取り組み



2024年には、当社の主要なヘルスケア分野でのエンゲージメントの一つとして、非政府組織(NGO)であるAccess to Medicine(ATM)財団と協働し、米国大手製薬企業に対して、自社の医薬品ポートフォリオにおけるアクセス改善の取り組みについて、同NGOへより詳細なデータを提供するよう働きかけを行いました。その結果、同社はより充実した情報提供を行うことを約束しました。

最近の米国の援助削減により不透明感が高まるなか、医薬品アクセスに関するエンゲージメントは、これまで以上に重要になっていると考えています。ワクチン・アライアンスであるGaviは、米国の支援削減を受けて、他の新たなNGOが不足を補おうとしたものの、目標額119億米ドルに届きませんでした。こうした政治的決定による悪影響を抑えるためにも、民間セクターが一層踏み込んで、これらの課題に取り組むことが望まれます。当社のエンゲージメント活動においても、民間セクターが主体的に政府やNGOと連携し、開発途上国における医薬品の提供拡大を進めることを促したいと考えています。

2025年には、ATM財団が算出するAccess to Medicine Index(医薬品アクセス指数)において相対的に評価が低い別の企業に対して、同様のアプローチを適用しました。同インデックスでは、企業を医薬品アクセスの水準に基づいてランキングしています。昨年のエンゲージメント対象企業と同様に、この製薬企業もATM財団が主な対象としている感染症ではなく、免疫疾患やがんなどの非感染性疾患に注力しています。そのため、ATM財団が評価する多くの分野においてインパクトを示しにくく、高いスコアを得ることが難しくなっています。

しかし、共同リード投資家と協働するなかで、当社は同社がランキング、ひいては自社医薬品へのアクセス最大化の取り

組みを改善しうる具体的なステップをいくつか特定しました。2025年8月には、これらの論点についてより詳細に議論するため、同社との初回エンゲージメント・ミーティングを実施しました。同社は、特に患者数の到達度(patient reach)のより定量的な把握など、いくつかの指摘については認識を示したものの、現時点で明確なコミットメントには至っていません。当社としては、同社が個別の医薬品の研究開発段階からアクセス計画を組み込んでいくよう、引き続き働きかけを行っています。

東京オフィスにおいては、Access to Medicine Indexで評価対象となっている企業の一社である第一三共株式会社とのエンゲージメントにおいてリード投資家の役割を担い、同インデックスにおける評価内容や医薬品アクセスに関する計画について、同社と対話を行っています(詳細は [P.28](#) をご参照ください)。



2年に一度発表されるGlobal Index レポート

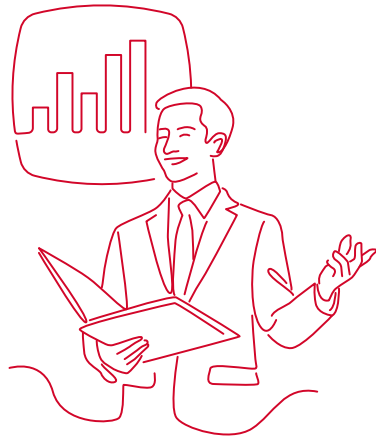
イニシアティブとの連携

Initiative

02

「グローバル・ヘルス・ エクイティ※の ビジネス上の根拠： 投資家の視点」

※世界の人々の健康における不公平の是正



野村アセットマネジメントは、SLRコンサルティングが2025年11月発行したレポート「The Business Case for Global Health Equity: The Investor View(グローバル・ヘルス・エクイティのビジネスケース:投資家の視点)」に貢献できたことを誇りに思います。同レポートは、製薬企業に対し、低・中所得国市場における成長戦略の再考を呼びかけるものです。

本レポートは、ビル&メリンダ・ゲイツ財団の委託により作成されたもので、低・中所得国における医薬品アクセスの改善が、イノベーション主導型の製薬企業にとって、グローバル・ヘルス・

エクイティの進展に資すると同時に、事業面での成功にもつながりうることを検証しています。

当社は、同業界内の幅広い投資家グループの一員として、本テーマに関する意見や見解を提供しました。本レポートが、エマージング市場の位置づけについて、他の投資家および企業における認識を一段と進化させるきっかけとなることを期待しています。



本レポートについてはこちらをご覧ください(英語のみ)。
www.slrconsulting.com/insights/global-health-equity



「グローバル・ヘルス・エクイティのビジネス上の根拠:投資家の視点」レポート発表イベントの写真。UK拠点のGSE共同ポートフォリオマネージャー Benjamin Lacailleも参加しました(なお、上掲の写真には写っていません)。