

スチュワードシップ活動報告書 2023



Create a Better Tomorrow

「安心・豊かな社会」を創り出す信託銀行

お客さまから託された大切な資産。

この資産を、プロフェッショナルとしての知見を活かして運用し、リターンを拡大していくことが、私たちが何より大切に思う使命です。

加えて今、投資家には、世界の様々なステークホルダーからの期待と要望が高まっています。

資産を、どこに、どのように分配していくか。

そのあり方次第で、世界が直面する様々な課題が解決に向かうか否かが、大きく左右されるからです。

受益者一人ひとりの豊かな未来のために。

世界をより明るい明日へと進めていくために。

お客さまが、真に未来を託せるパートナーであるために、私たちは挑戦を続けます。



Contents

4	三菱UFJ信託銀行の特色と強み
5	スチュワードシップ活動の変更点・成果ダイジェスト
6	日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ
7	三菱UFJ 信託銀行のサステナブル投資
8	サステナブル投資の推進体制
9	利益相反管理
12	スチュワードシップ活動体制
13	スチュワードシップ活動のPDCA

15 エンゲージメント

16	三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント
17	対話のテーマ
18	対象企業の選定プロセス
19	対象企業のステージ判定
20	対話実績
22	対話事例
27	課題と今後の方向性

28 議決権行使

29	三菱UFJ信託銀行の議決権行使
30	ガイドラインの改定
31	対話実績
33	議決権行使結果
35	対話事例
36	対話を踏まえた議決権行使事例
39	課題と今後の方向性
40	業界の動きと三菱UFJ信託銀行の対応
42	資本コストモデルの分析
45	議決権の分析
51	日本版スチュワードシップ・コードへの対応と自己評価
55	外部イニシアティブへの参画

56 スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

57	三菱UFJ信託銀行のスチュワードシップ活動と運用
58	ESGデータベース
59	国内株式 ESGインテグレーション
60	プロダクト
63	クレジット ESGインテグレーション
65	資本市場に対する情報発信

三菱UFJ信託銀行の特色と強み

日本におけるサステナブル投資の
パイオニアとして

市場を牽引

- ・サステナブル投資を実行するための体制整備やイニシアティブへの参画など、業界に先駆けて行動
- ・1999年に業界に先駆けて議決権行使を開始し、2006年には発足と同時にPRIに署名



スチュワードシップ活動の
高度化に向けた

調査・分析

- ・スチュワードシップ活動の高度化を目的に、三菱UFJトラスト投資工学研究所と協働で、スチュワードシップ活動を含む様々な活動について、定量的な観点から調査・分析を実施
- ・その結果を踏まえ、スチュワードシップ活動やサステナブル投資の取組みを高度化



対話・投資・議決権行使の 一体運用

- ・対話を担うアナリスト・ファンドマネージャー、ESG課（議決権担当）はいずれも同一の部署（資産運用部）に所属し、相互に連携しながら企業と対話
- ・その内容なども活用して、議決権行使・投資判断を実施



1社1社と向き合う 丁寧な対話

- ・継続的に対話を実施するエンゲージメント対象企業については、対話のゴール（目標）を設定した上で、対話後の企業の変化の状況を段階的に把握するステージ管理を実施
- ・ステージ変化がみられない場合には原因を分析の上、改善策を検討することにより、対話の実効性向上に取り組む

スチュワードシップ活動の変更点・成果ダイジェスト

①サステナブルインベストメント部の新設 (2023年4月1日付)

- ・2023年4月1日付で、サステナブル投資に関する企画・推進を主導する、サステナブルインベストメント部を設置
- ・当部は拡大が期待されるサステナブル投資市場において、グローバル水準の専門知見を蓄積・活用しながら、商品・サービスのさらなる拡充を企画・推進

→ 詳細はP.8

②国内株式議決権行使基準の改定 (2023年4月1日付)

- ・受託財産運用における株式議決権行使の基準について、足許のコーポレートガバナンスに関する議論などを踏まえ、以下の通り改定
- (1) 社外取締役の選任状況
- (2) 社外役員の独立性（在任期間基準）
- (3) 退職慰労金の贈呈

→ 詳細はP.30

③MTECとの協働による調査・分析

- ・三菱UFJトラスト投資工学研究所（以下、MTEC）と協働し、データ分析の上、数値などに基づく状況把握を踏まえて、サステナブル投資やスチュワードシップ活動への取組みの向上を図る。本年は「資本コストGAPモデルの開発」及び「議決権行使及び基準公表の効果」について、協働で調査・開発を実施

→ 詳細はP.42-50



アナリスト・ファンドマネージャー
によるエンゲージメント件数
(2022年7月～2023年6月)

945件



議決権行使議案行使件数（国内株式）
(2022年7月～2023年6月)

22,826件



エンゲージメント活動を行う人員数
(2023年6月末)
※国内株式の担当者が対象

31名



議決権行使専門部署による
エンゲージメント件数
(2022年7月～2023年6月)

408件



議決権行使議案行使件数（外国株式）
(2022年7月～2023年6月)

32,675件



平均経験年数
(2023年6月末)
※国内株式のエンゲージメント活動を行う人員が対象

16年

日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ

原則
1

責任ある機関投資家として賛同

- 三菱UFJ信託銀行受託財産部門は、責任ある機関投資家として日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に賛同し、各原則への対応方針を定めている
- 本コードの趣旨に沿ったスチュワードシップ責任を果たすためには、フィデューシャリー・デューティへの取組みが不可欠と考え、あらゆる業務においてフィデューシャリー・デューティを果たす取組みを全役職員あげて実施
- 2023年にMUFG AMのサステナブル投資を推進する部署としてサステナブルインベストメント部を設置し、「MUFG AM サステナブルインベストメント」の組織名称のもと、取組みを開始したことを受け、スチュワードシップ・コードの受け入れ方針の改定を実施

日本版スチュワードシップ・コードの概要

原則 1 スチュワードシップ責任を果たすための方針策定と公表

スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」に基づいて独自の「体制」を構築し、スチュワードシップ活動を実施

原則 2 利益相反についての明確な方針策定と公表

受託者責任の観点から、専ら顧客・受益者の利益のために忠実に職務を遂行し、生じうる利益相反を特定した上で、それらを回避するための各種施策を導入

原則 3 投資先企業の状況の確かな把握

スチュワードシップ責任を果たすために、財務情報のみならず非財務情報を含めて、継続的に個々の企業の状況を把握

原則 4 投資先企業との対話を通じた認識の共有と問題の改善

企業価値及び資本効率を高めることを目的に、「アナリスト・ファンドマネージャー」及び「ESG課」が各々の専門性を発揮しながら相互に連携し、投資先との対話を推進

原則 5 議決権行使・結果の公表についての方針策定と工夫

独自に定めた議決権行使基準に則り、企業との対話の結果なども活用して、自らの責任と判断のもとに議決権を行使。行使結果については、集計結果に加え、個別企業及び議案ごとに行使結果及び賛否の理由を開示

原則 6 顧客・受益者に対する定期的な報告

議決権行使を含むスチュワードシップ責任について、ウェブサイトでの開示などを通じて、定期的に報告を実施

原則 7 判断を適切に行うための実力を備える

スチュワードシップ活動を適切に行うために、様々な取組みを実施するとともに、各々担当者においても日々研鑽を積み、能力向上に励むことで実力を高めることに努める

詳細は当社ウェブサイトをご覧ください https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship_ja_pdf.pdf

三菱UFJ信託銀行のサステナブル投資

原則
1

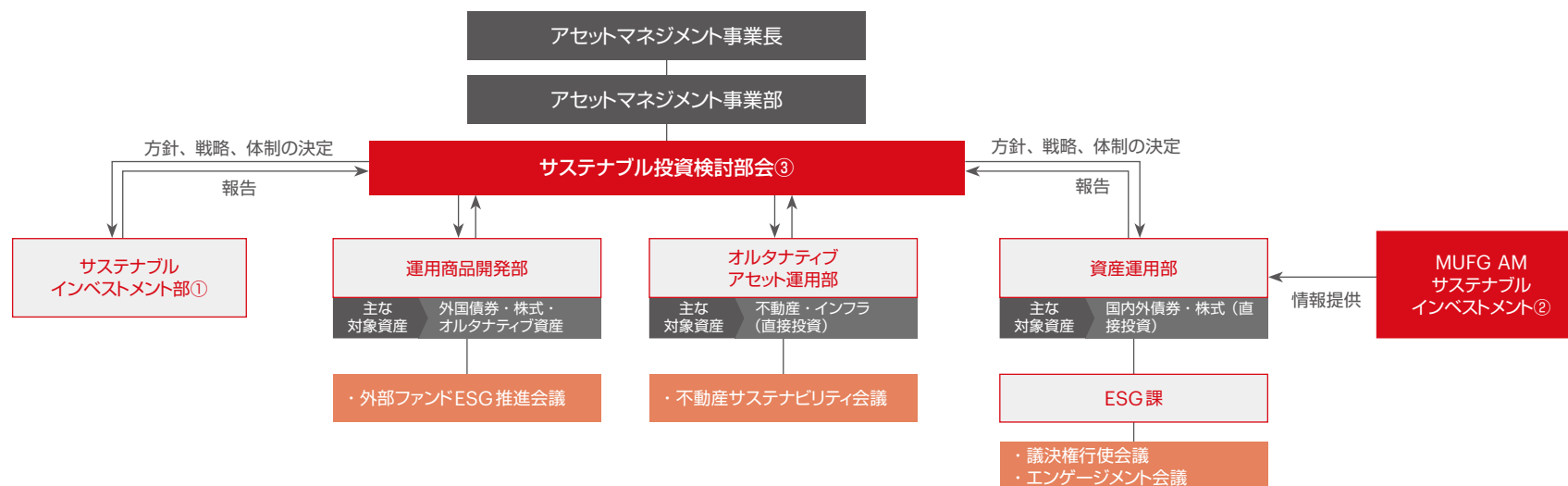


サステナブル投資に対する 三菱UFJ信託銀行の考え方

- 当社は、国内最大級の受託運用機関として、サステナブル投資へのたゆまぬ研鑽を重ね、中長期的な成長を阻害する課題を投資先と解決し、持続可能な社会の実現に寄与することが、事業活動を通じた企業の社会的責任であるとの考えがある
- 責任ある投資家として、サステナビリティ課題の解決に向けて幅広いステークホルダーと共に行動し、持続可能な社会の実現のみならず、中長期的なリターンの向上と市場全体の持続的な成長を目的としてサステナブル投資に取り組み、私たちの目指す姿である「安心・豊かな社会」の実現を目指す
- 「MUFG AM サステナブル投資ポリシー」に則り、「三菱UFJ信託銀行のサステナブル投資方針」を定め、サステナブル投資への取組みを推進していくことが市場全体を活性化し、より安定した、より多くのリターンを社会に還元することに繋がると考える

サステナブル投資の推進体制

原則
1



What has changed?

サステナブルインベストメント部の新設（①）

2023年4月1日付でサステナブルインベストメント部を設置。サステナブルインベストメント部がアセットマネジメント事業全体のサステナビリティに関する業務戦略の企画・立案、推進や広報・対外折衝などを主導。

MUFG AM サステナブルインベストメントの取組み開始（②）

2023年7月からMUFG AMサステナブルインベストメントは、グループ協働でサステナブルエンゲージメントを開始。MUFG アセットマネジメント（MUFG AM）※の専門人材の集約や、外部人材の登用を通じて、業界・企業を担当するアナリストと、サステナビリティに関連するテーマを担当するリサーチオフィサーが協働し、サステナブルエンゲージメントを推進する体制を構築。

サステナブル投資検討部会の体制（③）

サステナブル投資検討部会では、サステナブル投資への取組み全般の報告を行うとともに、今後の取組み方針や戦略などについて審議しており、各運用資産におけるサステナブル投資の取組みを推進。

- ・検討部会長：アセットマネジメント事業長
- ・事務局：アセットマネジメント事業部
- ・構成員：アセットマネジメント事業長、アセットマネジメント事業部長、サステナブルインベストメント部長、運用商品開発部長、オルタナティブアセット運用部長、資産運用部長

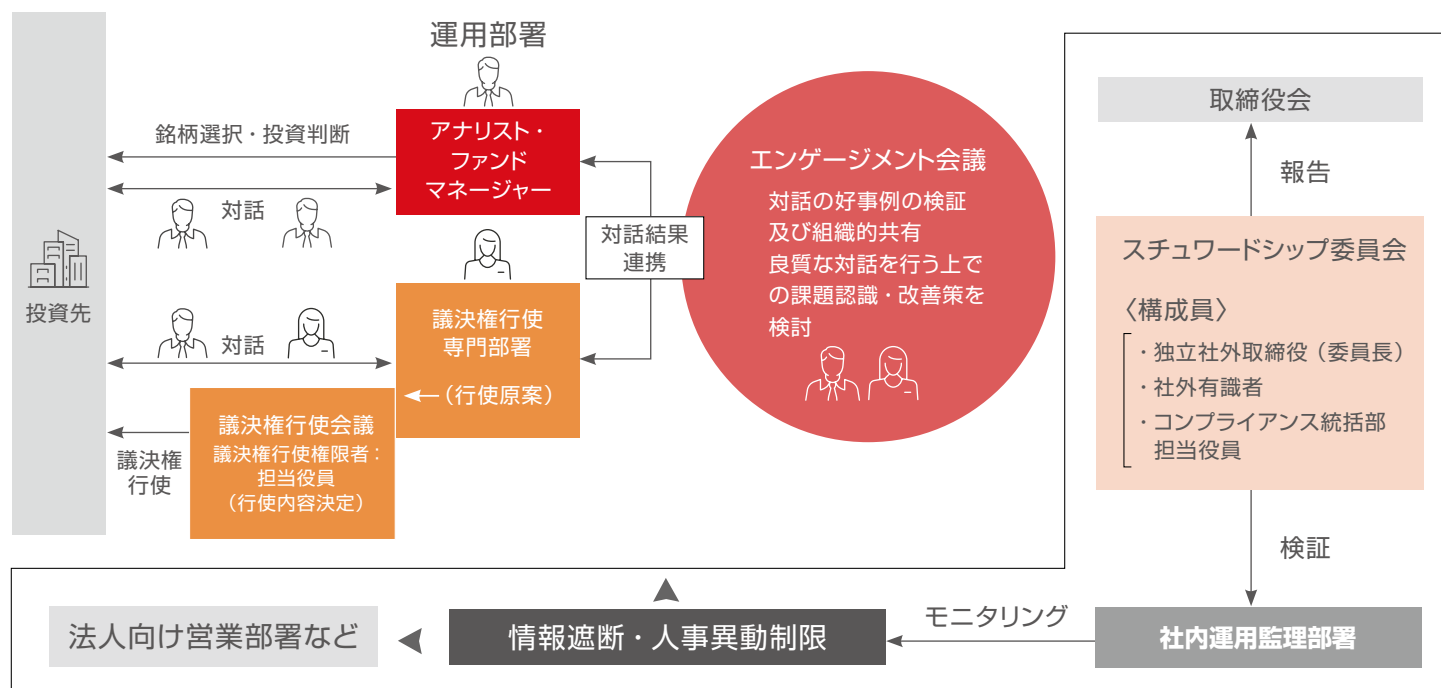
※三菱UFJフィナンシャル・グループのアセットマネジメント会社である三菱UFJ信託銀行及び三菱UFJ国際投信、MU投資顧問、Mitsubishi UFJ Asset Management(UK)、三菱UFJオルタナティブインベストメントから形成されるブランド名

原則 2

チャイニーズ・ウォールによる徹底管理

- ・信託と銀行それぞれの業務における取引に際して、利害が対立し得るとの前提のもと、チャイニーズ・ウォールによる徹底的な利益相反管理を実行
- ・具体的には、受託財産運用において利益相反の生じ得る事象を特定した上で、人事異動制限・情報遮断などの利益相反を回避するための各種施策を実施

利益相反管理体制



エンゲージメント会議の概要

- » 目的：組織的なエンゲージメント力強化
- » 開催頻度：原則四半期1回
- » エンゲージメント会議の議長：資産運用部長
- » 出席者：資産運用部長・副部長のほか、国内株式・外国株式・クレジット担当のアナリスト・ファンドマネージャー、ESG課の実務担当者

議決権行使会議の概要

- ▶ 目的：議決権行使基準・個別議案の行使方針の審議
- ▶ 開催頻度：不定期（議決権行使会議の審議が必要な場合に開催）
- ▶ 議決権行使権限者：資産運用部担当役員
- ▶ 構成員：資産運用部担当役員、資産運用部長（なお、アセットマネジメントビジネスに精通した社外有識者、コンプライアンス統括部担当役員、社内運用監理部署も、必要に応じて出席）

利益相反管理

原則
2

利益相反の主な類型

(1) 親会社等の利益優先

- ・親会社である株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループの利益を優先し、議決権行使において「反対」すべき議案に「賛成」することが考えられる
- ・このような事象に対応するため、特に利益相反の生じる懸念の高い当社の親会社等株式については、外部の第三者のガイドラインに基づく行使判断の助言に従い、議決権行使を行う

(2) 銀行部門からの不当な働きかけ

- ・信託銀行内で受託財産部門運用部署における利益相反が生じうる事例として、グループ内の商業銀行を含む銀行部門からの不当な働きかけ（融資取引拡大を見込む銀行部門が、受託財産部門運用部署に対し「反対」すべき取引先企業の議案に「賛成」するよう影響力を行使するなど）により、顧客・受益者のためにならない投資・議決権行使行動がとられてしまう事象が挙げられる。このような事象に対応するため、当社では、下記の施策を導入

人事異動制限・情報遮断の例

1

人事異動制限

法人向け営業部署からの影響が受託財産部門運用部署に対して及ぶリスクを遮断するため、法人顧客と直接的な接点を持つ営業部署に過去5年以内に在籍していた者が受託財産部門運用部署に異動することを禁止。

2

影響力・情報遮断の ルール明確化

受託財産部門運用部署の所属員と運用業務に直接関係のないその他の部署の所属員との会議や打ち合わせを禁じるなど、両部署の接触を原則禁止。

3

資産運用プロセスの モニタリング強化

議決権がガイドライン通り行使されているかなど、資産運用がプロセス通り実施されているか受託財産部門内で確認した後、部門外の運用監理部署で法人取引状況を背景とした影響力行使の有無を確認。

FAQ

資産運用プロセスの モニタリング強化とは？

単一的なモニタリングに留まらず、株式保有数の発行済株式総数に対する比率、保有ウェイト及びエンゲージメント会議資料・議事録の検証など、より実効性を高めるため複数の切り口からモニタリングを実施しているほか、部門外とのメール・電話の内容確認項目を増やし、運用部署への入退室ログの精査などを実施。

利益相反管理

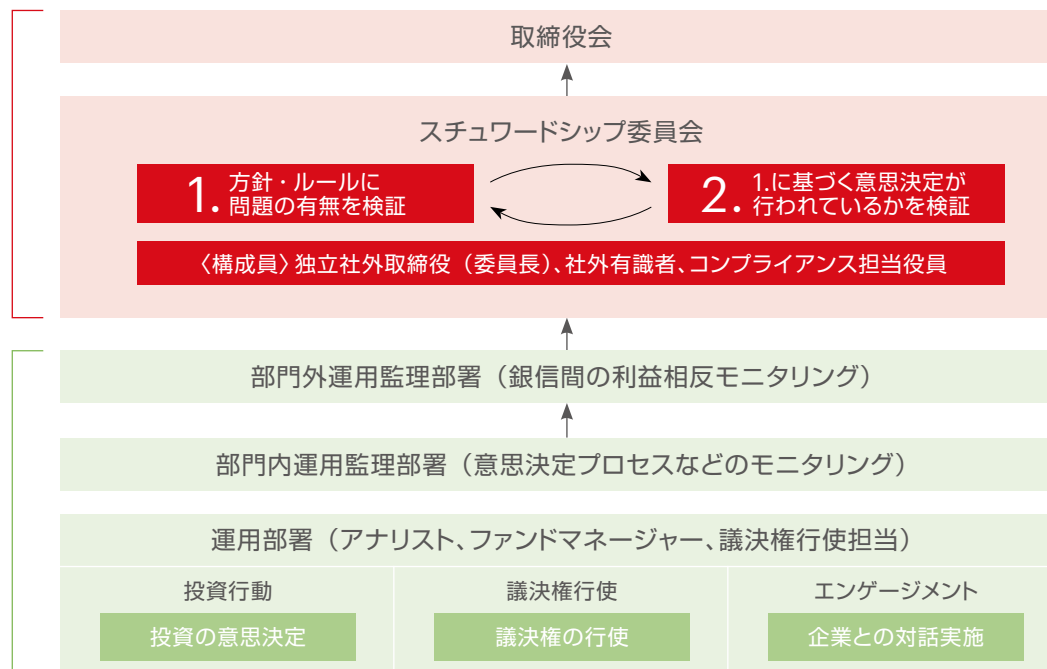
原則
2

スチュワードシップ活動の適正の検証 ～スチュワードシップ委員会～

- ・スチュワードシップ活動が、お客さま・受益者の利益最大化を確保するために十分かつ適正であることを検証する機関として、「スチュワードシップ委員会」を設置
- ・本委員会は、独立性・中立性を確保するため、取締役会傘下の組織とし、構成員の過半数を社外第三者としている
- ・本委員会による検証結果については取締役会へ報告すると共に、本委員会として改善が必要な場合は取締役会が是正を実施

監督

執行



スチュワードシップ委員会の概要

- » 委員長：北川 哲雄氏
（当社社外取締役、青山学院大学名誉教授 / 東京都立大学特任教授）
- » 委員：小方 信幸氏（法政大学大学院政策創造研究科教授）
- » 委員：安藤 裕史
（コンプライアンス統括部担当 取締役常務執行役員）

- » 開催頻度：原則四半期1回
- » 審議事項
 1. 投資行動に係る社則や方針の適切性及びその遵守状況
 2. 議決権行使に係る社則や方針の適切性及びその遵守状況
 3. エンゲージメント活動方針の適切性及び活動状況、など

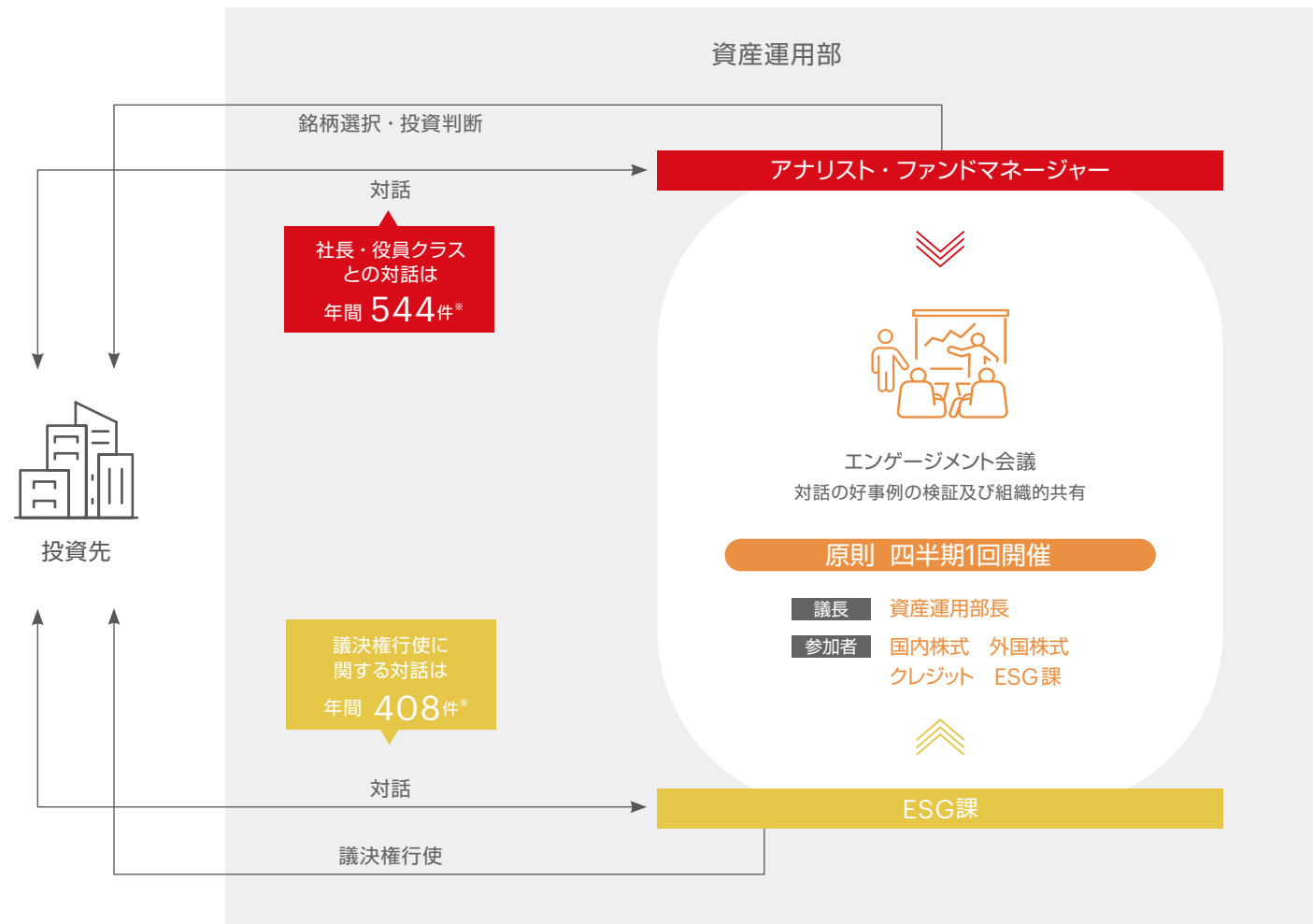
スチュワードシップ活動体制

原則
1

対話・投資・議決権行使の 一体運用

- 投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、お客さま・受益者の中長期的な投資リターンを拡大を図ることを目的に、スチュワードシップ活動に積極的に取り組んでいる
- スチュワードシップ責任を果たすため、当社では、対話・投資・議決権行使を相互に関連させながら、一体的に運用
- そのため、対話を担うアナリスト・ファンドマネージャー、ESG課（議決権担当）はいずれも同一の部署（資産運用部）に所属しており、相互に連携しながら、投資先企業の企業価値向上を促す取組みを実施

活動体制と実績



※対話件数は国内株式の2022年7月～2023年6月時点の数値

スチュワードシップ活動のPDCA

エンゲージメント活動におけるPDCA

原則
3,4,5

エンゲージメント方針の決定

- » エンゲージメント会議にてエンゲージメント活動の評価及び検証、次期活動方針を決定するPDCAを四半期ごとに実施。次期活動方針は、資産運用部長が決定
- » 対話においては、「中長期的な事業戦略」「財務戦略」「コーポレートガバナンス」「情報開示姿勢」の4つの論点や重大なESG課題をもとに、エンゲージメント対象企業を選定し、課題認識/着目点に沿って企業の状況・ゴールを明確化。企業ごとにステージ判定を実施

Plan

Do

エンゲージメントの実施

- » 対話においては、投資先企業を熟知している「アナリスト・ファンドマネージャー」と、全投資先企業を網羅的に把握している「議決権行使の専門部署」が、各々の専門性を発揮しながら相互に連携して実施
- » 複数社でのエンゲージメントが有効と考える場合には、協働エンゲージメントも積極的に活用

エンゲージメント方針の見直し及び投資・議決権行使判断への反映

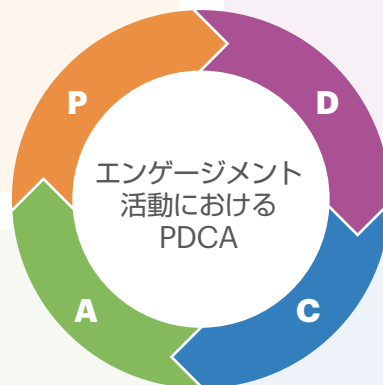
- » エンゲージメント会議にてエンゲージメント活動の評価及び検証を行い、次期エンゲージメント活動方針を決定
- » エンゲージメントで得た情報については、投資判断や議決権行使判断へ反映

Action

Check

エンゲージメント活動の評価・検証

- » 対話を実施している企業に対しては、各企業の課題認識や着眼点に沿って、対話後の企業変化の状況を段階的に把握。状況把握は、「私たちが考える企業の課題認識」→「企業との課題共有」→「解決に向けた行動（＝課題共有+行動）」→「（課題解決に向け）順調」の各段階でステージ判定を行う
- » 効果測定については、あらかじめステージ判定の目安を設定し、ステージ変更は組織内で協議のうえ決定
- » 進捗状況は定期的にモニタリングを行い、エンゲージメント会議にて報告を行い、好事例を共有することで実効性向上に努める
- » エンゲージメント会議の内容を含めたスチュワードシップ活動の内容は、定期的に経営に報告



スチュワードシップ活動のPDCA

原則
3,4,5

議決権行使におけるPDCA

議決権行使基準の策定・公表

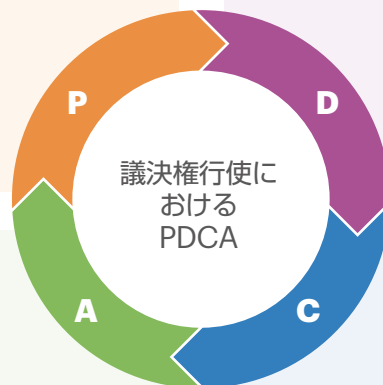
- » 議決権行使を行うための判断基準として「議決権行使に係るガイドライン」を設定。ガイドラインは、受託財産部門運用部署内に設けた「議決権行使会議」において審議し、担当役員が最終決定を行う
- » ガイドラインの具体的な数値基準及び定性判断基準については、企業との対話促進・企業によるガバナンス改善に繋げるため、当社ホームページに現行の議決権行使基準と共に、今後の議決権行使基準の方向性についても記載

Plan

Do

議決権行使の実施

- » 個別議案の行使判断に当たっては、ガイドラインに則り、行使方針を決定するが、基準をもって形式的に判断するのではなく、投資先企業との対話や状況を踏まえ、企業の持続的成長に資すると思われる場合には基準と異なる判断を行うことがある
- » 議決権行使に関する対話については、「議決権行使の専門部署」が中心となり実施するが、必要に応じてアナリスト・ファンドマネージャーも同席し、その知見も活用。なお、対話においては議決権行使結果を企業に直接フィードバックし、ガバナンス改善に向けて働きかけている



議決権行使基準の改定

- » ガイドラインについては、外部環境・企業との対話・アセットオーナーからの声も踏まえた上で、投資先企業の企業価値向上に資するものとなるよう、定期的に、少なくとも年に1回は見直しを実施。ガイドラインの見直し、及び個別議案の行使方針は、議決権行使会議で審議され、資産運用部の担当役員が決定する
- » 本ガイドラインの改定について、社内運用監理部署及びスチュワードシップ委員会が適切であるかを確認する

Action

Check

議決権行使基準・判断結果のモニタリング

- » 議決権行使に係るガイドライン等の適切性、及び議決権行使等に係る取り組み状況について、社内運用監理部署及び構成員の過半を社外第三者とするスチュワードシップ委員会が適切であるかを確認。その結果については取締役会へ報告するとともに、スチュワードシップ委員会として改善が必要な場合は取締役会が是正を行う
- » 投資先企業のガバナンス改善に資するため、及び適切に議決権行使している実態を示すため、議決権行使結果については集計結果の開示に加え、個別企業及び議案ごとに全ての行使結果及び賛否の理由を開示する

エンゲージメント



エンゲージメント

原則
3,4

三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント



投資先と目的を持った対話を行い、
段階的に状況を把握

- ・三菱UFJ信託銀行は、企業価値及び資本効率を高めることを目的とした対話を投資先企業と実施
- ・対話を通じ認識を共有することは、当社の投資判断・議決権行使判断における重要な判断材料となるのみならず、投資先企業にとっても問題の改善に繋がり、企業の持続的成長に資すると考え、積極的に取り組んでいる

対話の種類

- ・対話は、主として「アナリスト・ファンドマネージャー」が行う対話（4つの論点・ESGの観点）と、「ESG課」が行う対話（議決権の観点）の2種類
- ・ESG課が行う「株主総会における剰余金処分議案」に関する対話などについては、事業戦略や財務戦略とも深く関連するため、アナリスト・ファンドマネージャーも同席したり、アナリスト・ファンドマネージャーが行う気候変動対応に関する対話は「E」の議案とも絡むため、ESG課が同席するケースも多く存在する

エンゲージメント

原則
3,4

対話のテーマ（アナリスト・ファンドマネージャー）

ESGを考慮し、
目的を持った対話を実施

- 企業価値及び資本効率を高めることを目的に、投資先とESGの観点も取り入れた対話を実施。投資先との認識の共有は、当社の投資判断や議決権行使判断における重要な判断材料を得ることにも繋がる
- 対話のテーマは、「中長期的な事業戦略」「財務戦略」「コーポレートガバナンス」「情報開示姿勢」の4つの論点を基本に、積極的にESGの視点を取り入れ、企業が属するセクター・個別性を踏まえて設定

対話のテーマ ～企業価値を高める4つの論点と「ESG課題」～

4つの論点

中長期的な
事業戦略

財務戦略

コーポレート
ガバナンス

情報開示姿勢

主な目的

持続的なROE向上

資本コスト低減による企業価値向上

ESG課題

E
環境

S
社会

G
コーポレートガバナンス

ESG
情報開示

エンゲージメント

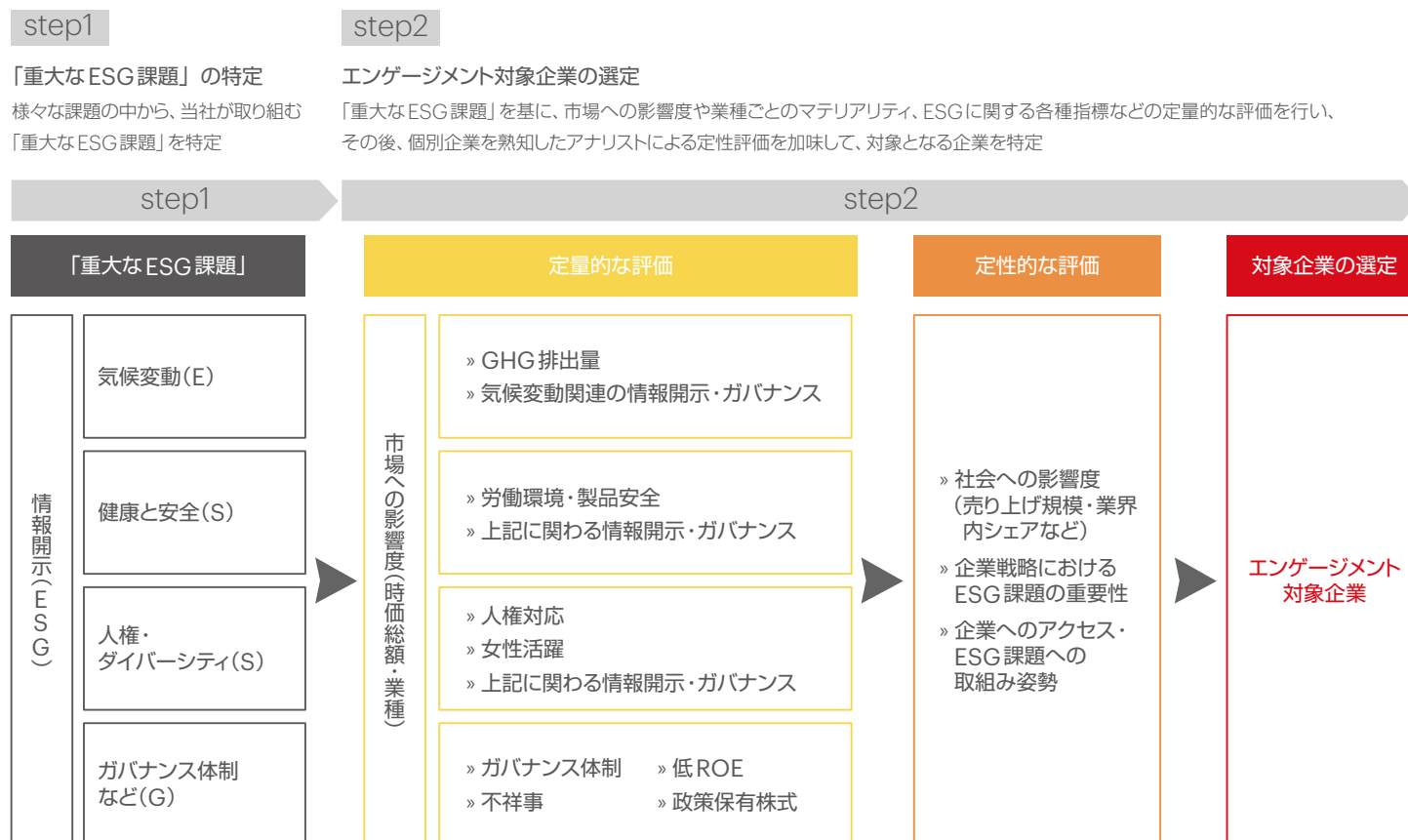
原則
3,4

対象企業の選定プロセス（アナリスト・ファンドマネージャー）

「重大なESG課題」を基に 定量的・定性的に選定

- 三菱UFJ信託銀行が取り組む「重大なESG課題」を特定した上で、定量的・定性的な評価を行い、継続的に対話を実施するエンゲージメント対象企業を選定

ESGエンゲージメント対象企業の選定プロセス

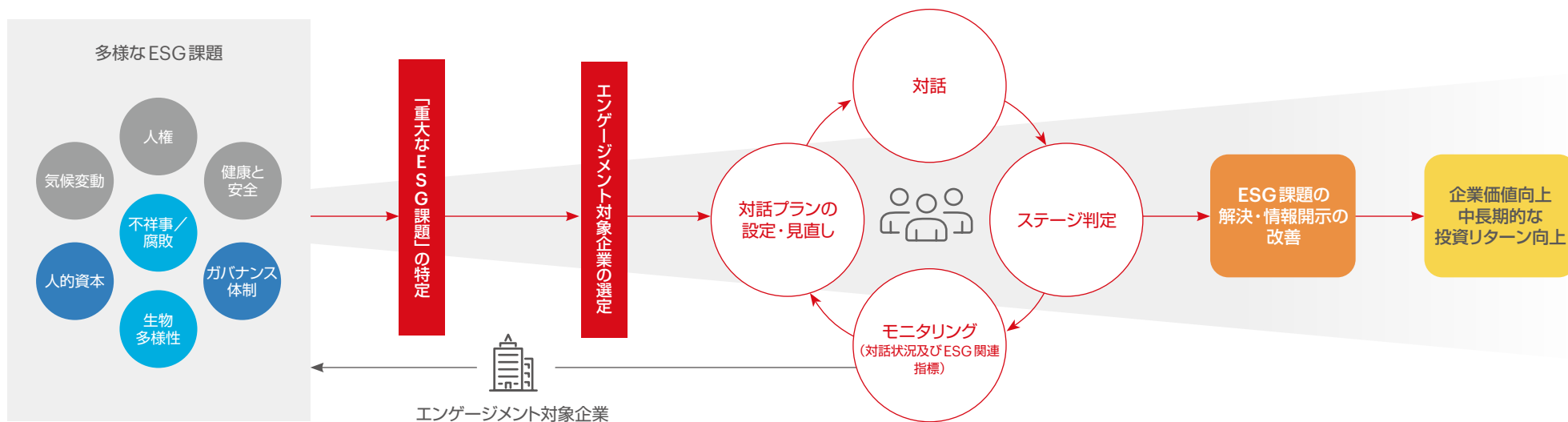


エンゲージメント

原則
3,4

対象企業のステージ判定（アナリスト・ファンドマネージャー）

対話及び実効性向上に向けたプロセスの全体像



対話後の変化を把握し実効性を高める

- エンゲージメント対象企業については、対話のゴール（目標）を設定した上で、対話後の変化を段階的に把握し、ステージ管理を実施

- ステージ管理により、対話の成果の評価や今後の対話の方針策定を計画的に行うことが可能
- ステージに変化がみられない場合は原因を分析の上、改善策を検討し、対話の実効性向上に取り組む
- エンゲージメント対象企業のESG課題の解決・情報開示

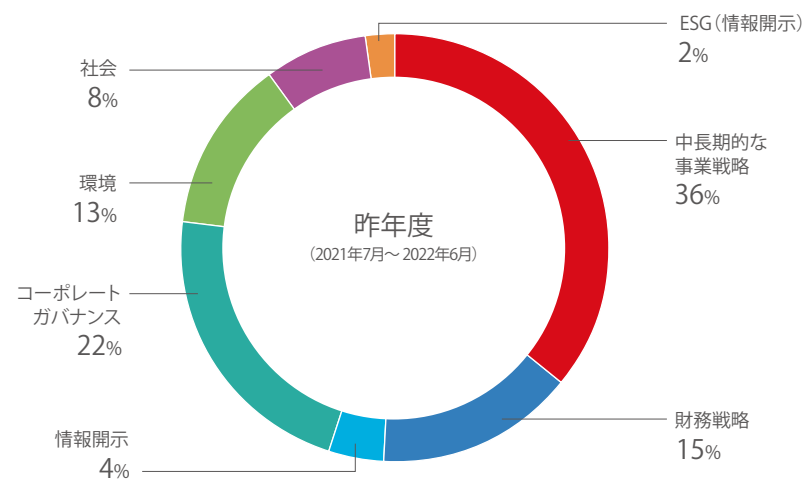
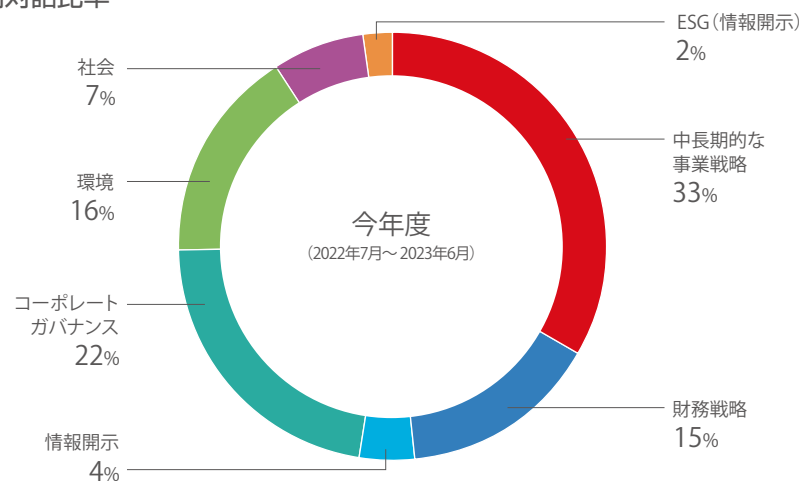
の改善を図ることで、企業価値向上・中長期的な投資リターンの向上を目指す

エンゲージメント

原則
3,4

アナリスト・ファンドマネージャーによる対話実績

テーマ別対話比率



合計で945件の対話を実施

- 2022年7月～2023年6月の対話件数は合計で945件で、TOPIXカバー率は5割強。そのうち、役員との対話は544件と約6割を占める
- 継続的に対話を実施している企業に対しては、各企業の課題認識や着眼点に沿って、対話後の企業変化の状況を

段階的に把握し、ステージ管理を行っている。具体的には、「私たちが考える企業の課題認識」⇒「企業との課題共有」⇒「解決に向けた行動（＝課題共有＋行動）」⇒「（課題解決に向け）順調」の各段階でステージ判定を行い、それぞれのステージに合わせた対話を計画的に実施

- 継続的な対話先（ステージ管理対象先）と行った対話のテーマ別比率は、上記の通り。成長戦略や構造改革など

中長期的な事業戦略に関する対話が最も多い。ESGに関する対話も引き続き大きなウェイトを占め、気候変動への対応方針やアクションプランなど環境（E）に関する対話の割合が増加。また、ガバナンス（G）に関しては、政策保有株式削減においてエスカレーション※を開始した

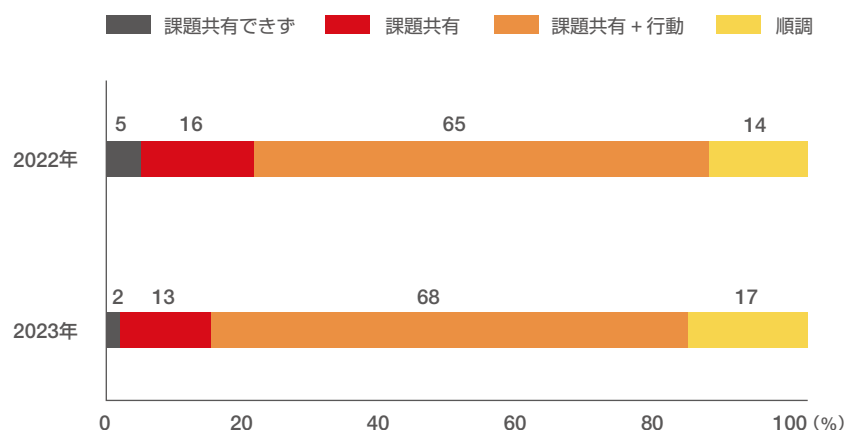
※ 詳細はP.38（エスカレーションに関するFAQページ）

エンゲージメント

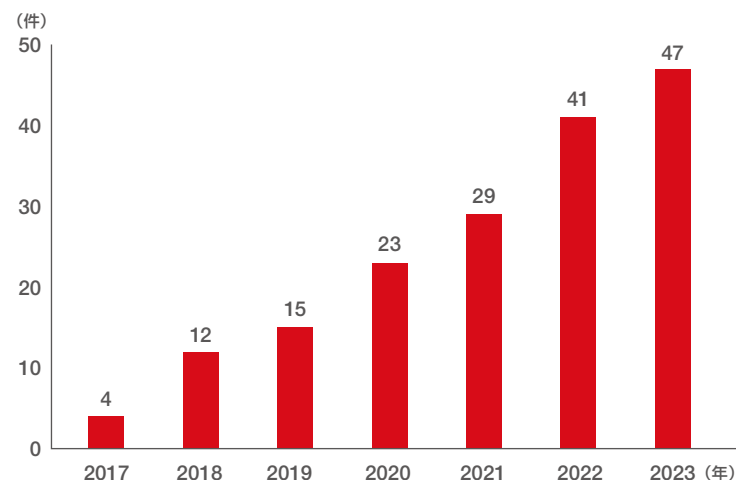
原則
3,4

アナリスト・ファンドマネージャーによる対話実績

【図1】エンゲージメント対象企業のステージ



【図2】課題解決したテーマ（累積）



ステージは延べ41件が向上

- 継続的な対話先（ステージ管理対象先）は実効性の観点や重大なESG課題に基づき定期的に見直しを行っており、2023年6月末のステージの状況は図1の通り
- 実際の運営にあたっては、「解決に向けた行動（＝課題共有＋行動）」をさらに4段階に細分化し、企業の行動方針の決定から具体的な施策の策定、その実行、成果の実現

までを細かくフォロー

- 2022年7月～2023年6月においては、こうした細分化したステージを含め、ステージがステップアップしたと評価したテーマは延べ41件あった。具体的な事例としては、政策保有株式削減の重点対話先として議論を進め、保有株の売却や増配の実施につながった事例、ビジネスモデルの再構築や事業ポートフォリオ改革について対話した事例などが挙げられる

- これまでに課題解決に至ったテーマの件数は図2のグラフの通りである。2022年7月～2023年6月は6件が課題解決となっており、主にガバナンスの高度化に関する改善が進んだ。当社では今後も、対話状況について適切にモニタリングを行い、実効性についての自己評価を実施の上、企業の課題解決を促すよう実効性向上に取り組む

エンゲージメント

原則
3,4

対話事例（アナリスト・ファンドマネージャー）

事例

1



非製造業

様々な観点から複合的にアプローチ



着目点

- ・ 時価総額は、保有する不動産や政策保有株式から有利子負債を引いたネット資産価値を大きく下回っており、中核事業はマイナスの企業価値として評価されている
- ・ ROEの長期水準引き上げに向けた具体的なアクションが不可欠

政策保有株式

政策保有株式の削減について、エスカレーション銘柄[※]として重点的に議論。政策保有株式を段階的に売却し、その間に成長投資と構造改革を進めるべき。



方向性については同意。ただし成長投資を示すことができず、資金使途を見出せないことが課題。政策保有株の売却に向けて資金使途を見つける努力を継続。

政策保有株の売却、不動産子会社への追加投資を発表。



資本政策

利益蓄積と保有資産を背景に6,000億円の調達余力を有するが、M&Aをするとしてもそのような投資規模にはならないはず。少なくとも今以上に株主資本を増やす必要はないと考える。ROE改善に向けた資本政策について議論。



ROEの分母は非常に大きく削らないと問題解決にならない。経営陣は主に分子にフォーカスして対策を考えている。現時点で分母への関心は高くない。

増配及び自己株式取得を発表。



ガバナンス体制

社長を含め執行レベルでは改革の意思が見られる一方、実行力や機動性に欠ける。取締役会は長期かつ高齢の取締役が多く、厳しい事業環境に陥る中、変化に対応できるガバナンス体制が構築できていないのではないかと。



対話を行った経営陣は、取締役も社員も、新しい変化に対応できていないことを認識。社内から取締役会の若返りを言い出しにくく、社外の株主などから背中を押す必要があると感じられた。

取締役会の下に経営諮問委員会（取締役の選解任や経営課題全般の助言提言、独立社外取締役が過半数）の設置を発表。



自己評価と
今後の方針

- ・ 相応の規模の政策保有株式売却や成長投資・株主還元の強化、ガバナンス体制の是正に向けた工夫が図られたことから、単年度の取組みとしては評価
- ・ 一方で、ROE改善に向けた具体的なロードマップが示されていないことや、抜本的な取組みには至っていないことから、引き続き対話を継続する方針

※ 詳細はP.38（エスカレーションに関するFAQページ）

エンゲージメント

原則
3,4

対話事例（アナリスト・ファンドマネージャー）

事例

2



製造業

中長期的な事業戦略

地政学リスクの高まりを踏まえた
最適な生産体制を議論



着目点

成長性や収益性の高い米州事業は利益成長の観点から重要だが、2022年度は物流費の上昇により赤字であった。米州事業はアジアからの輸入が多く、外部環境の変化に対して生産・販売の両面で機動的に対応できていない点を指摘。米国工場の能力増強について議論。



反応・変化

米国における生産拠点拡大について、人件費やインフラコストの上昇による採算悪化を鑑み、実行できていない。指摘いただいた外部環境への対応やリードタイムの短縮化など業績変動リスクの低減に寄与する点は納得感がある。検討を加速したい。

自己評価と
今後の方針

同社だけではなく、新型コロナへの対応にリソースを割かれ、経営課題への対応が後手に回った印象。米中対立などの地政学リスクの高まりにより、今後もサプライチェーンに対する影響は継続すると考えるため、進捗を確認していきたい。

事例

3



製造業

中長期的な事業戦略

求められる成長戦略を
継続的な対話によって引き出す

バリュエーションは極めて低い水準で推移。株価上昇には説得力のある成長戦略を示すことが必要。前回の副社長とのミーティングでは、自動化・電動化に対応した製品展開が必要との共通認識を持ち、具体的な方向性を議論した。今回は公表された新中計に基づき、成長戦略について対話を実施。

今回の中期計画では成長戦略を示すことが重要と考え、第1番目に成長戦略を掲げた。電動化への対応は避けて通れないものであり、そこに当社の成長を見出す。例えば自動車では、EVシフトという車体構造の変化に合わせ、縦揺れ・横揺れを統合的に制御するコンセプトを示したが、このような振動軽減・制御に関する製品を投入する。

成長戦略については副社長とのミーティングの内容が反映され、同社の成長に必要な要素が盛り込まれたと評価。今後はその実行力が求められる。同社の開発状況や完成車メーカーの採用動向などに注目したい。

エンゲージメント

原則
3,4

対話事例（アナリスト・ファンドマネージャー）

事例

4



財務戦略

政策保有株式の売却及び自己株取得により
PBR1倍割れからの脱却を目指す



着目点

中期経営計画におけるROE目標が6%程度に留まる大きな理由は政策保有株式と分析。資本効率の改善を妨げており、PBR1倍割れの要因の一つとなっている。保有意義は乏しく、売却して資本効率改善に繋げるべきと考える。



反応・変化

以前に政策保有株式について議論いただいたことを契機に保有意義を検証しており、一部は売却に至った。今回ご指摘の株式についても保有意義がないという結論となり、売却したいとは考えているが、受け手の問題など、実務面でネックが生じている。当社としても前向きに進めたい事案である。



自己評価と
今後の方針

「保有意義がない」という発言を引き出せた点は、これまで対話を続けてきた中で大きなステップと考える。仮に売却かつ自己株式取得が実施されればROE10%以上が視野となり効果は大きい。引き続き資本効率改善について議論していきたい。

事例

5



財務戦略

資本コストGAPモデルを活用し、
資本コストに関する対話を深堀り

過去3年にわたりPBRは低下。資本効率低迷が一因とみられる。資本コストGAPモデルではAgency costがディスカウント要因と示される。資本コストに対する現状認識やディスカウント/プレミアムの要因分析、低減に向けた取組み施策などについて議論。



CAPMを用いて試算する自社の資本コストは7.5%程度だが、株式市場での評価と乖離を認識。制度改定のビジネスリスク、キャッシュの増加による資本効率低下、経営や資本構成に関するメッセージ不足といった要因がその背景にあると見ている。まずはキャピタルアロケーションの方針を時間軸とともに示して改善を図りたい。



資本コストの低減にテーマを絞った対話を実施。意見交換を踏まえた具体的なイメージも頭の中にはあるように感じられ、今後、課題解決に向けた具体的な行動が期待できる。継続的な対話機会の設定を約束しており、進捗をフォローしていく。

→ 詳細はP.42～44（資本コストGAPモデルに関する取組み）

エンゲージメント

原則
3,4

対話事例（アナリスト・ファンドマネージャー）

事例

6



製造業

コーポレートガバナンス

不祥事のあった企業と継続的に対話を実施し、
内部管理体制や企業風土の改善を図る



着目点

2018年に子会社の不適切行為が発覚。再発防止策として企業風土の改善が重要だが、投資家からは判断しがたい項目であり情報開示拡充を要望してきた。今般初めて作成された統合報告書にて従業員満足度（ES）調査が開示された点について議論。



反応・変化

不祥事のあった子会社は以前からES調査結果が悪かったが、対応ができていなかった。現在は本社のES調査委員会が結果を分析し指導することに加え、部長クラスの評価項目にも組み込み、グループ各社が主体的に色々な改善活動を行っている。実効性高く、企業風土の改善が図られている。

自己評価と
今後の方針

オーナー企業から脱皮、再発防止策の徹底、内部管理の強化への対応はほぼ完了。企業風土の改善が確認できるES調査結果を開示するなど、情報開示も改善しており、社長との継続的な対話の成果と自己評価。

事例

7



非製造業

環境

リユース・リサイクルを通じて
循環型社会を実現する

資源枯渇及び廃棄による環境負荷増大は深刻化しており、循環経済への移行は重大な社会課題である。資源の有効利用やリユース、リサイクルが重要と考え、同社のビジネスを通じた環境負荷低減効果について議論。

ネガティブインパクトの削減だけでなく、事業を通じた循環型社会の実現、すなわちポジティブインパクトの拡大が重要と考える。大学や環境省と連携し、衣類を対象とした中古品の再利用によって回避できるCO₂排出量を開示。

2021年にインパクトに関する対話を実施し、当社の考えを資料を用い説明した上で開示を要望。一歩踏み込んだ対話の成果と自己評価。さらなる情報開示の拡充に加え、インパクトの拡大に向けた取組みについて対話を継続する方針。

エンゲージメント

原則
3,4

対話事例（アナリスト・ファンドマネージャー）

事例

8



製造業

社会

健康的な食の提供を通じて
人々の生活を豊かにする



着目点

理念としての健康方針を掲げているのみで、健康栄養課題に関する統一的なポートフォリオ、アクセシビリティ、マーケティングポリシーなどが欠如。ポジティブインパクトを創出できるよう、全社方針を定めて積極的な取組みを行うことが望ましい。



反応・変化

グループ全体の方針として健康方針がある。低糖無糖飲料が過半の日本と炭酸飲料が中心の欧州などポートフォリオが異なる各地域をまとめる意義が乏しく、健康方針より具体的なポリシー設定は現状考えていない。現地の対応に任せている。



自己評価と
今後の方針

要求の厳しい欧州では目標値設定を行うものの、関心の低い日本ではKPIの設定がないなど、地域ごとの規制や要求を満たすに留まる。健康志向が高まる中、日本で培った低糖無糖飲料の技術を活用できるポテンシャルがある。健康栄養におけるより踏み込んだ価値創出に向けて対話を継続する。

事例

9



非製造業

情報開示

情報開示によって気候変動による
リスクを把握し、事業戦略に活用する

気候変動は同社の原材料調達コストを高めるものとする。事業リスク把握のために、気候変動によるシナリオ分析の実施と開示が望まれる。気候変動影響に関する情報開示方針に関して議論を実施。



TCFDに関する情報開示の準備を進め、取締役会において開示内容の議論がまとまり次第、分析結果や方針開示をコーポレートサイトにて行いたい。また、気候変動影響に関する開示内容は、次回の有価証券報告書や統合報告書で充実させたい。



その後、TCFD提言への賛同表明と各種気候変動影響に関する情報開示が実施された。今後はシナリオ分析結果を土台に、経営戦略や事業ポートフォリオに関する議論も行っていく方針。

エンゲージメント

原則
3,4

課題と今後の方向性

東証の要請

- 当社では、これまでも企業価値の向上を目的とした対話を実施してきたが、取組みが不十分な企業はまだ多く存在する。PBRが1倍を下回る企業などに対して、東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請したことを契機に、株式市場では企業の取組みに対する期待が高まりつつある。企業においても議論が活発化し、一部では具体的な施策も発表されている
- このタイミングを好機と捉え、ROE向上に資する事業戦略や財務戦略、資本コスト低減につながる情報開示等に関するエンゲージメントに注力し、中長期的な価値創造に向けた企業の行動を後押しする

人的資本

- 2023年3月期決算から有価証券報告書への人的資本の情報開示が義務化され、企業との人的資本に関する対話の増加が想定される
- これまでは人を「資源」と捉えた人的資源管理が主流であったが、人を経営上の重要な「資本」と捉える考え方も広がってきた。事業・人事管理の両面における環境変化によって、従来のマネジメント・仕組みでは企業の維持・成長は難しくなっていることが背景にある
- 人への投資が企業価値の持続的成長にとって重要であると認識し、企業との対話を進めていく



議決権行使



議決権行使

原則
5

三菱UFJ信託銀行の議決権行使

企業価値向上に資する判断を、
透明性の高いプロセスで

- 三菱UFJ信託銀行は、受託財産の運用に際して、お客さま・受益者のために投資収益の増大を図ることを目的として、原則として全ての保有株式について自らの責任と判断のもと議決権の行使を行う
- 運営においては、適切性と透明性を確保すべく、議決権行使基準「議決権行使に係るガイドライン」を定め、具体的な数値基準及び定性判断基準はウェブサイト公表。本基準は、投資先の企業価値向上に資するものとなるように、定期的に、少なくとも年1回は見直しを実施
- 議決権行使の判断はこの基準をもって形式的に行うのではなく、投資先企業との対話の内容や状況を踏まえ、企業の持続的成長に資すると考える場合には、基準と異なる判断を行う場合もある
- 行使結果は、集計結果に加え、個別企業及び議案ごとに行使結果及び賛否の理由を開示することで、プロセスの一層の透明性向上を図る

議決権行使

原則
5

ガイドラインの改定

2023年度改定内容

基準 1 社外取締役の選任状況

旧 (～2023年3月) 社外取締役※が複数かつ 取締役総数の1/3以上必要 ※独立性の有無は問わない	→	新 (2023年4月～) <u>独立性のある</u> 社外取締役が複数かつ 取締役総数の1/3以上必要
旧 (～2023年3月) (親会社などを有する上場会社の場合) 独立性のある社外取締役が複数かつ 取締役総数の1/3以上必要	→	新 (2023年4月～) (親会社などを有する上場会社の場合) 独立性のある社外取締役が 取締役総数の過半数必要

- ・取締役会が実効性の高い監督機能を果たすために、独立した客観的な立場から多様な議論を行うことが必要と考える。そのためには独立性のある社外取締役の活用が重要であり、独立性のある社外取締役が少なくとも取締役会の 1/3 以上占めることを求める
- ・親会社を持つ上場子会社においては、特に親会社との利益相反が懸念されるため、他の会社以上にガバナンス体制の強化が必要と考え、独立性のある社外取締役が取締役会の過半数を占めることを求める
- ・いずれも、プライム市場に上場する企業だけでなく全ての投資先企業に求める基準とする

基準 2 社外役員の独立性

旧 (～2023年3月) 在任期間が20年以上の場合、原則反対	→	新 (2023年4月～) 在任期間が12年以上の場合、原則反対
---	---	---

- ・社外役員の在任期間が長期にわたると独立性が薄まると考えるが、これまでは多くの企業で社外取締役の選任を進める状況であったため、著しく長期間の場合として在任20年以上の場合に反対
- ・昨今の社外取締役の選任状況を鑑み、反対する基準を12年以上に変更

基準 3 退職慰労金贈呈

旧 (～2023年3月) 金額開示の有無、贈呈対象者などの 基準をもとに判断	→	新 (2023年4月～) 原則反対 2023年度における打切り支給の場合は、 従来どおりの基準で判断
---	---	--

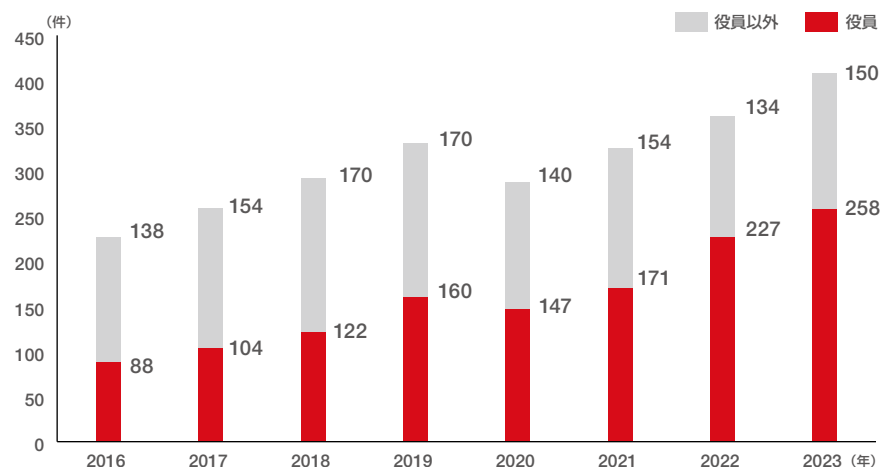
- ・取締役の役員報酬については、中長期的な企業価値向上に対するインセンティブが働く体系であることが望ましいと考えるが、退職慰労金制度はこのようなインセンティブが働くものとは考えられないため、退職慰労金贈呈議案には原則反対
- ・2023年度については制度廃止に伴う打切り支給の場合は、従来の基準をもって判断

議決権行使

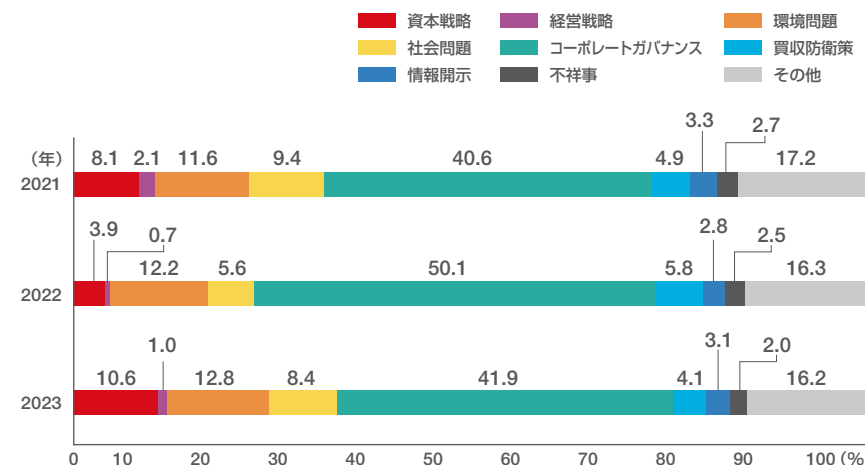
原則
3,4,5

ESG 課による対話実績

【図1】エンゲージメント件数の推移



【図2】対話のテーマの割合



408件の対話を実施

- 2022年7月～2023年6月期における、ESG 課の対話件数は408件となり、前年度の361件から10%強増加（図1）
- 従前から対話を継続している企業とは、議決権行使結果

をフィードバックの上、継続的に対話していることに加え、今年度より新たに対話を始めた企業もあり、増加している

対話のテーマについては、上記の通り、コーポレートガバナンスが40%強を占めているが、バランスシートの効率化などを主なテーマとする資本戦略の割合が増加（図2）

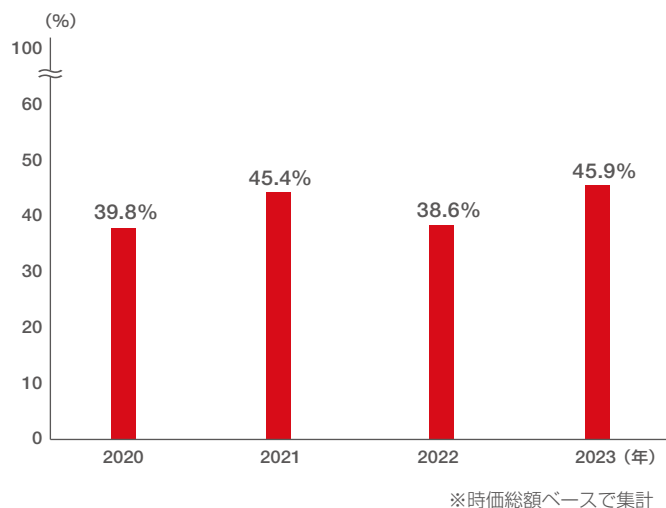
- 議決権行使に直接関係する内容にとどまらず、環境問題や社会問題など、幅広く対話を行っている

議決権行使

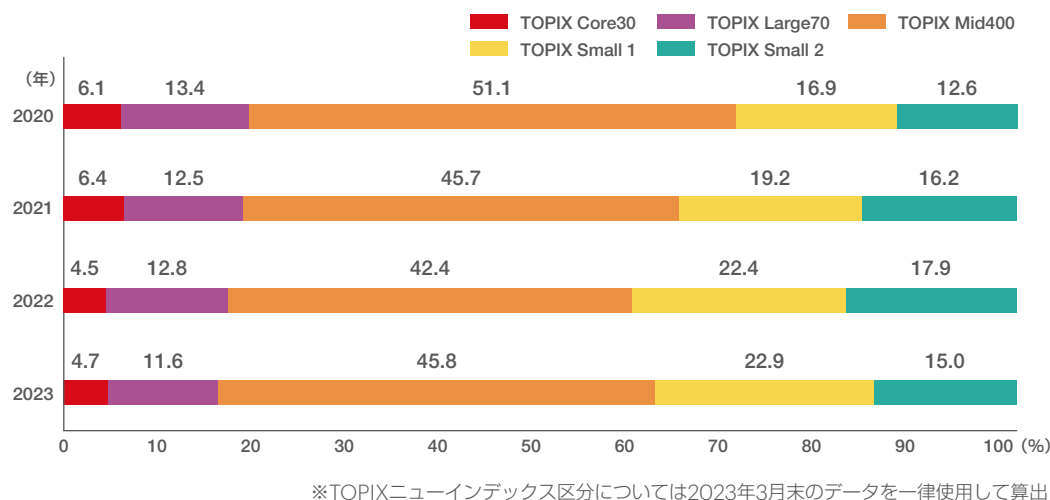
原則
3,4,5

ESG 課による対話実績

【図3】 TOPIX 全銘柄における当社の対話のカバー率



【図4】 TOPIX ニューインデックス区分における対話企業の分布



広がる対話先企業

- TOPIX 全銘柄におけるESG 課の対話のカバー率は50%弱（図3）
- TOPIX ニューインデックス区分においては、Mid や

Smallに属する企業との対話が大きく増加。MidとSmallの増加で、CoreとLargeに属する企業との対話も件数では微増も、対話全体に占める大型銘柄のウエイトは低下（図4）

- 近年は対話件数が増加傾向にあり、その背景には東京証

券取引所によるPBR（株価純資産倍率）が1倍を割っている企業に対して、改善に向けた取組みや進捗状況の開示を要請する方針を示したことなどがあり、対話先企業に広がりがでてきていることが確認できる

議決権行使

原則
5

国内株式の議決権行使結果（2022年7月～2023年6月）

議決権行使の概況

- 個別議案の行使判断は、原則議決権行使を行うための判断基準として独自に定めたガイドラインに則り、企業との対話の結果なども活用の上、自らの責任と判断のもと行使
- 2022年7月から2023年6月に当社受託財産運用において行使を行った株主総会の数は2,248総会、議案数は合計22,826件。会社提出議案22,421件に対して賛成18,080件、反対4,341件、株主提出議案405件に対して賛成54件、反対351件の議決権行使を行った

主な議案の行使状況

- 「取締役の選解任」議案では、独立社外取締役が1/3以上に満たない場合及び親会社を有する会社で独立社外取締役が取締役総数の過半数を満たない場合などに反対

会社提案		2022年7月-2023年6月						反対比率 前年同期比
		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	
会社機関に関する議案	取締役の選解任	13,534	3,790	0	0	17,324	21.9%	6.0%
	監査役の選解任	1,688	318	0	0	2,006	15.9%	1.8%
	会計監査人の選解任	82	0	0	0	82	0.0%	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬 ^{※1}	623	42	0	0	665	6.3%	0.1%
	退任役員の退職慰労金の支給	1	75	0	0	76	98.7%	9.2%
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,380	43	0	0	1,423	3.0%	-0.8%
	組織再編関連 ^{※2}	30	0	0	0	30	0.0%	-6.4%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	9	71	0	0	80	88.8%	-3.1%
	その他 資本政策に関する議案 ^{※3}	60	0	0	0	60	0.0%	0.0%
定款に関する議案		670	1	0	0	671	0.1%	-0.1%
その他の議案		3	1	0	0	4	25.0%	-20.5%
合計		18,080	4,341	0	0	22,421	19.4%	5.7%

※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・改定、役員賞与など

※2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割など

※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、株式併合など

株主提案		2022年7月-2023年6月						反対比率 前年同期比
		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	
合計		54	351	0	0	405	86.7%	-4.9%

※ 議案数については、取締役の選解任議案、監査役の選解任議案及び会計監査人の選解任議案を候補者単位でカウント

議決権行使

原則
5

外国株式の議決権行使結果（2022年7月～2023年6月）

議決権行使の概況

- 外国株式における個別議案の判断では、国ごとのガバナンス慣行を踏まえたうえで、企業価値の長期的拡大の観点から行使
- 2022年7月から2023年6月に開催された株主総会数は2,937総会、議案数は合計32,675件。会社提出議案31,269件に対して賛成28,353件、反対2,914件、棄権2件、株主提出議案1,406件に対して賛成949件、反対457件の議決権行使を行った

主な議案の行使状況

- 会社提案議案合計の反対比率は9.3%（前年比-1.1%）と前年実績と比べて下落。欧米各国にて、コーポレートガバナンスの取組み進展による「取締役の選解任」議案の反対比率の減少や、中国での情報開示の進展による組織再編といった「定款に関する議案」の反対比率の減少による
- 株主提案議案合計の反対比率は32.5%（前年比+3.1%）と前年実績と比べて上昇。ダイバーシティや気候変動に関し、企業の開示・取組みが着実に進展した一方、気候変動対策へのコミットメントを強く求める議案など、本来経営の裁量に委ねるべき事項まで株主提案として上程されることが増えたため、反対する議案が増加。また、いわゆる「反ESG」議案が増加したことも反対比率を高めた

会社提案		2022年7月-2023年6月						反対比率 前年同期比
		賛成	反対	棄権 ^{※4}	白紙委任	合計	反対比率	
会社機関に関する議案	取締役の選解任	11,831	790	0	0	12,621	6.3%	-1.4%
	監査役の選解任	392	54	0	0	446	12.1%	4.1%
	会計監査人の選解任	1,813	6	0	0	1,819	0.3%	-0.3%
役員報酬に関する議案	役員報酬 ^{※1}	3,218	696	0	0	3,914	17.8%	0.4%
	退任役員の退職慰労金の支給	14	6	0	0	20	30.0%	-12.1%
資本政策に関する議案 (定款に関する議案を除く)	剰余金の処分	1,107	4	0	0	1,111	0.4%	-0.1%
	組織再編関連 ^{※2}	173	6	0	0	179	3.4%	-10.4%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	11	3	0	0	14	21.4%	8.1%
	その他 資本政策に関する議案 ^{※3}	3,263	503	0	0	3,766	13.4%	-1.4%
定款に関する議案		705	241	0	0	946	25.5%	-4.2%
その他の議案		5,826	605	2	0	6,433	9.4%	-1.0%
合計		28,353	2,914	2	0	31,269	9.3%	-1.1%

※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・改定、役員賞与など

※2 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割など

※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、株式併合など

※4 棄権は、株主の属性を問う議案などで、棄権の入力を求められたもの

株主提案		2022年7月-2023年6月						反対比率 前年同期比
		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	
合計		949	457	0	0	1,406	32.5%	3.1%

※ 集計対象議案……信託勘定で保有する外国株式において、2022年7月から2023年6月に開催された株主総会の議案で、かつ、当社議決権行使ガイドラインに基づき指図を行なったものが対象

議決権行使

原則
3,4,5

ESG 課による対話事例

	着目点	反応・変化	自己評価と今後の方針
A 社 業種：非製造業 —— 株主提案に賛成した 企業のフォローアップ	株主総会では、同社のバランスシートの状況を踏まえ、特別配当を求める剰余金処分に関する株主提案に賛成。資本効率について議論する必要があると考えた。	中計で行うシステム投資では、確実なサービスインが経営の最重要課題。その原資は政策保有株式の売却代金で賄う。政策保有株式は、中計期間中の削減目標について概ね相手と合意。次の中計では対象企業と対話を行い、ペースを落とさずに対応していく。	政策保有株式の削減について、中計期間中の具体的な削減目標を示すなど、取組みが進展している点は評価。削減目標を達成しても計上額は依然として大きいと、取組みの加速を働きかける方針。
B 社 業種：非製造業 —— ダイバーシティ	同社は女性活躍の推進を掲げ、女性執行役員を登用するなど、取組みを進めているが、女性従業員（正社員）比率が2021年度実績で10%弱と高い水準とは言えず、取組みの加速が必要と考えた。	女性活躍推進は、従業員の半数を占めている現場部門が課題。基本的に勤務時間が午前9時から24時間勤務となっており、多様性に配慮した宿泊などの施設も不足している。	インフラ面の課題はあるが、ダイバーシティの取組みを進めている点は評価。今後は、取組みを確認しながら中長期的なインフラ整備やKPI設定について対話を継続する方針。
C 社 業種：製造業 —— 株主提案に反対した 企業のフォローアップ	株主総会では、同社の課題解決に向けた取組みを評価し、株主還元に関する株主提案に反対したが、実質無借金経営かつ自己資本比率が80%弱であるため、資本効率に課題。	格付を気にして有利子負債を調達したくないという強い意識があったため、今まで資本効率に関する具体的な議論があったとはいえないが、バランスシートに関する何らかの考え方を今期中のどこかの時点で表明できるよう、取締役会などで議論していく。	取組み及び情報開示について改善余地はあるものの、今後取り組み意欲は示しており、引き続き、対話で改善を働きかける方針。
D 社 業種：非製造業 —— 気候変動対応	気候変動に関する株主提案が上程された。同社はGHG排出量のScope3カテゴリ11（販売した製品の使用）の実績値を開示したが、削減目標は開示していない。	カテゴリ11のGHG排出量は他社の排出量のため、会社単独の目標設定よりサプライチェーン全体で脱炭素化の取組みを促進することが重要。低炭素商材の販売量次第で排出量増加の可能性もあり、単純な排出量の多寡のみでは貢献の正確な測定は困難と考える。	GHG排出量削減に係る取組みの推進と情報開示の充実を図っている点を評価。引き続き、社会構造を変えていく取組みについて対話を継続する方針。
外国株式対話事例			
A 社 業種：製造業 —— 気候変動関連の 情報開示	低炭素社会実現に向け、気候変動関連の開示内容の充実及びコミットメントの強化が求められる。	同社に対し、GHG排出量ネットゼロに向け、科学に基づく目標イニシアチブに遵守した目標の設定、及びコミットメント強化を働きかけた。具体的には、絶対排出量削減の中間目標設定や、グリーン投資関連の設備投資額、及び目標設定方法の開示などである。	同社は「絶対排出量の中間目標の設定」、「設備投資と気候目標との整合性の実証」、「基礎となる目標設定方法論の開示」の3つに取り組むことを明言。投資家の意見が汲まれたものと確認でき、今後は目標の進捗について、継続的に対話を実施する方針。

※ abrdn社とは外国株式パッシブ運用のスチュワードシップ活動で協働しており、海外企業との対話はabrdn社に委託。上記もabrdn社に委託した対話事例

議決権行使

原則
3,4,5

ESG 課による対話を踏まえた議決権行使事例

	対話のテーマ	対話概要	行使結果
A 社 業種：製造業 —— 社外役員の独立性 (在任期間)	同社は、複数の社外取締役の在任期間が12年以上を超えており、当社の社外役員の独立基準に抵触していたことから、継続的に対話を実施していた。	同社は在任期間の長い社外取締役を交代する必要性を認識。前回と今回の株主総会で在任期間の長い社外取締役の交代を順次進めており、ガバナンス体制の見直しについて具体的に取組んでいることを対話で確認。	社内取締役の世代交代も順次行われている中、このような状況下において拙速に経営体制を大きく変えることは適切ではないと考え、賛成。
B 社 業種：非製造業 —— 株主提案 (自己株取得)	同社は自社株取得に関して株主提案を受けた。配当性向の見直しや、継続した自己株式の取得など株主還元の拡充を図っており、今後も投資などの資金需要があることから、株主提案に反対の方針を示していた。	同社と対話を実施したが、具体的なキャピタルアロケーションの開示がない。同社の自己資本比率は70%台半ばと高く、株主提案の自己株式取得を行ったとしても、自己資本比率は引き続き、70%台と試算。	資本効率性の観点から課題があると考えられる中で、株主提案の自己株式取得を実施しても、財務の健全性上問題はなく、資本の効率性は高まるものと考え、株主提案に賛成。
C 社 業種：非製造業 —— 株主提案 (自己株式取得、 剰余金処分)	同社は2年連続で株主還元に関して株主提案を受けた。当社は、昨年の総会時においては、キャッシュイン・具体的な投資計画などのキャッシュアウトの観点から、財務の健全性に対する懸念について、合理的な説明が得られなかったため、株主提案に賛成。	総会後のフィードバックやアナリストとの継続的な対話の中で、適正自己資本やキャピタルアロケーションなどの開示の必要性を指摘。その後、同社は適正資本や総還元性向の考え方などを開示。	同社のバランスシートについては課題があり、取り組みは遅れているものの、改善に向けて取り組み始めており、同社の対応に特段問題がないと考えることから、今年度は株主提案に反対。
D 社 業種：製造業 —— 株主提案 (自己株取得)	同社は2年連続で株主還元に関して株主提案を受けた。当社は、昨年の総会時においては、バランスシートに課題があることは認識しており、機動的な自社株取得や適正自己資本の見直しを検討していることから、株主提案に反対した。	同社との対話の中で、適正自己資本の考え方やROE向上施策などについて対話を実施。その後開示された中計で、資産効率の向上を図り、PLの視点からだけでなく、BS・CFの視点を重視した経営を行うことを発表。	同社は資本効率において課題はあるものの、課題解決に向けて具体的に取組んでおり、同社の対応に特段問題がないと考えることから、今年度も株主提案に反対。

→ 詳細はP.38 (FAQ 対話内容が議決権行使の賛否に影響するか?)

議決権行使

原則
3,4,5

ESG 課による対話を踏まえた議決権行使事例

議案概要

対話

行使結果

3382
セブン&アイ・
ホールディングス
——
取締役選任に関する
株主提案

井阪社長を含む社内外取締役5名に反対することを求め、「株主推薦の社外取締役候補者4名の選任」を提案する株主提案が上程された。同社社外取締役、株主提案者の双方と対話を実施。

同社の経営は、当社のガイドラインに抵触しておらず、経営責任を問うほどではないが、コングロマリットの解消は、長年にわたり、投資家から指摘されている事項。その検証や少なくとも投資家が納得していないという点においては、情報開示が不足。一方、株主提案は、取締役会で客観的な立場で適切な議論をするために必要なメンバーの入れ替えを要求しているが、今後の経営体制が明確に示されておらず、株主提案通りに刷新することで、逆に経営に混乱が生じ、企業価値を毀損する可能性もあると判断。

以上を踏まえ、現経営陣（社内取締役）を認め経営の継続性を担保しつつ、異なる目線の社外取締役を積極的に選任し、取締役会としての監督機能の強化を求めることが妥当と判断。会社提案の取締役選任議案では、社内取締役2名に賛成、社外取締役3名に反対。株主提案については、ファンド出身者1名を除いた3名の社外取締役候補者に賛成。

5021
コスモエネルギー
ホールディングス
——
買収防衛策

同社は、シティインデックスイレブンス（以下シティ）が20%以上の株式買付行為を行う蓋然性が高まったとして、2023年1月に株主総会の承認を得ず、取締役会で買収防衛策を導入。本6月総会では、現買収防衛策で定めたルールを無視して、シティ側が買い増しを行った際には、株主総会決議を経ず取締役会が発動する事前承認をシティなどの利害関係者を除いた一般株主のみで賛否を問うMOM(Majority of Minority)決議で求める議案を上程。

同社は、シティから十分な情報提供がないことをもって「強圧性がある」としているが、本件は、強圧性があるとは考えられず、また、安易なMOM決議を行わないように求められている中、MOM決議が必要とも考えられない。

以上を踏まえ、買収防衛策については、必要性や決議方法の相当性から妥当とは言えず、反対。

議決権行使

原則
3,4,5

ESG 課による対話を踏まえた議決権行使事例

FAQ

対話内容が議決権行使の賛否に影響するか？

議決権行使にあたっては、議決権行使基準に基づき各事案について精査している。ただし、この基準をもって形式的に判断するのではなく、投資先企業との対話の内容や状況を踏まえて、企業の持続的成長に資すると考える場合は基準と異なる判断を行うことがある。また、株主提案については投資先だけではなく、株主提案者側との対話を行い、判断を行うことがある。

こうした場合は企業との対話や個別事象を踏まえて、当該個別企業や業種を熟知しているアナリスト・ファンドマネージャーの意見も参考にする。仮に現経営陣に託した方がより企業価値向上に向けた取組みが進むと判断した場合には、議決権行使において会社提案に賛成し、その後も、投資家として継続的に対話を通じて企業に変革を促している。株主提案も同様であり、株主提案の内容が企業価値向上に資すると判断した場合には、株主提案に賛成する場合がある。なお、判断は議決権行使会議にて審議の上、担当役員が行う。

FAQ

エスカレーションとは？

企業の課題と考えられるテーマについて対話などで継続して改善を促したにも関わらず、特段の理由もなく改善の動きが見られない場合に、段階的に企業への関与の強化を図る手法を指す。当社では最終的に取締役選任議案に反対することも検討。

What has changed?

政策保有株式に関する エスカレーションの実施

政策保有株は、非効率な資本管理、経営に対する規律の低下に繋がる懸念があり、縮減を進めるべきと考える。当社では、一定水準以上の政策保有株式を認めないように議決権行使基準を設けることについて検討を進めている。一方で、企業成長に資する資本提携も皆無ではないと考えられる中、一律の基準をもって取締役の選任を認めない（反対する）ことが適切であるのか、慎重に検討しており、現時点では対話を通じて企業に取組みを促している。特に、当社では政策保有株式が多く、縮減に向けた取組みが見られない企業を重点対話先として選定。アナリスト・ファンドマネージャーと議決権の担当者が協働し、改善が見られない場合、議決権での反対行使も視野に入れ、その点を投資先企業に伝え、対話を開始した。IR 担当者に留まらず、マネジメントも含めた継続的な対話などを通じて、政策保有株式の縮減やロードマップの提示など改善が図られた企業がある一方、引き続き、縮減方針がないなど変化が見られないと判断した2社について代表取締役の再任に反対。今後は、株主総会のフィードバックを行うとともに、引き続き実効性を高めるアプローチを検討し、企業に改善を促す方針である。

議決権行使

原則
5

課題と今後の方向性

当社は、中長期的な企業価値向上の観点から以下の認識を持っており、企業との対話などを通じて認識の共有を図る。

各企業における望ましいガバナンス体制を構築

- 当社では取締役会の監督機能のさらなる強化を望んでおり、実効性の高い監督には独立した客観的な立場から多様な議論が必要。独立社外取締役の活用かつ独立社外取締役が取締役会の1/3以上占めることが重要であり、プライム市場の上場企業に限らず、全ての上場企業に共通すると考える
- 独立社外取締役が1/3以上存在するのみではなく、必要な知見や能力を備えた多様な人材による構成も重要。取締役会には他社での経営経験を有する人材を含むとともに、ジェンダーや国際性、職歴、年齢などの観点から多様な人材による構成が望ましい。各企業ごとにガバナンス体制の在り方を検討いただき、その実現に向けた取組みについて対話を希望。現状の取締役のスキルマトリックスを作成、開示を求める
- ジェンダーについては、女性活躍推進などの観点から取締役会構成だけの問題ではなく、従業員各層における活躍がより重要であり、取組みについても対話をしたいと考える。当社においても女性役員（取締役）の選任を求めるよう議決権行使基準の見直しを検討。企業価値の観点から取締役会の議論がないまま女性役員の登用のみが目的になっているケースも一部見受けられるため、対話による取締役会における多様性の議論を進める
- 親会社を持つ上場子会社においては、特に親会社との利益相反が懸念されるため、他の会社以上にガバナンス体制の強化が重要。独立社外取締役が取締役会の過半数を占めることが必要である

社長、CEO 経験者の相談役・顧問に対する情報開示

- 社長、CEO 経験者の相談役・顧問については、その存在の有無を含め、詳細に開示することを求める
- 選任や報酬の決定には、独立社外取締役を中心とした委員会の活用などが望ましい

株式の政策保有の縮減

- 株式の政策保有は、非効率な資本管理、経営に対する規律の低下に繋がる懸念があり、縮減を進めるべきと考える。政策保有の縮減に関する方針を明確に開示し、定期的に取り締会会で保有の必要性を検証の上、必要と判断する場合は明確な理由の開示を求める
- 株式の政策保有については保有する側だけでなく、保有を求める側にも問題がある。一定水準以上の政策保有株式を認めないように議決権行使基準を設けることを検討。一方で、企業成長に資する資本提携も皆無ではないと考えられる中、一律の基準をもって取締役の選任を認めない（反対する）ことが適切であるか、慎重に検討しており、現状では対話で政策保有株式の縮減を求める
- 必要と認められない政策保有株を過大に保有する（保有を求める）場合は、解消に向けた対話などを実施。改善の動きが全く見られない場合には、議決権行使で取締役選任議案に反対する

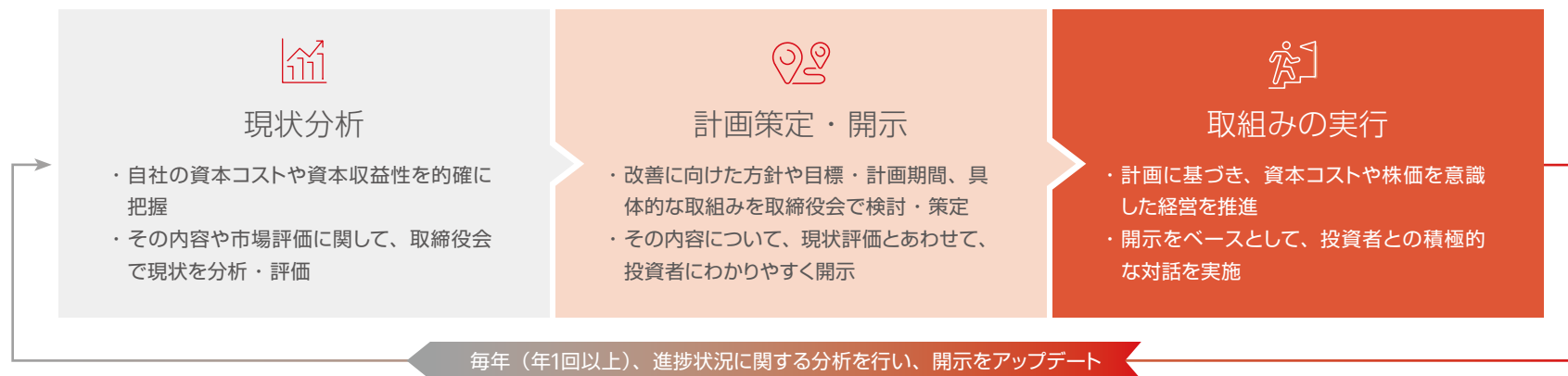
企業価値向上に対するインセンティブが働く役員報酬体系

- 取締役の役員報酬については、中長期的な企業価値向上に対するインセンティブが働く体系であることが望ましく、取締役の役割に応じた「固定報酬」、「短期業績連動報酬」、「中長期的な企業価値向上に連動する報酬」の適切なバランスが重要
- バランスに対する考え方、及び各々の目標となる指標についての開示を求める

業界の動き

業界の動きと三菱UFJ信託銀行の対応 (「資本コストや株価を意識した経営の実現」に関して)

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施を求める



出所：株式会社東京証券取引所 上場部の資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

業界の現状

資本収益性や成長性に課題

- ・ 2023年3月31日に東証は「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ついて」を発表。プライム・スタンダード市場の上場企業に対して、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」を通知し、いわゆるPBR1倍割れ企業の改善に期待が集まっている。本通知では以下の点が指摘されている

- ・ 現状、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場企業がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要と指摘
- ・ 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資

- 産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直しなどの取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことを期待
- ・ これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップしていくことを期待

業界の動き

業界の動きと三菱UFJ信託銀行の対応 （「資本コストや株価を意識した経営の実現」に関して）

現状分析の手法

- ・現状分析に用いる指標としては、WACCや株主資本コスト、ROICやROE、PBRやPERなどが例として挙げられており、投資者ニーズを踏まえて、検討することを求めている（右図参照）

三菱UFJ信託銀行の取組み

- ・当社は、重大なESG課題の一つとして「情報開示」を特定しており、資本コスト低減による企業価値向上を目的として、従来からエンゲージメントを実施。この活動を高度化すべく、MTECと協働し、エンゲージメントで企業の課題を客観的に訴求するため、資本コストによる企業価値の市場とのGAPの定量化モデルの開発に取り組んだ
- ・また、人的資本が企業価値に与える影響を分析し、今後のエンゲージメントへの活用を探るレポートを発行。これらを活用し、中長期的な企業価値・資本効率の向上を図る
- ・MTECとの協働では、資本コストモデルや議決権の分析を実施。これについては次頁以降を参照

現状分析に用いる指標の例

出所：株式会社東京証券取引所 上場部の資料を基に三菱UFJ信託銀行作成

資本コスト	資本収益性	市場評価
・ WACC（負債・株式の加重平均資本コスト） ・ 株主資本コスト（投資者の期待リターン）など	・ ROIC（投下資本利益率） ・ ROE（自己資本利益率）など	・ 株価・時価総額 ・ PBR（株価純資産倍率） ・ PER（株価収益率）など

※どの指標を用いるかについて一律の定めはなく、投資者ニーズなどを踏まえて検討

※資本コストは、現状分析を目的として把握をお願いするものであり、必ずしも精緻に算出していただくことが目的ではない

分析・評価の観点とポイント

分析・評価の観点（例）	ポイント
資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合には、その要因	・ 資本収益性の分析・評価にあたっては、WACCとの比較でROICを、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられる ・ また、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとにROICなどを算出して、資本収益性の分析・評価を実施することも考えられる
資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、例えばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因	・ 資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、PBRが1倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される ・ PBR・PERなどは、時系列の変化や、同業他社との比較などの観点でも、自社の現状について分析・評価することが考えられる

分析

資本コストモデルの分析（MTEC）

企業の強み・弱みを定量的に把握する

資本コストGAPモデルを開発

- MTECと協働し、資本コストGAPモデルの開発に取り組んだ
- 企業と対話をする、投資家と企業との間で認識する株主資本コストの水準に大きなズレがあり（企業側は株主資本コストを低く見積もる傾向が散見される）、その結果目標とするROE水準も投資家と企業の間で認識の差が生まれ、PBRが1倍割れの状態が恒常化してしまっている
- 資本コストGAPモデルは、投資家の立場として認識する株主資本コストを推定し、またそのプレミアムまたはディスカウント要因に分解した結果を定量的に提示することで、企業の取り組むべき経営課題について特定し、企業との対話に活かすことを目的として開発した。例えば、株主還元が業種や市場平均に比べ低いことが資本コストの押し上げ（株価の押し下げ）要因となっている点が定量的に明示されていれば、その結果をもって株主還元について議論することが可能となる
- 対話において、どの要素がディスカウント評価の要因となっているのかを定量的に示すことは企業から見ても説得力があり、対話の実効性を上げるうえで有効であると考えている

資本コストGAPモデルの概要

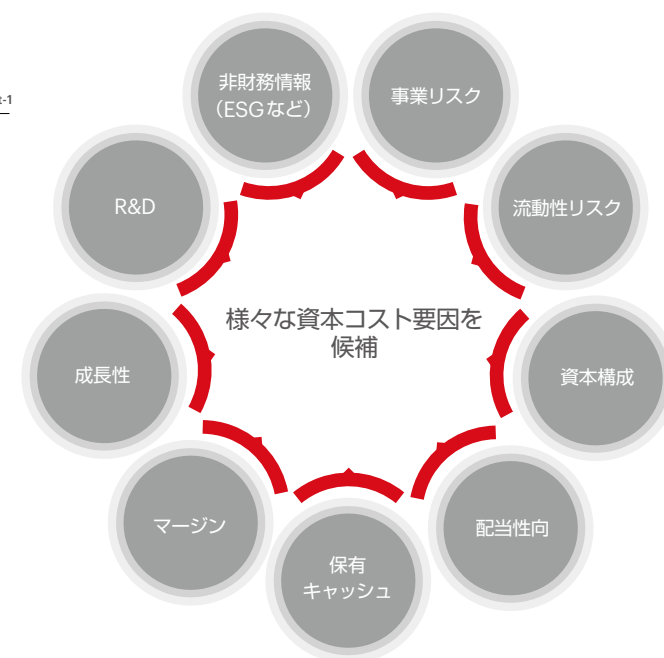
- 資本コストの算出においては、図1のような残余利益モデルをベースとした。残余利益モデルは投資家が要求する株主資本コストを算出するうえで一般的な手法である。入力情報には足元の株価や将来のコンセンサス予想に関する情報を用いており、過去の時系列リターンなどの過去情報を極力使用しない点が特徴である

【図1】インプライド株主資本コストの算出
（残余利益モデルをベース）

$$\text{株式価値} = \text{自己資本}_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(\text{ROE}_t - \text{株主資本コスト}) \times \text{自己資本}_{t-1}}{(1 + \text{株主資本コスト})^t}$$

- 上記のように算出された株主資本コスト（インプライド資本コスト）を説明する要素として、図2のように様々な指標を検討しモデルに組み込んだ

【図2】様々な指標を資本コスト要因として組み込み



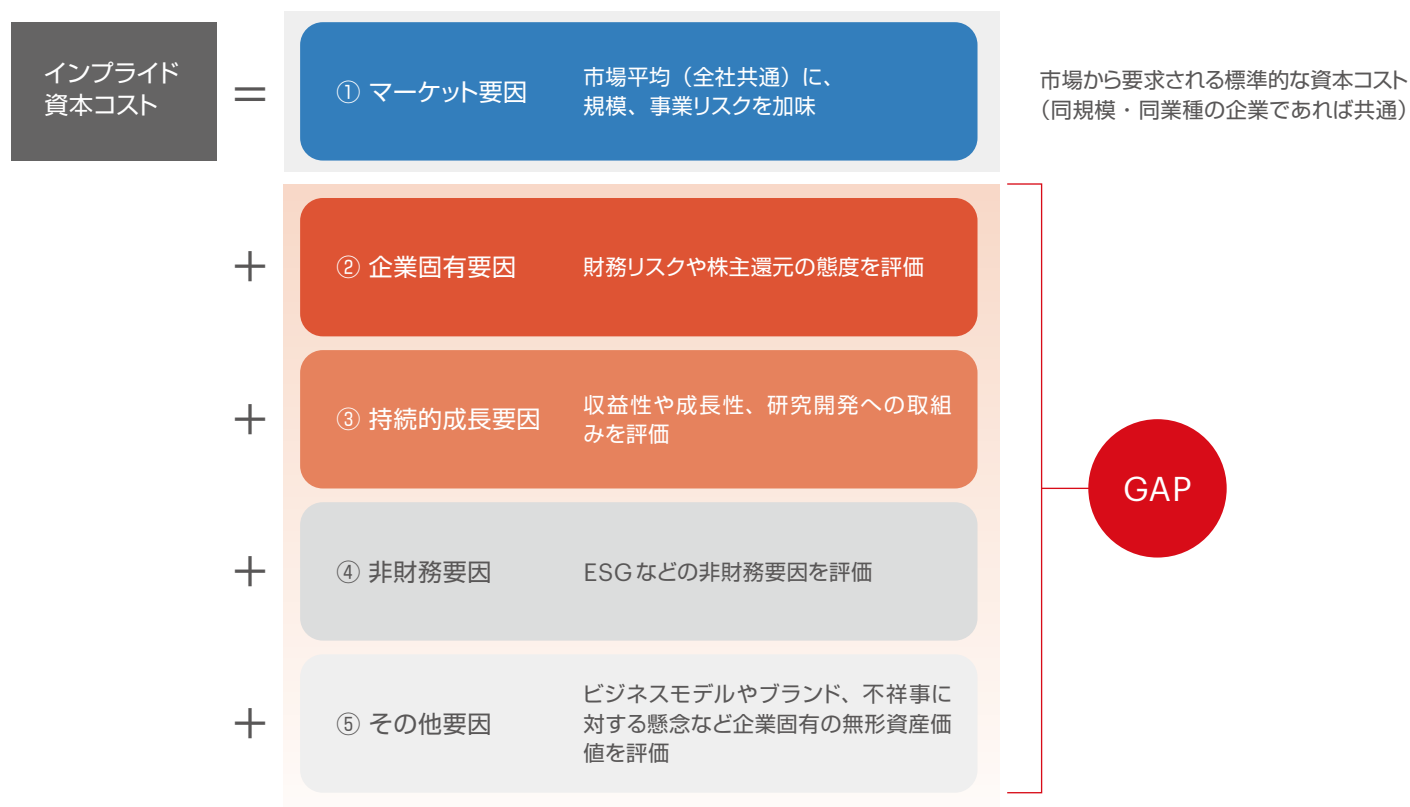
分析

資本コストモデルの分析（MTEC）

資本コストGAPモデルの概要

- 前頁で説明したこれらの要素を図3のようにいくつかの要因に分解して定義した
- まず、市場から要求される標準的な資本コストとして、「①マーケット要因」を定義した。市場平均の資本コストに、規模（流動性リスク）、事業リスクを加味したものであり、この部分は企業側でコントロールできない要因と考えている
- それ以外の要因を企業独自の資本コストとして「GAP」と定義した。「①マーケット要因」は、同規模・同業種の企業であれば共通としており、「GAP」部分が各企業の、同規模・同業種の企業と比較した強み・弱みを説明する要素となっている

【図3】インプライド資本コストの要因分解



分析

資本コストモデルの分析（MTEC）

具体的な企業のケース

- 例としてエネルギー会社Aを取り上げる。標準的な資本コスト（図3の「①マーケット要因」部分）に対して、算出された会社Aのインプライド資本コストは高い。この差分であるGAPを分解してみると、以下のようにどの要素が資本コストの押し上げ（株価の押し下げ）要因になっているかを把握することが可能である

【会社A】

- 企業固有要因：財務リスクなどから資本コストは0.24%上昇
- 持続的成長要因：収益性の低さなどから資本コストは0.17%上昇
- 非財務要因：ESG評価の低さなどから資本コストは0.25%上昇
- その他要因：各要因から説明できない要因でも、資本コストは0.51%上昇

最終的に標準的な資本コストの8.4%から1.16%引き上がった9.56%がA社の資本コストと市場から認識

→これを株式価値に換算すると標準的な株式価値から35.65%低い価格で市場では取引されていることになる

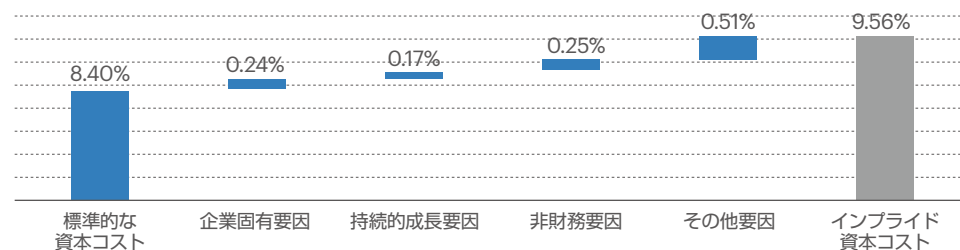
資本コストGAPモデルの評価

- 資本コストのGAP要因として組み入れた指標（図3の①～⑤）により、インプライド資本コストをどれほど説明できるのか測定したところ、市場全体で70%程度の説明力を持ち、定量的には十分に説明できるモデルが開発できたと判断している

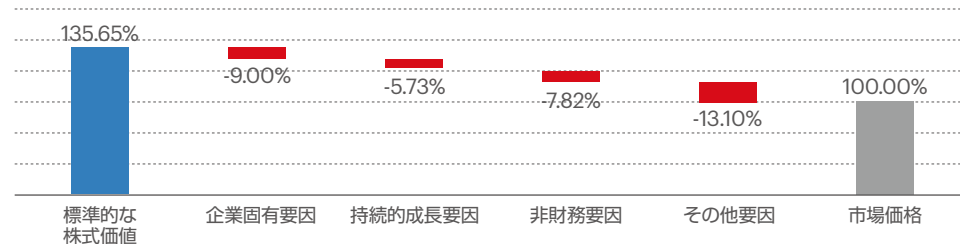
- 対話の現場においても、ディスカウント要因を特定し、改善を図った場合の株式価値への影響を定量的に示すことにより、「ディスカウントされていることは漠然と認識していたが、具体的に何に取り組めばどの程度の効果が得られる可能性があるかを可視化されたのは初めて。早速経営に報告し、取組みを検討したい」との声が企業から寄せら

【図4】会社Aのケース

資本コストGAP分析



株式価値への影響



- れている。このように企業の納得度や意欲を高め、取組みを加速する効果をもたらしており、対話の実効性を高めるといふモデル開発の目的を果たしていると評価している
- 今後も実際に使用中での気づきを踏まえて、継続的にブラッシュアップしていく

分析

議決権の分析（MTEC）

定量分析の意義

- 当社はスチュワードシップ活動を通じ、企業の価値創造（経済的リターンや社会的リターンの実現）に貢献することを目指している
- スチュワードシップ活動には主に「エンゲージメント」と「議決権行使」の2つがあるが、その活動が実際に効果的かどうかを確認するため、MTECと協働して定量分析を実施している

昨年度の振り返り

- 昨年度は、「エンゲージメント」が企業のガバナンスや企業価値の改善に寄与するか、自社のエンゲージメント履歴を用いて分析した
- その結果、継続的なエンゲージメントを実施するほどガバナンス項目や企業価値関連項目が改善し、長期的な価値創造に寄与することを確認した

本年度の検証内容

- 本年度は、もう1つのスチュワードシップ活動である「議決権行使」に着目し、議決権行使や当社の議決権行使基準の公表が、ガバナンスや財務に改善効果をもたらすかを検証した

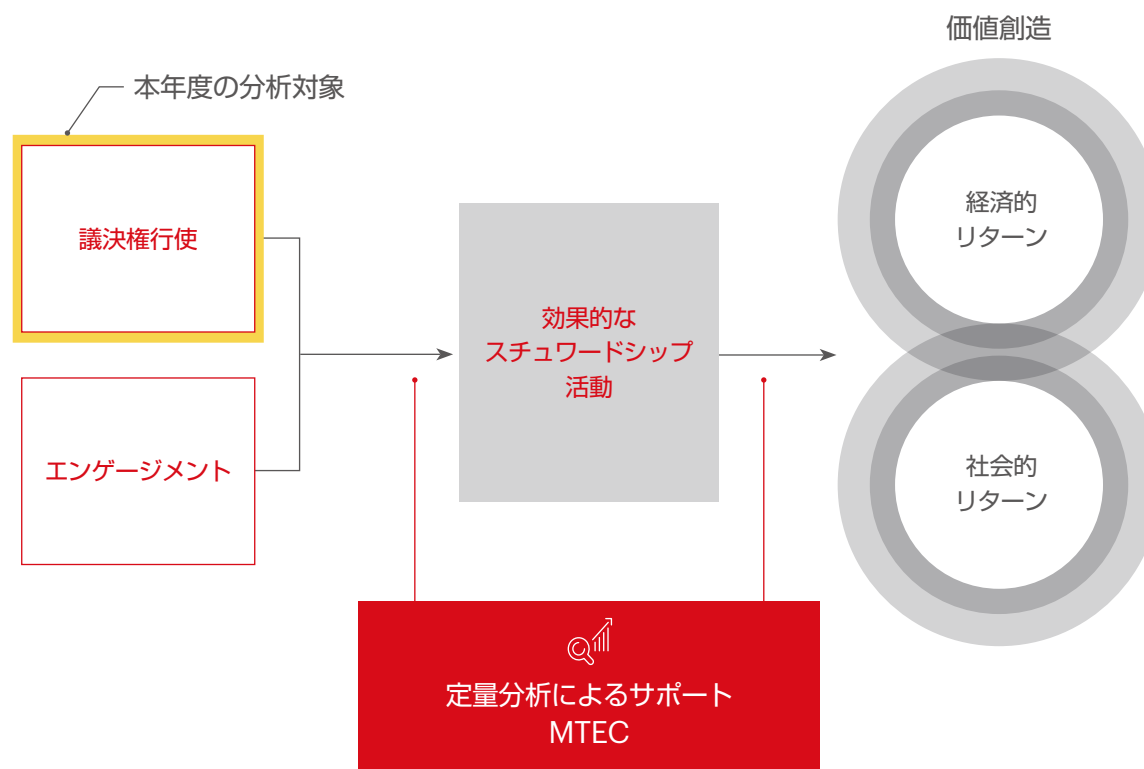
検証① 議決権行使による効果

→ 詳細はP.46-47

検証② 議決権行使基準の公表による効果

→ 詳細はP.48-50

スチュワードシップ活動を通じた価値創造



分析

議決権の分析（MTEC）

検証① 議決権行使による効果

- 企業価値向上のためには、その土台となるガバナンスが重要であり、投資家は投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう、議決権行使基準を策定し、行使を行っている
- したがって、一般的に株主総会で会社提案に反対（あるいは株主提案に賛成）するのは、企業の持続的成長の観点から問題があると考えているのと同様である。持続的成長に懸念がある場合として、マネジメントの問題や適切な経営資源の配分ができていない場合（財務戦略不在でバランスシートに課題）などが考えられる
- 今回、具体的には、①代表取締役選任議案（経営責任を問うているもの）、及び②剰余金処分議案（日本企業は一般的にバランスシートに課題があると言われており、そこに目を付けたアクティビストによって株主提案が増加）に着目し、「議決権行使は、企業のガバナンスや財務の改善を促すのか？」という点に関して、分析を行った

代表取締役選任議案では、賛成率が低い場合に、翌期の独立社外取締役比率が増加

仮説

代表取締役選任議案の賛成比率が低いということは、投資家は当該企業のガバナンスが不適切だと判断していると考えられ、いわば経営の変革を迫っている状況。そして具体的に同議案の賛成率に影響を与えるガバナンス要因としては、独立社外取締役比率の低さや政策保有株式の多さ、買収防衛策の導入、低ROEの常態化などがある。そのため、企業は同議案の賛成率が低下すると、それらガバナンスの課題を解決するような行動をとるのではないか？

結果

- 先行研究（浅田・山本（2019）^{*1}）と同様、賛成率が低いと翌期の独立社外取締役比率が増加するという関係性が統計的に有意に確認された。機関設計の変更（監査役会設置会社→監査等委員会設置会社）により独立社外取締役が増加するケースが近年多いが、この影響を考慮しても同様の傾向であった
- また、独立社外取締役比率の水準で分けると、1/3未満といったガバナンスの低い企業では賛成率が低いと翌期の独立社外取締役比率が増加することが確認された。一方、すでに独立社外取締役比率が50%以上といった高い水準の企業では同様の関係は確認できなかった。一般的に議決権行使基準に抵触する独立社外取締役の比率は1/3未満や半数未満であり、抵触しないような企業では追加で独立社外取締役を増やすインセンティブが小さいのかもしれない
- 一方で、ROEや株主還元の水準といった財務項目が適切でないと判断された場合に代表取締役選任議案に反対票を投じるケースもあるが、財務の項目については、賛成率が低いことによる効果は見られなかった。ROEなどの財務項目の改善は、新たな独立社外取締役の登用と比較すると、外部環境に依存する部分やビジネスモデル・サプライチェーン変革を通じてステークホルダーへ影響を与えるものであるため、企業の意思のみでスピーディーに対応することが難しいのかもしれない

^{*1} 浅田・山本（2019）「株主総会における議決権行使の重要性について - 取締役選任議案の実証分析 -」, 証券アナリストジャーナル2019.11, 71-81.

分析

議決権の分析（MTEC）

検証① 議決権行使による効果

剰余金処分に関する株主提案が出されることで
翌期の株主還元が改善する傾向

仮説

アクティビストによる株主還元に関する株主提案が近年増加しているが、こうした剰余金処分に関する株主提案が出されることで企業に改善を促す効果が見られるのか？

結果

- ・賛成率に着目した分析では、剰余金処分議案（株主提案）の賛成率が高位であって、株主還元が改善されるという結果は確認されなかった
- ・一方、（剰余金処分に関する）株主提案が出されること自体で、翌期の株主還元が増加するという傾向は確認できた。株主提案が出されることで、企業に急激な圧力がかかり、対応を迫られるという想定通りの結果が得られた

評価

代表取締役選任議案（会社提案）

- ・賛成率が低いと、翌期の社外取締役比率が増加
- ・その他ガバナンス項目^{※2}や財務指標^{※3}は改善せず

剰余金処分議案（株主提案）

- ・株主提案が出されることにより、翌期の株主還元は改善する傾向
- ・ただし、賛成率が高いことによる効果は見られず

※2 ストックオプション採用、買収防衛策廃止、政策保有株減少

※3 ROE、総還元性向、キャッシュ比率

- ・昨年度実施したエンゲージメントの効果検証では、エンゲージメントの実施によりガバナンス項目や企業価値関連項目に関して複数の項目が改善したことと比較すると、議決権行使の効果は限定的という結果であった。この結果から、企業側は、株主総会において会社提案議案に反対（あるいは株主提案議案に賛成）されることが予想できる場合、事前に対応策を講じるケースが多くなることと関係しているのかもしれない
- ・議決権行使の時点では企業のガバナンス改善を促すには遅く、むしろエンゲージメントや議決権行使基準の公表といった行使時点よりも前のタイミングで企業に改善を促している可能性があると考え、検証②を行った

分析

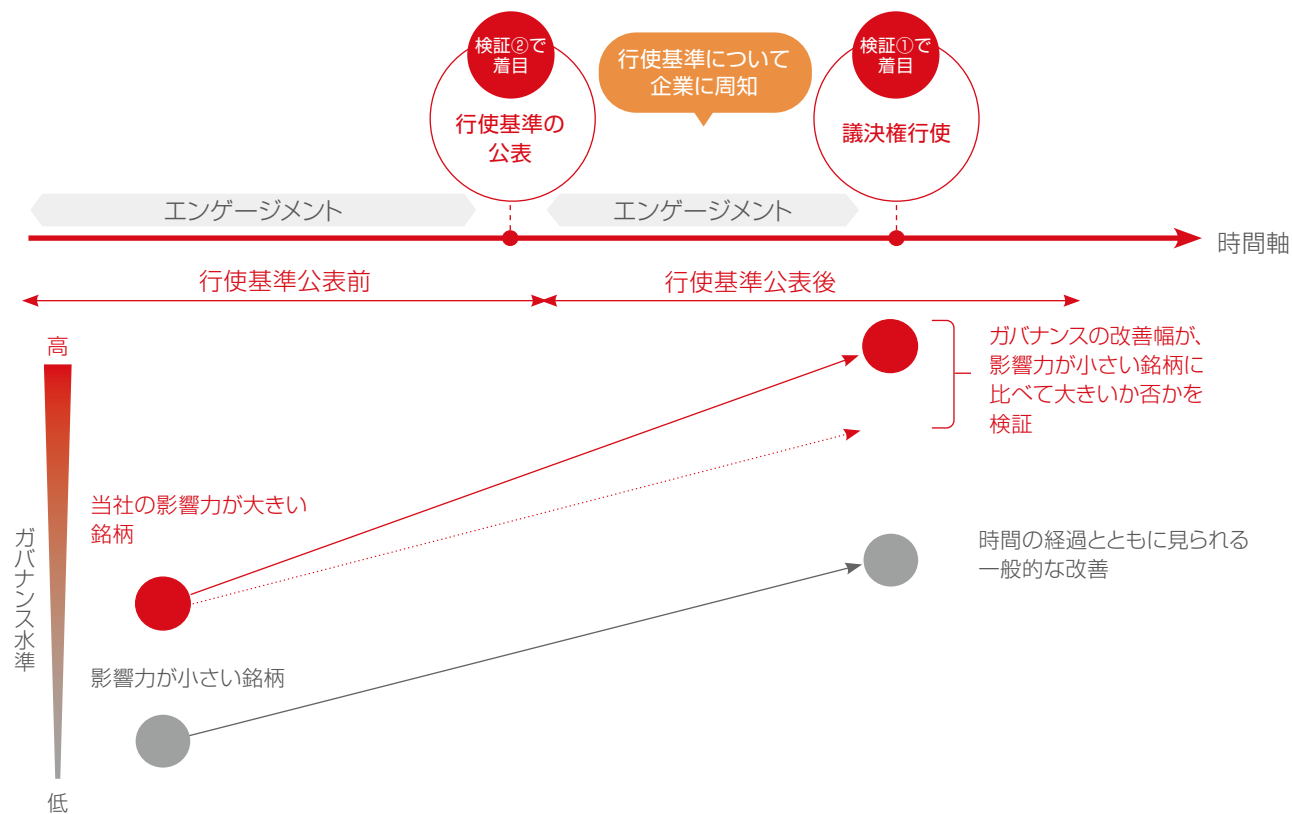
議決権の分析（MTEC）

検証② 議決権行使基準の公表による効果

- ・ 検証①の結果を踏まえ、議決権行使について行使のタイミングではなく、行使基準を公表したタイミングに着目し、「議決権行使の基準を公表することで企業のガバナンスに改善を促すのか?」という観点で分析を行った
- ・ 企業は数多くの運用機関の議決権行使の影響を受けるため、特定の運用機関に絞らずに全運用機関の行使基準の効果を分析する方法が考えられる。しかしながら他社の過去の行使基準の公表を把握することが困難なため、検証②では当社のデータに着目し、当社の議決権行使基準の公表による効果を分析した
- ・ すなわち当社の議決権行使基準の公表の効果を測定するために、「当社の影響力が大きい* 企業は、影響力が小さい企業に比べて行使基準の公表の前後でガバナンス改善幅が大きいのか」検証を行った
- ・ 具体的には、当社の議決権行使基準改定の2件（P.49）に着目した

※ 「エンゲージメントを2年以上連続で実施する企業」を当社の関与が多いことで、当社の影響力が大きいと想定

検証②「当社の議決権行使基準の公表による効果」のイメージ図



分析

議決権の分析（MTEC）

当社の議決権基準公表の効果：

当社の影響力が大きい企業は行使基準の
公表前後でガバナンスの改善幅が大きい

- 当社の議決権行使基準改定として、以下2件に着目した。いずれの改定に際してもエンゲージメントの中で、下記基準に抵触すれば議決権行使で反対するという周知をし、独立社外取締役比率増加や買収防衛策廃止を促す働きかけを行った

- 2017年改定「買収防衛策導入企業は独立社外取締役比率が1/3以上でなければ取締役選任議案に反対」
- 2020年改定「（全企業で）社外取締役比率が1/3以上でなければ取締役選任議案に反対」

- 効果の検証においては、独立社外取締役比率の水準及び買収防衛策の導入の有無に着目した。独立社外取締役比率に関しては、検証①で考察したように元々水準が高ければさらに比率を上昇させるインセンティブが働かないことも考えられ、1/3以上か否かを線引きとした分析も行った
- 結果としては2017年、2020年改定のいずれの改定においても、当社の影響力の大きい企業の方が、影響力の小さい企業より改善しやすいという結果であった

当社の議決権行使基準の公表によるガバナンス改善効果

議決権行使基準 ガバナンスの効果	2017年改定 「買収防衛策導入企業は 独立社外取締役1/3以上」	2020年改定 「全企業で社外取締役 1/3以上」
独立社外取締役比率の増加	×	◎
独立社外取締役1/3以上の企業増加	◎	◎
買収防衛策の導入企業の減少	◎	◎

◎：有意水準1%で統計的に有意

×：統計的な有意性は見られない

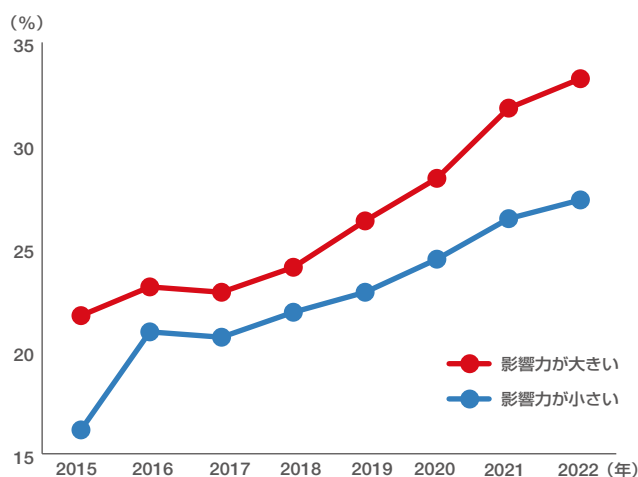
分析

議決権の分析（MTEC）

当社の影響力が大きい企業の方が基準改定の公表後に 独立社外取締役比率増加のスピードが速い

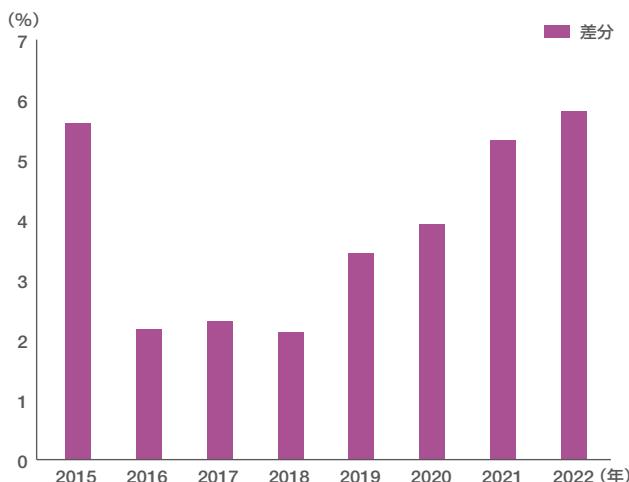
- 前頁の結果について例として2020年改定「全企業で社外取締役1/3以上」について可視化するとイメージは以下ようになる

2020年改定の効果の可視化 前年に社外取締役比率が1/3未満であった銘柄の 独立社外取締役比率の平均値の推移



- 2019年以降、当社の影響力が大きい企業（赤）の方が独立社外取締役比率の増加のスピードが速いことが分かる
- いずれのグラフにおいても右肩上がりとなっており近年のガバナンス重視のトレンドはあるものの、この増加幅の差分が統計的に有意に広がっていることが実証された

各時点での当社の影響力の大きさの違いによる 独立社外取締役比率の差（左図の赤と青の差）



評価

- 検証②において、2017年改定、2020年改定のいずれにおいても、当社の影響力が大きい企業の方が行使基準の公表前後でガバナンスの改善幅が大きいことが統計的に有意に示され、行使基準を公表し、当社の影響力を高めることでガバナンス改善を促すという傾向が確認された
- 検証①で会社提案の賛成率が低くてもガバナンス・財務の改善を進める動きが限定的だった理由は、エンゲージメントを受けて改善に取り組む企業は、対話後に行動を起こし、株主総会時点では議決権行使基準を充足しているためと考えた。（逆に、エンゲージメントを行っても動かない企業は、株主総会決議の賛成率が低位でも、動かない企業も多いと考えられる。）すなわち、いわゆる、議決権行使の時点では既に効果が“織り込み済み”で、エンゲージメントや行使基準の公表の時点で効果が発現しているのかもしれない
- また、当社の影響力の大きさを測るうえでエンゲージメント実績を用いたが、エンゲージメントが行使基準（ガバナンス）の浸透、すなわちガバナンス改善の実効性を高めるための重要なアクションであると考えられる

自己評価

原則
7

日本版スチュワードシップ・コードへの対応と自己評価

(2022年7月～2023年6月)

※ 資産を特定した記載事項以外は日本の上場株式を対象とした内容

※ 下線部は新たな取組みや変更点

原則1

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための
明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

対応方針

私たちは、スチュワードシップ責任を果たすための「基本方針」に
基づいて独自の「体制」を構築し、スチュワードシップ活動を実施。

取組み

・「MUFG AMサステナブル投資ポリシー」の制定・採択
・「サステナブルインベストメント部」の設置

自己評価

本年度もスチュワードシップ・コードの受け入れ方針に基づき活動。
サステナビリティの観点では、「MUFG AM責任投資ポリシー」に
代わるものとして「MUFG AMサステナブル投資ポリシー」を採択し、
取組みの強化とサステナビリティの実現に向けた体系の高度化を図っ
ている。2023年4月にはサステナブル投資の企画・推進を主導す
る部署としてサステナブルインベストメント部を設置。
2023年7月からは「MUFG AMサステナブルインベストメント（以
下MUFG AM Su）」として、MUFG AMグループ協働でサステナ
ブルエンゲージメントを開始。「サステナビリティに関するエンゲ
ージメント」については、今後MUFG AM Suも行うことで、スチュワ
ードシップ活動を強化していく（詳細はP.8を参照）。

原則2

機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき
利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。

対応方針

私たちは、受託者責任の観点から、専ら顧客・受益者の利益のた
めに忠実に職務を遂行し、生じうる利益相反を特定した上で、それ
らを回避するための各種施策を導入。

取組み

・社内運用監理部署によるモニタリングと、「スチュワードシップ委
員会」による検証（年4回）を実施
・利益相反管理施策の適切な運営を継続
①人事異動制限 ②影響力・情報遮断の実施

自己評価

接触制限部署（MUFGグループ内の法人向け営業部署など）と資
産運用部間において、利益相反の観点から疑わしい情報共有は検
出されなかった。
第三者委員会であるスチュワードシップ委員会からは、当該期間中
のスチュワードシップ活動について利益相反の観点から問題ない旨
の評価を得ており、ガバナンス・利益相反管理の強化策は、適切
に行われていると評価している。

自己評価

原則
7

日本版スチュワードシップ・コードへの対応と自己評価

原則3

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

原則4

機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

対応方針

私たちは、スチュワードシップ責任を果たすために、財務情報のみならず、非財務情報を含めて、継続的に個々の企業の状況把握に取り組む。

私たちは、企業価値及び資本効率を高めることを目的に、「アナリスト・ファンドマネージャー」及び「ESG 課」が各々の専門性を発揮しながら、相互に連携し、投資先との対話に積極的に取り組む。

取組み

- ・投資先企業を熟知しているアナリスト・ファンドマネージャーと、全投資先企業を網羅的に把握しているESG課が各々の専門性を発揮しながら、相互に連携して、課題解決に向けた対話を実施
- ・対話の実効性向上に向けた取組み～MTECとの協働による資本コストGAPモデル構築
- ・「重大なESG課題」に沿った対話の実施
- ・ESGデータベースの改善

自己評価

目的に沿った対話が行われており、投資先企業が課題解決に向けて行動していることを確認。特に資本コストに関する対話については、MTECと協働で資本コストGAPモデルを開発し、資本コストに影響を与える要素について要因分解の上、企業が優先的に取り組むべき課題を特定・可視化することで、実効性向上を図っている。また、昨今の人的資本の議論などを踏まえ、より実態面を表していると考えられるデータの採用など、当社ESGデータベースにおける改善を行っている。

自己評価

原則
7

日本版スチュワードシップ・コードへの対応と自己評価

原則5

機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

対応方針

私たちは、独自に定めた議決権行使基準に則り、企業との対話の結果なども活用して、自らの責任と判断のもとに、議決権を行使。行使結果については、集計結果に加え、個別企業及び議案ごとに行使結果及び賛否の理由を開示。

取組み

- ・ 議決権行使基準の改定
- ・ エスカレーションの実施
- ・ 賛否理由についてすべて開示
- ・ 外国株式について、議決権行使の概況及び代表事例について開示
- ・ 議決権の効果～MTECとの協働による議決権や議決権行使基準公表の効果検証の実施

自己評価

当社は個別議案の判断にあたり、自らの責任と判断のもと、行使している。（ただし、当社の親会社等株式については外部の第三者（Institutional Shareholder Services 社）のガイドラインに基づく行使判断の助言に従い議決権行使を行う。）

議決権行使基準は、企業価値向上に資するものとなるよう、定期的に、少なくとも年1回は見直しを実施することとしており、本年度も改定を実施。

議決権行使においては、議決権行使基準をもって形式的に判断するのではなく、対話の内容や投資先企業の個別事情を踏まえて、適切に判断するという方針のもと、議決権行使を行った。また、対話の実効性を高めるため、企業の課題と考えられるテーマについて継続して対話で改善を促したにも関わらず、改善が見られない場合、議決権で反対行使するというエスカレーションを実施した。

なお、議決権行使に関して、その賛否理由については、すべて開示している。

外国株式については、外国株式議決権行使の集計結果を開示しており、昨年度より、議決権行使の概況及び代表事例についても開示を行っている。

本年度は、議決権行使や議決権行使基準公表が企業のガバナンスなどに与える効果を検証し、エンゲージメントを通じた当社の関与が大きい企業の方が、議決権行使基準公表前後でガバナンスの改善幅が大きいことなどを確認。以上より、議決権行使と結果の開示は適切に行われていると評価している。

自己評価

原則
7

日本版スチュワードシップ・コードへの対応と自己評価

原則6

機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。

対応方針

私たちは、議決権行使を含むスチュワードシップ責任について、Web サイトでの開示などを通じて、定期的に報告を実施。

取組み

- ・賛否理由を記載した個別開示の継続
- ・スチュワードシップ活動報告書の作成
- ・議決権やESGに関するセミナーなどの開催

自己評価

顧客・受益者への報告は適時・適切に行われており、特段問題ないと評価している。広く当社の活動を理解していただくために、「スチュワードシップ活動報告書2023」を発行。今後も顧客・受益者の理解を深めていただくために、報告内容の改善を行う。

原則7

機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

対応方針

私たちは、スチュワードシップ活動을適切に行うために、様々な取組みを実施するとともに、各々担当者においても日々研鑽を積み、能力向上に励むことで、実力を高めることに努める。

取組み

- ・エンゲージメント会議における好事例の共有
- ・協働対話フォーラム・イニシアティブへの参加

自己評価

エンゲージメント会議を通じて対話の好事例の検証及び組織的共有の取組みを継続。当社では、株式だけでなく、クレジットの担当者も本エンゲージメント会議に参加しており、対話の高度化の取組みを進めている。また、協働エンゲージメントや各種イニシアティブにも積極的に参画。引き続き、企業価値向上と社会課題解決に向け、一層、実力を高めることに取り組む。

原則8

機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

対応方針

機関投資家向けサービス提供者に関するものであるため、機関投資家である当社は対象外。

外部イニシアティブ

外部イニシアティブへの参画

三菱UFJ信託銀行は
2つの目的のために、
ESGイニシアティブに参画

- 第一に「グローバルなESG動向の情報収集や知見蓄積」。多様な関係者と繋がることで、より幅広くサステナブル投資に関する知見を向上させる
- 第二に「『重大なESG課題』の解決に向けた貢献、支援」。当社が掲げる「重大なESG課題」の解決のためには、投資活動を通じて働きかけるだけでなく、新たな業界の指針の構築に積極的に関与していくことも、有効な手段であるとする

ESG	 Principles for Responsible Investment (PRI) 責任投資原則	 International Sustainability Standards Board (ISSB) 国際サステナビリティ基準審議会	 Japan Sustainable Investment Forum (JSIF) 日本サステナブル投資フォーラム	 FAIRR Network Member FAIRR Initiative			
Environment	 Climate Action 100 +	 Carbon Disclosure Project (CDP)	 Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) 気候関連財務情報開示タスクフォース	 Asia Investor Group on Climate Change (AIGCC)	 Micro-fiber Engagement Program	 Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (TNFD) 自然関連財務情報開示タスクフォース	Net Zero Asset Managers initiative (NZAM)
Social	 30% Club Japan Investor Group 30% Club Japan 投資家グループ	 Investors Against Slavery and Trafficking Asia-Pacific (IAST APAC)	 Healthy Markets Initiative (ShareAction)	 Access to Nutrition Initiative (ATNI)	 Access to Medicine	 Advance (PRI)	 21世紀金融行動原則
Governance	 Global Impact Investing Network (GIIN)	 インパクト志向金融宣言	 ESG Disclosure Study Group ESG 情報開示研究会	 Institutional Investors Collective Engagement Forum 機関投資家協働対話フォーラム	 Japan Stewardship Initiative ジャパン・スチュワードシップ・イニシアティブ	 国際コーポレートガバナンスネットワーク (ICGN)	スチュワードシップ研究会

スチュワードシップ
活動を通じた
運用への取組み



スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

原則
3,4

三菱UFJ信託銀行のスチュワードシップ活動と運用



エンゲージメントと運用の繋がり

- 三菱UFJ信託銀行では、中長期的な成長機会の評価と企業価値毀損リスクの早期把握のために、投資企業における状況の把握に努めている。企業の状況を把握するためには、財務情報のみならず、企業風土やガバナンス体制といった非財務面の取組み状況を評価することも重要。また、企業が目指す将来的な「あるべき姿」を実現させるためには、各企業が取り組むべき課題を踏まえた上で、財務戦略と整合性の取れた非財務面の課題設定、及び課題改善に向けた合理的なロードマップ策定が必要
- そこで当社は、業種・企業ごとに財務・非財務双方の重要課題を抽出・分析した上で、企業との対話を行うことで、短期あるいは中長期的に、企業の財務や企業価値に影響を及ぼす要素を的確に把握し、企業価値算出及び投資判断に活用。また、企業との対話において評価結果を共有し、課題や改善に向けた取組みを議論することで、企業価値向上に向けた働きかけを行い、運用パフォーマンス向上に結び付けている

独自のデータベースにより 非財務情報へのアクセスを容易に

- 幅広い非財務情報を効率的かつ客観的に把握することを目的とした独自の「ESGデータベース」を構築し、非財務情報に容易にアクセス可能な体制を整備
- ESGデータベースを基にESG評価を算出。このスコアリングにおいては、当社として定める「重大なESG課題」に沿った業種横断的な評価項目に加え、業種ごとにESGイベントや株価との関連性が高いと考えられる評価指標や、ESGニュースによる評価を採用。これは、昨年、MTECと協働で分析を実施した「ESGと株価・企業価値の関係」の結果に基づいている

スチュワードシップ活動を通じた運用への取り組み

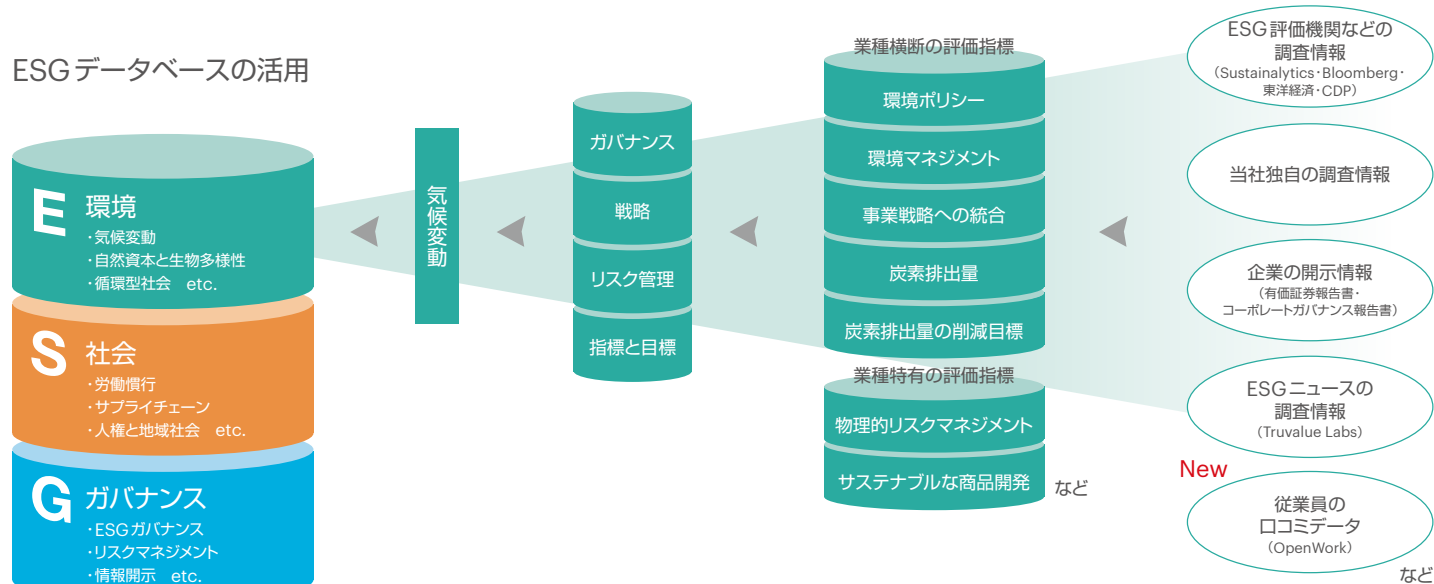
原則
3,4

ESG データベース

独自のデータベースにより 非財務情報へのアクセスを容易に

- ESG 評価機関の情報、企業の公開情報、当社独自の調査情報などをソースとして、企業の E・S・G に関連する様々な非財務情報を蓄積した「ESG データベース」を構築
- 本データベースを活用して算出する ESG 評価は、ESG インテグレーションの参考情報、ファンド運営におけるスクリーニング、アナリストが行う企業とのエンゲージメントのテーマ設定などにも活用

ESG データベースの活用



What has changed?

人的資本関連データを拡充

人的資本経営の重要性が注目される中、本データベースにおいても関連のデータを拡充。データには、当社が行った「人的資本と企業価値に関する関連性」における分析^{*}で、企業価値との関連性が見られた従業員からの口コミデータを採用。

FAQ

データの情報ソースは？

主に Sustainalytics・Bloomberg・東洋経済・CDP・Truvalue Labs・OpenWork・有価証券報告書・コーポレートガバナンス報告書・当社独自の調査情報などの情報を活用。各データは、品質の向上を目的とし、検証と提供会社とのコミュニケーションを実施。

ESG 評価と株価・企業価値の関係性は？

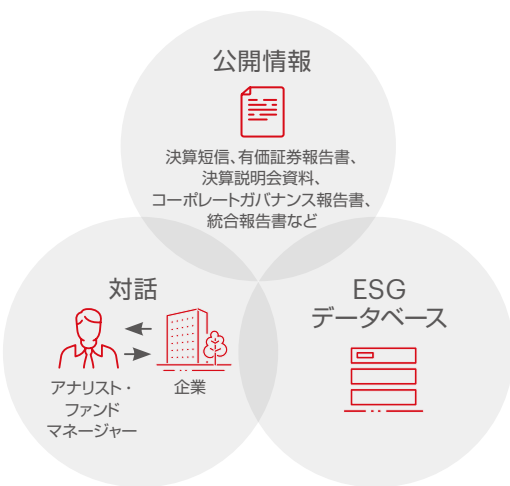
ESG データベースを基に ESG 評価を算出。スコアリングは、当社が定める「重大な ESG 課題」に沿った業種横断的な評価項目に加え、業種ごとに ESG イベント、株価との関連性が高い評価指標や ESG ニュースにより評価。本評価は MTEC と協働で分析した「ESG と株価・企業価値の関係」の結果に基づく。

スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

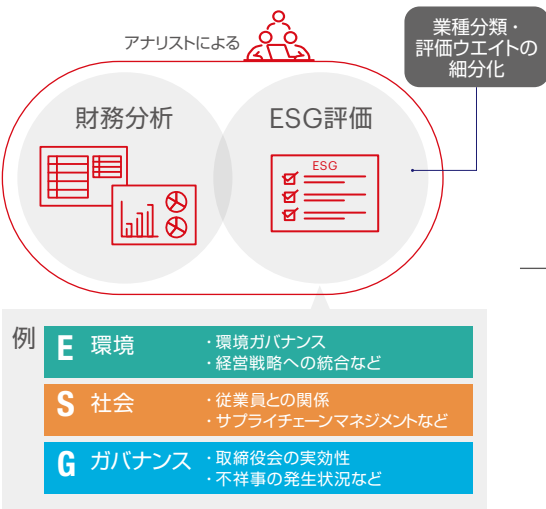
原則
3,4

国内株式 ESGインテグレーション

1 公開情報・対話・ESGデータベースから 財務情報・非財務情報を収集



2 財務分析・ESG評価(非財務分析) を実施



3 業績予想・資本コストを算出 ➡将来的な企業価値を算出し、投資判断

ESG要素について業績予想に織り込むことができる場合には、業績予想に織り込んで算出。外部環境の変化などで業績予想が困難な場合は、割引率（株主資本コスト）にESG評価を織り込んで算出。

企業価値にESG評価を織り込む方法（残余利益モデルのイメージ）

①業績予想に織り込み

$$\text{理論株価}_t = \text{BPS}_t + \sum_{i=1}^{+\infty} \frac{E_t[RI_{t+i}]}{(1+r_e)^i}$$

※BPS…1株あたり株主資本
※RI…残余利益
※ r_e …株主資本コスト

②株主資本コストに織り込み

What has changed?

アナリストによるESG評価の細分化

業種や企業ごとに重要な課題は異なるため、普遍的に必要な評価項目は網羅しつつ、企業価値への影響が大きい重要な課題を抽出することを目的に、評価フレームワークをアップデート。具体的にはMTECとの研究結果「ESGと株価・企業価値の関係」を踏まえ、企業ごとの評価ウェイトなどを細かく設定。

FAQ

アナリストによるESG評価結果をどう活用しているか？

評価結果は、業績予想への織り込み、もしくは外部環境の変化などで業績予想が困難な場合は、割引率（資本コスト）への織り込みを通じて、企業価値算出及び投資判断に活用。企業との対話において評価結果を共有し、課題や改善に向けた取組みを議論することで、企業価値向上に向けた働きかけを行う。

スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

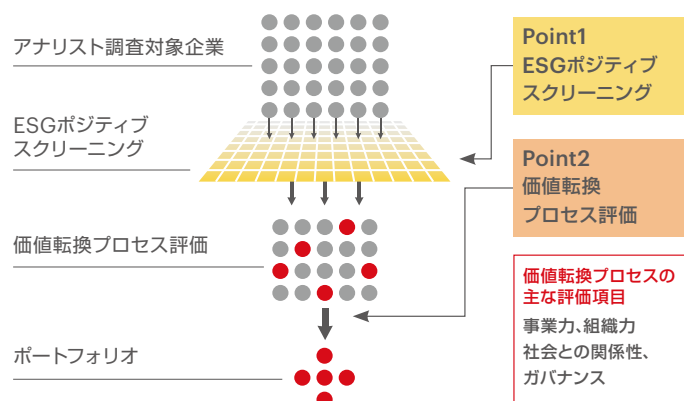
プロダクト

ファンド名：ESG サステナブル企業投資型

プロダクトの特色と対話のポイント

- 優れた企業は、経済環境や産業構造の変化の中でも事業活動を通じて中長期にわたり社会的課題を解決し、持続的利益成長を達成することは可能と考える。こうした企業に対して集中投資を行い、社会的課題の解決とパフォーマンス獲得の両立を目指す
- 当ファンドでは、独自のESGスコアを活用してESGに対する取組みを評価するだけでなく、ファンドマネージャー・アナリストによる調査・対話を通じて、ESGに対する取組みの持続可能性と業績の成長性を評価。対話の内容は多岐にわたり、本業を通じた社会的課題の解決という観点を中心に、中長期にわたりエンゲージメント活動を行う

運用プロセス



対話事例

塩野義製薬(医薬品)

ロードマップ作成と情報開示に向けて働きかけた事例

🔍 着目点

感染症を重点領域の一つとする製薬企業として、本業を通じたESGに対する取組みを評価する一方、ESGに対する取組み方針について十分に説明されていない点を懸念し、ロードマップの作成・実践・情報開示の必要性について議論。

🔄 企業の反応・変化

「対話」を通じて、ESGに対する取組みの情報開示を課題と認識していた同社は、社内のESG推進体制を強化した上で、2019年にはESG推進に向けたロードマップを開示。感染症分野での社会課題解決と共にESG外部評価の改善も継続。

💬 企業からのコメント

ESGが一般的に取り上げられる前からその重要性をご指摘いただいたことで、ESGへの取組みの計画と実行を含め、その推進を加速することができました。また、ESGを含む多岐にわたるテーマでの定期的な対話は、弊社CEOの手代木を含め大変有益な機会であり、いつも感謝しております。
(塩野義製薬 広報部長兼秘書室長 京川 吉正様)

担当ファンドマネージャーの声

日本企業の中には、グローバル企業と比較した場合でも、高い競争優位性を維持している企業が少なくありません。ESGに対する取組みや開示も欧米企業に対して劣後しているという見方もありますが、日本企業のESGに対する取組みは、ガバナンスの高度化、人的投資、地球温暖化対応含めて急速に改善しつつあると考えております。当ファンドでは、エンゲージメントを通じて、優れた企業をより優れた企業になるような変化を促すことで、パフォーマンス獲得と社会をより良くすることが可能であると強い信念をもっております。アセットオーナーの皆様にも少しでも満足していただけるファンドとしていきたいと思っておりますので、よろしくお願いいたします。



資産運用部
チーフアナリスト兼
チーフファンドマネージャー
兵庫 真一郎

スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

プロダクト

ファンド名：エンゲージメント・バリュー (企業価値変革推進型)

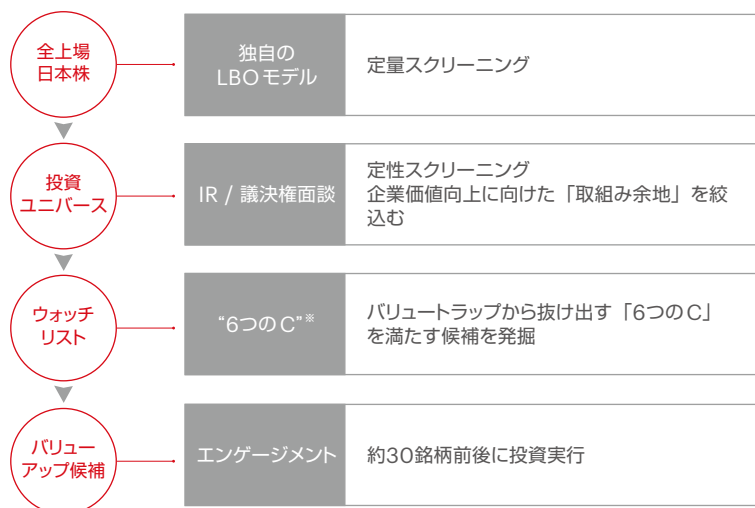
プロダクトの特色

- ・企業価値向上を図るバリュー銘柄を発掘。バリュエーションの拡大が期待できる銘柄に厳選投資し、中長期の絶対収益獲得を目指す

対話のポイント

- ・エンゲージメントにおいては、バランスシート最適化、事業ポートフォリオ最適化、コントロールプレミアムの発現の3つの観点から企業と議論を行い、企業価値の変革に向けて働き掛ける

運用プロセス



※ (1) Capital compounding、(2) Cash flow generation、(3) Crown asset、(4) Corporate actions、(5) Competent management、(6) CSV

対話事例

T&Dホールディングス（保険業）

資本政策の高度化による企業価値向上事例

🔍 着目点

同社の「取組み」に対する市場の評価が不十分に留まっていたことから、市場の期待の一步先を進む資本政策の必要性、事業子会社の社長による説明会開催を通じたグループ一体経営の強化などについて議論を実施。

📈 企業の反応・変化

期間利益だけでなく株主資本も含めた資本配分見直しに踏み込むことで、ROEの向上・資本コストの低減が図られたほか、グループガバナンス体制の高度化を通じ、同社の企業価値変革の歩みを不可逆的に強化。

💬 企業からのコメント

IR面談では、当社の課題や改善点に関して、他社事例も交え、多くのことを示唆いただいています。対話で得られた気づきを各種施策、説明強化に活かすことで、株式市場におけるプレゼンス向上に努めています。建設的な対話からの好循環が生まれていると強く感じています。
(T&Dホールディングス 経営企画部部長 (IR担当) 伊藤 智司様)

担当ファンドマネージャーの声

東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」でも指摘の通り、日本には素晴らしい技術や事業を持っているにもかかわらず、株式価値としては低い評価に留まり、非財務価値≒経営のディスカウントが発生している企業が多数存在します。しかし前職の投資銀行時代に企業の内側で意思決定に関与した経験から、経営者が行動原理を変え、従業員・株主と同じ方向を向いて取組みを進めれば、ディスカウントを解消できる企業は多いと確信しています。変革の意欲を持った経営者の方々と要因を議論し、「取組み」を促進することで、企業の株式価値向上に貢献し、アセットオーナーと企業の双方に喜んでいただけるファンドに成長させたいと考えています。



資産運用部
シニアアナリスト兼
シニアファンドマネージャー
橋本 慎一郎

スチュワードシップ活動を通じた運用への取り組み

プロダクト

ファンド名：中小型株特化型

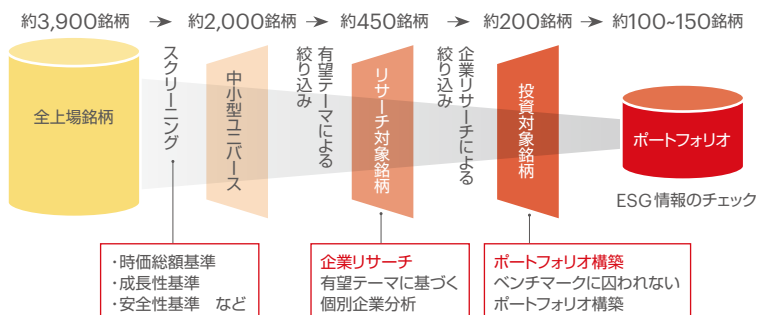
プロダクトの特色

- ・中小型株式には高成長やニッチなグローバルシェア企業など、魅力的な銘柄が数多く存在するが、知名度の低さから割安放置されることが多い。当ファンドでは初期段階から投資し、高いパフォーマンスを目指す

対話のポイント

- ・中小型株式は、以下3点の特徴がある。①エンゲージメントの機会が限られた個人投資家が売買の中心のため、大型株比で対話機会が少ない、②オーナー企業や親子上場、取引先が少数に偏重するなど、ガバナンス面での確認事項が多い、③IR・ESGなどに資源配分が十分なされず、情報開示が限定的である、これら中小型株特有の課題を強く意識した対話を実施している

運用プロセス



対話事例

中部鋼鈹(鉄鋼業)

企業変革した好事例

🔍 着目点

電炉中堅だが厚板で高シェアを評価し、2015年から段階的に投資開始。一方で当社は名証単独上場で低流動性状態。限定的な情報に留まった説明会を実施するがセルサイドアナリストはノーカバー。開示改善を中期で促してきた。

✅ 企業の反応・変化

東証再編を睨んで変革加速。2022年度では機関投資家向け説明会を2022/5に常務取締役説明で実施。2022/10に初の統合報告書を発行。2022/12にプライム上場。2023/2に社長説明による初の四半期説明会を実施。資本コストを意識した経営を打ち出し、KPIにROE・PBRを設定。明確な改善が図られた。

🗨 企業からのコメント

御社は東証プライム市場上場前から投資をいただいていた数少ない投資家で、当時から貴重なアドバイスを頂戴しておりました。今般の上場に伴いIR体制を強化する上で、説明会の進め方や投資家からの見え方などご意見を参考とさせていただいており、今後とも双方向の会話を通じ企業価値の向上に努めてまいりたいと存じます。

(中部鋼鈹 取締役経営企画部長

中尾 聡様)

担当ファンドマネージャーの声

当ファンドは企業の中長期成長力を評価する投資スタイルで平均保有期間は3年超に及びます。そのため保有銘柄とのエンゲージメントで企業価値向上を目指すことは極めて重要です。当社は2022年度の株価が2.7倍となった成功事例ですが、保有期間の大半ではエンゲージメントの明確な結果は見いだせず、株価も長らくの小康が続きました。その間、水面下では企業との対話を継続しており、これが開示向上への基礎を築いてきたと自負しています。東証再編の外部環境変化が変革加速させましたが、企業側開示努力と投資家エンゲージメントが報われた事例だと考えています。



資産運用部
チーフファンドマネージャー
水上 義朗

スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

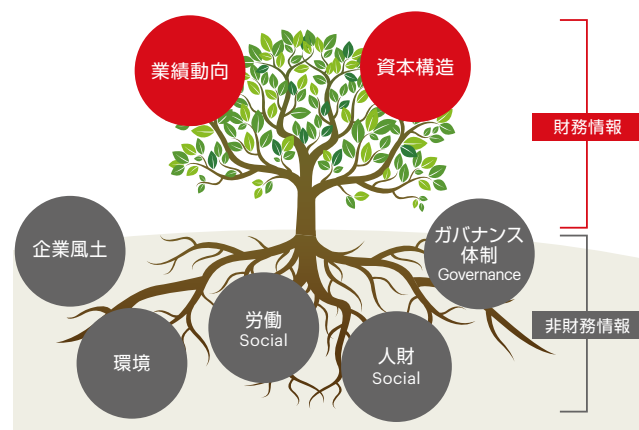
原則
3,4

クレジット ESG インテグレーション

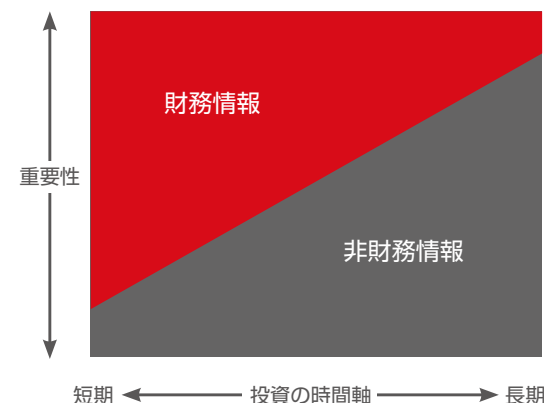
ダウンサイドリスクの抑制に向けた信用力評価において ESG要素を含む非財務情報を重視

- クレジット投資は、株式投資と異なり、リターンのアップサイドは限定的で、ダウンサイドが存在する資産特性がある
- 投資の際には、パフォーマンスを大きく悪化させる銘柄の保有を回避すべく、ダウンサイドリスクを重視した信用力評価を実施
- 信用力評価時に、財務情報の分析では、時間軸が長いほど不確実性が高くなる。ESG要素を含む非財務情報には、この不確実性を補う情報が含まれるため、財務情報・非財務情報を分析することにより、中長期的な信用力評価を適切に行うことが可能

非財務の状態は「木の根」のように、
財務の状態に長期的に影響を与えていく



投資の時間軸が長くなるほど、
非財務情報の重要性が高まる



What has changed?

適切なリスク分析とダウンサイドリスクの抑制

信用力評価にESGの要素を織り込むことにより、適切なリスク分析とそれに基づいた投資行動の実践が可能。重視すべきクレジットイベントによるダウンサイドリスクの抑制・回避やパフォーマンス向上に繋がる取組みであると同時に、アセットオーナーの資産の適切なリスクマネーの供給にも資する取組みであるとする。この信用力評価における懸念点やリスクへの気付きは、その後の対話活動などにも結び付く。

FAQ

アナリストによるESG評価結果をどう活用しているか？

評価結果をベースに、銘柄の選別やスプレッド魅力度の把握へ活用しポートフォリオを構築。ESGの要素を含め信用リスクが高いと判断した銘柄については、要求スプレッドが高くなることを通じ、保有ウエイトが低くなる、もしくは、非保有との判断となり、ポートフォリオに反映。

スチュワードシップ活動を通じた運用への取り組み

原則
3,4

クレジット

財務・非財務の両面から 厳選したポートフォリオを構築

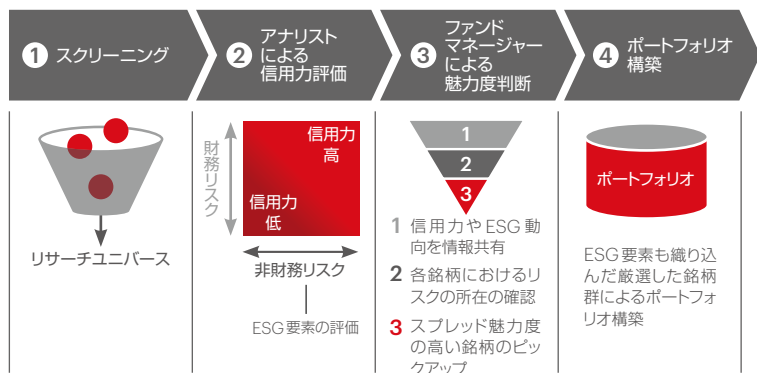
- ・信用力評価においては、個別調査などの分析を行うとともに、懸念が生じた際には必要に応じ対話なども行いつつ、厳選した銘柄群をピックアップ

分析のポイント

- ・財務分析は債務返済能力、非財務分析は将来的な財務基盤に影響し得る要素に着目した分析を実施
- ・非財務分析信用力に影響し得るESG要素を織り込み、信用力評価を深掘りする

運用プロセス

インテグレーションの全体像



対話事例

カーボンニュートラルへの取り組みと財務マネジメント

🔍 着目点

エネルギーの安定供給という社会インフラを担いながらも、CO₂多排出事業への対応が必須となる中、脱炭素に向けた長期的な技術開発や事業投資が求められると同時に、それらへの取り組みの土台となる信用力について低下する懸念があると考え、対話を継続してきた。

これまで、カーボンニュートラル（以下、CN）に向けた長期的な事業戦略が策定されその方向性が明確化されると同時に、CO₂多排出事業に関する情報開示が一定程度進捗してきた状況。CNに向けた取り組みが実行段階へと向かう中、その実効性と持続性を高めるためにも、財務基盤やその方針の明確化、対応策などについて議論を実施。

🔄 企業の反応・変化

議論を継続的に深める中、先方からは「CNの実現に向けては、取り組みを強化すると同時に、長期的な取り組みとするためには会社自身がサステナブルでないといけない」との発言があり、信用力の維持・向上に向けたコミットが窺えた。その後、経営計画においては、財務指標として自己資本比率などの目標が開示・明確化され、CN実現に向けた取り組みを支える財務基盤を強化する方針が示された。また、今後のCNへの投資負担と財務基盤のバランスを取る観点から、投資プロジェクトの運営に当たり、開発後の資産の入れ替えなど投資資金の早期回収と財務負担の軽減についての方針も新たに示された。

📝 結果・自己評価

過去からの対話の積み重ねが段階的に進展し、CNへの方針の明確化とその後の具体的な取り組みに繋がると同時に、それを支える財務基盤の重要性についても共有が図られた。また、その結果、財務基盤強化の方針が示されたことは、CNの実現と投資判断の精度向上の両立に繋がり得るものであり、重要な取り組みができたものと思料。なお、今後においてもCNに向けた大型投資やそれらに伴う事業リスクの高まりも想定され、信用力への影響も生じ得ることから、継続的にこのような取り組みを重ねていく方針。

スチュワードシップ活動を通じた運用への取り組み

原則
6,7

資本市場に対する情報発信

講演活動を通じて、 積極的な提言に取り組む

- ・サステナブル投資や資産運用で長年の経験があるスペシャリストが、講演や委員としての活動
- ・外部イニシアティブ、学術機関、各種協会等主催セミナーにおける講演を通じて、サステナブル投資市場の拡大・活性化に向け、お客さまや業界関係者に対して積極的に提言

委員としての活動

- ①環境省「ESG ファイナンス・アワード・ジャパン選定委員会」
 - ・令和元年、環境省がESG金融の普及・拡大に向けた「ESG ファイナンス・アワード・ジャパン」を創設
 - ・本アワードは、ESG金融に積極的に取り組む金融機関、諸団体や環境サステナブル経営に取り組む企業を評価・表彰し、その内容をESG金融や環境サステナブル経営に取り組む多くの関係者との共有を目的として設置
- ②経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」
 - ・買収提案についての評価が買収者と対象会社で分かれるケースを念頭に、買収を巡る両当事者にとっての予見可能性を向上させることや望ましい姿を示すことなどを通じ、企業価値を高める買収がより生じやすくなるよう、買収に関する当事者の行動の在り方などについての検討を目的に設置

講演活動等

- ・2022年 5月 RI Japan パネリスト登壇
- ・2022年 5月 RI Japan サイドイベント AIGCC 気候変動ラウンドテーブル
- ・2022年 6月 東京金融情報テクノロジーサミット パネル登壇
- ・2022年 7月・8月 TCFD コンソーシアム・ラウンドテーブル
- ・2022年 9月 日本経営財務研究会学会 全国大会 登壇
- ・2022年10月 日本公認会計士協会女性社外取締役との意見交換会
- ・2022年10月 知財・無形資産 経営者フォーラム
- ・2022年11月 大阪株式懇談会パネル登壇
- ・2022年12月 信託協会セミナー登壇
- ・2023年 2月 TCFD コンソーシアム・ラウンドテーブル
- ・2023年 2月 ICJ 主催セミナー登壇
- ・2023年 6月 プラチナキャリアアワード パネルディスカッション登壇

【ご留意事項】

- ・本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、当社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ・本資料に掲載している当社の見解等につきましては資料作成時におけるものであり、経済環境の変化、相場の変動、年金制度もしくは税制等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承ください。
- ・本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。また、分析手法、モデル及びシミュレーション手法についても必ずしも完全なものではなく前提値に大きく左右される可能性があり、その内容も情報のご提供時から予告することなく変わる可能性がありますので、ご留意ください。（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含まれます。）
- ・当社は、いかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害等について、賠償責任を負うものではありません。また、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- ・本資料の著作権は三菱UFJ 信託銀行に属し、目的を問わず無断で引用または複製することを禁じております。

