

スチュワードシップ活動
報告書
2026



アセットマネジメント事業長からのメッセージ



常務執行役員
染谷 知

2027年に当社創立100周年を 迎えるにあたって

三菱UFJ信託銀行は、2027年に創立100周年を迎えます。私たちは改めて当社の存在意義や社会的な役割を問い直し、新しいコーポレートメッセージ「人をつなぐ。未来をつなぐ。」を策定しました。このメッセージには、「未来志向の下、社会やお客さま一人ひとりの大切な想いや財産を、当社の信託機能などを活用して後世へとしっかりつないでいく」という役職員全員の強い決意を込めています。アセットマネジメント事業においても、かねてより、当社を信じ、託していただいた大切な資産を未来へつないでいくために、資産運用機能の強化・スチュワードシップ活動の高度化に取り組んでまいりました。

スチュワードシップ活動の 高度化に向けた取組み

高度化に向けた取組みの一環として、2026年1月にエンゲージメント体制の見直しを行っております。

国内株式においては、従来、対話テーマに応じて複数の部署が担っていたエンゲージメント機能を、資産運用を担う部署に集約しまし

た。これにより、当社の特徴である「対話・投資・議決権行使の一体運用」を、より実効性の高い形で推進できる体制としました。

また、外国株式においては、当社子会社の Mitsubishi UFJ Asset Management (UK) Ltd. (MUAM (UK)) との協働体制を整備しました。以前からエンゲージメントを委託していた英国 Aberdeen 社に加え、当社と MUAM (UK) との協働体制を通じて、外国株式の対話の拡充、高度化を図ってまいります。

上場企業は、投資家との継続的な対話を通じて、持続的な成長と企業価値向上に向けた取組みを進めています。当社も同様に、ステークホルダーとの対話を通じていただくご意見やご期待を、スチュワードシップ活動の高度化につながる重要な示唆と捉え、継続的な改善に活かしていくことが重要であると考えています。今後もスチュワードシップ活動の実効性を高め、お客さまの中長期的な投資リターンの拡大に貢献してまいります。

スチュワードシップ活動を取り巻く環境の変化

次に、スチュワードシップ活動を取り巻く環境の変化について申し上げます。

昨年、スチュワードシップ・コード改訂に続き、2026年7月にはコーポレートガバナ

ンス・コードの改訂が公表されました。今回の改訂は、上場会社が持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた本質的な取組みに注力できるよう後押しする観点とされており、併せて、その趣旨を投資家が適切に理解し、「緊張感ある信頼関係」に基づく対話を行うことも求められております。

当社はこれまで、「企業価値及び資本効率を高めること」を目的としてエンゲージメントを行ってきましたが、今回のコード改訂後も、この基本的な考え方は変わりません。当社は対話の実効性向上を重視しており、「資本コストGAPモデル※」をはじめとする様々な定量的な分析を通じて、エンゲージメントの充実、高度化に努めてきました。今年度は、エンゲージメントの実効性をより多面的に検証するため、新たな観点を取り入れた分析も実施しています。今後もこうした取組みを深



化させながら、投資先企業の持続的な成長につながる対話を継続してまいります。

企業との建設的な対話を重視する観点から、当社では議決権行使についての考え方、取組みを予め明確に示し、運用者と投資先企業との「緊張感ある信頼関係」の構築に努めています。当社は2027年4月より、TOPIX500構成企業に対する議決権行使において求めるROE水準を8%へ引き上げる予定ですが、改善に向けた取組みには相応の時間を要することを踏まえ、企業との建設的な対話を重視する観点から、その方針を2024年に開示しております。

※ モデルの詳細はP54～

スチュワードシップ活動を通じた価値創造

国内の株価指数が最高値を更新し、企業の持

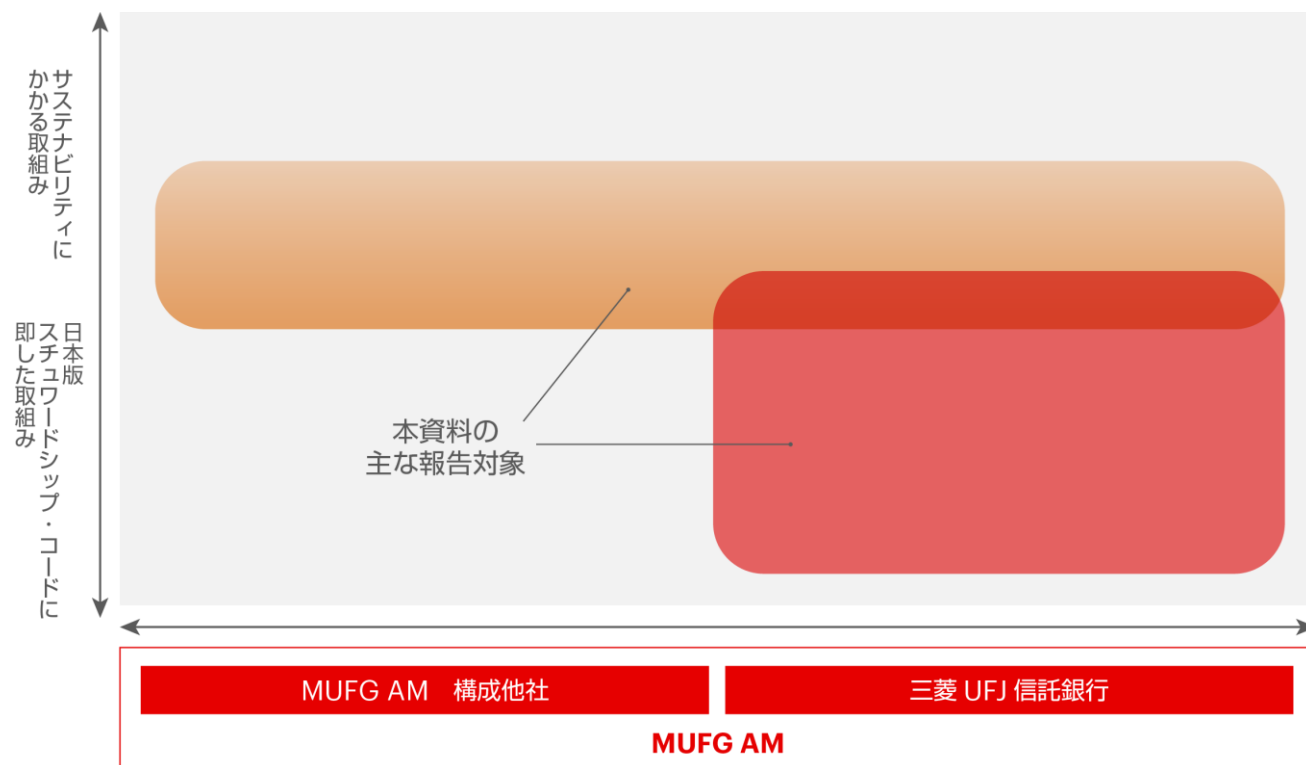
続的な成長と中長期的な企業価値向上への関心が高まる中で、企業の「稼ぐ力」や成長に向けた投資のあり方、さらにはガバナンスを含めたサステナビリティに関する議論が、社会的にも一層注目されています。

こうした環境のもと、機関投資家のスチュワードシップ活動に求められる役割は、ますます重要性を増していると認識しています。当社は、インベストメントチェーンの一端を担う運用者として、お客さま・投資先企業をはじめとするステークホルダーの皆さまとの信頼関係を基盤に、「対話・投資・議決権行使の一体運用」を軸とした取組みを一層深化させ、中長期的な価値創造に取り組んでまいります。

本報告書の位置付け

本報告書の位置付け及び報告範囲

- 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、スチュワードシップ活動を行っている。
- また、三菱UFJ信託銀行は、三菱UFJフィナンシャル・グループ（以下、MUFG）の資産運用会社で形成されるMUFG アセットマネジメント※（以下、MUFG AM）の一員として活動。
- MUFG AMは、2023年4月より「MUFG AMサステナブルインベストメント」として、サステナブル投資を推進している。
- 本報告書では、三菱UFJ信託銀行が行うスチュワードシップ活動の説明に加え、MUFG AMのサステナビリティにかかる取組みの一部についても併せて紹介する。
⇒イニシアチブ活動（P34）
⇒TCFD・TNFD提言への対応（P79～）



MUFG AMとして発行している各種報告書

サステナブル投資報告書	https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20260406_01_media.pdf
Climate & Nature Report	https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20250312_01.pdf
インパクト投資レポート	https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20260331_01_media.pdf

※ MUFGアセットマネジメントは、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信託銀行株式会社、三菱UFJアセットマネジメント株式会社、三菱UFJ不動産投資顧問株式会社、Mitsubishi UFJ Asset Management (UK) Ltd.、三菱UFJオルタナティブインベストメンツ株式会社から形成されるブランド名

Contents

イントロダクション

- 06 三菱UFJ信託銀行の特色と強み
- 07 三菱UFJ信託銀行のスチュワードシップ活動の
変更点・成果ダイジェスト
- 08 日本版スチュワードシップ・コードの受け入れ
- 09 重大なESG課題
- 10 スチュワードシップ活動体制
- 16 三菱UFJ信託銀行のサステナブル投資体制

エンゲージメント

- 18 三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント
- 19 パッシブ運用におけるエンゲージメントのプロセス
- 20 パッシブ運用におけるエンゲージメント対象先の選定
- 21 【コラム】人的資本をテーマとしたエンゲージメント
にかかる取組み
- 23 アナリスト・ファンドマネージャーの対話実績
- 25 継続的な対話によって企業の変化につながった事例
- 26 対話事例
- 31 MUAM（UK）エンゲージメントチームへの
インタビュー
- 33 協働エンゲージメント
- 34 イニシアチブ活動（MUFG AMとしての取組み）
- 35 MUFGファースト・センティア サステナブル
投資研究所
- 38 対話の課題と方向性

議決権行使

- 40 三菱UFJ信託銀行の議決権行使
- 41 議決権行使基準の改定／対話や企業の状況を
踏まえた議決権行使の状況
- 42 業績（ROE）基準の引き上げ＜2027年4月適用＞
- 43 エンゲージメント実績（議決権行使専門部署）
- 45 国内株式の議決権行使結果
- 46 外国株式の議決権行使結果
- 47 議決権行使にかかる議案判断
- 50 対話を踏まえた議決権行使事例
- 51 課題と今後の方向性

スチュワードシップ活動の 実効性向上に向けた取組み

- 53 MTECとの協働研究の狙いと振り返り
- 54 資本コストGAPモデル
- 57 資本コストGAPモデルの活用状況
- 58 対話を通じた資本コストGAPの変化モニタリング
- 60 エンゲージメント効果に関する検証の狙いと振り返り
- 61 エンゲージメント効果に関する検証のアップデート
- 64 インデックス・コンサルテーション

スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

- 66 三菱UFJ信託銀行のスチュワードシップ活動と運用
- 67 ESGデータベース
- 68 国内株式 ESGインテグレーション
- 69 クレジット ESGインテグレーション
- 71 国内外株式クオンツ ESGインテグレーション
- 74 外部提携運用
- 75 プロダクト

TCFD・TNFD提言への対応 （MUFG AMとしての取組み）

- 79 TCFD・TNFD提言への対応

スチュワードシップ活動に関する自己評価

- 90 日本版スチュワードシップ・コードへの
対応と自己評価

Appendix

- 94 資本市場に対する情報発信

イントロダクション

三菱UFJ信託銀行の特色と強み

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、スチュワードシップ推進室（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。

企業価値向上に資する
議決権行使

- 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。
- 議決権行使の判断は基準に沿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。

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。
- ステージ変化が見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
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。
- 分析結果を対話のトピックとして活用するなど、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。



イントロダクション

三菱UFJ信託銀行のステューワードシップ活動の変更点・成果ダイジェスト

1 エンゲージメント体制の強化
(2026年1月～)

- 国内株式のエンゲージメント機能を資産運用部へ集約。
→ 詳細はP18
- 外国株式のエンゲージメント体制を強化。
→ 詳細はP11

2 議決権行使基準の変更
(2026年4月1日付)

- 今回、取締役選任議案における反対対象者の見直しなどを実施。併せて、議決権行使基準にかかる基本的な考え方について、記載を拡充。
→ 詳細はP41

3 MTEC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）との協働調査・分析について、今年度は、以下2テーマで実施。
 - ① 当社のエンゲージメントによる企業の変化について、対象期間の拡張及び分析項目の細分化を行い、再検証
 - ② エンゲージメントを通じた資本コストGAPの変化についてモニタリングを実施
→ 詳細はP58～



当社が行ったエンゲージメント件数
※ 委託している外国株式の対話も含む

2,113件

(2025年7月～2026年6月)



議決権行使専門部署による
エンゲージメント件数

570件

(2025年7月～2026年6月)



資本コストGAPモデルを用いた
エンゲージメント件数

179件

(2025年7月～2026年6月)



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

1,233件

(2025年7月～2026年6月)



議決権行使議案行使件数
(国内株式)

17,410件

(2025年7月～2026年6月)



エンゲージメント活動を行う人員数
※ 国内株式の担当者が対象

37名

(2026年6月末)



アナリスト・ファンドマネージャーによる
社長・役員クラスとのエンゲージメント件数

593件

(2025年7月～2026年6月)



議決権行使議案行使件数
(外国株式)

33,310件

(2025年7月～2026年6月)



平均経験年数
※ 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

(2026年6月末)

イントロダクション

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・デューティへの取り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り組みを全役職員をあげて実施。

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、生じ得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
的確な把握

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「スチュワードシップ推進室」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、Web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、様々な取り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Webサイトをご覧ください

https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship_ja_pdf.pdf

イントロダクション

重大なESG課題

原則
1

サステナブル投資の「起点」として、「重大なESG課題」を特定

- ・サステナブルな社会を実現するためには、環境や社会への影響の大きいサステナビリティ課題の把握・分析・特定・解決が不可欠。
- ・サステナブル投資の起点として「重大なESG課題」を特定し、運用戦略やスチュワードシップ活動に反映させることでリスクの低減や期待リターンの改善を図っていく。

マテリアリティ・マトリクスと「重大なESG課題」

- ・「社会における重要度」を縦軸に、「MUFG AMの運用における重要度」を横軸とした2つのマテリアリティのマトリクスに、それぞれの視点から選定した課題をマッピングしている。
- ・双方にとって重要度の高いものを「重大なESG課題」として特定している。



特定・レビューのプロセス

- ・「重大なESG課題」は環境や社会を取り巻く状況によって変わり得ることから、特定のプロセスに基づき定期的に見直しを行っている。
- ・レビュー結果は、当社が独自に構築しているESGデータベースの評価項目や評価ウェイトに反映し、企業価値の評価プロセスに組み込んでいる。



イントロダクション

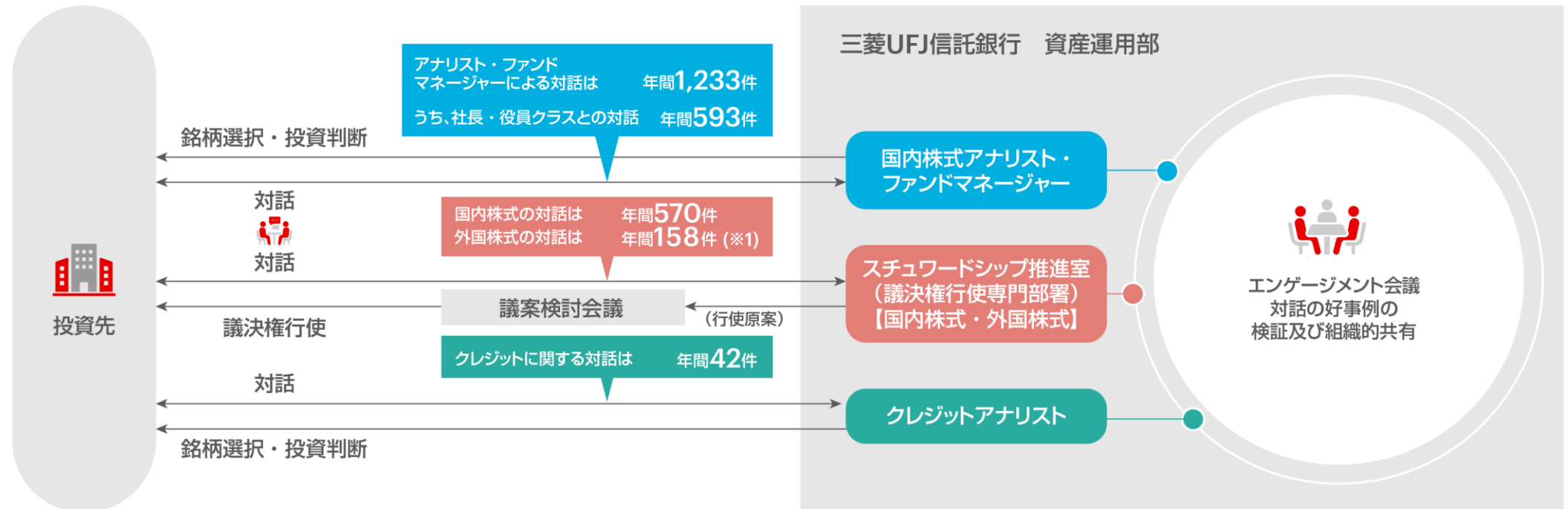
スチュワードシップ活動体制

原則
1

対話・投資・議決権行使の一体運用

- 三菱UFJ信託銀行は、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長を働きかけることにより、お客さま・受益者の中長期的な投資リターン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。

- 対話は、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」とが、各々の専門性を発揮しながら相互に連携し実施。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つの論点を基本としつつ、積極的にサステナビリティの視点も取り入れ、企業の状況に応じた対話を行っている。



※1 外国株式の詳細は次項
 ※2 対話件数は2025年7月～2026年6月の実績

イントロダクション

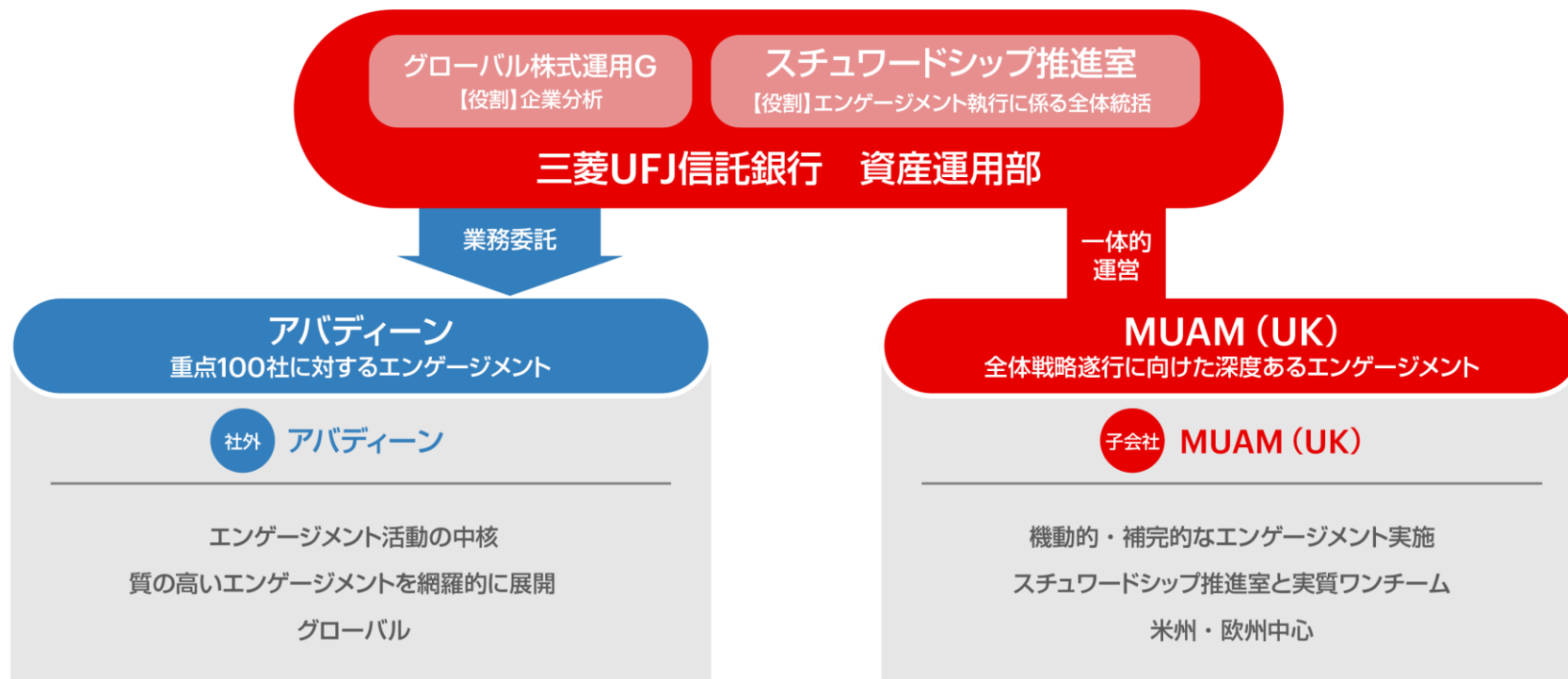
外国株式スチュワードシップ活動体制

原則
1

新たな外国株式エンゲージメント体制

- 2026年1月より、資産運用部スチュワードシップ推進室をコントロールタワーとして、英国 Aberdeen社（以下、アバディーン）、当社子会社のMitsubishi UFJ Asset Management（UK） Ltd.（以下、MUAM（UK））と協働してエンゲージメントを実施する体制を整備。新体制移行に伴いスチュワードシップ推進室の陣容を強化。
- 活動のコアとなるのは、アバディーンの重点100社（詳細は次項）に対するエンゲージメント。

- MUAM（UK）のエンゲージメントチームは、2026年1月より資産運用部（スチュワードシップ推進室）傘下に入り、三菱UFJ信託銀行との一体的な運営へと移行。アバディーンのエンゲージメント対象外企業も含め、スチュワードシップ推進室の戦略に基づいたエンゲージメントを実施。
- 資産運用部グローバル株式運用Gにおけるアクティブ運用を通じた企業分析の知見もエンゲージメントに活用。



イントロダクション

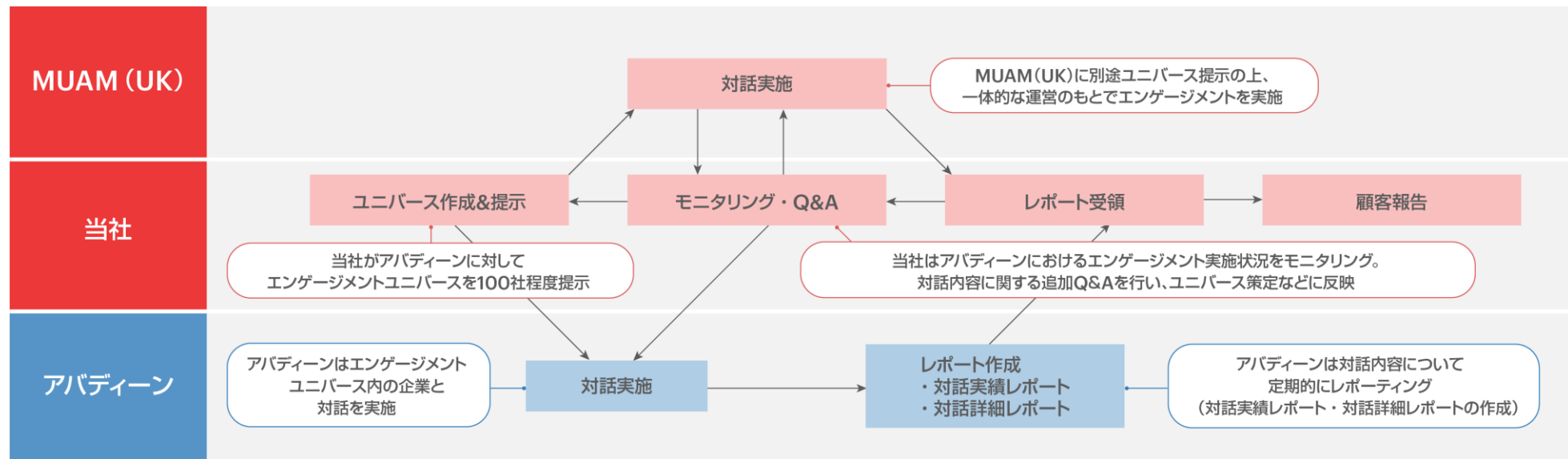
外国株式エンゲージメント体制

原則
1

外国企業との対話

- 三菱UFJ信託銀行は、2017年10月からアバディーンと提携し、外国株式のエンゲージメント活動を行っている。同社との提携は、同社の豊富なエンゲージメント実績、企業特性に応じたきめ細やかなエンゲージメント、当社要望に対する柔軟性の高さなどを考慮し開始。
- アバディーンのエンゲージメント対象先については、各企業のインデックスウェイト、各社が抱えるESG上の課題、過去の株主総会の議案内容や企業行動などを勘案し、当社がエンゲージメントユニバースを指定。アバディーンがユニバース内の企業と対話を行い、当社がモニタリングを行う。

- アバディーンは対話内容について定期的にレポートニングを実施。当社はその内容についてQ&Aを行い、エンゲージメントの進捗状況の確認や深掘りによりエンゲージメントの質の向上を図っている。
- アバディーンに加えて、当社子会社であるMUAM（UK）においても外国企業との対話を実施。ユニバースは、当社によるスクリーニング（時価総額、GHG排出量、業種特性など）を起点にMUAM（UK）による調整・提案を反映し選定。
- MUAM（UK）はエンゲージメントユニバース内の企業と対話を実施し、対話内容についてレポートニング。オンラインミーティングなどで定期的な議論を行い、当社との一体的な運営の下でエンゲージメントを実施。



イントロダクション

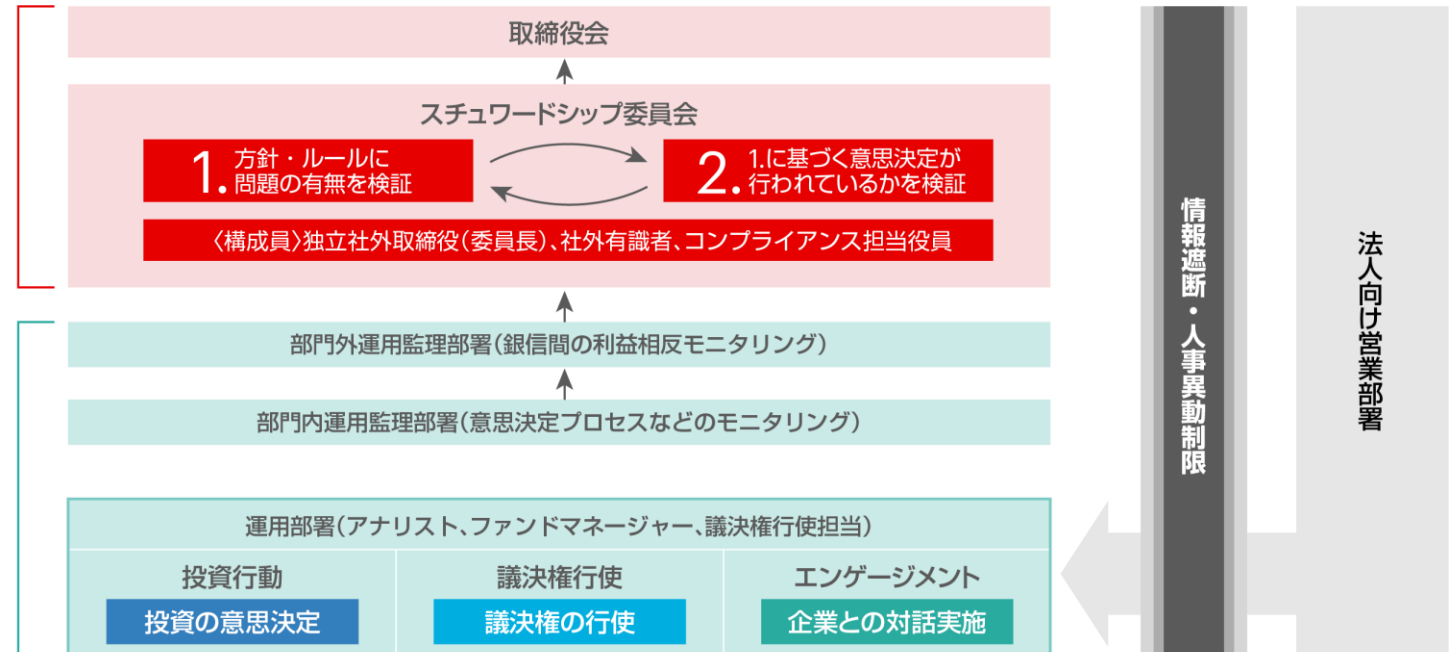
スチュワードシップ活動体制 利益相反管理

原則
2スチュワードシップ活動の適切性の検証
～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ともに、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（青山学院大学 大学院国際マネジメント研究科 客員教授）
- 委員：石田 勝哉（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：
 - 投資行動に係る社則や方針の適切性及びその遵守状況
 - 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
 - エンゲージメント活動方針の適切性及び活動状況、など

情報障壁による徹底管理

- 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、情報障壁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。

イントロダクション

スチュワードシップ活動体制 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得る事例として、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。

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

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？

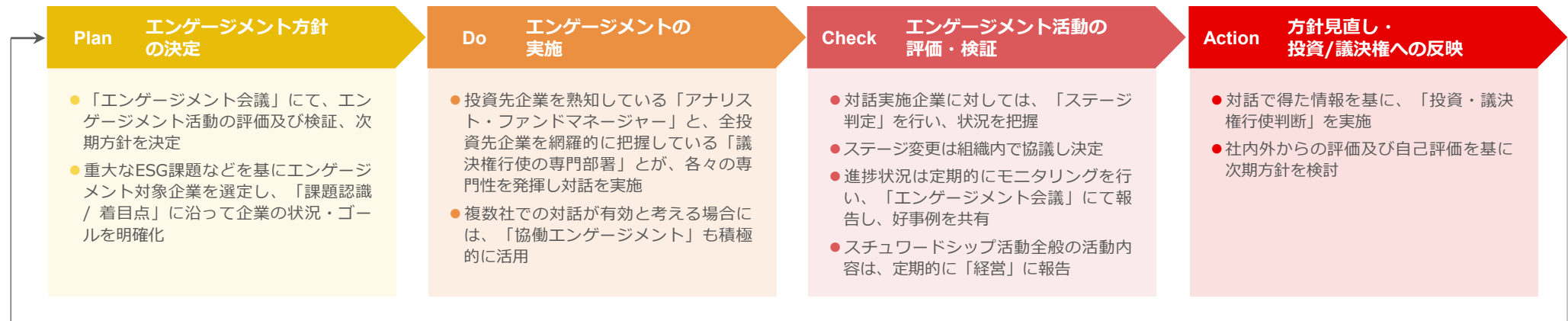
単一的なモニタリングに留まらず、株式保有数の発行済株式総数に対する比率、保有ウェイト及びエンゲージメント会議資料・議事録の検証など、より実効性を高めるため複数の切り口からモニタリングしているほか、部門外とのメール・電話の内容確認や、運用部署への入退室ログの精査などを実施。

イントロダクション

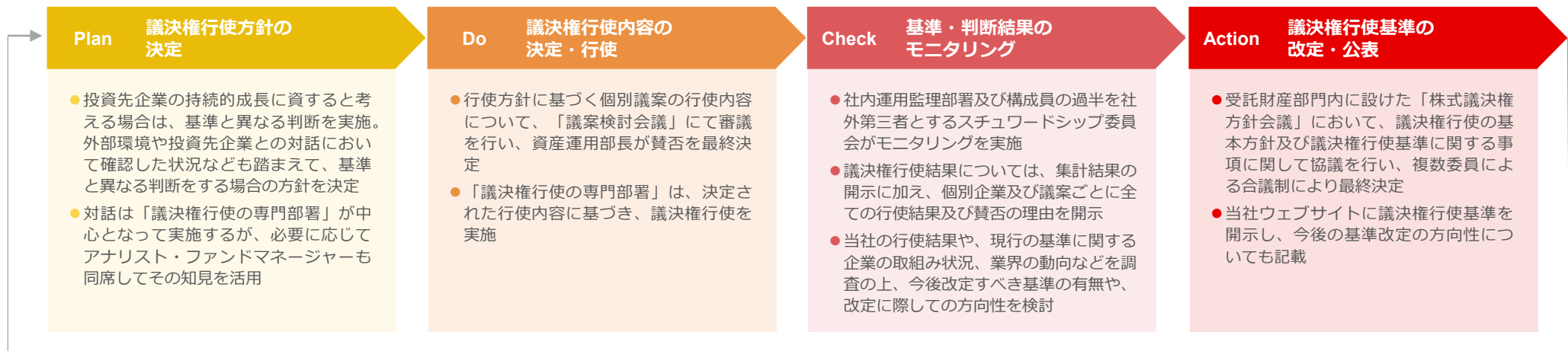
スチュワードシップ活動体制 PDCAサイクル

原則
3,4,5

エンゲージメント活動における主なPDCA



議決権行使における主な PDCA



イントロダクション

三菱UFJ信託銀行のサステナブル投資体制

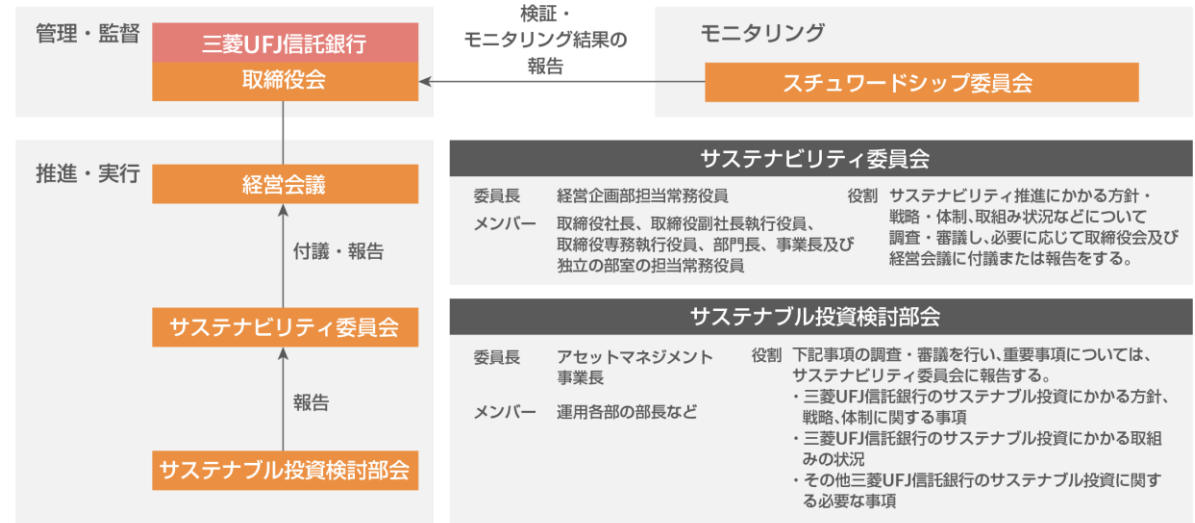
原則
1

当社は、右上図の通り、取締役会による管理・監督のもと、「サステナビリティ委員会」を中心とした推進・実行体制を整備しており、その一環として「サステナブル投資検討部会」を設置している。

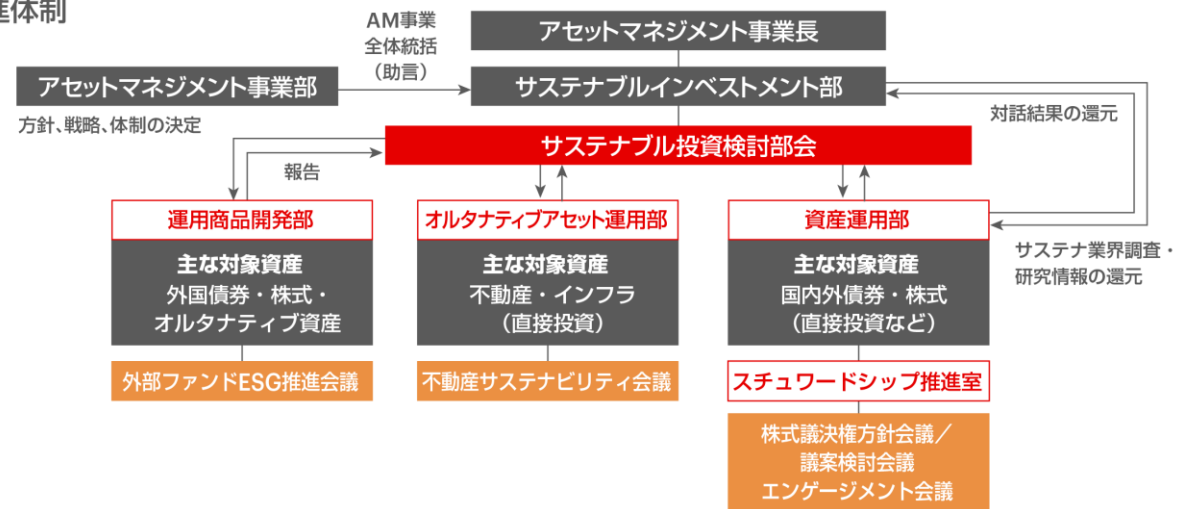
「サステナビリティ委員会」は、当社のサステナビリティ推進にかかる方針・戦略・体制及び取組み状況について、環境・社会に関する機会及びリスクへの対応を含め、定期的に審議を行う。審議結果は、取締役会及び経営会議に付議または報告される。

「サステナブル投資検討部会」は「サステナビリティ委員会」の傘下に位置付けられ、担当役員及び各運用部署の部長が参加し、サステナブル投資に関する取組み全般の報告に加え、今後の取組み方針や戦略などについて審議を行う（右下図参照）。同部会における審議結果は、「サステナビリティ委員会」に報告される。

ガバナンス体制



サステナブル投資推進体制



エンゲージメント

エンゲージメント

三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント

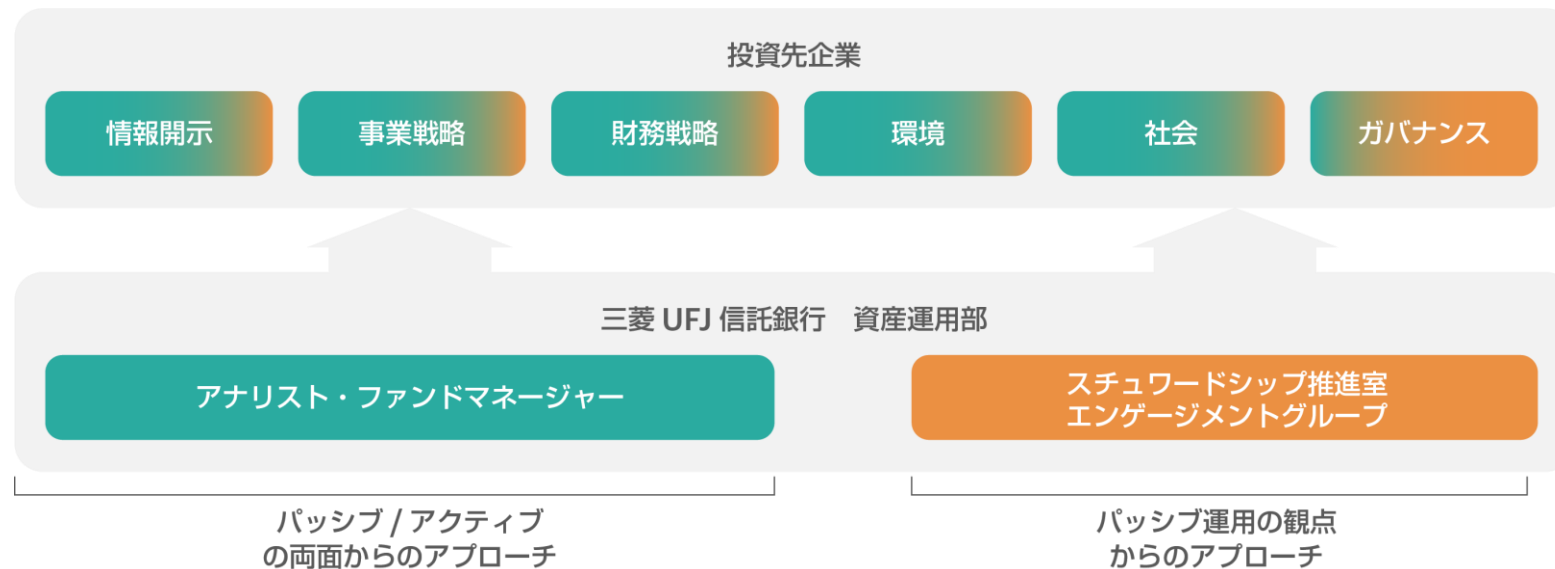
原則
3,4

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つながり、企業の持続的成長に資すると思え、積極的に取り組んでいる。

エンゲージメント体制の強化

- 昨今、これまで以上に、サステナビリティ領域に関する価値観や優先される課題が多様化し、サステナビリティ領域における調査・企画、スチュワードシップ活動それぞれを一段と強化することが求められている。
- このような背景から、2026年1月に、パッシブ運用における環境と社会のエンゲージメント機能を、資産運用部へ集約。経営戦略・財務戦略などとの融合や議決権行使判断への反映といった、対話・投資・議決権行使の一層の一体運営を通じ、より投資先企業の行動変容及び企業価値向上につなげる取組みを高度化させていきたい。



その他のアプローチ

協働エンゲージメント

効果的なエンゲージメントを実施するため、積極的にイニシアチブ活動に参加するとともに関係者との連携を図る。

パブリックエンゲージメント

サステナビリティ課題の解決に向けて、金融市場のステークホルダーに対する直接・間接的な提言なども実施。

エンゲージメント

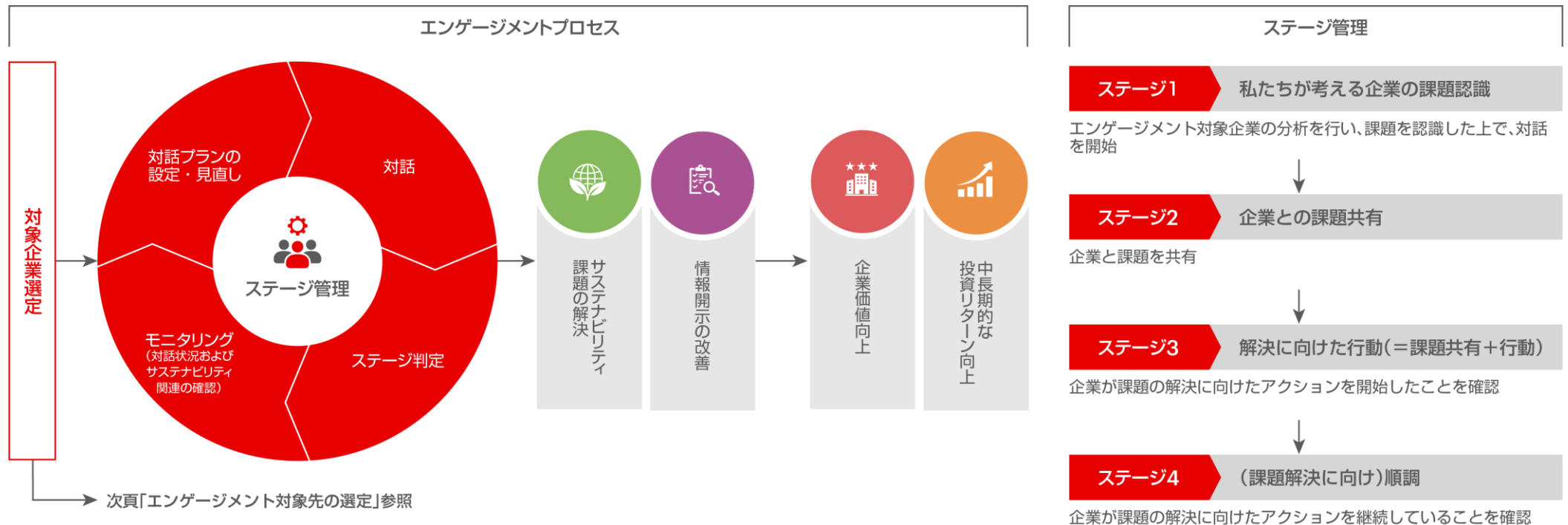
パッシブ運用におけるエンゲージメントのプロセス

原則
3,4

パッシブ運用におけるエンゲージメントプロセスの全体像

- 当社では、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している。
- 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。ステージに変化が見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サステナビリティ課題の解決・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上を目指す。
- なお、企業との対話は、当社単独で行うほか、多くの機関投資家で共通する課題は、中長期的な企業価値向上に向け、協働で取り組むことが有用と考え、協働エンゲージメントにも取り組んでいる。



エンゲージメント

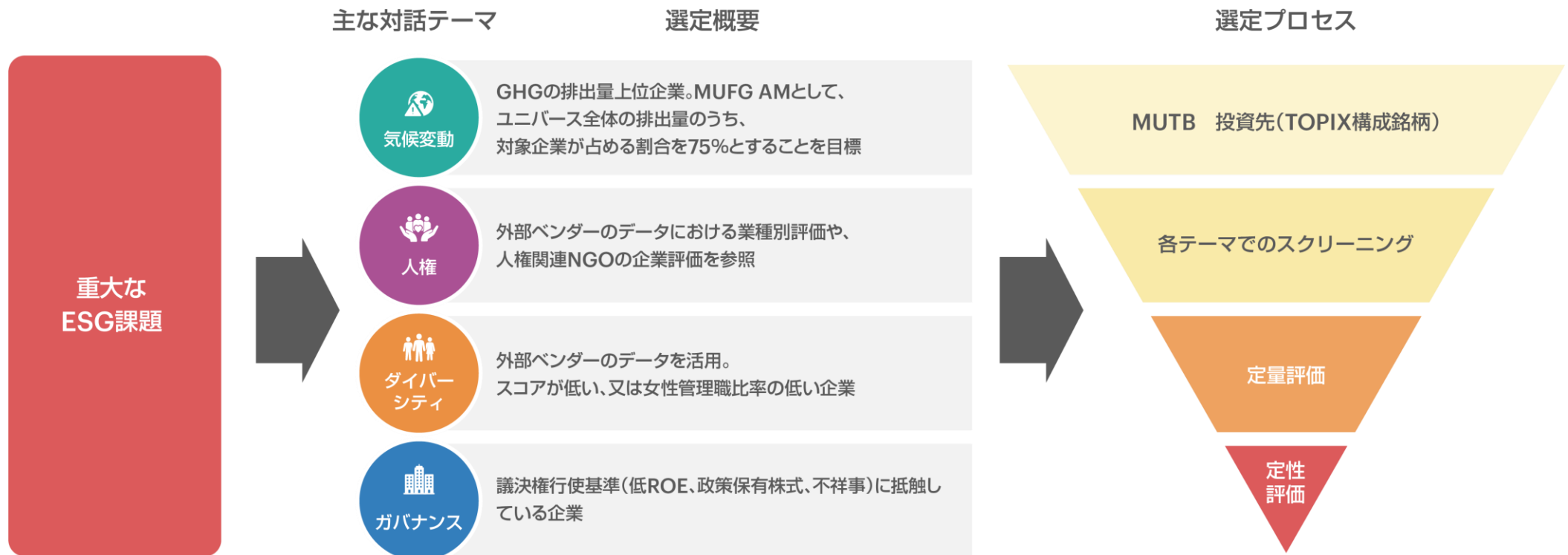
パッシブ運用におけるエンゲージメント対象先の選定

原則
3,4

対象企業の選定プロセス

- パッシブ運用におけるエンゲージメント対象先の選定にあたっては、エンゲージメントテーマごとにスクリーニングを実施。
- エンゲージメントテーマの選定は投資先企業と具体的なかつ効果的な対話を行うために重要なプロセスと考えており、重大なESG課題や国際会議・イニシアチブなどで議論される将来のトレンドを踏まえて年次で見直している。

- 選定したテーマを基に対象企業を選定し、業界動向や各社の置かれた状況を踏まえた対話を行う。
- なお、パッシブ運用は指数に準拠したポートフォリオを構築するため、構成銘柄を保有し続けるという特性があり、構成銘柄の全般的な企業価値向上がパフォーマンスに寄与すると考える。そのため、企業規模や市場への影響度、改善期待の高さなども勘案した上で、対象企業を選定。



Column

エンゲージメント

人的資本をテーマとしたエンゲージメントにかかる取組み

原則
3,4

人的資本が注目される背景と日本の状況

- IT化の進展やグローバル化などにより、資本市場においても、ブランドや知的財産、人財価値など無形資産が重視されるようになった結果、米国では、時価総額に占める無形資産の構成比率が1990年代以降上昇、既に過半を越えているのに対し、日本では、有形資産の構成比率がいまだ高く、人的資本を含む無形資産が活用されていない状況が続いている。
- この背景として、いくつかの要因が想定されるが、その1つに「企業と従業員の関係性」を挙げることができる。欧米では、従業員を含む様々なステークホルダーと関係性を構築できているのに対して、日本では、ステークホルダーの一員である従業員が、企業と一体化している状況が続いてきた。これは、日本人が“就職”ではなく、“就社”しているという話にもつながるもので、そのかわりに雇用が

守られるといった、企業と従業員の関係が、“タテ”の関係で形成されていることを意味する。本来であれば、会社と契約をしている従業員は、企業の外側に位置付けられるが、本人の意思にかかわらず「会社が転職や異動を命じれば、黙って従う」という世界でもまれな“タテ”の関係性が構築され、従業員も「退職まで雇用が守られる」という意識から、自らのキャリアを会社に依存してしまっているというのが日本の特徴と考えられる。

- 一方で、足元における日本企業の人的資本経営推進や人財マネジメント変革の中で、企業と従業員の関係性に変化（“タテ”から“ヨコ”方向へ）が出てきている。この関係性変化は、企業と従業員間において、各々が“選び選ばれる”といった緊張感を持った関係に変革されるもので、日本企業のコーポレートガバナンス改革の進展にもつながる動きとして期待している。



Column

人的資本は幅広い課題を内包

- 人的資本の課題は、多岐にわたっており、中長期的な成長につながる「企業価値向上」から、「リスク抑制」まで幅広い内容を含んでいる。求められる人財像も、業界や個社によって様々で、例えば、国内市場中心の小売企業とグローバルに展開しているIT企業とでは、従業員に求められるスキルなどは当然異なる。また、企業の設立年という点においても、明治設立の老舗企業と平成以降設立の新興企業では、人員構成や人事制度などが異なることから、特定の指標を幅広い企業に一律に求めることは難しい。
- その点で、エンゲージメントにおいて設定するアジェンダ

は、“100社100様”となり、議論に関しても、“形式的な開示やKPIチェック”ではなく、各々の企業の状況に沿った“きめ細かい議論や提言”（エンゲージメント事例はP27参照）が必要であると考える。

現状、課題と捉えている エンゲージメントアジェンダ

- 足元では、DXやAXの議論が盛り上がる一方で、その取組みがデジタルツールの導入やAIによる業務効率化に留まっていることが、日本企業の大きな課題と捉えている。この議論の本質である“X（トランスフォーメーション）”（企業変革や組織変革へどうつなげていくか）が検討されてい

ないケースが多く、結果としてDX推進の効果を見出すことができず、AXにおいても同様な結果に陥る可能性が高いことが想定される。

- こうした状況下、エンゲージメントにおいては、「“X”に向けた組織開発」や「DX・AXが浸透する組織カルチャーとは」などに関して議論している。

特に日本企業においては、この「組織開発」に関する議論が相対的に不足しており、エンゲージメントにおいては、この「組織開発」を推進することが将来の収益性向上につながり、資本市場からの評価向上に結び付く点を提言している。



エンゲージメント

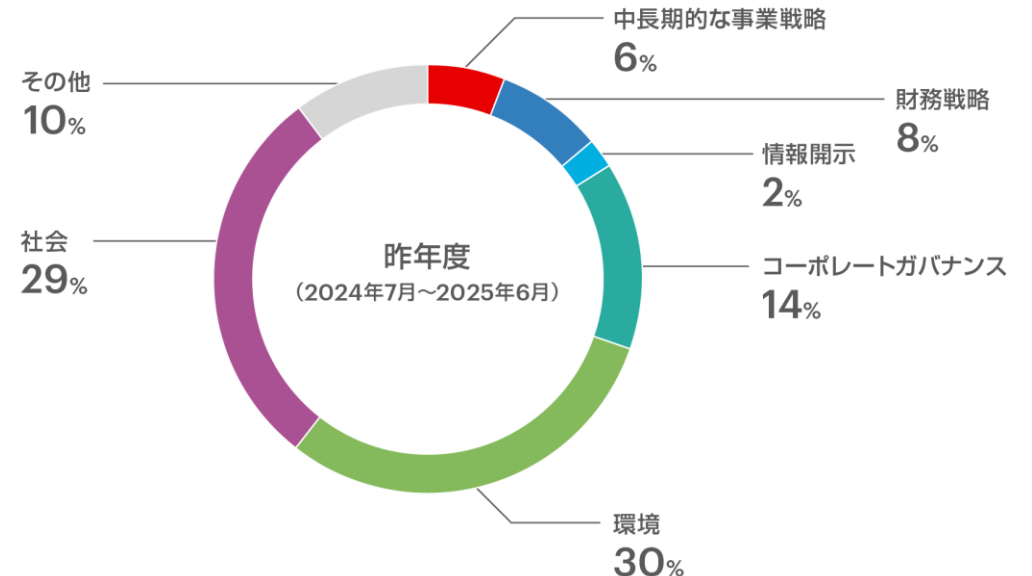
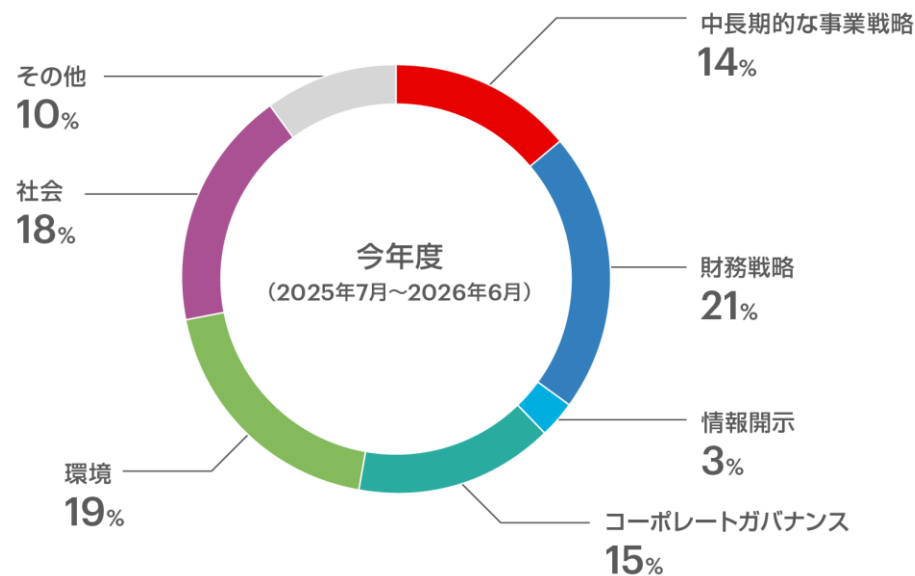
アナリスト・ファンドマネージャーの対話実績①

原則
3,4

- アナリスト・ファンドマネージャーが実施した2025年7月～2026年6月の対話件数は合計1,233件で、そのうち役員との対話は593件と約5割を占める。対話銘柄のTOPIXカバー率は7割弱。
- 特定のテーマについて継続的な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の比率は下記の通り。昨年度に引き続き、ROEの向上に向けた対話について重点的な取組みを行った。ガバナンスの問題からより具体的な施策へと対話の内容が進展したことに伴い、中長期的な事業戦略や財務戦略のテーマが増加。
- なお、下図の比率は、2025年12月まで、環境や社会に関する対話を実施していたサステナブルインベストメント部によるものを含む。

テーマ別対話比率



エンゲージメント

アナリスト・ファンドマネージャーの対話実績②

原則
3,4

- 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、2026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。
- 昨年度と比較すると、「①課題共有できず」の比率が増加したが、これは、今般エンゲージメントの担い手を資産運用部に集約したことが背景となっている。（⇒P18）
- 集約に伴い、環境・社会の新規テーマ設定を実施したため、2026年6月末時点では課題を共有できていない企業の比率が高まった。
- なお、この影響を除くと、課題共有から行動へ、さらには順調に取組みが進んでいる企業が大きく増加。

- 2025年7月～2026年6月においては、細分化したステージを含め、ステージアップしたと評価したテーマは延べ126件で、前年比で約2割の増加。具体的には、高いROE目標の達成に向けて資本政策の見直しが実施された事例、非中核事業の縮小・売却に向けて動き始めた事例、事業戦略の開示により成長期待が高まった事例、取締役会構成の適正化が進んだ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の通りである。2025年7月～2026年6月の課題解決は33件と大きく増加。これまで継続的に対話してきた事業戦略や財務戦略が実行され、ROE向上に結び付いたものが多い。

図1：エンゲージメント対象企業のステージ

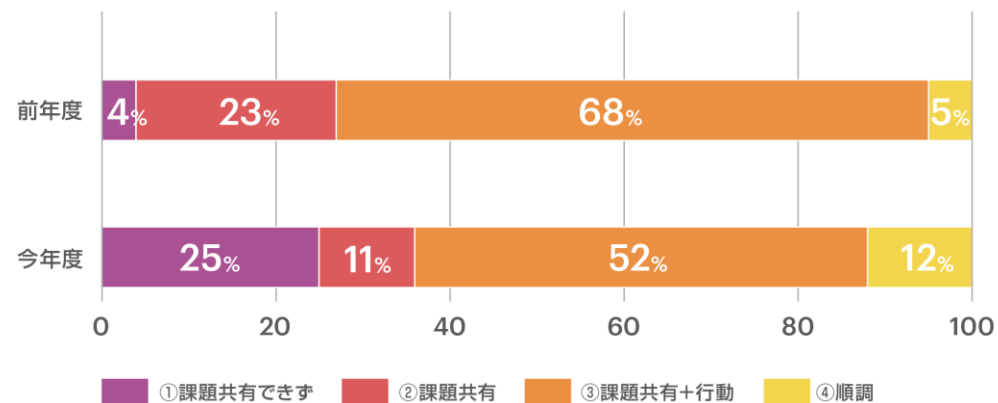
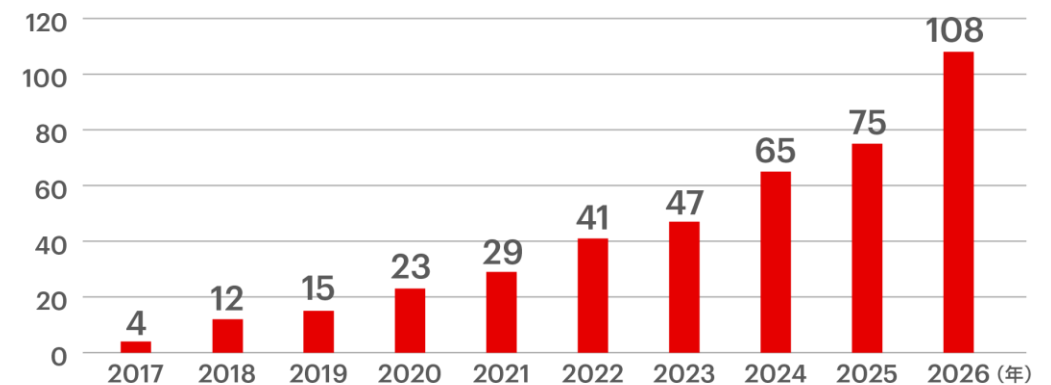


図2：問題解決したテーマ（累積）



エンゲージメント

継続的な対話によって、企業の具体的なアクションにつながった事例

原則
3,4

目的を持った、投資先企業との継続的な対話

- ・スチュワードシップ・コードでは、対話が形式的なものとならないよう、投資先企業と「目的を持った対話」の実施が求められている。
- ・製造業A社とのエンゲージメントにおいては、継続的に対話を行った結果、マネジメントとの面談や課題改善に向けた具体的なアクションにつながった。



製造業A社

事業の選択と集中、事業ポートフォリオの高度化、これらを実現する取締役会の戦略的機能強化

ポイント

- ・低採算事業が企業価値を毀損している状況が続く一方で、これらの事業に対し、具体的な構造改革の方向性を示せていなかった
- ・また、事業の選択と集中を進めるにあたり、それを推進する財務担当役員が不在など、取締役会の機能強化が必要と認識
- ・継続的な対話により、構造改革の加速、合理的な経営戦略の提示、取締役会の機能強化などに結び付いた事例

当社

A社



低収益事業が企業価値を毀損している状況が継続。事業構造改革の方向性やその前提となる資本コストの水準、時間軸など「目指すべき姿」を示す必要があるのではないか。



事業が多岐に渡り、成長事業、低収益事業が混在。事業の選択と集中を実施し、成長期待事業に経営資源を集中すべきではないか。また、これらを実行する財務担当役員が不在であり、取締役会の機能強化が必要ではないか。



不採算事業の撤退・分社化、厳選投資を含むキャッシュアロケーション最適化、エクイティ・ストーリーの明示、ガバナンス強化など、新たな経営戦略の方向性は合理的と評価。今後は意思決定のスピード感、投資リターンを高める仕組みづくりが不可欠。



製品群としては付加価値品に特化していく方針。意思決定に時間を要した点は指摘の通り。新中計発表時には事業の選択と集中に関する議論は未了であったが、構造改革に関する委員会を設置し、議論を加速させる方針。



一部事業の撤退のシミュレーションなどは実施。また、生産能力については見直す必要があると認識しており、具体的な構造改革案を出す方針。これらの実効性を高める取締役会の機能強化についても課題と認識。



スピード感の欠如は指摘の通りであり、社内でも問題意識を持っている。CFOのもと、収益性の視点を強化し、具体的なハードルレートを厳格に適用し、戦線投資を徹底していく方針。

エンゲージメント

対話事例（アナリスト、ファンドマネージャー）

原則
3,4

環境の事例

社会の事例



食料品B社

パーム油の持続可能な調達



小売業C社

機能性製品を通じた環境貢献



食料品D社

食を通じた健康課題の解決

目的と
問題意識

熱帯林や泥炭地の開発による生態系の破壊、温室効果ガス排出などの環境問題が指摘されるパーム油の調達リスクに着目。

同社の機能性製品は、素材特性を通じた冷暖房抑制効果など、環境面でもプラスのインパクトがあるのではないかと。

高齢化・生活習慣病などによる健康課題の拡大を踏まえ、事業成長と社会課題解決を両輪として事業戦略を推し進めるためには、双方の領域を一体的に取り組むための仕組みづくりや、外部に価値を適切に伝えるための情報開示で改善の余地がある。

対話内容・
反応

RSPO認証を取得したパーム油が使用量の45%を占め、うち90%超が非認証油と混合されるマスバランス方式であり、リスクについて対話を実施。衛星監視システムで約900カ所の搾油所を継続的にモニタリングして補完するなど、適切なリスク管理が行われていることを確認した。

機能性製品のポジティブインパクトについての検証・開示の余地について対話を実施。内部では体制を整備し、いろいろと計算しているが、通常時をどう定義するか、SBTルールをどうするかなど、様々なハードルがあるものの、前向きに検討することを共有。

同社のインパクトパスを示した上で、社会課題を踏まえたビジネスの拡大余地、他社事例を踏まえた情報開示面での課題などを議論。同社からは、網羅性を重視するあまりに独自性のある情報開示が少ないことへの気付き、事業とサステナビリティを本質的な意味で連動させて成長を目指す旨のコメントを得た。

課題・成果

足元の取組み状況に加え、グローバル環境規制への対応状況や調達リスクの可能性、商社と連携した将来的な安定調達に向けた取組みなどを確認できた。

対話を通じて社内体制の整備はかなり進んでいることがうかがえた。一方、超えるべきハードルも様々残っている点を課題として認識。

統合報告書にて、「食とウェルビーイング」に関する具体的なKPIが開示されるなど、開示面での一定の進捗が確認できる。

今後の
方針

2030年にグループ全体で認証取得したパーム油100%とする目標を掲げる中、その進捗と認証取得に留まらない商社との協業などの取組み状況についても、今後モニタリングしていく方針。

環境面での取組みが製品の優位性、ひいては企業価値の向上につながると期待し、諸々の課題をクリアできるように対話を継続していく方針。

今回の対話では、改めて当社認識をロジックモデルにより可視化して議論することで、インパクトの拡大と情報開示強化の両面から多面的な議論が実施できた。同社は多様な健康価値を社会に提供しており、まずはその可視化が進むよう働きかけたい。

エンゲージメント

対話事例（アナリスト、ファンドマネージャー）

原則
3,4

社会の事例

電気ガスE社
女性活躍目的と
問題意識

E社は、組織と変革の意思を持った多様な人材が活躍する組織構築に向けて、スキルの多様化を推進するなど、日本企業の中ではダイバーシティマネジメントをビジネスに統合する取組みが進展している。一方で、男女間賃金格差が大きいなど、女性活躍が進んでいない。

対話内容・
反応

潜在求職者の半分を占める女性に対する採用力は、人財獲得力という点で競争優位につながる点を訴求。E社では、コーポレートメンバーにおけるキャリア採用かつ女性が多い点などはアピールしてきたが、人財獲得力という観点では、アピールできていなかった点を共有。

課題・成果

女性活躍をダイバーシティに限定せず、成長戦略と捉え、今後の採用に向けて、コーポレートや年代別の男女間賃金格差として開示する点を提言（他社事例も紹介）。E社内で男女間賃金格差に関して分析し、資本市場に加えて労働市場に向けての開示強化を検討することになった。

今後の
方針

E社分析結果に関する議論に向け、E社人事トップ及びCHRO経験がある社外取締役とのミーティング設定を依頼。次のステップとしては、男女間における行動特性の違いなどを考慮した人事施策の検討などにより、男女間賃金格差差は正に向けた議論を深めたい。

中長期的な事業戦略などの事例



不動産業F社

中長期的な事業戦略の策定・開示

ユニークなビジネスモデルを持つが、その成長力などを外部から把握しづらく、バリュエーションのディスカウント要因になっている。

事業の成長性が外部から分かりづらく、ディスカウント要因になっており、中長期的な事業戦略の策定、外部から確認できるKPIの設定・開示などを要望。提案を踏まえて開示資料の改善に取り組んできた。今回、中期計画を策定し、アクションプランやKPIの開示も実施したが、投資家からの評判も良い。

中期経営計画を策定し、成長に向けた具体的な施策を開示。またその進捗を確認できる、投資家にとって分かりやすいKPIを設定。これを受けて業績成長に対するビジビリティが高まり、株価は大きく上昇した。

他社の事例なども用いながら開示資料の改善やKPIの設定を継続的に働きかけていたが、これまでの対話の成果が実を結んだと評価。



情報通信G社

親子上場の解消

同業他社と比較してROEが低く、バリュエーションも低位に留まる。低収益な持分法適用子会社2社の保有が資本効率低下の一因となっている。

保有目的と効果を検証し、効果がある場合は保有維持または完全子会社化、効果が低い場合は売却すべきであるとの姿勢で継続的に対話を実施。当初考えていたシナジーが十分に発揮できているかを十分に検証し、対応を検討するとの回答を得た。

その後、利益率が低くシナジーが乏しい持分法適用子会社1社の株式の一部売却を発表し、親子上場の解消に向けて動き始めた。

継続的な対話が企業の行動に結び付いたと考える。残りの保有株式についても引き続き検証を求め、対応を働きかける方針。

エンゲージメント

改善が期待通り進んでいないと考えられる事例

原則
3,4

非製造業H社

オフバランス化による成長持続性の向上

目的と
問題意識

ホテル事業の拡大による成長戦略を掲げているが、バランスシートを拡張するモデルには限界が見え始めている。オフバランス化を通じて成長モデルを持続可能な形にすることで、資本コストの低下を実現したい。

対話内容・
反応

金利上昇やDEレシオの状況を踏まえると、ホテル資産の一部オフバランス化を検討すべき局面であることを指摘。課題認識は持っており、専務はオフバランス化を進めるべきと考えているものの、社長が保有にこだわっているなど、マネジメントの中でも意見が分かれている。

対話を経て
浮かんた
課題

影響力の大きい創業者である社長がオフバランス化に同意していないことが分かった。

課題を
受けた対応

次回はオフバランス化に賛成している専務（創業家出身）との対話の機会を得た。最終的には社長との対話が必要と考え、段階的に対話相手のレイヤーを上げていく方針。



製造業I社

ROE改善に向けた社内の意識改革

ROEは低位にあり、PBR1倍割れが常態化している。社長が交代し、企業価値向上や資産効率重視のスタンスに変化が見られる。

経営陣の意識の変化や今後の取組みについて対話を行った。「良いものを作れば売れる」という考えが社内に染みついているが、マーケティングやセールスを重視し、利益率や資産効率を高める方向に転換中。役員報酬でもROICをKPIとして導入予定。

年功序列色が濃い同社が、変化に敏感な人材を登用すべく大幅な若返りを図った点は成果。一方、社内にはまだ抵抗勢力が残っていることも判明し、社内の意識改革は途上にある。

新たな中期経営計画においても資産効率重視の姿勢が打ち出された。従来と同社らしくない新社長による改革が進むことを期待。定期的な対話などを通じて投資家の視点・要望を伝えることで、社内の改革を後押ししていきたい。



製造業J社

資本効率の改善

昨年の株主総会では、政策保有株式及びキャッシュリッチを理由に当社基準に基づき代表取締役の再任に反対し、自己株式取得を求める株主提案に賛成。本年の総会においても、前年に続き同提案が上程され、政策保有株式及びキャッシュリッチの基準に引き続き抵触。過去5年間の自己資本比率は高水準で推移しており、資本効率に課題があると認識。

前年と同様に、当社の議決権行使基準における政策保有株式及びキャッシュリッチの基準に抵触していると伝え、政策保有株式の縮減を中心とするバランスシートマネジメントについて議論。

政策保有株式については、資金需要に応じて売却を検討する方針であるものの、中期経営計画において適正な自己資本水準を含むバランスシートマネジメントの考え方が十分に示されておらず、資本効率向上に向けた道筋が見えにくい。

前年同様、政策保有株式及びキャッシュリッチを理由に当社基準に基づき代表取締役の再任に反対。また、自己株式取得にかかる株主提案は、財務健全性に問題はなく資本効率の向上が期待されることから賛成。

エンゲージメント

外国株式エンゲージメント事例＜アバディーン＞

原則
3,4

エネルギーK社（英国）

エネルギー移行戦略の実効性と説明責任

目的と
問題意識

同社が推進するエネルギー移行戦略について、2050年ネットゼロ目標に向けた実効性と株主への説明責任を重要課題として認識。特に、2035年温室効果ガス削減目標廃止後の移行経路、LNG事業戦略と脱炭素目標との整合性、ならびにエネルギー移行戦略に関する開示の充実について確認。

対話内容・
反応

エネルギー移行戦略の株主諮問投票の実施や、2030年目標と2050年ネットゼロ目標をつなぐ中間的な考え方について説明を求めた。また、LNG事業の位置付けや化石燃料需要減少シナリオ下での戦略のレジリエンスについても議論した。同社は、3年単位で戦略を見直しており、LNG事業については需要予測ではなくコスト競争力を重視する方針。

課題・成果

同社がLNG事業において低コスト競争力を重視するとともに、水素やCCSなどを含む低炭素事業への取り組みを継続していることを確認した。一方で、2035年目標廃止後の移行経路や、2030年目標と2050年ネットゼロ目標をつなぐ考え方については、投資家との継続的な対話が必要な課題であることを確認した。

今後の
方針

今後も同社との継続的な対話を通じて、エネルギー移行戦略の透明性向上を求めていく。特に、2050年ネットゼロ目標に向けた中期的な移行経路、LNG事業を含む事業ポートフォリオの位置付け、エネルギー移行戦略に関する開示の充実について継続的に確認する方針。



鉱業L社（オーストラリア）

心理的安全性とハラスメント防止

鉱業セクターにおける重要な人的資本課題として、心理的安全性の確保及びセクシュアルハラスメント防止への取り組みを重視。特に、心理社会的リスクが現場の安全衛生管理やガバナンス体制にどの程度組み込まれているか、また企業文化の改善状況をどのように測定・管理しているかを確認することを目的として対話を実施。

同社に対し、心理社会的リスクの管理方法、企業文化改革の進捗測定手法、インセンティブ制度との連動状況、内部通報制度の運用及びデータ活用状況について説明を求めた。同社からは、心理社会的リスクを安全衛生管理システムへ組み込み、企業文化を事業パフォーマンス向上の重要な要素として位置付けているとの説明を受けた。

対話を通じて、心理社会的リスクが安全衛生管理の枠組みに組み込まれ、企業文化改善に向けた取り組みが進展していることを確認した。また、DEI及び安全衛生に関する評価の改善も確認された。一方で、関連する取り組みや成果に関する第三者保証の活用については改善余地が残されており、引き続き透明性向上が課題であると認識。

今後も事故件数や内部通報データなどの推移を継続的にモニタリングし、心理的安全性及びハラスメント対策が実際に定着しているかを確認する。また、第三者保証の導入を含む情報開示の高度化について働きかけを継続し、企業文化改革の実効性向上を促していく。



金融M社（米国）

AIガバナンスとリスク管理

急速に拡大するAI活用に伴うガバナンス体制やリスク管理の妥当性を確認するため、M社と対話を行った。特に、責任あるAIの運用方針、取締役会による監督体制、AI関連リスクの管理手法、ならびにAI投資の成果に関する開示の不足を課題として認識していた。金融機関としてのAI利用が拡大する中、適切な統制と透明性を確保しているかを確認。

AIガバナンスについて取締役会全体の監督のもと、監査委員会やリスク委員会も関与する体制を説明した。また、専用の責任あるAI方針は設けず、既存の技術ガバナンスやリスク管理の枠組みに統合して運営していると説明した。AIリスクは既存のサイバーリスク管理プロセスの中で監督されている一方、取締役会で用いる具体的なAI関連指標の開示には慎重な姿勢を示した。

対話を通じて、AIガバナンスやリスク管理体制は比較的成熟していることが確認された。一方で、AIに関する情報開示は断片的であり、投資家が全体像を把握しづらい状況が続いている。また、AI活用事例数やAI投資による成果について説明に一貫性が見られず、投資効果を評価することが困難であった。AI関連の監督体制自体には一定の安心感が得られたものの、透明性向上の余地が残る結果となった。

今後、AIガバナンス体制をより体系的に示す開示や、取締役会による監督プロセスの可視化を求めていく方針。また、AI関連リスクの管理指標や、投資額・活用成果・業務効率化への貢献といった定量情報の開示についても継続的に働きかけ、情報開示の充実を求めていく。

※ 外国株式のスチュワードシップ活動はアバディーン、MUAM（UK）と協働しており、外国企業との対話は両社に委託。上記はアバディーンに委託した対話事例

エンゲージメント

外国株式エンゲージメント事例＜MUAM（UK）＞

原則
3,4半導体製造装置メーカーN社（オランダ）
人権（紛争鉱物・責任ある調達）目的と
問題意識

半導体製造装置の製造には、タンタル、スズ、タングステン、金（3TG）などの鉱物が不可欠。これらは紛争地域や人権リスクの高い地域で採掘されることが多く、サプライチェーン上の重要課題。当社は、MUGFファースト・センティア サステナブル投資研究所との共同調査を通じ、同社がサプライチェーン深部の実態把握が十分でない点に着目。EU各種規則への対応も踏まえ、責任ある鉱物調達体制の高度化を求めた。

対話内容・
反応

同社はOECDガイダンスに基づく管理体制を整備、紛争鉱物報告様式（CMRT）などを活用しているが、紛争鉱物の原産地や製錬・精製業者を完全には把握できておらず、高リスクサプライヤーから十分な情報が得られていないことを課題として認識。当方からは、責任ある鉱物調達方針の策定や、3TG以外への対象拡大、IRMA認証鉱山由来の調達促進などを提案。

課題・成果

同社はサプライチェーン・デューデリジェンス強化に着手し、データ収集に関する第三者支援の活用、サプライヤー回答の厳格な検証、高リスクサプライヤーへの改善要求強化などを進めている。これにより、より透明性が高く、規制対応力を備えた供給網構築に向けた基盤整備が進展した。

今後の
方針

サプライチェーン深部のマッピング、リスク評価、第三者監査の進捗及びRMAP適合製錬所100%達成目標の進捗を継続的に確認する。また、責任ある鉱物調達方針のさらなる高度化や、調達先における人権リスク管理の実効性向上について対話を継続する。

鉱業O社（ブラジル）
自然資本・生物多様性の取組み

事業拠点の多くが生態学的に重要な熱帯林地域に位置しており、生物多様性リスクは事業継続性や企業価値に影響する重要課題である。また、過去は社会面及び生態系管理の不備から、機関投資家による資本流出を加速させてきた経緯あり。TNFDに基づく拠点別の自然関連リスク評価と、サプライチェーンを含めた情報開示の高度化を求めた。

TNFDフレームワークを活用した現場レベルでの自然関連評価や、三層構造の自然ガバナンス体制、サプライヤーへの働きかけについて議論。優先サプライヤーに対しても教育的ウェビナーを通じた関与に留まっていた。会社は自然資本への依存関係の分析や、サプライチェーン把握の重要性を認識。

主要事業拠点についてTNFD LEAP評価を完了し、環境フットプリントの85%をカバーするまで進展した。また、自然資本管理のガバナンス体制やサプライヤーエンゲージメントの基盤を整備し、拠点別の説明責任強化に向けた体制構築が進んだ。これらは持続可能性リスクの低減にも寄与し、資本市場からの排除といったリスクの低減につながる可能性がある。

残る事業拠点への評価拡大や、GRI生物多様性基準との整合性向上を継続的に確認する。また、サプライヤー教育に留まらず、優先的なバリューチェーン先に関する地理情報を含む具体的な自然関連データ収集を働きかけていく。

アパレルP社（フランス）
サイバーセキュリティ・ガバナンス

顧客情報流出を伴う大規模なサイバー攻撃を受け、ブランド価値や事業継続性に影響を及ぼすサイバーリスクへの対応を確認した。特に、取締役会によるリスク監督体制の強化や、欧州NIS2指令（インシデント報告義務の厳格化や執行役員に対する個人的責任を導入など）への対応状況に着目した。

取締役会レベルの監督強化に向け、CISOによる定期報告、サイバー知見を有する社外取締役の活用、サイバー戦略レビューや危機対応演習の実施などを提案した。会社側は課題認識を共有し社内で議論、ガバナンス体制の見直しを進めた。

監査委員会によるサイバーリスクレビューの制度化、サイバー戦略の定期見直し、危機対応演習の実施、新たな脆弱性対策組織の設置など、当社提言と整合的な改善が実施され、取締役会によるサイバーリスク監督の実効性向上が確認された。これらは、ブランド価値の保護や事業継続性の向上にもつながると考えられる。

取締役会向け研修の高度化やサイバー知見を有する社外取締役の登用状況を確認するとともに、サイバー危機演習への取締役会関与のさらなる強化を働きかけていく。

※ 外国株式のスチュワードシップ活動はアパディーン、MUAM（UK）と協働しており、外国企業との対話は両社に委託。上記はMUAM（UK）に委託した対話事例

エンゲージメント

MUAM（UK）エンゲージメントチームへのインタビュー

原則
3,4

- MUAM（UK）は三菱UFJ信託銀行 資産運用部と一体的なエンゲージメントを実施。
- エンゲージメントチームメンバーへ、グローバルなエンゲージメント動向や今後の課題について、インタビューを行った。



チームヘッド Benjamin Briceno氏

1. グローバル・エンゲージメントの最近の動向

Q. 近年のグローバルなエンゲージメント活動において、主要なテーマや企業との対話手法についてどのような変化が見られるか？また、エンゲージメント対象テーマの広がりや、企業開示・取組みに対する期待の変化についても教えてほしい。

A. エンゲージメントは、グローバル投資家が受託者責任を果たす上で引き続き中核的な役割を担っている。

近年は、気候変動を中心とした従来型のエンゲージメントから、自然資本、人権、サプライチェーンのレジリエンスなど、企業の長期的な事業継続性や競争力に影響を与えるテーマへと対象領域が広がっている。また、企業に対しては目標やコミットメントの表明だけでなく、実行計画や進捗管理、第三者保証などを通じた説明責任への期待も高まっている。

このような環境の中で、当チームでは長期的な財務的重要性（financial materiality）に着目したエンゲージメントを重視している。具体的には、気候変動、自然資本の毀損、人権リスクといった、企業の中長期的な事業レジリエンスや企業価値に影響を及ぼす課題に対して、持続可能性戦略の実行を支援している。

実務的には、エネルギー移行戦略の構築、サプライチェーンのレジリエンスとトレーサビリティ向上、拠点レベルでの生物多様性評価、第三者によるサステナビリティ保証の導入などを重点テーマとして取り組んでいる。

また、こうした課題が特に重要となるエネルギー、鉱業、セメント、公益事業、半導体などの業種を中心にエンゲージメントを実施している。

2. エンゲージメントの成果と課題

Q. これまでのグローバルなエンゲージメント活動を通じ、企業開示の改善、方針策定、目標設定、企業施策の進展など、どのような成果が見られたか？また、グローバル企業との対話において直面している課題についても聞かせてほしい。

A. 当チームのグローバル・エンゲージメントでは、具体的な目的と測定可能なマイルストーンを設定し、複数年にわたり進捗を追跡している。

例えば、

- サイバーセキュリティに関する取締役会レベルでの監督体制強化
- セメント業界など排出削減が難しい産業における脱炭素目標の推進
- 鉱業分野における自然資本・生物多様性に関する地域別投資家協議への参加

といった分野で対話とモニタリングを実施してきた。

一方で、成果の実現には大きな困難を伴う場合もある。例えば、ネットゼロを掲げながら高排出シナリオを前提とした資本配分を継続する企業や、環境・人権基準の遵守を確認するための独立した第三者認証制度の活用に消極的な企業との間

では、投資家と企業の認識ギャップが課題となることがある。こうした課題に対しては、短期的な成果を期待するのではなく、数年単位の継続的なエンゲージメントが必要であると考えている。

3. 今後の方向性

Q. 今後、どのようなテーマを優先的に取り上げ、どの分野でエンゲージメント活動をさらに強化していく予定か？

A. 今後は、取締役会の実効性、役員報酬、リスク監督体制といった重要なガバナンス課題への取組みを強化していく。また、テーマ別エンゲージメントとしては、以下のような財務的重要性の高い課題を優先的に取り上げる予定である。

- 農業及び公益事業分野における気候変動への適応
- 石油・ガス産業におけるメタン排出削減
- コモディティ・サプライチェーンにおける森林破壊問題
- 食品・飲料産業における消費者の健康課題

さらに、国際コーポレート・ガバナンス・ネットワーク（ICGN）や責任投資原則（PRI）などの国際的な投資家ネットワークへの参加を通じ、機関投資家との知見共有や協働エンゲージメントを進めることで、エンゲージメント活動の実効性向上を図っていく。



MUAM (UK) エンゲージメントチームメンバー



ICGN SUMMER CONFERENCE

エンゲージメント

協働エンゲージメント 機関投資家協働対話フォーラム

原則
3,4

機関投資家協働対話フォーラム（IICEF）とは

- ・機関投資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家が協働で行う企業との建設的な「目的を持った対話」（協働エンゲージメント）を支援する目的で設立された一般社団法人。
- ・参加投資家は当社を含めた主要機関投資家8社。
- ・投資家の長期の視点で、アジェンダを設定し対話を実施。

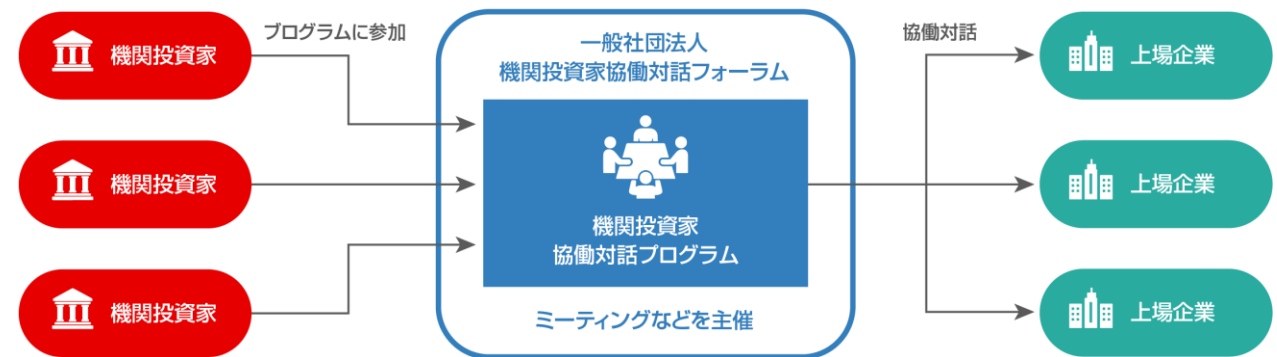
＜ご参考 対話アジェンダ＞

- ・株主総会で高反対率であった議案への対応
- ・不祥事発生時の対応
- ・マテリアリティの特定と非財務情報開示
- ・買収防衛策の必要性の開示
- ・資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
- ・政策保有株式の縮減
- ・社外取締役の質的向上

三菱UFJ信託銀行の活動状況

- ・三菱UFJ信託銀行は当フォーラムに2017年の設立当初より参画。
- ・「総会で高反対率議案への対応」についてはリードインベスターを、「不祥事発生時の対応」については「製品の健康被害問題」について協働リードインベスターを務めたほか、他のアジェンダについても積極的に参加。
- ・また、政策当局とのパブリックエンゲージメントについても参加し、意見交換を行った。

ご参考 対話体制図



対話アジェンダ

総会で高反対率議案への対応 （当社リードインベスター）

総会で高反対率であったトップ選任議案の要因分析と課題の認識

不祥事発生時の対応 （当社協働リードインベスター）

製品の健康被害問題

資本コストや株価を意識した 経営の実現に向けた対応

パブリックエンゲージメント

主な取組み（2025年7月以降）

- ・総会で高反対率であった議案を分析
- ・当該企業へのレター発送
- ・当該企業との協働対話を実施、各社について、反対票が多かった要因とその対応策について議論を深めた

- ・他の運用機関と協働でリードインベスターを務め、当該企業に複数回レター送付・面談を実施し、社外役員及び経営責任層との対話機会を創出、投資家との継続的な対話を依頼

- ・資本コストや株価を意識した経営についての取組みに改善余地があると思われる企業へ積極的に対話を実施

- ・東京証券取引所（2025年10月、2026年1月）
- ・金融庁（2026年3月）
- ・経産省（2026年4月）
- ・その他パブリックコメント・施策の提言 など

エンゲージメント

イニシアチブ活動（MUFG AMとしての取組み）

原則
3,4

MUFG AMは、テーマ別エンゲージメント・協働エンゲージメントにおけるシナジー効果や、エンゲージメントへの新たな観点・手法を吸収し、複雑化するサステナビリティ課題を解決することを目的として、各種イニシアチブに参加し、幅広いステークホルダーと連携している。

■ 気候変動・生物多様性

気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）

MUFG AMは、TCFDへの賛同を表明している。気候変動関連情報の開示を通じて、企業活動や投資活動における気候変動への対応を強化し、脱炭素社会へのスムーズな移行を目指している。TCFDの枠組みに基づき、運用資産の業種別の物理的リスクの大きさと特にリスクの高いハザードを把握し、エンゲージメントに活用している。

自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）

MUFG AMは、TNFD Adoptersとして登録している。自然資本の毀損が金融資産の価値に及ぼす潜在的な影響を理解しており、ネイチャー・ポジティブを含む様々な取組みを通じて持続可能性の実現に貢献することが、資産運用会社としての重要な役割であると認識している。2023年度にTNFD対応の自然資本と生物多様性に関するレポート、2024年度には、気候変動・自然資本の毀損という課題について説明したMUFG AM Climate & Nature レポートを発行している。（⇒詳細は「TCFD・TNFD提言への対応」P79～）

■ インパクト投資

Global Impact Investing Network（GIIN）

MUFG AMは、インパクト投資の普及・発展を目的にGIINに加盟している。2019年、上場株式WGのアドバイザリーコミティメンバーとして参画。世界の運用機関とインパクト投資の課題などを議論し、ガイダンス発行などに貢献した。

また、日本会合の発足を目指し、既存メンバーや加盟検討先とのヒアリングによるリレーションを強化した結果、2025年に日本会合が発足、6月には第1回会合が開催され、発足時の共同議長の1名として任命された。



共同議長
サステナブルインベストメント部
フェロー 加藤正裕



インパクト志向金融宣言
Japan Impact-driven Financing Initiative



スチュワードシップ研究会

エンゲージメント

長期投資とスチュワードシップ活動を支える知見基盤

— MUFGファースト・センティア サステナブル投資研究所 —

原則
3,4,5

MUFGファースト・センティア サステナブル投資研究所の概要

設立背景

三菱UFJ信託銀行と豪州本社のグローバル運用会社First Sentier Group（以下、FSG）は、サステナビリティに関する課題について、中立的かつ実践的な知見を投資業界に提供することを目的として2021年にMUFGファースト・センティア サステナブル投資研究所を設立した（在ロンドン）。研究所は、アカデミアと投資実務をつなぐ架け橋として機能しており、長期的な投資判断やスチュワードシップ活動を支援する調査・研究を実施し、その成果を日本及び海外の投資家や市場参加者に広く発信している。また、研究所の調査・分析により得られた知見は、当社及びFSGにおける運用やエンゲージメント活動、さらには顧客とのコミュニケーションにも活用されている。

日本語サイト <https://www.mufg-firstsentier-sustainability.jp/>

英語サイト <https://www.firstsentier-mufg-sustainability.com/>

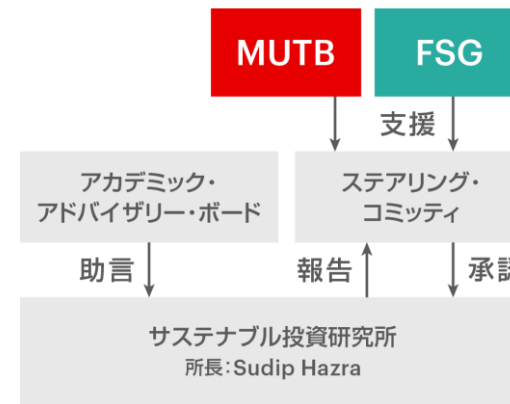
研究所の特徴

- ・業界全体では十分にカバーされていないテーマに重点を置いた、中立性の高いリサーチ
- ・アカデミック・アドバイザリー・ボードを通じた学術界の有識者による監修
- ・長期的な企業価値向上の観点からのテーマ選定と分析
- ・日本語及び英語による、知見や研究成果のグローバルな発信

研究所成果の活用プロセス



図表：研究所体制図



当社の長期投資及びスチュワードシップ活動を支える知見基盤

研究所は単なる調査機能ではなく、長期投資家としての当社のスチュワードシップ活動を支える知見基盤として機能している。

特に、規制や市場慣行が急速に変化しているサステナビリティ分野における世界の最新動向を分析し、その知見を日本市場における投資判断及びエンゲージメント活動に活用している。また、調査・分析を通じて得られた知見は当社の運用チームだけでなく、外国株式に関するエンゲージメント活動を担うMUAM（UK）のチームにも共有され、企業との対話における論点設定や課題認識の深化に活かされており、顧客資産の中長期的な価値保全の向上に貢献している。

エンゲージメント

長期投資とスチュワードシップ活動を支える知見基盤

— MUFGファースト・センティア サステナブル投資研究所 —

原則
3,4,5

研究成果と発信実績

研究所は2021年の設立以来、機関投資家が直面する重要なサステナビリティ課題について継続的に調査・分析を行っており、2026年6月末時点で、英語21本、日本語17本（動画を含む）の成果物を公表している。

これらの成果物は、投資家、アセットオーナー及びそのアドバイザー、運用会社、政策立案者など、幅広い市場参加者に活用されている。



主な論点整理・対話への反映例（当社）

TNFD・自然資本

- TNFD開示の分析
- 課題の重要性が高いセクター企業との対話
- 自然関連リスクへの理解向上を促進

PFAS

- 規制・訴訟リスクに関する分析
- 関連セクター企業との対話

マイクロプラスチック・
マイクロファイバー

- 海洋環境に関する重要論点の整理
- 関連セクター企業との対話

人権及び現代奴隷

- サプライチェーンにおける人権管理上の重要論点の整理
- 人権関連エンゲージメント活動の支援

これらのテーマは、従来の財務分析だけでは十分に把握できない長期的なリスクと機会に対する理解を深めるものであり、当社の投資判断及びスチュワードシップ活動の高度化につなげている。

例えば、生物多様性、PFAS、人権について整理した重要な論点は、関連セクター企業との建設的な対話における論点設定や確認事項として活用されている。

主なテーマ

TNFD・生物多様性	マイクロプラスチック/マイクロファイバー
人権・現代奴隷	DE&I
PFAS	オーシャン・サステナビリティ
食料システム/健康	プラネタリー・バウンダリーズ

今後のパイプライン（予定）

紛争鉱物と人権問題（サプライチェーン）
サステナビリティと投資リターン、など

エンゲージメント

MUFGファースト・センティア サステナブル投資研究所 所長Sudip Hazra氏 インタビュー
「長期投資家に必要なのは、将来を見通すための知見である」原則
3,4,5**Q1. 研究所はどのような役割を担っているのか。**

A. サステナビリティ課題はますます複雑化しており、その多くは企業価値に長期的な影響を及ぼす。私たちの役割は、学術研究やグローバルな実務知見を、長期投資家が理解しやすく活用しやすい形に翻訳し、それらを投資判断や企業との対話を支える知見として、整理して提供することだ。

Q2. 近年、特に重要性が高まっているテーマは何か？

A. 気候変動に加え、生物多様性、人権、サプライチェーン、食料システム、海洋関連課題など、多くのテーマは相互につながっている。私たちは、投資家に対して、個々の課題を切り離して見るのではなく、経済・社会・環境要因を統合的に捉える視点がますます求められていると強く感じている。また、アセットオーナーの間ではシステミック・エンゲージメントへの関心が高まっており、これまで研究所が扱ってきたテーマの多くは、その文脈とも密接に関係している。

Q3. 研究所のリサーチは投資家のスチュワードシップ活動をどのように支援できるのか？

A. 私たちの役割は、複雑なサステナビリティ課題を、投資家が実務で活用できる実践的な知見へと変換することだ。生物多様性、人権、PFAS、海洋関連課題などについて、関連するリスクと機会、企業に期待される対応、そして投資家がエンゲージメントにおいて提起すべき重要な論点を整理している。こうした知見が、より効果的なエンゲージメントと長期的な価値創造につながることを期待している。

Q4. 今後の研究所の方向性を教えてほしい。

A. 私たちは今後も、独立性と実務的な有用性の両方を重視しながら、投資家が長期的な価値創造を実現するために必要な知見を提供していく。サステナビリティ課題は日々進化している。研究所も新たなテーマの探求を続け、市場参加者の理解向上に貢献していく。優れたスチュワードシップは、優れた理解から始まる。私たちは調査・分析を通じて、投資家がより良い投資判断を行えるよう支援する知見を、今後も提供し続けていく。

エンゲージメント

対話の課題と方向性

原則
3,4

【国内株式】企業価値のさらなる向上に向けて

- 資本コストや株価を意識した経営は着実に進展し、事業ポートフォリオやバランスシート最適化などによりROEが改善する事例も多く見られるようになるなど、企業価値向上に向けた経営改革は広がりつつある。一方で、取組みが十分ではない企業も依然として残っている。とくに、積極的な投資を通じて事業をさらに成長させていくという観点では課題を抱える企業が多いと感じている。企業ごとの課題に応じた対話を一層深化させていくとともに、対話の成果や企業行動の変化を継続的に検証し、実効性の高いエンゲージメントを実施することを通じて、日本市場全体へ貢献していきたい。

【外国株式】実効性のさらなる向上

- 2026年1月より、当社、アバディーン、MUAM（UK）が連携する新たな外国株式エンゲージメント体制へ移行した。今後は、気候変動や自然資本、人権、ガバナンスなどのサステナビリティ課題に対応するため、各主体が保有する企業分析や対話の知見を有機的に結び付け、エンゲージメントの質を一層向上させることが重要である。定期的なオンラインミーティング、現地訪問などを通じた対話結果や好事例の共有、深掘りにより、シナジー効果を高め、外国企業との対話をより深度あるものへ発展させていきたい。



議決権行使

議決権行使

三菱UFJ信託銀行の議決権行使

原則
5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Webサイトに公表。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。

議決権行使体制

三菱UFJ信託銀行は、受託財産部門部署内に設けた株式議決権方針会議において、議決権行使の基本方針、議決権行使基準に関する事項を協議するものとし、複数委員

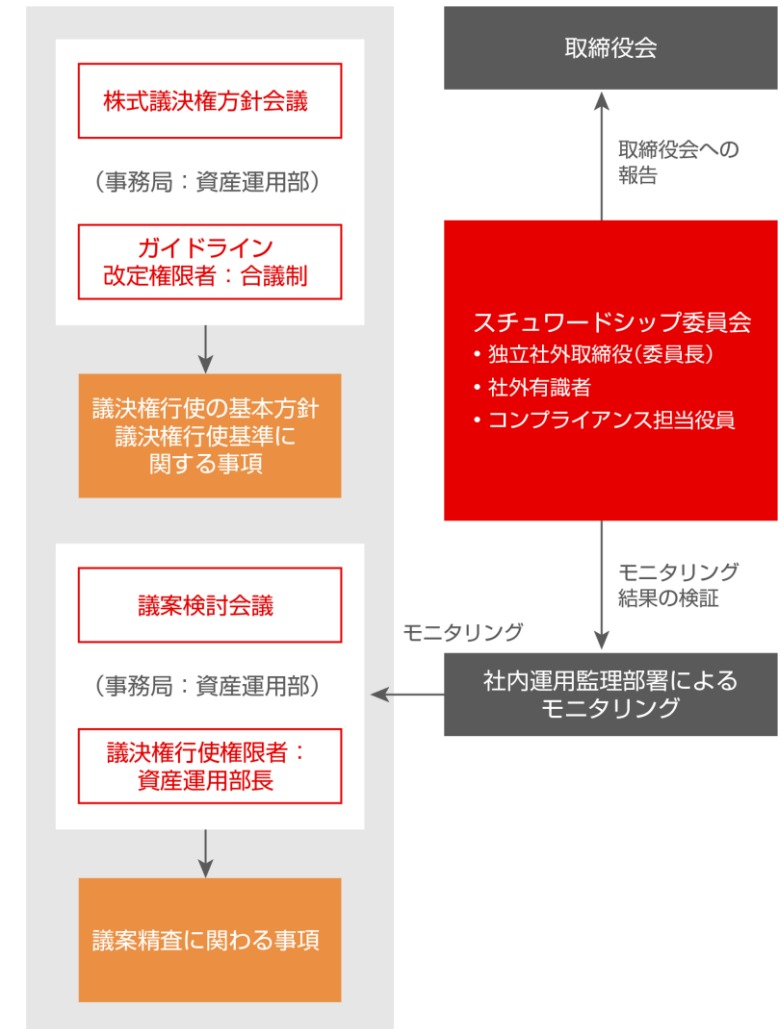
による合議制により最終決定。また、具体的な議案精査に関わる事項については、議案検討会議で審議し、資産運用部長が行使内容を決定する。

なお、当社の親会社及びその連結子会社の株式については、利益相反管理の観点から、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、行使を行う。

議決権行使の一連のプロセスに関し、受託財産部門内運用監理部署においてモニタリングを実施するほか、受託財産部門外運用監理部署においてもモニタリングを実施する。

部門内外の部署によるモニタリングについては、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検証し、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。

スチュワードシップ委員会は、受託財産運用における議決権行使やエンゲージメント活動が、顧客・受益者の利益最大化を確保するために十分かつ正当であることを検証するために設置した機関である。スチュワードシップ委員会は、独立性・中立性を確保するため、取締役会傘下の組織とし、委員は取締役会で選任、独立社外取締役を委員長、社外有識者、コンプライアンス統括部担当役員を委員とする3名で構成している。



議決権行使

議決権行使基準の改定／対話や企業の状況を踏まえた議決権行使の状況

原則
3,4,5

議決権行使基準の改定（2026年4月1日付）

- 当社は受益者の中長期的な投資収益向上のため、議決権行使基準を毎年見直している。2026年4月の改定では、以下、基準の明確化・整理を行った。
 - ✓ 取締役選任議案について、一部基準（業績基準、政策保有株式基準、キャッシュリッチ基準）に抵触した場合における反対対象者の見直し
 - ✓ 監査役選任議案について、社外監査役の減員に関する基準の見直し
 - ✓ 役員報酬議案について、業績基準抵触時及び不祥事発生時の監査役報酬増額時の取扱いの見直し
 - ✓ 財団などへの自己株式抛出に関して、議決権の取扱い（不行使とすること）を明確にするよう見直し
 - ✓ その他、適用場面が限定的な基準の廃止など、実態に沿った見直し
- 併せて、基準改定の背景や、各基準における基本的な考え方について、開示を拡充した。

対話や企業の状況を踏まえた議決権行使の状況（基準と異なる判断の状況）

- 当社は、対話と議決権行使の一体運用を重視しており、基準に抵触した場合でも、対話や企業の取組み状況などを踏まえ、改善方針や進捗状況を確認し、議決権行使に反映している。
- 2024年には、全上場企業における業績（ROE）基準の5%適用、政策保有株基準の新設など、大きな改定を実施。基準に抵触する企業との対話では、改善に向けた取組みの状況などについて、議論を継続してきた。

- 主な議決権行使基準に抵触した企業のうち、対話・個別の状況を踏まえ、基準と異なる判断を行った企業の比率は、下記の通りとなっている。
- なお、政策保有株式は、基準と異なる判断を行った比率が上昇。これは、企業の取組みが進展し、抵触する企業自体が減少する中で、現時点でなお抵触している企業は政策保有株式の規模が大きく、縮減に一定の時間を要するケースが多いためと考えている。当社は、縮減方針や縮減実績などを踏まえて、計画的な縮減が企業価値向上に資すると判断した場合は個別に判断している。

【2025年4-6月総会】

- ✓ 業績基準：約30%
- ✓ 政策保有株式基準：約30%



【2026年4-6月総会】

- ✓ 業績基準：約30%
- ✓ 政策保有株式基準：約40%

記載の拡充を含め、議決権行使基準の詳細は当社Webサイトをご覧ください

https://www.tr.mufg.jp/new_assets/houjin/jutaku/pdf/unyou_kabu_12_pdf.pdf

議決権行使

業績（ROE）基準の引き上げ<2027年4月適用>

原則
3,4,5

業績（ROE）基準の引き上げに向けた取組み

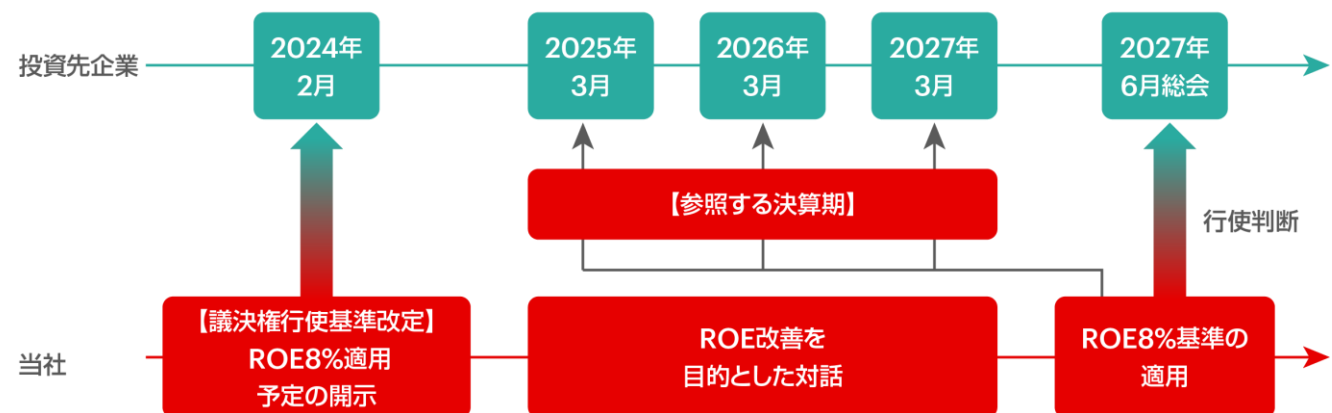
- 当社は、2024年2月に、「2027年4月からTOPIX500構成銘柄を対象に『ROE8%・PBR1倍』」の評価基準を適用する方針を公表。
- 業績（ROE）基準については、2015年に1.5%から5%に基準引き上げ、2019年に評価期間を5年から3年に短縮化するなど、段階的に求める水準を高めながら取り組んできた（図1）。
- 2026年7月に開示されたコーポレートガバナンス・コード改訂は、投資家に対しても「緊張感ある信頼関係」に基づく対話の深化を求めている。ROE改善に向けた取組みには時間を要するものと考えられる中で、当社は基準適用までの期間を活用し、対話を通じて改善に向けた認識共有を図る取組みを進めてきた（図2）。
- ROE8%基準について、仮に2024年3月⇒2026年3月時点のデータで見ると、抵触企業数は4割⇒3割へと減少している。稼ぐ力の改善や、資本コストGAPモデルで紹介する例（⇒P57）のように、資本コストの認識が投資家と企業で一定のレンジで共有できる事例が増えていることもあり、企業の取組みが進展したものと考えている。今後も、企業価値向上や稼ぐ力の強化につながる取組みやガバナンスについて、継続的な対話を実施するとともに、対話の内容を議決権行使判断に反映させていきたいと考えている。

図1：業績（ROE）基準

	2010年	2015年	2019年	2024年	2027年
改定内容	ROE基準導入 (1.5%)	ROE基準引き上げ (1.5%→5%)	ROE評価期間 (5年連続→3年連続)	ROE業種基準 (業種考慮→撤廃)	ROE基準引き上げ※ (5%→8%)

※TOPIX500構成企業が対象、PBRも考慮

図2：基準改定に伴う、対話と議決権行使の一体運用の取組み



※ 3月決算、6月総会の企業を想定して記載したもの

議決権行使

エンゲージメント実績（議決権行使専門部署）

原則
3,4,5

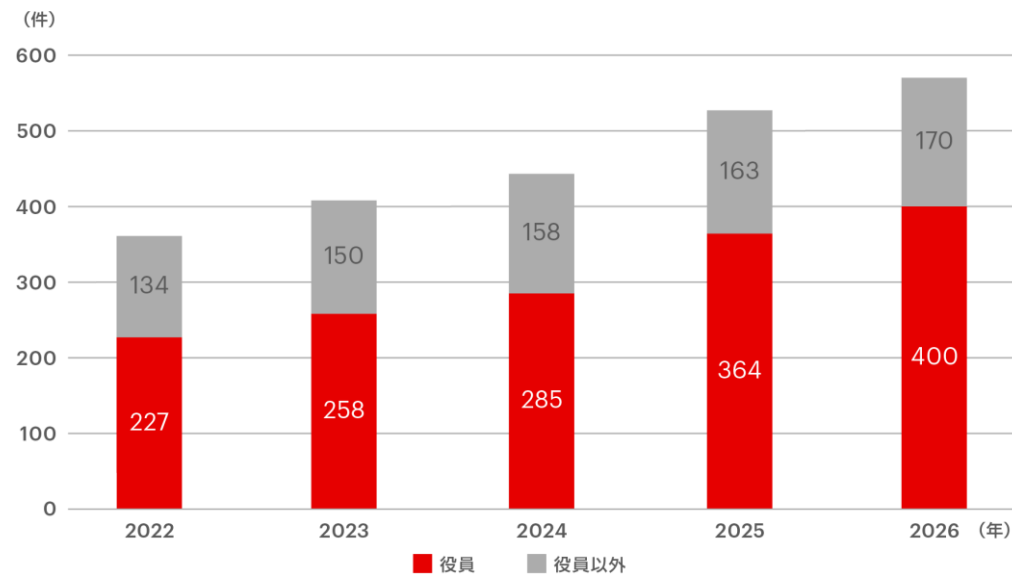
570件の対話を実施

- 2025年7月～2026年6月期における、スチュワードシップ推進室の対話件数は570件となり、前年度の527件から8%増加。
- 役員との対話件数は前年度比10%増加しており、企業側の関心の高さがうかがえる。
- 従前より継続的に対話を行っている企業とは、議決権行使結果をフィードバックの上、対話を継続している。

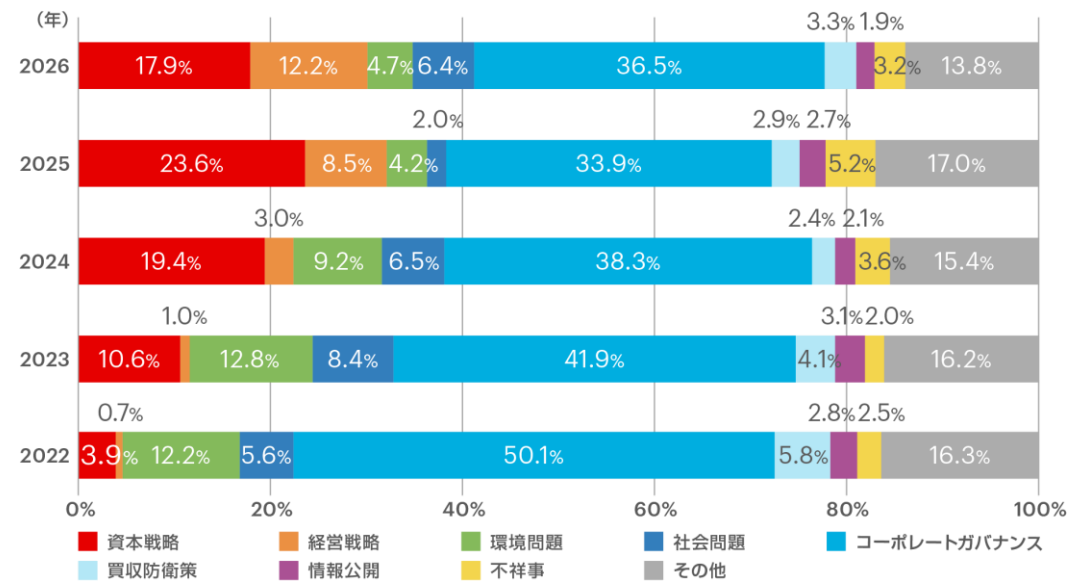
企業価値向上に資する対話を推進

- コーポレートガバナンスは引き続き最大のテーマであり、企業価値向上に向けた建設的な対話を継続。
- 資本戦略と経営戦略を合わせた対話割合は約30%となり、2022年の約5%から大きく上昇している。2027年4月以降に予定されている議決権行使基準の業績基準引き上げを踏まえ、資本コストGAPモデルを活用し、資本効率や中長期的な成長戦略を主なテーマとして対話を行っている。
- 議決権行使に直接関係する内容に留まらず、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上に資する対話を、幅広いテーマで行っている。

【図1】エンゲージメント件数の推移



【図2】対話テーマの割合



議決権行使

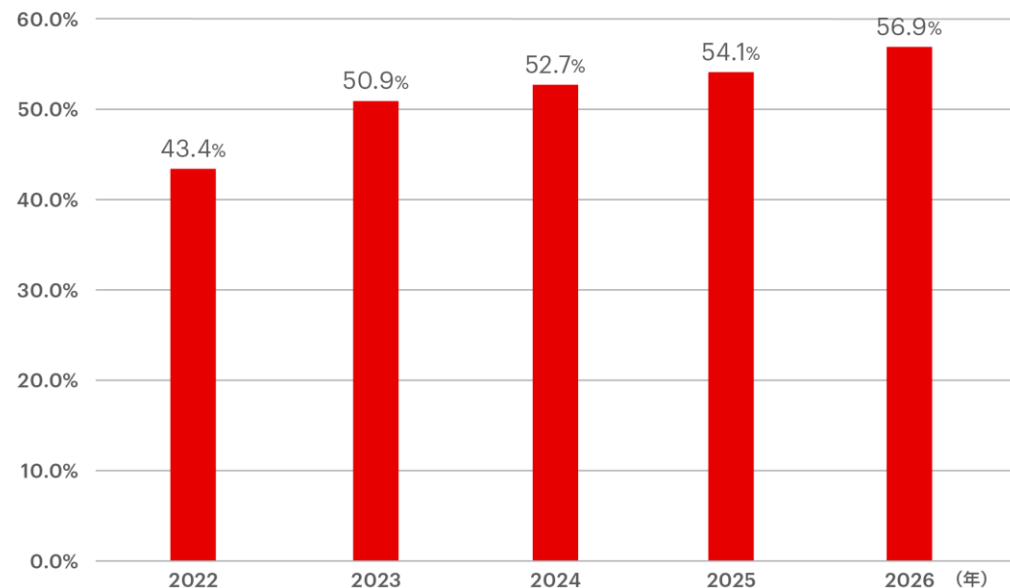
エンゲージメント実績（議決権行使専門部署）

原則
3,4,5

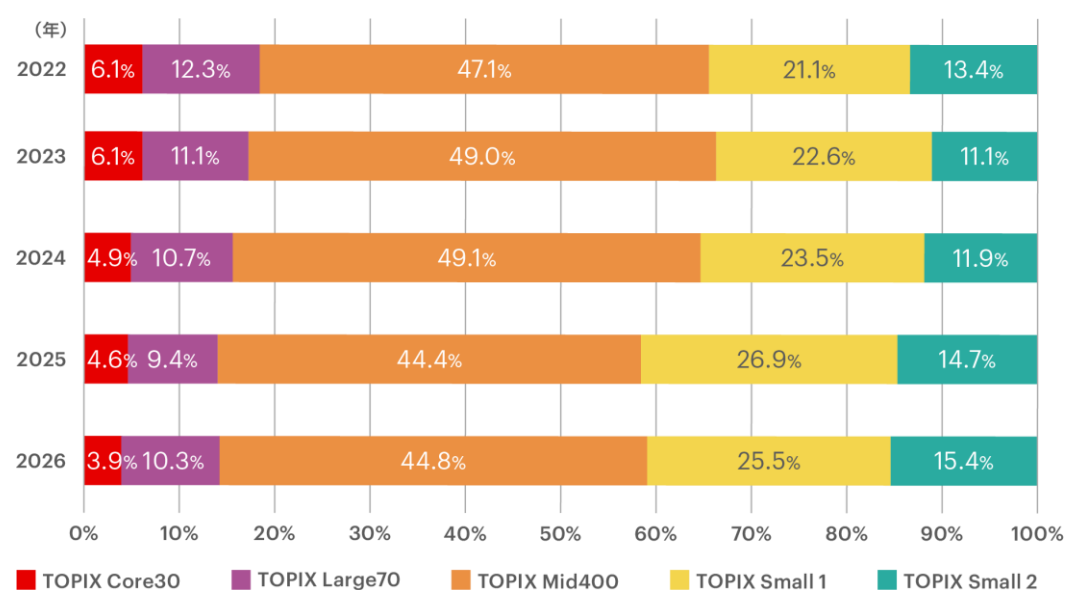
TOPIXの過半をカバーする幅広い対話

- ・スチュワードシップ推進室による対話の、TOPIX全銘柄におけるカバー率は56.9%。
- ・TOPIXニューインデックス区分では、前年と同様にCore 30に属する企業との対話割合が減少する一方で、TOPIX Smallに属する企業との対話割合が高水準で推移。
- ・2027年4月以降に予定されている議決権行使基準の業績（ROE）基準引き上げを意識した対話に加え、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を受け、投資家との対話を重視する傾向が続いていることが確認できる。

【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



議決権行使

国内株式の議決権行使結果（2025年7月～2026年6月）

原則
5

議決権行使の概況

- 個別議案の行使判断にあたっては、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し、自らの責任と判断のもと行使。なお、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行使する。
- 2025年7月から2026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1,754総会、議案数は合計17,410件あり、会社提出議案17,093件に対して賛成15,037件、反対2,056件の議決権行使を行った。
- 株主提出議案317件に対して賛成23件、反対294件の議決権行使を行った。
- 業績基準（低ROE）及び政策保有株式基準において、企業の取組みが進展したことにより、取締役選任議案及び全議案ベースの反対比率が低下した。
- 親子上場基準に抵触する企業の上場廃止が進展したことから、当該基準による反対比率が低下した。

会社提案		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	反対比率前年比
会社機関に関する議案	取締役の選解任	12,079	1,876	0	0	13,955	13.4%	-2.6%
	監査役の選解任	748	78	0	0	826	9.4%	-1.6%
	会計監査人の選解任	27	0	0	0	27	0.0%	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬※1	592	24	0	0	616	3.9%	-1.0%
	退任役員の退職慰労金の支給	0	33	0	0	33	100.0%	0.0%
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	1,093	5	0	0	1,098	0.5%	-0.8%
	組織再編関連※2	26	0	0	0	26	0.0%	0.0%
	買収防御策の導入・更新・廃止	14	36	0	0	50	72.0%	-17.5%
	その他 資本政策に関する議案※3	69	0	0	0	69	0.0%	0.0%
定款に関する議案		383	3	0	0	386	0.8%	0.8%
その他の議案		6	1	0	0	7	14.3%	-25.7%
合計		15,037	2,056	0	0	17,093	12.0%	-2.3%

※1 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与など

※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		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	反対比率前年比
合計		23	294	0	0	317	92.7%	1.7%

※ 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

会社別議案別行使状況（個別開示）については、当社Webサイトをご覧ください
https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship.html

議決権行使

外国株式の議決権行使結果（2025年7月～2026年6月）

原則
5

議決権行使の概況

- ・外国株式における個別議案の判断にあたっては、国ごとのガバナンス慣行を踏まえた上で、企業価値の長期的拡大の観点から、慎重に検討を行う。
- ・2025年7月から2026年6月に開催された株主総会の数は3,080総会、議案数は合計33,310件あり、会社提出議案32,183件に対して賛成28,619件、反対3,564件、株主提出議案1,127件に対して賛成656件、反対471件の議決権行使を行った。
- ・会社提案議案合計の反対比率は11.1%（前年比+2.3%）と、前年実績と比べ上昇した。中国において、組織再編に関する定款の一部変更議案や、「その他の議案」に分類される取締役規程などの議案が増加した。これらの議案について、提案内容の詳細開示が不十分であることなどを理由とした反対行使が増加したため、反対比率が上昇した。
- ・株主提案議案合計の反対比率は41.8%（前年比+4.0%）と、前年実績と比べ上昇した。前年、中国において、支配株主による新株発行・増資議案や監査役選任議案が多数上程され、特段の問題が見られなかった議案については賛成行使とした。本年はこれらの議案数が減少したことに伴い、株主提案議案全体の件数が減少した一方で、反対行使件数は前年とほぼ変わらなかったため、反対比率が上昇した。

会社提案		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	反対比率 前年比
会社機関に関する議案	取締役の選解任	11,963	889	0	0	12,852	6.9%	0.7%
	監査役の選解任	211	44	0	0	255	17.3%	10.8%
	会計監査人の選解任	1,824	99	0	0	1,923	5.1%	3.8%
役員報酬に関する議案	役員報酬 ^{※1}	3,178	544	0	0	3,722	14.6%	0.6%
	退任役員の退職慰労金の支給	21	6	0	0	27	22.2%	-5.6%
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	1,275	9	0	0	1,284	0.7%	0.3%
	組織再編関連 ^{※2}	245	4	0	0	249	1.6%	-0.4%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	9	1	0	0	10	10.0%	-1.1%
	その他 資本政策に関する議案 ^{※3}	2,937	581	0	0	3,518	16.5%	1.1%
定款に関する議案		1,122	555	0	0	1,677	33.1%	7.9%
その他の議案		5,834	832	0	0	6,666	12.5%	3.2%
合計		28,619	3,564	0	0	32,183	11.1%	2.3%

※1 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与など

※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		賛成	反対	棄権	白紙委任	合計	反対比率	反対比率 前年比
合計		656	471	0	0	1,127	41.8%	4.0%

外国株式 会社別議案別行使状況（個別開示）については、当社Webサイトをご覧ください
https://www.tr.mufig.jp/houjin/jutaku/about_stewardship/voting.html

議決権行使

議決権行使にかかる議案判断① 企業価値向上に向けた対話と議決権の一体運用にかかる事例

原則
3,4,5

継続的に対話と議決権行使の一体的な運用を行っている事例

- 当社は、投資先企業の中長期的な企業価値向上を目的として、スチュワードシップ活動を実施している。投資先企業との対話を通じて、企業価値向上に向けた課題認識や取組みの進捗を確認し、その内容を行使判断に反映している。また、一度の行使判断で完結するのではなく、その後も継続的に対話を行い、取組み状況や企業価値への影響を確認しながら判断を見直している。

A社（銀行業）

【2024年6月総会】

- 同社はROE基準に抵触。ROE改善に向けた今後の方針として、2026年3月期のROE目標を6%と開示していた。当社は、資本コストGAPモデルを活用し、当社が推定する株主資本コストを提示した上で、投資家の考える資本コストを意識する必要性について議論を行い、目標とするROE水準を見直すための働きかけを行った。
- その後、同社は、投資家の目線を反映した株主資本コストの開示を行い、中長期的にそれを上回る水準のROEを目指す旨を公表。
- ROE基準に抵触していたものの、資本コストを意識し収益性向上に向けた取組みを推進する現経営陣に託すことが合理的と判断し、取締役選任議案に賛成行使。

【2025年6月総会】

- 同社が掲げた収益性向上に向けた取組みを行った結果、金利上昇といった事業環境の変化もあり、2025年3月期のROEが5%を上回ったため、当社基準に則り、取締役選任議案に賛成行使。

【2026年6月総会】

- ROE基準を充足しており、取締役選任議案に賛成行使。同社は、同社の株主資本コストを踏まえ、さらに中計の諸施策にてROEの改善に取り組む方針であり、引き続き、進捗を確認の上、対話を継続する。

B社（繊維製品）

【2024年6月総会】

- 同社はROE基準及び政策保有株式基準に抵触。2023年に経営体制を変更し、中期経営計画の見直しを実施。成長戦略や構造改革の発現に向けた取組みを進めるとともに、自己株式取得を通じた資本効率の改善を組み合わせることで、ROEの改善を目指す方針としていた。
- 政策保有株式についても縮減の必要性を認識し、縮減目標を掲げて取り組む方針としていた。
- そのため、収益性向上に向けた取組みを推進する現経営陣に託すことが合理的と判断し、取締役選任議案に賛成行使。

【2025年6月総会】

- 引き続きROE基準及び政策保有株式基準に抵触。一方で、昨年を示していたROE改善方針に沿って、ビジネスモデルの変革や保有資産の売却といった具体的な取組みを進めている旨を確認。政策保有株式についても、売却の合意ができた企業の株式を順次売却するなど、目標の達成に向けた縮減を進めていた。
- これらの取組みを踏まえ、改善に向けた実行力を有する現経営陣に引き続き託すことが、企業価値向上に資するものと判断し、取締役選任議案に賛成行使。

【2026年6月総会】

- 2026年3月期のROEが5%を上回り、ROE基準を充足。政策保有株式基準には引き続き抵触したものの、同社の縮減状況を踏まえ、改善に向けた取組みを進める現経営陣に託すことが、企業価値向上に資するものと判断し、取締役選任議案に賛成行使。

議決権行使

議決権行使にかかる議案判断② 株主提案（株主還元）／買収防衛策

原則
3,4,5

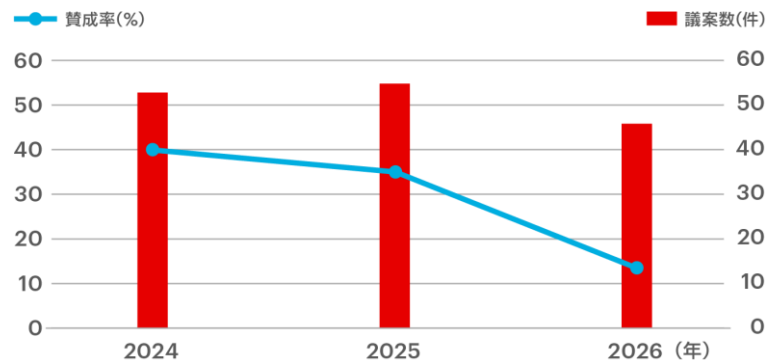
株主還元を求める株主提案

株主還元を求める提案への考え方

- 当社の議決権行使基準では、株主提案についても考え方を開示している。
- 株主還元を求める提案においては、過剰な資本を有し、株主提案の配当や自己株式取得を実施しても財務の健全性上問題なく、資本効率性が向上することで企業価値向上に資すると考えられる場合、原則賛成することとしている。

当社の行使状況

- 株主還元を求める提案に関する、当社の行使状況は下図の通り。
- 議案数に大きな変化はないものの、当社が賛成した議案の比率は減少傾向にある。
- 提案を受ける企業は、資本効率に関する課題が指摘されている企業が多い。一方で、東京証券取引所が要請した「資本コストや株価を意識した経営」の後押しもある中、提案を受けた企業においても、資本効率改善に向けた取組みが進展している。
- 足元では「稼ぐ力」の強化が企業価値向上に向けた論点となっている。資本効率の改善に向けては、株主還元のみならず、成長投資や事業ポートフォリオの見直しなども重要な選択肢であると考えている。企業価値向上と稼ぐ力の強化につながる取組みやガバナンス体制について企業と対話させていただき、行使判断に反映していく方針。



買収防衛策

買収防衛策に関する行使基準

- 当社では、買収防衛策の導入は経営規律が弱まることで資本コストが上昇し結果として企業価値を毀損する可能性があるため、平時から企業価値向上の取組みを継続し時価総額に反映されることが有効な買収防衛につながると考えている。
- 事前警告型買収防衛策については、①取締役会の構成、②導入の必要性の観点で問題があると判断する場合は、原則として反対する。
- いわゆる有事において導入される買収防衛策は、上記の基準によらず、個別に判断することとしている。

今年度に行った判断事例

- 今年度においては、特定の買付者を対象とするなど、一般的な事前警告型買収防衛策の導入・更新とは異なる状況にあると見受けられる事案が多く、それらの議案については個別に判断を行った。
 - ✓ 会社側の企業価値向上に向けた取組みと、買付者側の提案内容・主張などを比較検討し、買収防衛策の導入に合理性があると判断した事案においては、賛成した。
 - ✓ 会社の状況や導入する目的に鑑みて、必要性が認められないと判断した事案においては、反対とした。

議決権行使

個別の判断事例③ 不祥事にかかる判断

原則
3,4,5

不祥事に関する判断事例

・当社は、企業活動において不祥事の発生を完全に回避することは容易ではないが、実効的な内部統制を通じて不祥事を早期に把握し是正につなげることが重要であると考えている。また、その実効性を確保する上で社外取締役が担う役割を重視している。社外取締役には、経営陣から独立した客観的な立場で監督を行うことで、取締役会としての監督機能向上に貢献することを期待している。

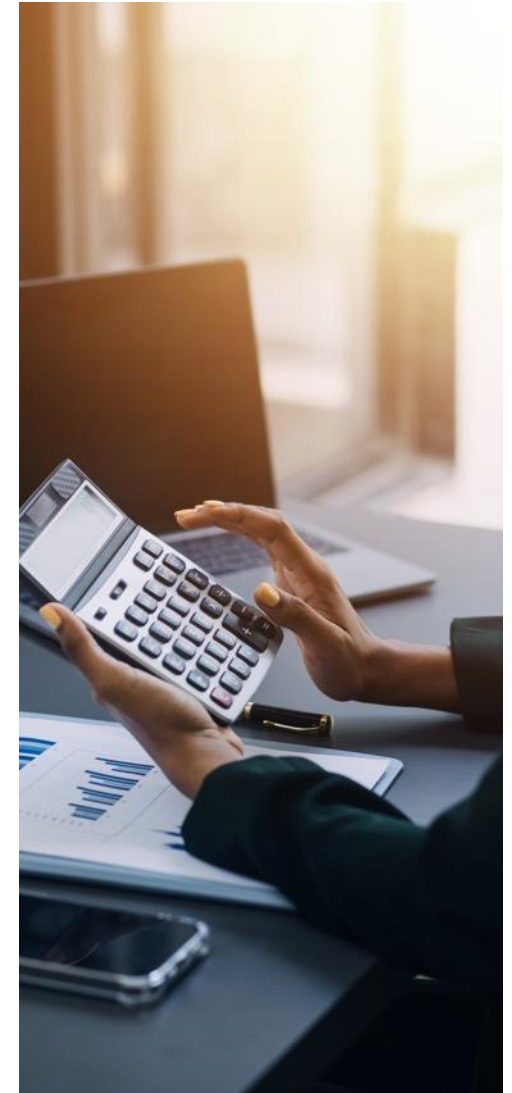
- ・当社の議決権行使基準では、不祥事の発生により経営上重大な影響が出ていると判断する場合、代表取締役及び必要に応じて責任があると考えられる候補者の再任に反対としている。なお、取締役会全体として重大な懸念がある場合には、取締役全員の再任に反対する。
- ・議決権行使で反対した企業のみならず、議決権では反対には至っていないものの、問題があると考えられる企業については、継続的なモニタリングや必要に応じて対話を実施している。

会計不正事案

- ・本年度、複数の投資先企業において会計不正が発覚した。投資家は企業が開示する財務情報などを基に投資判断を行うことから、その信頼性は資本市場の健全な機能を支える重要な基盤であり、当社は会計不正を、こうした情報の信頼性を損なう重大な問題であると捉えている。
- ・本年度発生した会計不正事案の態様は各社で異なるものの、一部の企業については、人事・報酬などに関する権限が経営トップに集中している中、高い業績達成が求められる環境が存在していた。当社は、このような状況が、不適切な会計処理の長期化と組織的拡大につながった一因であると捉えている。このような事案においては、取締役会による経営陣への監督が重要な役割を果たすと

考えている。本件では、不適切な会計処理が長期間にわたり継続し、組織的なものへと発展したことから、取締役会の監督機能が十分に発揮されていたとは評価できず、その実効性に重大な課題があったと判断した。以上より、取締役全員の再任議案に反対行使を行った。

- ・このような不祥事が発生した企業に対し、当社は議決権行使後も継続的な対話を行い、再発防止策の進捗や不祥事を踏まえた内部統制体制の変化を確認している。また、これらの施策や変化に関して、投資家による適切な評価が可能となるよう透明性の高い情報開示を求めている。



議決権行使

対話を踏まえた議決権行使事例

原則
3,4,5

対話のテーマ

対話概要

行使結果

1 A社 政策保有株	市場の株価が上昇する中、A社は多額の政策保有株式を保有。純資産比では50%弱を占めており、当社議決権行使基準に抵触。	政策保有株式の縮減目標は、策定時の株価が変動しない前提であり、足元の株価水準であれば厳しいものの、中計の資本収益性目標は政策保有株式を組み込んで計算しており、経営として縮減はコミットメントであることを確認。	株価の上昇により、A社の政策保有株式の保有額は増加したが、売却自体は方針通り進めており、縮減の取組みに変化がないことを評価し、賛成。
2 B社 社外取締役の 独立性	B社の取締役候補者には独立役員として指定されていない社外取締役候補者が含まれており、社外取締役の独立性の観点から当社議決権行使基準に抵触。	B社との対話において、自社基準により独立役員として指定していないが、東証ガイドラインの主旨には沿っており、他社での社外取締役としての経験を活かすことに期待して候補者としたことを確認。	当社は社外取締役候補者と対話を行ったことがあり、当該候補者の知見を活かすことが取締役会の監督機能強化に資するものと判断し、賛成。
3 C社 株主提案	自己株式取得を求める株主提案が上程された。自己資本比率は高水準で、資産の過半を現預金が占めている。当社キャッシュリッチ基準にも抵触しており、資本効率が課題。	C社の現預金は外貨建が多いため為替の影響を大きく受けるものの、運転資金や成長投資への配分後も現預金に余剰が残るため、株主提案の自己株式取得を実施しても財務上懸念がある水準ではない。	株主提案は、C社の資本効率が高まることにつながると考えられるため、賛成。

外国株式対話事例

D社	同社が年次総会において提案した、過去の気候関連株主決議事項撤回の承認を求める議案について、パリ協定との整合性やネットゼロ戦略の実効性を検証する開示の維持を求めるとともに、投資判断や資本配分と気候目標との関係に関する透明性確保について対話を実施。	総会前に、取締役会議長、ガバナンス責任者などと面談し、当該議案の内容について説明を求めた。特に、過去の決議事項の撤回後も継続される開示と廃止される開示の範囲、資本配分とパリ協定整合性を示す情報の取扱いについて質問。しかし、資本支出のパリ協定整合性評価など重要な将来志向の開示が廃止される可能性が明らかとなり、同社が経営戦略のパリ協定整合性を主張しながら、その根拠となる開示を縮小する点に懸念を表明。	対話を通じて懸念が十分に解消されなかったため、当該議案に反対。総会では同議案は否決された。その後も、パリ協定関連開示の維持を求める立場から同社への働きかけを継続。
----	--	---	---

※ 外国株式のスチュワードシップ活動はアバディーン、MUAM（UK）と協働しており、外国企業との対話は両社に委託。上記はアバディーンに委託した対話事例

議決権行使

課題と今後の方向性

原則
5

取締役会の監督機能強化

- 経営資源の配分や事業ポートフォリオに関する戦略の実行を含めた企業の持続的成長にあたって、取締役会による経営執行の監督機能強化がこれまで以上に求められる中、実効性の高い監督のためには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られる。
- そのためには独立社外取締役の果たす役割は重要であり、全ての上場企業において独立社外取締役が少なくとも取締役会の1/3以上占めることが必要かつ、独立社外取締役は経営戦略を監督するために必要な知見や能力を備えた人材で構成されることが重要と考えている。
- より監督機能を重視した委員会型の機関設計の取締役会においては、社外取締役が取締役会の過半を占めることが望ましいという考え方もあるため、取締役会は経営陣との役割分担を踏まえ、取締役会が果たすべき監督機能を十分に発揮できる構成を検討いただきたいと考えている。
- 加えて、取締役会はジェンダーや国際性、職歴、年齢などの観点から多様かつ経営執行を監督するために必要な知見や能力を備えた人材で構成されることが望ましいと考えており、ジェンダーの観点で2024年に1名以上の女性取締役を求める基準を導入した。



政策保有株式

- 株式の政策保有は、非効率な資本管理や経営に対する規律の低下につながる懸念があるため、縮減を進めるべきと考えており、2024年に議決権行使基準（純資産対比で20%）を導入した。
- 足下、多くの企業が売却を進めていただいている。また、基準に抵触した企業においても縮減が着実に進展していると判断した際には、基準と異なる判断を行っている（その比率はP41に記載）。なお、20%を下回れば十分というものではなく、資本効率の改善に向けて縮減を継続していただきたいと考えている。

議決権行使基準の検討

- 1年間の当社の行使結果や、企業の取組み状況、業界の動向などを踏まえ、現行の当社基準が適切な水準であるかについて、毎年検証を行っている。独立社外取締役の比率や女性取締役の選任、政策保有株式の保有割合はその主要なトピックであり、基準の見直しに関する議論は継続的に行っている。
- P42に示したROE水準の引き上げについては、投資先企業が改善に向けた取組みに相応の時間を要することを踏まえ、予め当社の考え方を開示した。
- 今後とも、大きな基準の改定を行う際には、当社の考え方を予め明確に示すとともに、投資先企業との「緊張感のある信頼関係」の構築に努めていきたいと考えている。



スチュワードシップ活動の 実効性向上に向けた取り組み

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

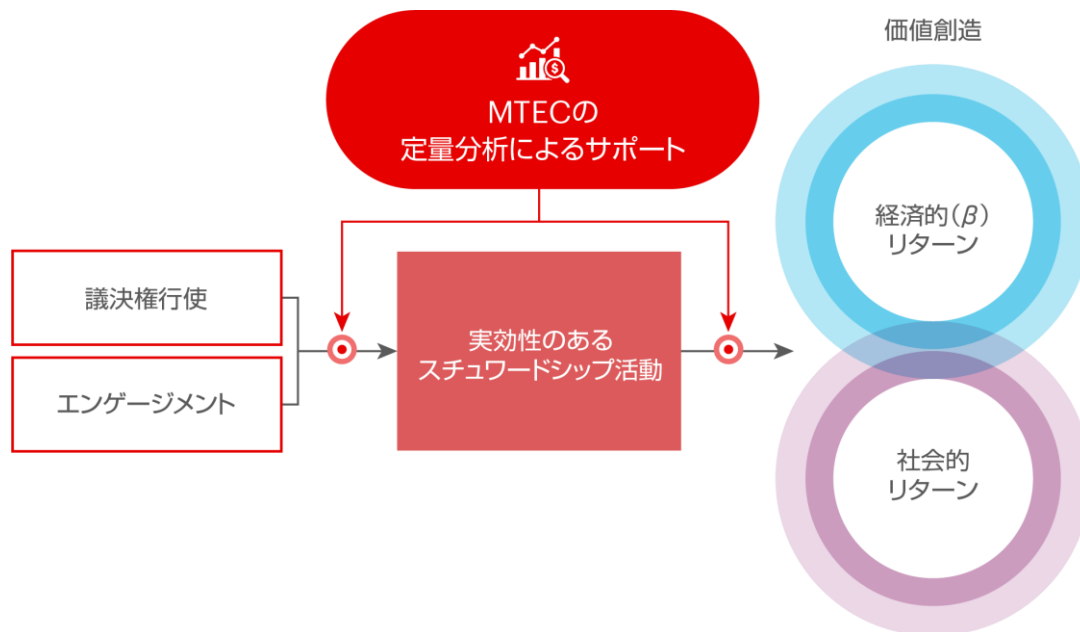
MTECとの協働研究の狙いと振り返り

原則
7

協働研究の狙い

- 当社は、スチュワードシップ活動の実効性を高めるため、MTECと協働して、議決権行使・エンゲージメント活動を支援するモデルやツール開発のほか、各活動の定量的な効果検証を行い、当社のスチュワードシップ活動に活用・反映している。
- 半期毎にテーマを絞り、継続的に研究を実施しており、次項以降で2022年以降の主な分析の概要を紹介する。

スチュワードシップ活動を通じた価値創造



これまでの協働研究テーマの振り返り

2022

- 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
- 企業がESG課題に取り組むことにより、企業価値や株価にどのような影響があるのか分析

2023

- 資本コストGAPモデルを開発（⇒詳細は次項〜）
- 議決権行使や当社の議決権行使基準の公表が、企業のガバナンスや財務に改善効果をもたらすかを検証

2024

- 資本コストGAPモデルの改良
- 中小型企业とのエンゲージメントを効果検証
- ESG投資におけるESG要因を見える化

2025

- 取締役会スキル・マトリックス分析

2026

NEW

- 対話を通じた資本コストGAPの変化モニタリング
- エンゲージメント効果に関する検証のアップデート（⇒詳細はP58〜）

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

資本コストGAPモデル①

原則
7

資本コストGAPモデルの開発（2023年）

- 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、PBR1倍割れを招いてしまっている。
- 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上で有効であると考えている。

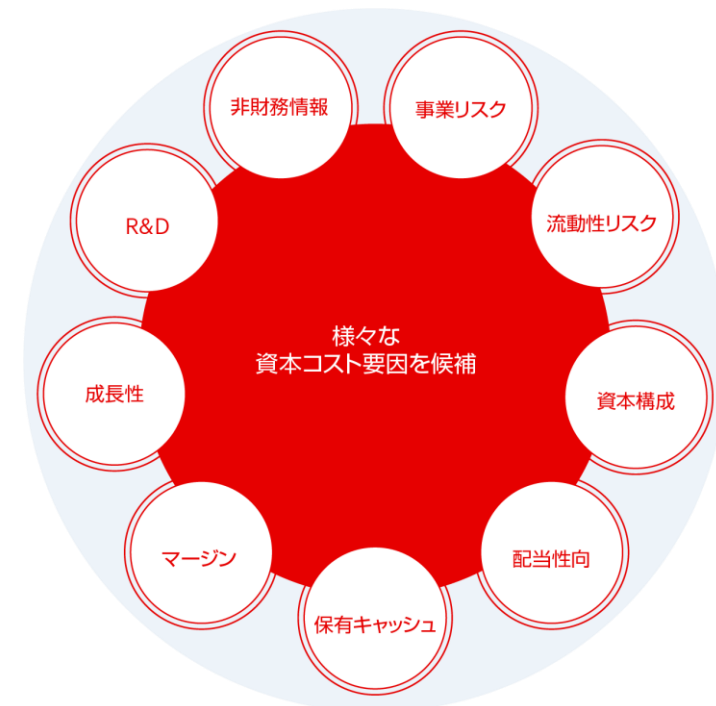
資本コストGAPモデルの概要

- 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上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。
- 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）

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

【図2】様々な指標を資本コスト要因として組み込み



スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

資本コストGAPモデル②

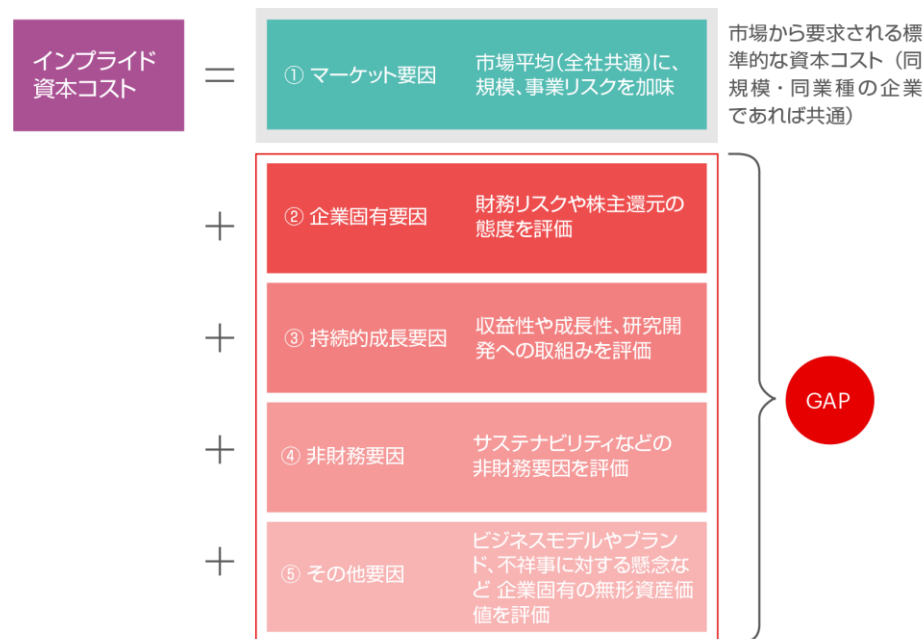
原則
7

資本コストGAPモデルの概要

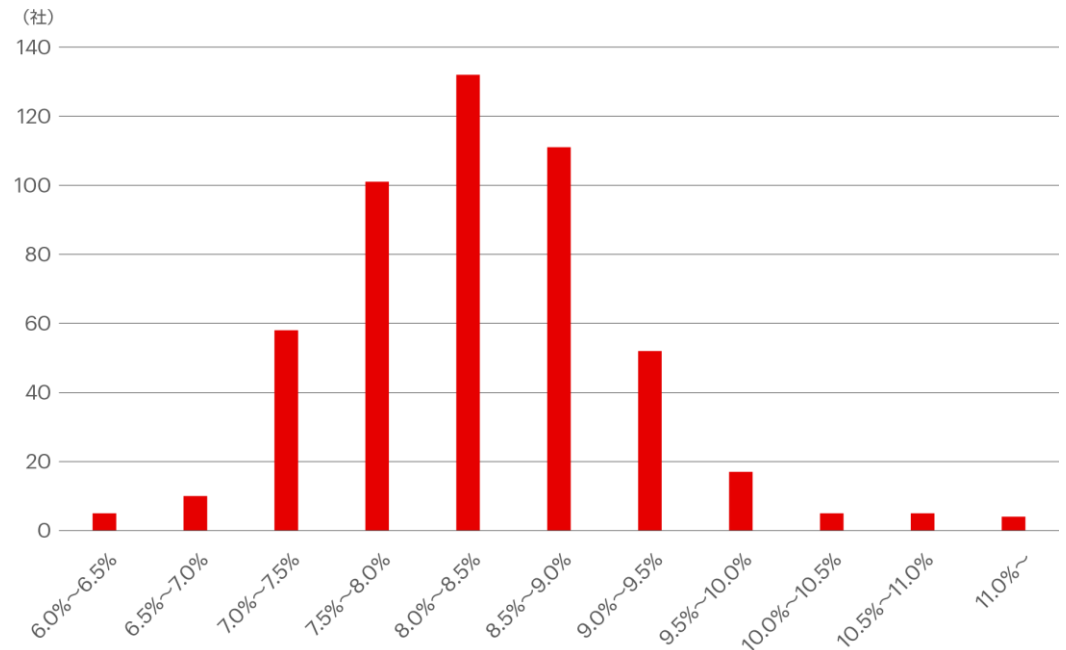
- 前頁で説明したこれらの要素を図3のようにいくつかの要因に分解して定義した。
- まず、市場から要求される標準的な資本コストとして、「①マーケット要因」を定義した。市場平均の資本コストに、規模（流動性リスク）、事業リスクを加味したものであり、同規模・同業種の企業であれば共通である。従って、企業側でコントロールできない要因と考えている。

- 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。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おり、エンゲージメントの際のポイントとなる部分である。
- 図4では、TOPIX採用企業の中で時価総額順位の上位500銘柄を対象に、上記モデルで算出した資本コストの水準別の企業数を集計した。7.5～9.0%程度に344銘柄が集中しており、投資家の目線としては、半数以上の企業が8.0%程度であることを示している。

【図3】インプライド資本コストの要因分解



【図4】インプライド資本コストの水準別企業数（2026/6月末、TOPIX上位500銘柄）



スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

資本コストGAPモデル③

原則
7

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A社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。

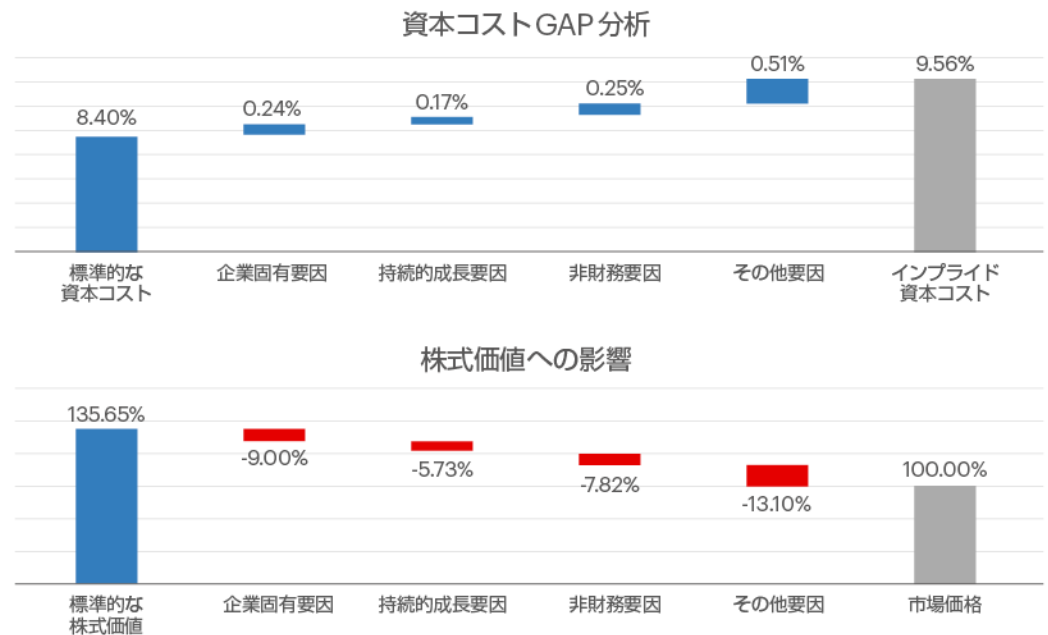
【会社A】

- ・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：サステナビリティ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8.40%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。

【図5】会社Aのケース



非財務要因の評価項目を拡充（2024年）

- ・企業からの非財務情報に関する開示の充実が進む中、当初作成モデルでは「非財務要因」がサステナビリティ関連や気候変動関連の評価項目に偏っていたものから「統合報告書」「CG報告書」「従業員の声※」などのテキスト文章から抽出された項目を追加した。
- ・この改良は、テキスト情報を対象としている点で難易度が高く、「文章読込」から始まり

「内容理解」「情報抽出」では自然言語処理の技術を活用し、各企業の記載内容を機械的に読み解く試みを行っている。その後、資本コストへの影響が統計的に有意かを分析し、またエンゲージメントを行うアナリストと定性的な解釈について議論を重ねた上でモデル改良に至った。

※ OpenWork株式会社の社員クチコミデータ

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

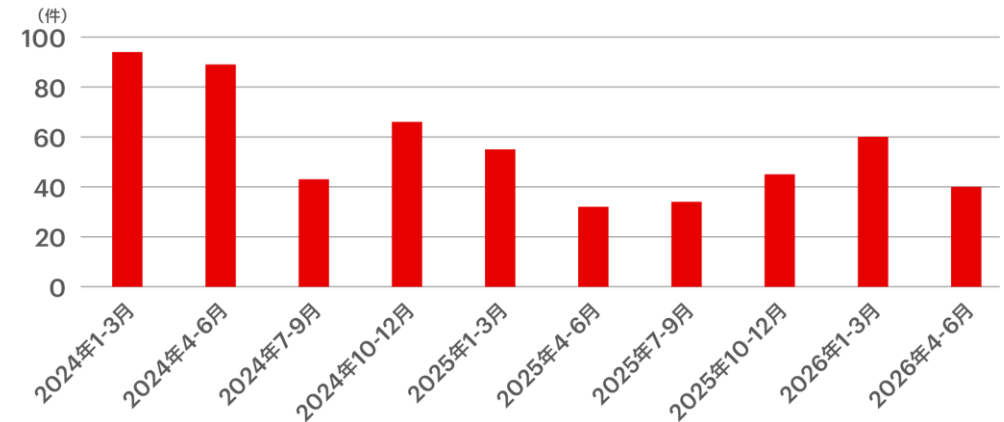
資本コストGAPモデルの活用状況

原則
3,4,7

資本コストGAPモデルを活用した対話の実施状況

- 2025年7月～2026年6月までの期間において、資本コストGAPモデルを活用した対話を179件実施。昨年実績の196件（2024年7月～2025年6月）と比較して減少したが、本モデルを使用して新規にアプローチする企業が減少すること背景にあると考えている。一方で、本モデルを継続的に活用し、企業と課題認識の共有につながった事例も見られた（下記の対話事例②）。
- 今後とも企業との対話の実効性向上に向けた有効なツールとして活用するとともに、使用中での気づきを踏まえて、継続的にモデルのブラッシュアップを図る。

資本コスト GAP モデルを活用した対話件数



対話事例①（機械）

目的・問題意識	ROEは長らく5%を下回る水準で推移。現在の中期経営計画では27/3期にROE 8%を目標に掲げているが、達成のハードルは高い。資本コストをより強く意識した経営が求められる。
対話・反応	資本コストGAPモデルによる分析結果を提示し、資本コストのギャップとなっている要因が、過去の業績未達によるマネジメントへの信頼低下、中長期的なEVシフトによる不透明感などであることを指摘。同社からは目指すべきROE水準が明確になったこと、資本コスト上昇要因への納得感などが示された。
成果・課題	他社の資本コスト低下につながった事例も紹介し、同社の強い関心を引いた。資本効率の向上や不採算ビジネスの縮小・撤退をすでに計画しているが、より一層踏み込んだ資本政策や事業ポートフォリオ改革の実行が必要であることの認識を共有できた。
自己評価・今後の方針	目指すべきROE水準は明確化されたため、今後はその実現に向けた事業構造改革や財務戦略などの具体的な内容について議論を深めていく方針。

対話事例②（パルプ・紙）

目的・問題意識	当社資本コストGAPモデルでは、同社の資本コストを11%弱と推定。1年前の対話時と比べ上昇しており、資本コストの上昇要因について深掘りした議論が必要と考えた。
対話・反応	当社資本コストGAPモデルによる同社の資本コストの推計値は11%弱となっており、国内外の業績に対する懸念が高水準である要因の一つとなっているのではないかと伝え、資本コスト低減に向けた取組みについて議論。
成果・課題	国内では構造改革による固定費削減が進み、一定の業績改善は見られるものの、海外子会社の赤字が資本コスト高止まりの要因となっている。
自己評価・今後の方針	継続的な対話により、資本コスト低減に向けた課題は共有できたと評価。今後は、海外子会社の黒字転換に向けた具体的な取組みや実現までの時間軸について対話を継続する方針。

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取り組み

対話を通じた資本コストGAPの変化モニタリング①

本研究の狙い

- 前述の通り、当社では、資本コストGAPモデルを用いたエンゲージメントを継続的に実施。
- 当社が対話を行った企業の資本コストGAPが改善されているかをモニタリングすることは、対話の実効性向上の観点で重要と考えている。
- 併せて、継続的なモニタリング体制の構築自体も必要と考えており、モデルの構築を目指す。

過去のモデルを再検証

- 今回の目的に沿った研究手法の検討にあたり、まずは既存モデルの再検証を行った。（図1）
- これまでの分析と異なり、今回、継続的なモニタリングを意図している中で、既存モデルの特徴として
 - ✓ 年単位の集計となっているが、より精度を高めたい
 - ✓ 初回エンゲージメントのみを扱うが、2回目以降のエンゲージメントも参照したい
 - ✓ 選択バイアスが補正されていない
- といった点が挙げられるため、異なるモデルを検討。

逆確率ウェイト周辺構造モデル（IPW-MSM）による効果推定

- 今回の趣旨に沿ったモデルとして、逆確率ウェイト周辺構造モデル（IPW-MSM）を採用した。（図2）
- 選択バイアスの補正（＝エンゲージメント対象企業の偏り）を補正するため、「逆確率ウェイト」を活用。
- 逆確率ウェイトの効果が発揮される例として、以下が挙げられる。
 - ✓ 一般的に時価総額が大きい企業は投資家のエンゲージメント対象となりやすい中、ある企業へのエンゲージメント回数が少ない場合、エンゲージメントの効果を測定する際、同社のウエイトを高くする。
 - ✓ 一般的に時価総額が小さい企業は投資家のエンゲージメント対象となりにくい中、ある企業へのエンゲージメント回数が多い場合、エンゲージメントの効果を測定する際、同社のウエイトを高くする。
- 全ての投資先企業へエンゲージメントを行うことは実務的に難しい中、このような補正を行うことで、偏りなくエンゲージメントを行った場合の平均的な効果を推定することが可能となる。

（図1）

	①シンプルな DIDモデル (Hidaka, et al. 2023)	②累積エンゲージメント DIDモデル (当社 責任投資報告書 2022)
エンゲージメントの 集計単位	銘柄×年	銘柄×年
介入イベントとして用いる エンゲージメント	初回のみ	2回目以降も用いる
選択バイアス対策	なし	なし
使用サンプル	全て	全て

※ DIDモデル…Difference in Differences 対話を行った企業への効果を測る際に有用

（図2）

	IPW-MSM
エンゲージメントの集計単位	銘柄×四半期
介入イベントとして用いる エンゲージメント	2回目以降も用いる
選択バイアス対策	逆確率ウェイト
使用サンプル	全て

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

対話を通じた資本コストGAPの変化モニタリング②

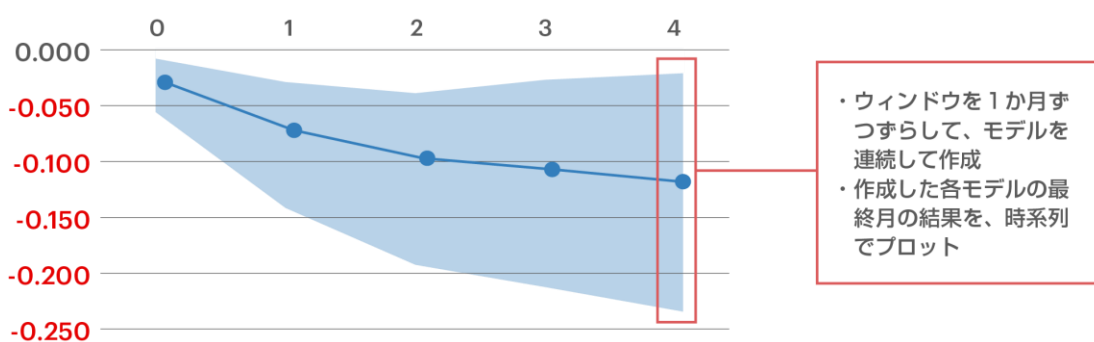
逆確率ウェイト周辺構造モデル（IPW-MSM）でモニタリングするデータの詳細

- 分析期間のうち、5年間をウィンドウとし、各エンゲージメントから4四半期先までの影響を計測（図3-1）
 - ✓ 5年間のウィンドウ1つにつき、モデルが1つ推定され、その5年間の平均的なエンゲージメント効果が測定される（図3-2）
 - ✓ このウィンドウを1ヶ月ずつずらすことで、時系列でのエンゲージメント効果の変化を検証（図3-3）
- このような形で、エンゲージメントを実施したことに伴う、4四半期先までの資本コストGAPの累積変化幅をモニタリングしていく

（図3-1）【モニタリングするデータの時間軸】



（図3-2）【ある期間での資本コストGAPへのエンゲージメント効果の推定値】

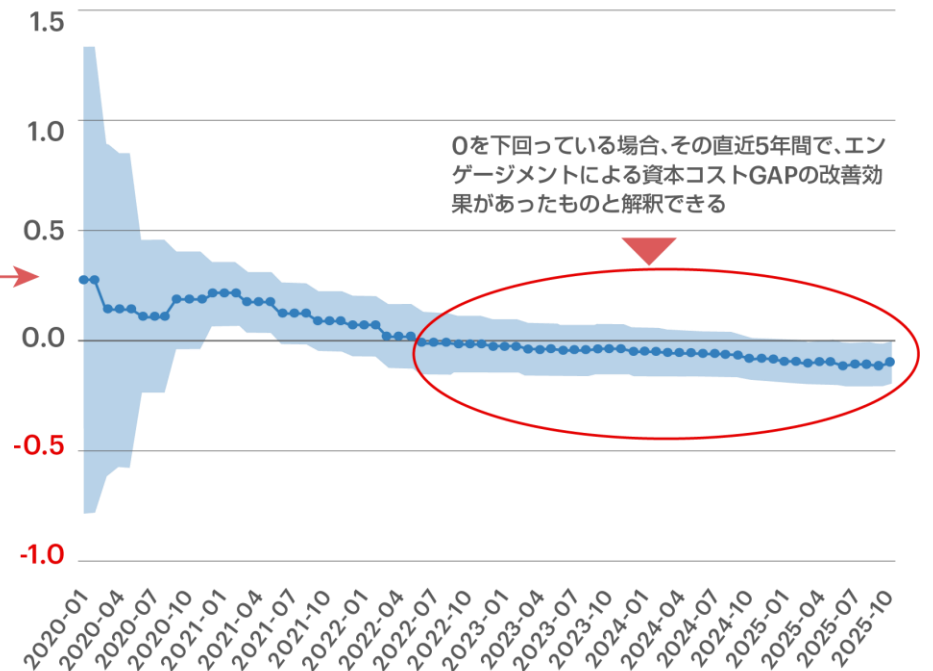


※ 水色の帯は95%信頼区間を表す

得られた結果と、今後の方針

- 図3-3は、0を下回っている場合、資本コストGAPの改善効果があったものと解釈できる。時系列で見ると、当社のエンゲージメントが、企業の資本コスト改善に寄与する傾向にあることが示唆される。
- 今後とも資本コストGAPの変化をモニタリングするとともに、その変化の要因を分析することで、当社のエンゲージメントの実効性向上につなげたいと考えている

（図3-3）【時系列でのエンゲージメント効果の変化】



※ 当社では2024年より資本コストGAPモデルを使用したエンゲージメントを開始

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取り組み

エンゲージメント効果に関する検証の狙いと振り返り

今回のエンゲージメント効果に関する検証の狙い

- ・今回、2022年に行った当社のエンゲージメントの効果検証のアップデートを行った。本分析にあたっては、スチュワードシップ・コードの改訂（2025年）及びコーポレートガバナンス・コードの改訂（2026年）など、企業・投資家を取り巻く環境が変化中、当社の実施したエンゲージメントによる効果を改めて検証することを目的としている。また本年は、企業価値向上に向けた経営陣に対するインセンティブとして効果を発揮すると考えられる「役員報酬」について、当該テーマに関連するエンゲージメントがもたらした改善効果についても分析を行った。この分析は、当社のエンゲージメントが企業にどのような変化を起こしたかをより具体的に確認することを企図している。

エンゲージメント効果に関する検証結果の振り返り（2022年）

- ・2022年には、当社の実施したエンゲージメントによる企業の変化を分析した。当社が過去エンゲージメントを行った企業と行わなかった企業を比較し、ガバナンス・企業価値の観点で、統計的に有意に改善が進んだかを検証した結果、以下2点の検証結果を得ることができた。

①エンゲージメントの継続性と改善効果【図1】

複数年にわたり継続的にエンゲージメントを行った企業ほど、ガバナンス関連項目（右記検証項目①～⑤の5項目）・企業価値関連項目（同⑥～⑧の3項目）の改善数が増加する傾向

②企業のカバナンス状況による効果の違い【図2】

企業の状況をガバナンスの高低※で分類した結果、エンゲージメント実施によって低ガバナンス企業ではガバナンス項目（役員持株比率の上昇、買収防衛策の廃止）が改善、高ガバナンス企業では企業価値項目（Tobin's Q、EBITDA／総資産）が改善する傾向

※ 社外取締役の構成比率が1/3未満の企業を低ガバナンス企業、1/3以上を高ガバナンス企業と定義

検証項目

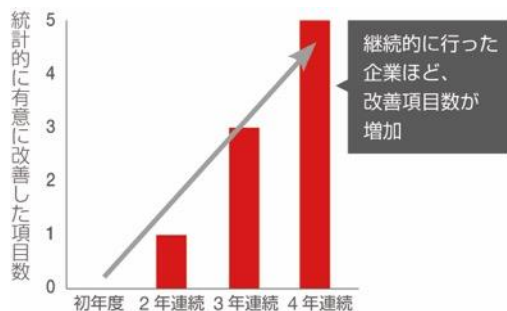
ガバナンス関連項目

- ① 独立社外取締役比率が上昇したか
- ② 政策保有株式が減少したか
- ③ 現預金比率が低下したか
- ④ 役員持株比率が上昇したか
- ⑤ ストックオプションを採用したか

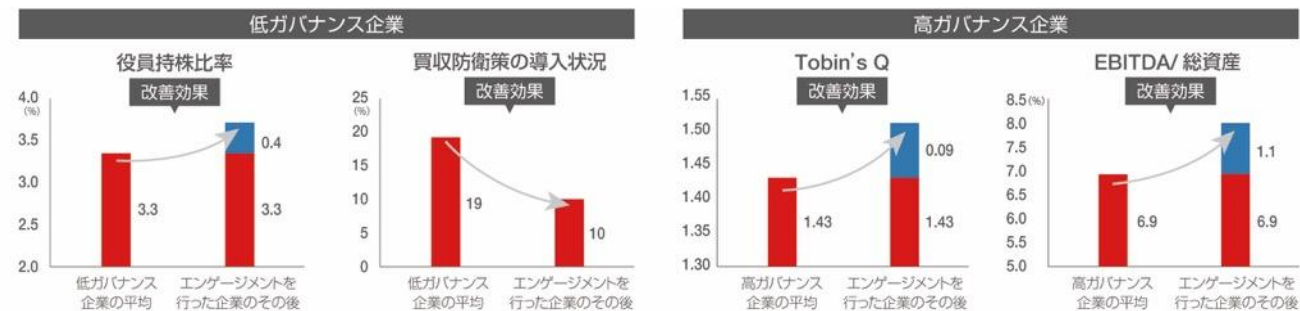
企業価値関連項目

- ⑥ Tobin's Q が上昇したか
- ⑦ 収益性（EBITDA／総資産）が上昇したか
- ⑧ ROE が上昇したか

【図1】エンゲージメントの継続性と改善効果



【図2】エンゲージメントの実施による各種指標の変化



スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

エンゲージメント効果に関する検証のアップデート①

当社エンゲージメントの効果検証

- ・今回、2022年に実施した分析をアップデートし、対象期間を拡大するとともに、検証項目を追加（右記検証項目⑨）の上で、当社エンゲージメント実績に基づいた効果の分析を行っている。
- ・本分析では、Hidaka et al.（2023）※1を参考に、当社が過去エンゲージメントを行った企業と行わなかった企業を比較し、ガバナンス・企業価値関連項目を過去の分析から一部追加した上で、統計的に有意に改善が進んだか※2を検証した。ただし検証にあたっては、2グループ間のエンゲージメント実施前後の変化量を比較した。
- ・回帰分析にあたっては、2016年から2025年までの10年間のデータを対象に、5年間で1つの分析区間（ウィンドウ）とし、その区間を1年ずつスライドさせながら回帰分析を繰り返す「ローリング回帰」を採用した。この手法により、各分析区間での回帰結果を時系列に並べて観察することで、エンゲージメントの効果が時間の経過とともにどのように推移しているかを確認している。なお、各回帰分析の対象は「すでにエンゲージメントが実施済みではない企業」に限定しており、あくまでも各分析区間において新しくエンゲージメントが実施された企業が対象である。

結果 当社がエンゲージメントを行った全企業を対象に、その効果を検証したところ、ガバナンス指標では取締役会における独立社外取締役比率が、財務指標ではTobin's Q が有意に改善され、上位500位銘柄においては収益性（EBITDA／総資産）・ROICの改善効果も確認された（図1）。この結果から当社のエンゲージメントは、ガバナンス・企業価値の双方で企業に変化を与えていると考えられる。なお、ローリング回帰による検証結果の一例として、全銘柄を対象とした独立社外取締役比率の結果を図2に表示している。

【図1】エンゲージメントによって改善効果が確認された指標

	ガバナンス関連項目	企業価値関連項目
上位500位銘柄		・Tobin's Q ・EBITDA／総資産 ・ROIC
全銘柄	・独立社外取締役比率	・Tobin's Q

検証項目

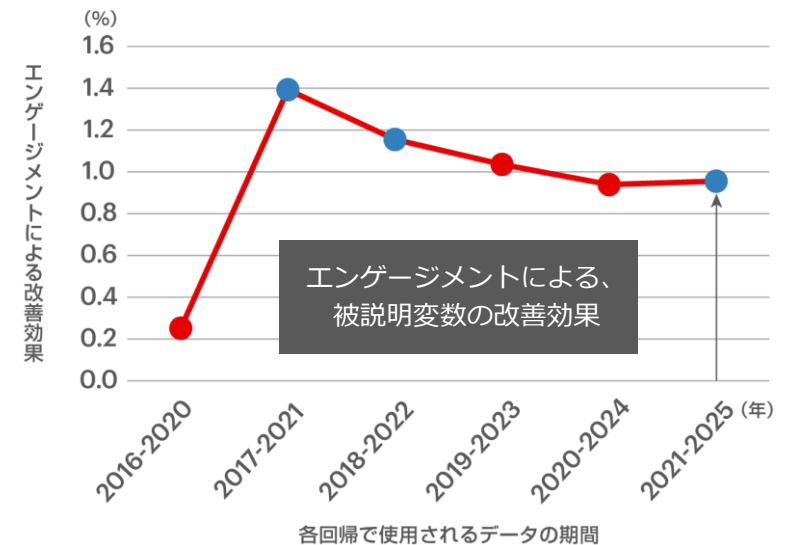
ガバナンス関連項目

- ① 独立社外取締役比率が上昇したか
- ② 政策保有株式が減少したか
- ③ 現預金比率が低下したか
- ④ 役員持株比率が上昇したか
- ⑤ ストックオプションを採用したか

企業価値関連項目

- ⑥ Tobin's Q が上昇したか
- ⑦ 収益性（EBITDA／総資産）が上昇したか
- ⑧ ROE が上昇したか
- ⑨ ROICが上昇したか

【図2】検証結果の一例（全銘柄・独立社外取締役比率）



（注）統計的に有意な結果については青色で表示している

※1 Hidaka, W., Ikeda, N., & Inoue, K. (2023). Does engagement by large asset managers enhance governance of target firms? Pacific-Basin Finance Journal, 77, 101932.

※2 当社のエンゲージメントが各項目の改善に関係しているかを有意水準5%で検定。Hidaka et al.（2023）と同様に時期的要因や企業特性など様々な要因によるバイアスを極力排除した上で、エンゲージメントの有無が有意に影響を与えたか評価

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取り組み

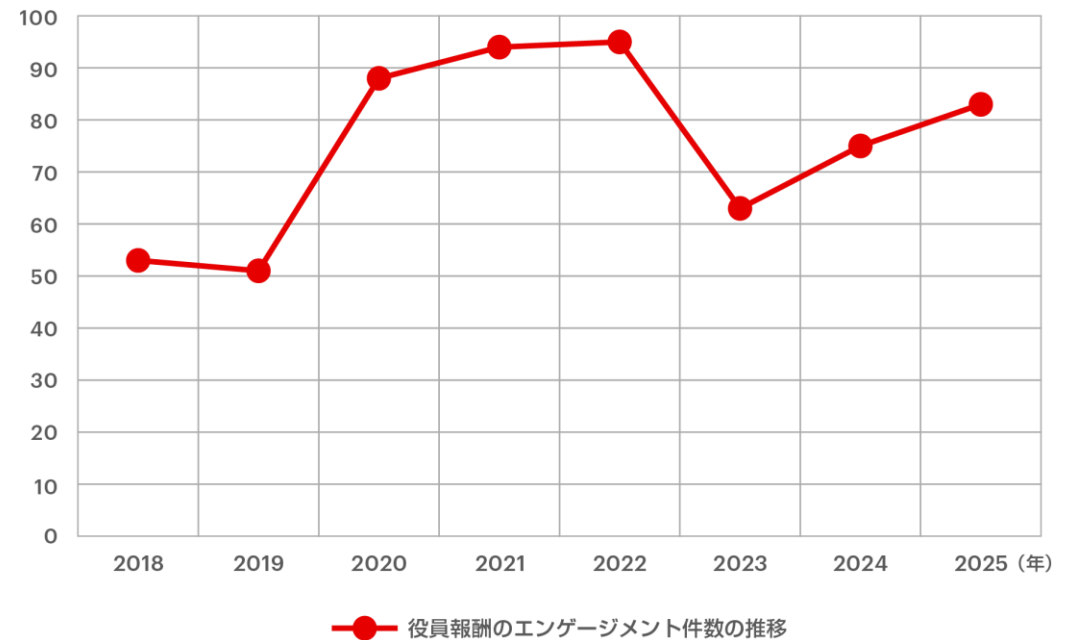
エンゲージメント効果に関する検証のアップデート②

役員報酬に関するエンゲージメントの効果検証①

- 前頁の分析における課題の1つに、当社のエンゲージメントがTobin's Qといった財務指標に影響を与える経路が不透明であり、エンゲージメントが具体的にどのような変化を起こしたかを確認しづらいことがあげられる。
- そこで今回、テーマごとのエンゲージメントに焦点を当てることで、より具体的にエンゲージメントの効果を検証することを試みた。今回の検証では、企業価値向上に向けた経営陣のインセンティブ設計にあたって重要なトピックである「役員報酬」に注目した。まず、当社が実施したエンゲージメントのうち、役員報酬をテーマに含めている件数の推移を明らかにした。

結果 図3より、役員報酬に関するエンゲージメントの件数は堅調に推移している。コーポレートガバナンス・コードの改定が行われた2021年や、経済産業省が「稼ぐ力」の強化に向けたCGガイダンスを公表した2025年など、コーポレートガバナンスに関する指針が新たに打ち出された前後で、やや件数が増加している。

【図3】役員報酬に関するエンゲージメント数の推移※3



※3 集計にあたってはLLM（大規模言語モデル）を用いて、企業との対話内容において「役員の報酬」「インセンティブ」「報酬委員会」といったトピックに関係する内容が言及されている場合に、回数にカウントしている。

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取り組み

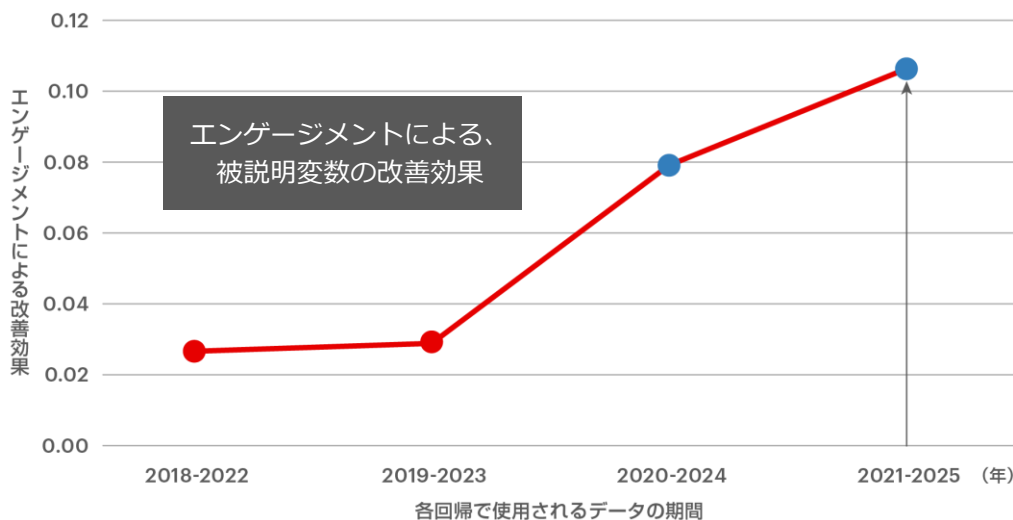
エンゲージメント効果に関する検証のアップデート③

役員報酬に関するエンゲージメントの効果検証②

- 役員報酬をテーマとしたエンゲージメントを実施した企業を対象に、報酬設計や報酬委員会の構成について、どのような影響を与えているのかを分析した。

結果 図4より、当社が役員報酬に関するエンゲージメントを実施した企業は、実施していない企業と比較して、報酬委員会の議長を社外取締役が務める割合が有意に高まる傾向が確認された。これは、エンゲージメントを実施することで、企業がより独立性・透明性の高い報酬決定体制を採ることを働きかける一因となっていることを示唆するものである。また、エンゲージメントがその目的の通りに、企業に対して改善効果を与えている可能性を示唆している。

【図4】役員報酬に関するエンゲージメントの効果（報酬委員会の議長が社外取締役）



(注) 統計的に有意な結果については青色で表示している

今後に向けて

- 本分析では、以前の分析よりも長期にわたって蓄積されたデータを用いて、当社の実施したエンゲージメントによる企業のガバナンスや財務の改善効果を分析した。ガバナンス関連項目・企業価値関連項目のいずれにおいても、期待と整合的な効果を与える傾向が確認された。また役員報酬に関するエンゲージメントに限定すると、エンゲージメントの目的に整合し、社外取締役が報酬委員会の議長を務める体制への移行が促進される傾向が確認された。これによって、当社のエンゲージメントの目的と合致した改善効果を企業に与えている可能性が示唆された。
- 本分析の課題について、継続的なエンゲージメントによってもたらされる効果の検証が不十分であることがあげられる。本モデルでは、分析区間ではじめてエンゲージメントを実施した企業と、エンゲージメントの実施がない企業を比較し、初回エンゲージメントの効果のみを検証している。そのため、複数年にわたって実施するエンゲージメントがどのように効果を与えるかという、継続的な対話をもたらす影響については明らかにできていない。また役員報酬だけでなく、各テーマごとの継続的なエンゲージメントが働きかける改善効果についても確認していく必要があるだろう。今後、当社が中長期的に継続して実施するエンゲージメントが、企業のガバナンス関連項目・企業価値関連項目に変化をどのように与えるか、引き続き検証していきたい。

スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

インデックス・コンサルテーション

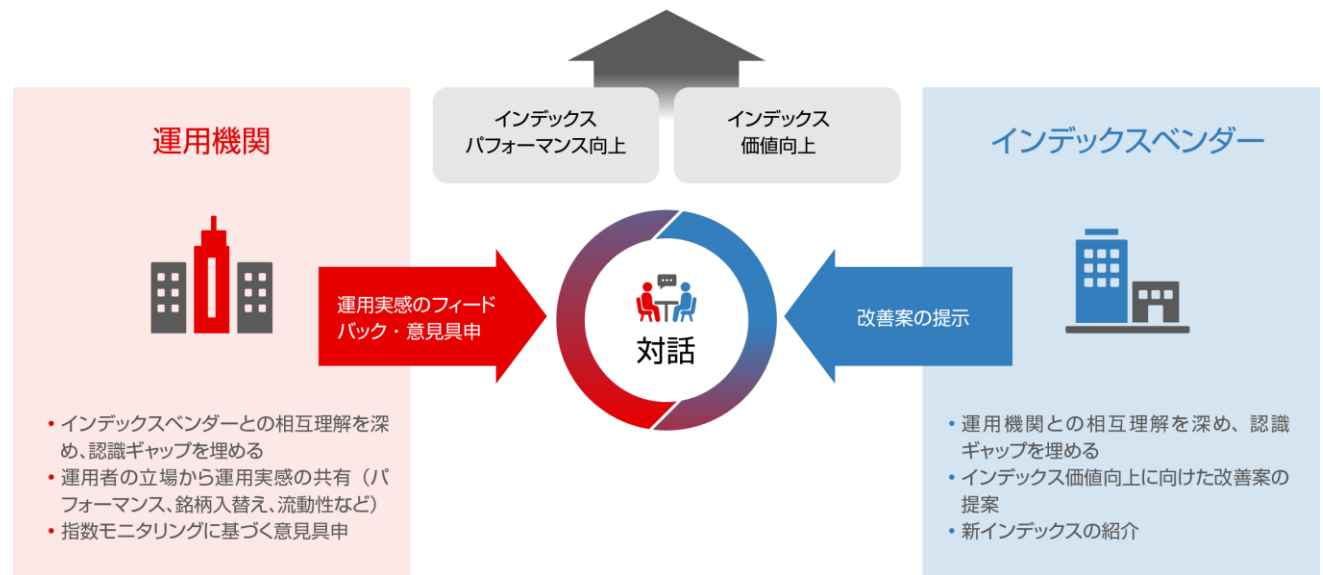
原則
3,4

- ・当社では、インデックスに追随するパッシブ運用の精度向上を図るだけでなく、インデックスの問題点や課題をリサーチし、インデックスベンダーとの対話を通じて、指数の価値向上を図っている。
- ・インデックスには、市場代表性、投資可能性、透明性、連続性、機能性などを具備することが求められる。日頃の指数モニタリングに基づき、こうした観点からの運用実感をインデックスベンダーにフィードバックするとともに、様々な意見具申を行っている。

<対話のポイント>

- ・インデックスベンダーとの対話の際には、①市場インデックス、②スマートベータ指数、③サステナビリティ関連指数のそれぞれについて、右表のポイントを重視して対話を実施している。
- ・最近では、主たる資産を暗号資産とするデジタル・アセット・トレジャリーカンパニーや、東京証券取引所の特別注意指定銘柄の市場インデックスにおける取扱いなどについて、提案を行っている。

中長期的なファンドリターンの向上



	項目	主な内容
1	投資対象ユニバース	・投資対象市場の拡大、投資対象ユニバースの拡大（サステナビリティ関連指数など） ・銘柄数の適正化（TOPIXなど）
2	流動性／コスト抑制	・銘柄入れ替えタイミングの変更、バッファ・ルール※の適用
3	指数の透明性	・指数メソッドロジーへの詳細ルールの明記
4	指数コンセプトとの整合性	・BARRAモデルなどでのファクター属性チェックとチューニング
5	投資家への周知	・十分な周知期間の確保

※ 銘柄入れ替え時などにおける売買回転率を抑制し、コストを抑えた効率的な運用を行うための仕組み



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

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つながり

- 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、投資先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サステナビリティ評価を算出。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、業種ごとにサステナビリティに関する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及びサステナビリティ関連ニュースによる評価を採用。これは、MTECと協働で分析を実施した「ESGと株価・企業価値の関係（2022年）」の結果に基づいている。



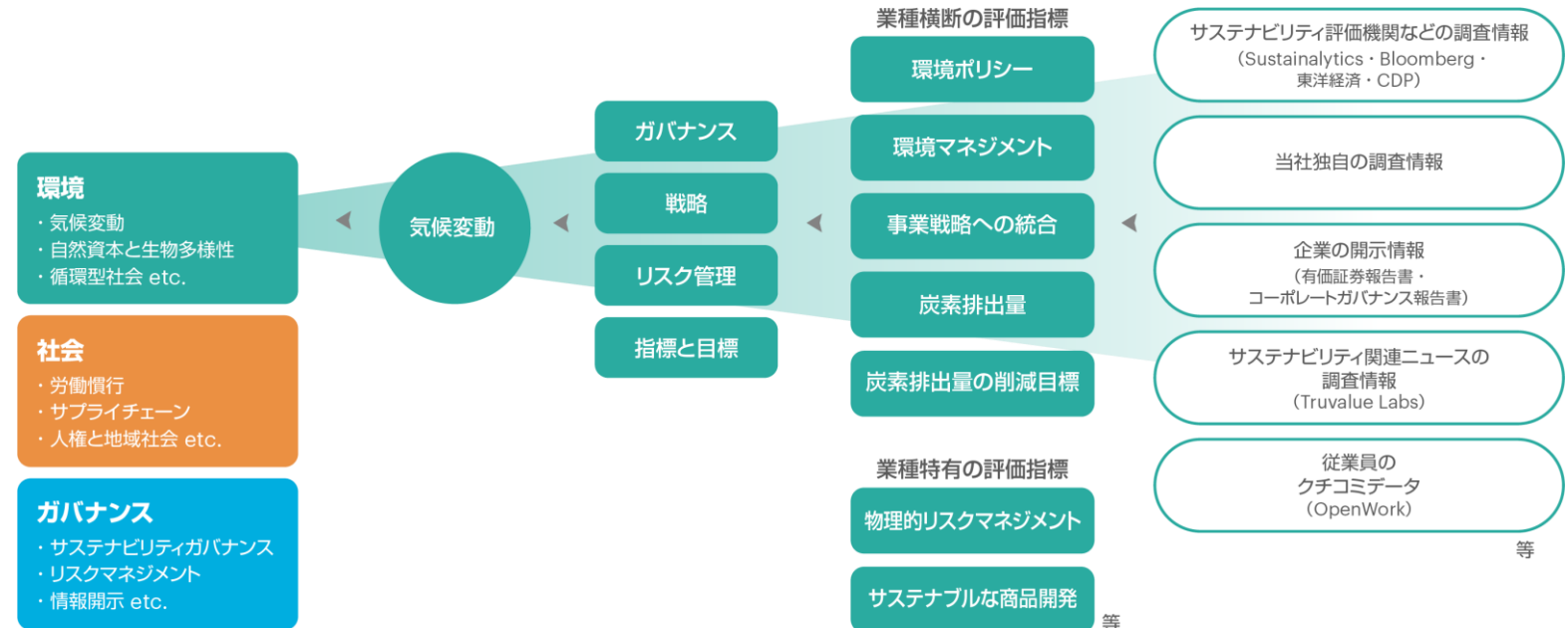
スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

ESGデータベース

原則
3,4

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

- ・サステナビリティ評価機関の情報、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、企業の環境・社会・ガバナンス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サステナビリティ評価は、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。



FAQ

データの情報ソースは？

主に Sustainability Analytics・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。

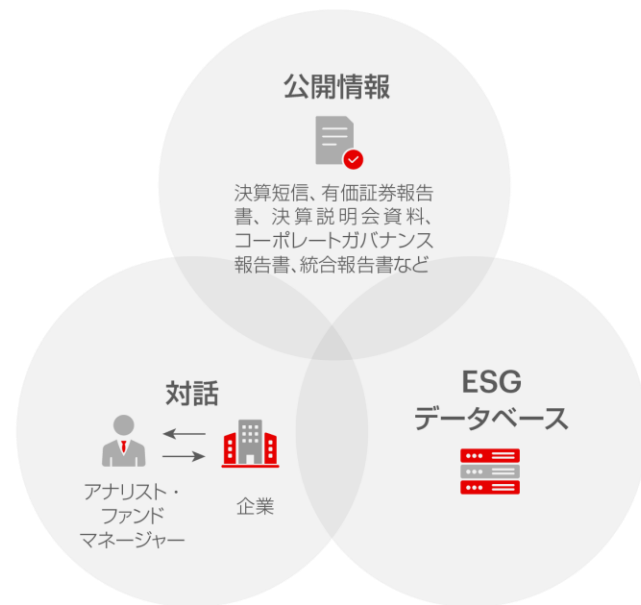
サステナビリティ評価と株価・企業価値の関係性は？

ESGデータベースを基にサステナビリティ評価を算出。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、業種ごとにサステナビリティに関するイベント、株価との関連性が高い評価指標やサステナビリティ関連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（2022年）」の結果に基づく。

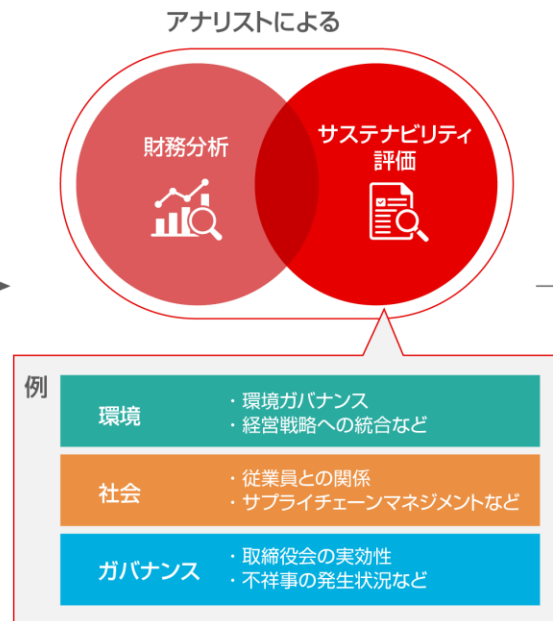
スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

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・サステナビリティ評価を実施



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

非財務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）にサステナビリティ評価を織り込んで算出。

企業価値にサステナビリティ評価を織り込む方法
（残余利益モデルのイメージ）

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

①業績予想に織り込み
②株主資本コストに織り込み

※BPS…1株あたり株主資本
※RI…残余利益
※r…株主資本コスト

FAQ アナリストによるサステナビリティ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

クレジット ESGインテグレーション

原則
3,4**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サステナビリティ要素を含む
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。サステナビリティ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。

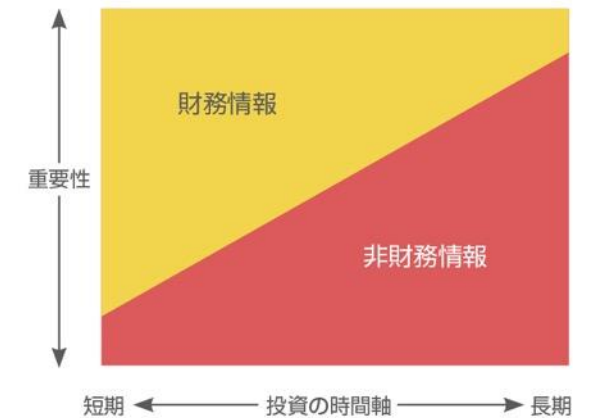
適切なリスク分析とダウンサイドリスクの抑制

信用力評価に非財務要素を織り込むことにより、より深い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つながる取組みであると同時に、企業価値の向上に向け社債も含めた長期性資金の調達が必要となる中、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。

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

**FAQ****アナリストによるサステナビリティ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。非財務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、保有ウェイトが低くなる、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組み

クレジット

原則
3,4

財務・非財務の両面から

厳選したポートフォリオを構築

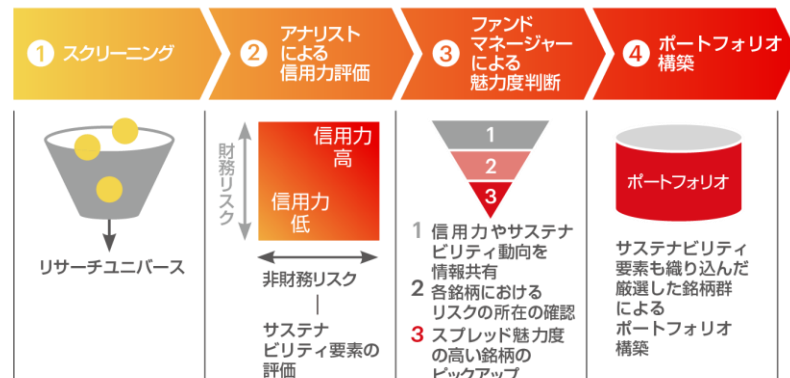
- 信用力評価においては、個別調査などの分析を行うとともに、懸念が生じた際には必要に応じ対話なども行いつつ、厳選した銘柄群をピックアップ。

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。
- 非財務分析は信用力に影響し得るサステナビリティ要素を織り込み、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

テーマ

気候変動リスクマネジメントと情報開示について

問題意識

国内外で自然災害が多発する中、気候変動による直接的かつ多額の損失が発生し得る同社においては、適切な事業戦略やリスクマネジメントが求められる。また気候変動のリスクマネジメントに関する取組みにつき、幅広いステークホルダーに説明を行うことで、同社が発行しているハイブリッド債を含む多様な資金調達基盤の安定化などを通じた、企業価値向上を図ることが重要との認識。

対話の概要

問題提起

気候変動リスクの高まりを受け、収益のボラティリティの高まりが懸念される中、自然災害への対応における事業戦略をはじめ、リスク量の推移やストレスシナリオにおける資本充足状況、またそれに対するアクションプランなどの情報開示が重要。

先方の反応

気候変動リスクに関するシナリオ分析は一部を開示し始めており、自然災害リスク量のコントロールやマネジメントは、重要な経営戦略上の課題と認識。自然災害リスクの引受厳格化に加え、再保険会社との関係構築にも努めながらリスクの抑制・コントロールに努めていく方針。

先方の変化

各開示資料において、保険引受における気候変動・自然災害関連リスクの影響に関し、シナリオ分析などの開示の具体化や改善が図られている。ストレステストについては、リーマンショックなど複数のシナリオが同時発現するシナリオ下でも、財務バッファにより規制資本が余裕を持って下限値を超える状態であることが、議論の中で示された。

結果・自己評価

自然災害リスクに対する事業戦略などを議論し課題を共有するとともに、ハイブリッド債への投資においても重要な観点であるリスク抑制への取組みや規制資本に関するストレステストの状況などについて確認。気候変動への対応は中長期的に安定した事業運営を行う上で重要な要素と考えており、開示の充実や取組みの高度化に向け、今後も議論を継続していく方針。

スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

国内外株式クオンツ ESGインテグレーション

国内外株式のクオンツ運用では、日本を含めた先進国のほか、新興国も含めた幅広い地域の銘柄をカバーするため、独自のESGスコアである「Global ESG Score」を算出している。精緻さと先見性を兼ね備えたスコアを用いた運用を通じて、企業価値の適切な評価を行うことを目指している。

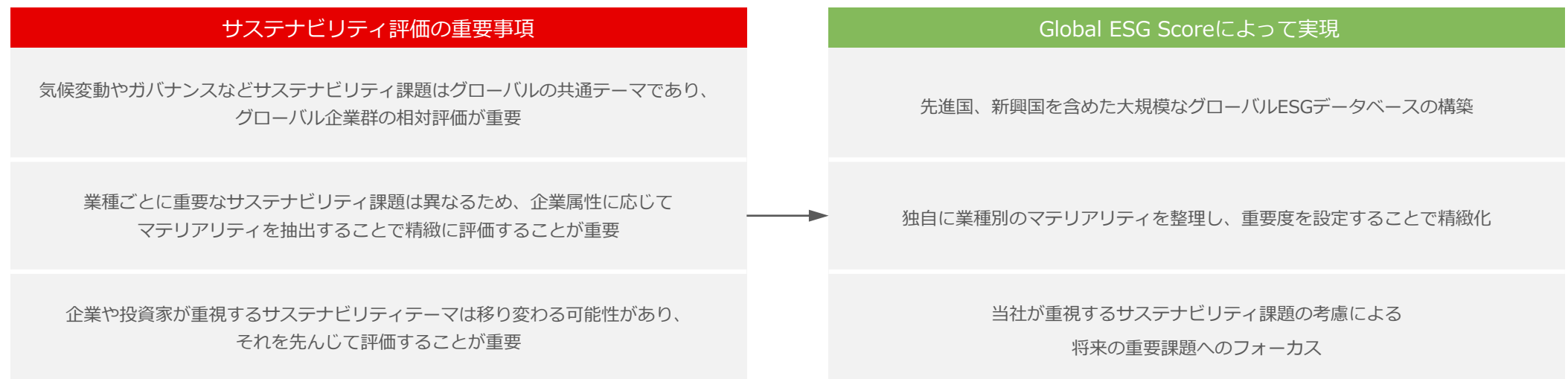
三菱UFJ信託銀行の考え方

独自のGlobal ESG Scoreを開発し、企業価値の適切な評価を目指す

クオンツ運用チームでは、サステナビリティ専任チームのスペシャリストと共同で、グローバルな視点から独自のGlobal ESG Scoreを開発し、随時算出している。これを各クオンツ運用戦略へ応用することでESGインテグレーションを実施し、運用プロセスの高度化を実現している。

Global ESG Scoreは、グローバルなESGデータベースを基に、業種別マテリアリティや当社が重視するサステナビリティ課題に対して重要度を設定し、評価することで、精緻さと先見性を兼ね備えたスコアを実現しており、企業価値の適切な評価が可能となっている。

三菱UFJ信託銀行のクオンツ運用におけるサステナビリティ評価の重要事項



スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

国内外株式クオンツ ESGインテグレーション

実際の取組み

グローバル銘柄群に対して精緻なスコアリングを実現し、運用戦略を高度化

Global ESG Scoreの算出及びそれを用いたESGインテグレーションは、下記の手順で行っている。

① 業種別のマテリアリティの整理

Global ESG Scoreは、環境、社会、ガバナンスの3つで構成している。その中でマテリアリティを整理し、業種ごとに重要度を設定している。



② Global ESG Scoreの算出及びESGインテグレーション

業種別のマテリアリティ及び当社が重視するサステナビリティ課題を考慮するとともに、ESGデータベースの評価項目を基に多面的な評価を行い、個別銘柄ごとに環境、社会、ガバナンスの各スコアと、これらを合成した「Global ESG Score」を算出する。その後、各クオンツ戦略のモデルに当スコアを実装することで、ESGインテグレーションを実践している。



スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

国内外株式クオンツ ESGインテグレーション

成果

各クオンツ運用戦略へ反映し、評価モデルの精度を向上

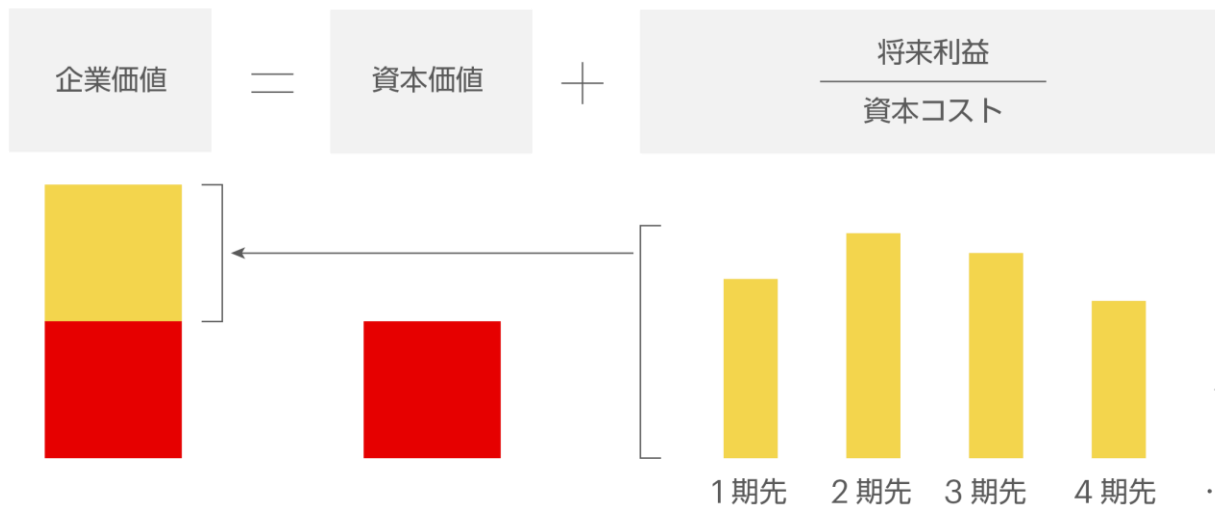
Global ESG Scoreを用いたESGインテグレーションは、下記の手順で行っている。

ESGインテグレーション適用例…クオンツ割安戦略への反映

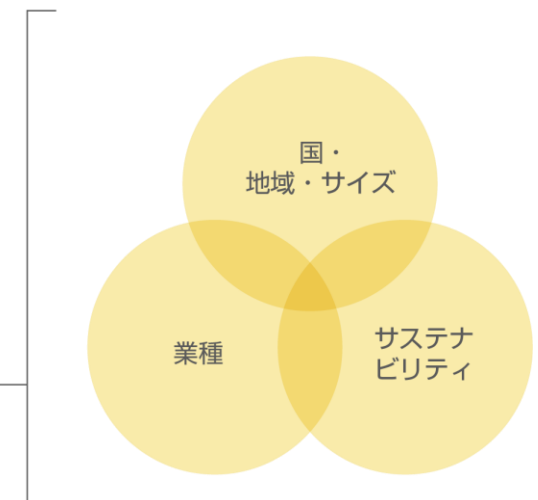
- クオンツ割安戦略においては、独自の企業価値評価モデルにGlobal ESG Scoreを組み込むことで、ESGインテグレーションを実現している。当モデルは残余利益モデルをベースにし、資本価値と将来利益を資本コストで割引いたもので企業価値を評価している。

- 近年では学術的な研究によりサステナビリティの優劣が資本コストに影響を与える可能性が示唆されており、当モデルの資本コストについても国・地域や業種、サイズに加えて、サステナビリティ評価を加味することで、企業価値評価モデルの精度向上を図っている。

残余利益モデルのイメージ図



資本コストに加味する要素



スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

外部提携運用

外部提携運用ビジネスとサステナビリティへの取組み

- 1989年に外部提携運用ビジネスを開始して以来、30年以上にわたり国内外の外部運用会社と提携し、運用商品をお客さまに提供。足元では約130社の運用会社との提携を通じ、伝統資産・オルタナティブ資産の領域にて約6.9兆円の資産を受託している。
- 外部提携運用では自社運用と異なり、当社が投資判断の裁量を持たない。一方で、サステナビリティ視点の評価や対話を通じて外部運用会社やその投資先、ひいては業界全体のサステナブル投資にかかる意識の底上げに貢献できるものと考えている。

外部ファンドの選定・モニタリング

- 優良なファンドの提供のためには、その選定・管理が重要である。外部提携運用については外部運用会社及びファンドに対する詳細なデューデリジェンス（評価）を実施し、パフォーマンスの再現性や運用会社の組織安定性を評価。
- サステナビリティについても運用会社の評価上、重要な評価領域として位置付けており、一般的な評価項目とは独立したスコアリングを行っている。
- 投資開始後も適宜ヒアリングを行いつつ、年次で評価を更新することで、優良ファンドの発掘と既存ファンドの品質維持向上を図っている。

サステナビリティに関するデューデリジェンス・モニタリング

- サステナビリティ評価について「ポリシー」「ガバナンス」「ディスクロージャー」「投資プロセス」の4軸に基づくサステナビリティ専用の質問状を送付。その後の面談を通じて運用会社及びファンドをサステナビリティの観点で評価している。

外部運用会社へのエンゲージメント

- サステナビリティ評価実施後には、それぞれの運用会社に対し、当社がポジティブに評価した内容と、今後取組みの検討を依頼したい内容とを具体的に記載したレターを還元。必要に応じて面談を実施することで、さらなる改善を促している。
- 一方的に「評価」することに留まらず、その一歩先の「還元・対話」まで実施することにより、当社と外部運用会社との関係を一層深化させ、効果的なサステナブル投資の推進・向上につなげることを目指し、今後も日々エンゲージメントに取り組んでいく。

主な評価・モニタリングの流れ



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：インパクト投資型

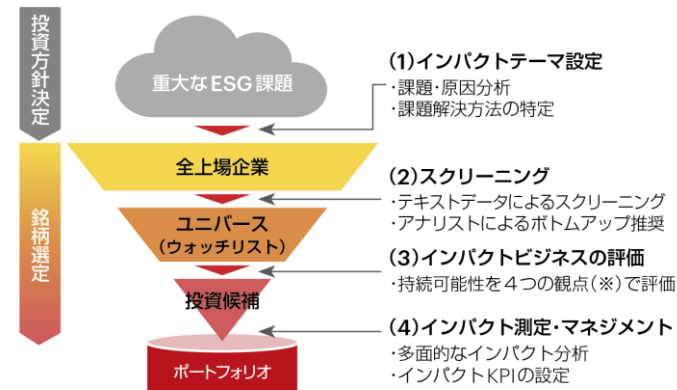
プロダクトの特色

- 事業活動を通じて社会課題の解決に取り組む企業を厳選し長期継続保有。長期的な投資リターンの獲得に加え、社会課題に関するポジティブなインパクトの創出を通じて、「安心・豊かな社会」の実現を目指す。

対話のポイント

- エンゲージメントに際しては、創出したいインパクトについて、投資先企業と当社のインテンションを共有した上で、「インパクトに関する情報開示の促進（社会価値の見える化）」と「インパクトの拡大」の2つの観点から議論を実施。

運用プロセス



※ (1) Intention、(2) Integration、(3) Innovation、(4) Infrastructure

ポピンズ（サービス業）：インパクトの先進的な情報開示が行われた好事例

対話期間：2021年～

目的・問題意識	対話内容	成果・課題	今後の方針
日本では長時間労働を前提とした働き方や固定的な性別役割規範、家事・育児・介護負担の女性への偏在により、働く女性はライフイベントに伴うキャリア中断を強いられる。ベビーシッターなどケアサービスの普及による家事などの負担軽減は重要な解決策。	「働く女性の支援」をミッションに掲げ、質の高いサービス提供に加え、政策提言を行うなど課題解決に幅広く貢献する一方、定量的な開示は限定的。ケアサービスの提供を通じた具体的な効果の開示について、継続的に議論。	2022年にサービス利用世帯数が開示されるなど情報開示が徐々に進捗。2025年統合報告書ではキャリア中断回避やダブルケアラー支援など創出する社会価値の明示化や、利用者の「育児と仕事の両立支援効果」の開示など社会価値の見える化が前進している。	測定が難しい社会価値に関する情報開示の取組みであり、今後も開示拡充を後押し。課題解決を通じて社会システムが変化する中、ケアサービスの需要が益々高まり、利益成長につながることを株式市場に理解されることを期待。



企業からのコメント

貴行には、ロジックモデルの構築や社会価値の見える化において、日頃から貴重なご助言をいただき心より感謝しております。また、公益財団法人 社会変革推進財団主催の対話の場では、多様なステークホルダーの皆さまと共に、一企業の枠を超えた「システムチェンジ」の実現に向けた本質的な課題について議論を深めることができました。このような実践的かつ建設的な対話は、社会課題の解決に向けた大きな一歩であると感じております。

今後も、より良い未来の実現に向け、志を共にするパートナーとして、歩んでまいりたいと願っております。

(株式会社ポピンズ 代表取締役社長 グループCEO 轟 麻衣子様)

担当ファンドマネージャーの声

気候変動や少子高齢化などの社会・環境課題の重要性が増す中、ポジティブで測定可能な社会的・環境的な変化や効果（インパクト）の創出を意図したインパクト投資に対する注目や期待が高まっています。インパクトを精緻に計測することは難しく、企業による情報開示も不足しているため、当ファンドでは社会価値の見える化に取り組んでいます。エンゲージメントでは、チェックボックス的な情報開示を求めるのではなく、ロジックモデルなどを共有し、課題解決に向けたアプローチの妥当性や事業としての成長性・持続可能性を投資先企業と一緒に追求していきます。ファンドを通じて、複雑な社会・環境課題の根本的な解決（システムチェンジ）に向けた取組み事例の蓄積に貢献したいと考えています。

資産運用部
シニアファンド
マネージャー
道脇 祐介



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

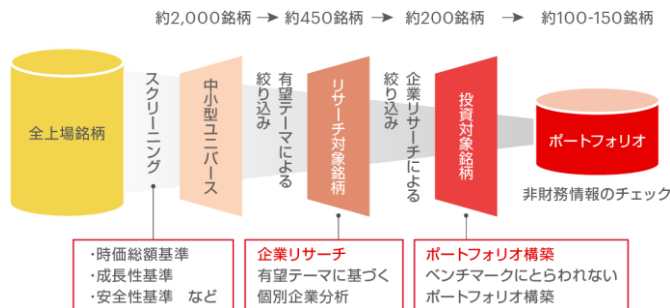
プロダクトの特色

- ・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。当ファンドは成長初期段階から投資し、高いパフォーマンスを目指している。

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・サステナビリティ対応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



ナカニシ（精密機器）： 期初計画の開示に伴う企業価値向上の事例

対話期間：2025年4月～

目的・問題意識	対話内容	成果・課題	今後の方針
同社は歯科用ハンドピースでグローバルニッチトップ企業であり市場成長・シェア拡大が期待される点を評価。また外科事業などの領域拡大を含めて今後の成長機会の拡大も見込まれる。 一方で短期的には、米関税影響などが懸念される中で業績予見性が低下し将来成長期待が剥落した点が課題。	米関税影響や米国歯科事業の市場見通しに懸念が湧き、保守的となる傾向が見られる期初見通しが開示される本決算前に、期初見通しの開示の在り方について対話。 過度に保守的な会社見通しに関しては株価ボラティリティを高め資本コストの上昇につながり得る点を対話し、実態に近いガイダンスの開示を促した。	26年2月の本決算発表で開示された26/12期見通しは営業利益で前年対比+11%増益（141→156億円）計画となり米子会社ののれん減損に伴う償却費減少分を除いても増益見通しとなった。従来研究開発費などが保守的に織り込まれていた印象だったが本計画では実態に近い水準で反映されたと見られ、一定の対話成果があったと認識。	企業価値向上に資する期初計画見通しの考え方をご理解頂き、企業価値向上につながった。 今後は業績予見性を高めるための先行指標や外科事業を中心とした事業領域の拡大を含む成長戦略の情報開示について議論していく。



企業からのコメント

貴社との継続的な対話は、当社の事業環境や経営課題についてご理解いただくとともに、市場からの見方を何う大変有意義な機会となっています。期初計画の策定においても、各事業の動向を踏まえた計画を基礎としつつ、対話で頂いたご意見も参考に公表数値を検討しました。今後も投資家の皆さまとの対話を経営に活かし、企業価値の向上を目指してまいります。

（株式会社ナカニシ 執行役員CFO 鈴木 大介様）

担当ファンドマネージャーの声

当ファンドでは中長期投資のため保有期間中の対話を通じた企業価値向上に特に努めています。我々は同社を歯科用ハンドピースのグローバルニッチトップ企業として構造的に成長が出来る企業として高く評価しています。短期的には米関税による米子会社の業績懸念などで企業価値が正しく評価されない時期もありましたが、改善方向だと考えています。今後も中長期的な企業価値向上に貢献できるよう、より踏み込んだ対話を行っていきます。

資産運用部
プリンシパル
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り組み

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)

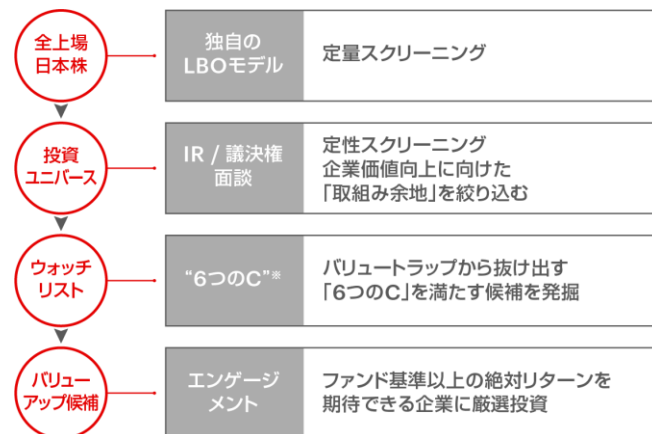
プロダクトの特色

- 企業価値向上を図るバリュー銘柄を発掘。バリュー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かける。

運用プロセス



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

三井倉庫ホールディングス（倉庫・運輸関連業）：本源的価値を反映した株価の実現を目指し協働した事例

対話期間：2022年～

目的・問題意識	対話内容	成果・課題	今後の方針
同社は大手優良顧客向けの物流事業及び倉庫跡地を活用した不動産事業を展開し、我が国産業に不可欠なロジスティクス機能を担ってきた。一方で、周辺業界の再編が進む中、株価は本源的価値に対し大きくディスカウントされた水準に留まっていた。	配当方針の見直しによる株主資本コストの低減、戦略的パートナーからみた株式価値（同社として目指すべき株価）について提言を行い、アセット活用戦略、業界再編を見据えた提携、ガバナンス体制の高度化などについて議論を重ねた。	減益局面でも配当を維持・向上し、配当の安定化を通じて株主資本コストの低減が図られた。また、2026年2月には自己株式取得及び三井不動産との資本業務提携を実施し、資本効率向上と株式価値向上に向けた具体的な施策が進展した。	対話を通じ株主資本コストを不断に見直す企業側の姿勢が評価され、株価も不動産の含み益を反映した修正PBR1倍を超えて推移。同社として目指すべき株価の実現に向け、B/Sや事業ポートフォリオマネジメントも含めた協働を継続する方針。

企業からのコメント

業績が向上する一方、なかなか成果が株価評価に反映されないことが当社の悩みでした。そうした中、御社との対話を通じて配当のあり方や資本コストを意識する重要性を再認識し、これらの視点を経営に反映させるとともに開示方法を大幅に見直した結果、当社の取組みが評価され株価とPBR向上につながりました。また、保有資産の活用戦略や株価評価に関する率直な意見交換から、当社の今後目指すべき方向性について大きな示唆が得られました。

(三井倉庫ホールディングス株式会社 財務経理担当執行役員 松木 武様)

担当ファンドマネージャーの声

「資本コストや株価を意識した経営」はこの数年で広く浸透し、日本企業の株価評価も大きく改善してきました。しかし、世界の株式市場と比較すると、日本企業のROE（平均値）は依然として大きく劣後していることも事実です。特に海外のアセットオーナーの要求水準は十分に満たせておらず、歴史的な円安により日本企業の株式価値が割安に見える中、安定した経営を行う上でも、さらなる資本効率の向上及び株式価値向上の取組みは必要不可欠だと考えます。また、それは企業側の努力だけに委ねられるものではなく、中長期的に魅力的なリターンを享受できる投資先を確保するためには、株主側にも協働する責務があると考えます。当ファンドは、株式価値向上に取組む日本企業と中長期的に協働することを通じ、その成果として得られるリターンをアセットオーナーにお届けすることを目指してまいります。

資産運用部
チーフファンド
マネージャー
橋本 慎一郎





**TCFD・TNFD 提言への対応
(MUFG AMとしての取組み)**

気候変動

MUFG AMポートフォリオの分析

ポートフォリオの気候変動リスク（温室効果ガス排出量）の分析

1. 資産別の温室効果ガス排出量（対参考指数、前年比）

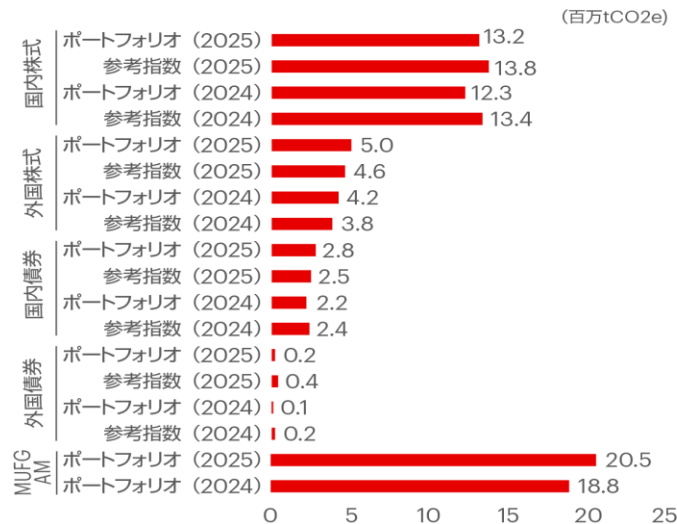
2025年における分析対象の国内株式、外国株式、国内債券（社債）、外国債券（社債）に対する投資先の温室効果ガス排出量（Scope1+2）の合計は20.5百万tCO₂eとなり、2024年（18.8百万tCO₂e）比で増加した。

これは運用資産残高の増加によるものと考えられる。温室効果ガス排出量は全ての資産で前年比増加となった。対参考指数では国内株式、外国債券では下回ったが、外国株式、国内債券では上回った。

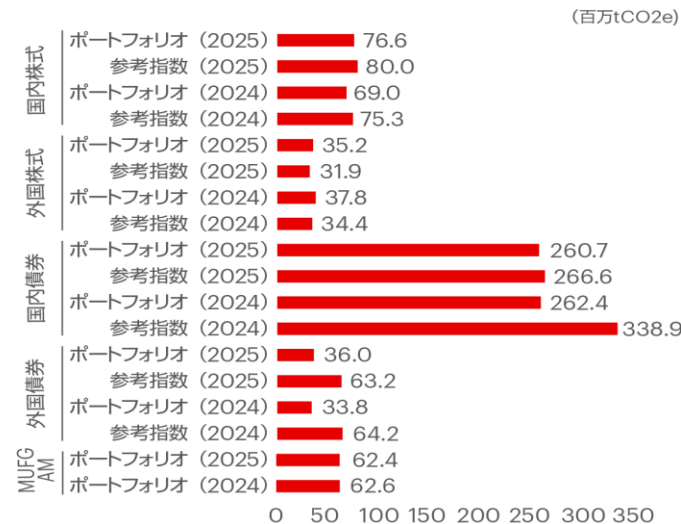
一方で、投資先企業の排出量を投資額（時価）で割った資産別のカーボンフットプリントは4

資産全体では前年比変わらずだったが、外国株式、国内債券では前年比減少、国内株式、外国債券では前年比増加した。また、投資先企業の加重平均炭素強度（WACI、売上百万ドルあたりのGHG排出量をポートフォリオの構成比率に応じて加重平均した値）は外国株式と外国債券では上昇したが、国内株式と国内債券は減少となり、4資産全体ではわずかに減少となった。対参考指数では外国株式以外は下回った。これは前年と同様の傾向となっている。国内債券のWACIが前年同様、他の資産に比べて高くなっているが、売上高当たりの排出量の大きい電力会社などの公益セクターの構成比率が高いことが背景になっている。

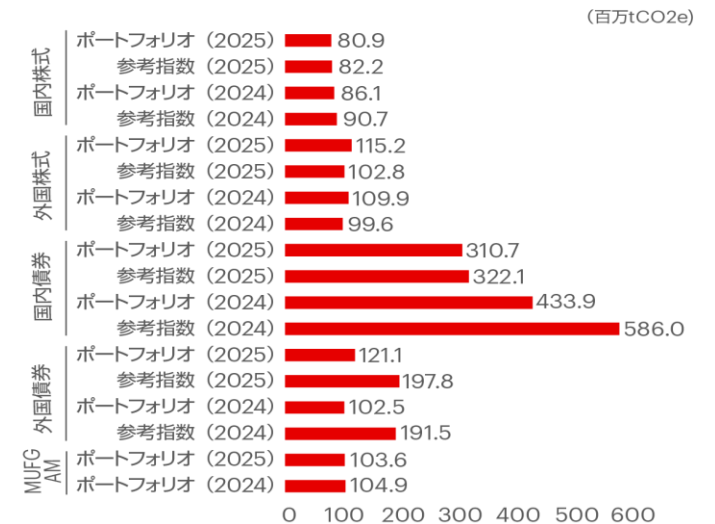
図表1 資産別の温室効果ガス絶対排出量
（対参考指数、前年比）



図表2 資産別のカーボンフットプリント
（排出量/投資額（時価））対参考指数、前年比



図表3 資産別の加重平均炭素強度（WACI）
（対参考指数、前年比）



※ 債券の分析対象は社債のみ、GHG排出量の集計範囲はScope1、2
※ セクターはGICS（世界産業分類基準）による
（出所）S&P Global社提供のデータ（2025年12月取得）よりMUFG AM作成

気候変動

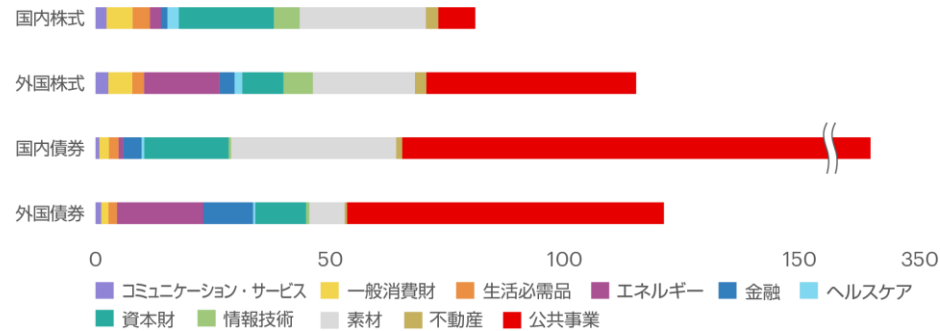
MUFG AMポートフォリオの分析

2.資産別、セクター別の温室効果ガスの分析

図表4は株式、債券（社債）における加重平均炭素強度（WACI）のセクター別比率を示している。

国内債券では電力債のウェイトが高いことなどを背景に公益セクターのWACIが高い傾向となっている。

図表4 セクター別の加重平均炭素強度（WACI）



※ 債券の分析対象は社債のみ、GHG排出量の集計範囲はScope1、2（出所）S&P Global社提供のデータ（2025年12月取得）より MUFG AM 作成

3.分析対象ポートフォリオ全体の温室効果ガス推移

図表5は分析対象ポートフォリオ全体における2020年からの温室効果ガス排出量、投資額当たり排出量（経済的原単位）、加重平均炭素強度（WACI）と運用資産残高の推移を表し、2020年実績値を100としている。

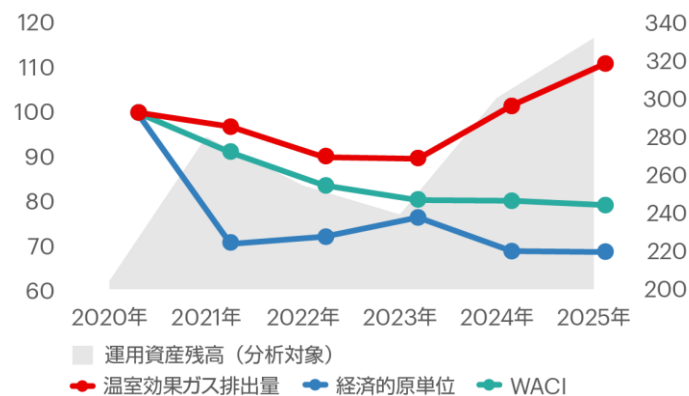
排出量は足元で運用残高の増加に伴い上昇しているが、経済

的原単位、WACIは改善傾向となっている。

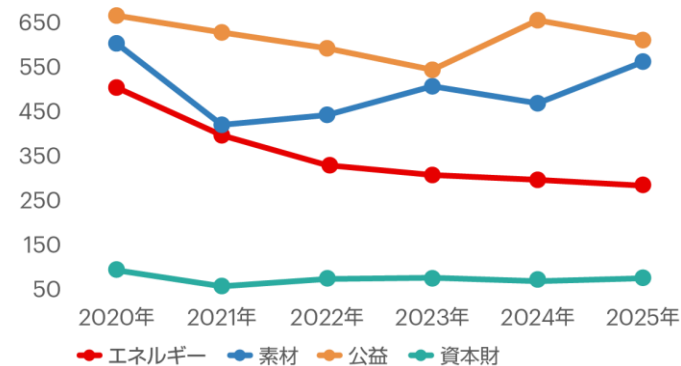
また、温室効果ガス排出量の削減のためには、温室効果ガスの高排出セクターである、エネルギー、素材、公益、資本財の排出量の削減が求められる。図表6は高排出セクターにおける資産別のカーボンフットプリントの推移を示している。

エネルギーでは減少傾向となっているが、公益、素材においては高止まりとなっている。一方で図表7は高排出セクターにおけるWACIの推移を示している。足元で公益についてはやや上昇となっているが、おおむね減少傾向となっている。

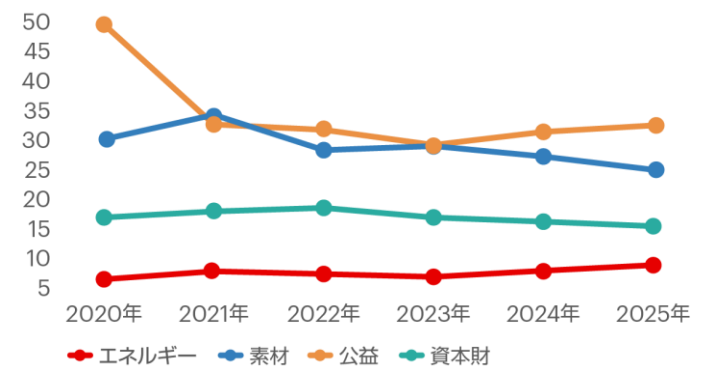
図表5 2020年からの排出量実績と運用資産残高推移（分析対象資産）



図表6 資産別の温室効果ガス絶対排出量（対参考指数、前年比）



図表7 高排出セクター WACI推移



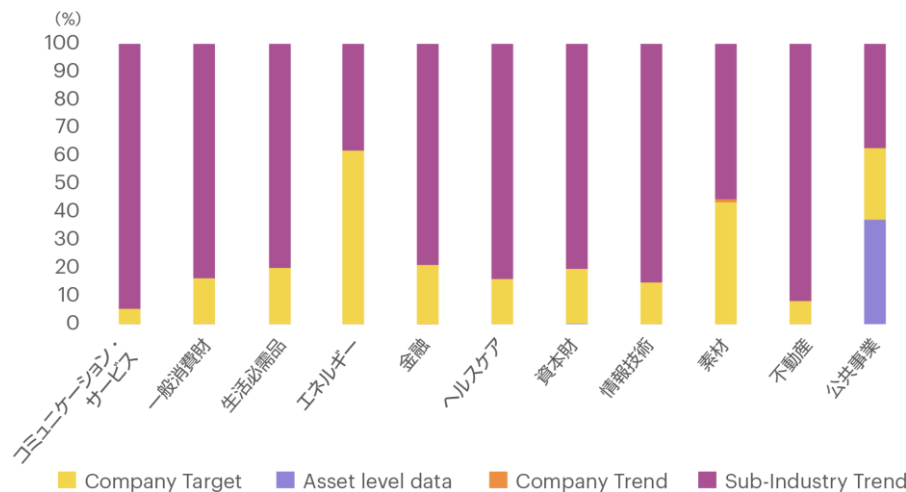
※ 債券の分析対象は社債のみ、GHG排出量の集計範囲はScope1、2
※ セクターはGICS（世界産業分類基準）による
（出所）S&P Global社提供のデータ（2025年12月取得）よりMUFG AM作成

気候変動

MUFG AMポートフォリオの分析

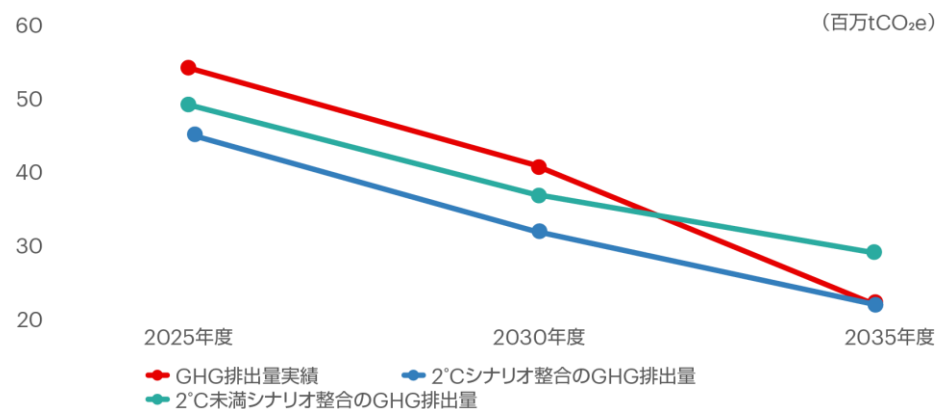
ポートフォリオにおける脱炭素化の進捗

図表8 ネットゼロ移行における脱炭素化経路（国内株式）



図表9 セクター別における温室効果ガス排出量の予測推移

エネルギーセクター

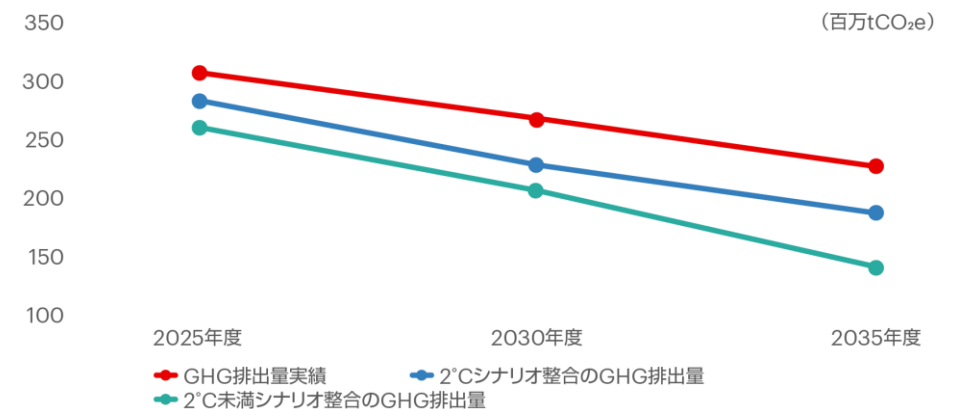


本分析では、S&P社が提供する企業のネットゼロ移行における脱炭素化経路を可視化している。ここでは、当社運用資産の約半数を占める国内株式を例に説明する。

図表8では、ポートフォリオ組入企業をCompany Target、Asset level data、Company Trend、Sub-Industry Trendの4つに分類している。これらの分類は、企業の開示状況に応じて変化する。Company Targetには、GHG排出量削減目標（SBTi認定などを含む）を対外的に開示済みの企業が該当する。Asset level dataの該当企業については、GHG排出量の大きい事業活動からの将来的な転換を示唆する資産レベルのデータを基に、排出量を推計している。Company Trendは、単一的な事業活動を行ってきた企業を対象に、過去の排出量傾向を示すものである。また、Sub-Industry Trendは、企業が属するサブセクターレベルにおける過去の平均排出量の推移を示す企業群を指す。セクター別に見ると、エネルギーや素材セクターでは、Company Targetを開示済みの企業が多く、脱炭素化へ前向きな動きが見られる。

図表8の削減目標の開示などを基に算出した図表9の排出量予測を見ると、エネルギーセクターは2035年において、2°Cシナリオを下回る水準の目標を掲げている一方、素材セクターでは、2035年の排出量が2°Cシナリオを上回る保守的な削減目標となっている。企業におけるGHG排出量目標の開示は、脱炭素化の進捗を評価する上で極めて重要であるといえる。

素材セクター



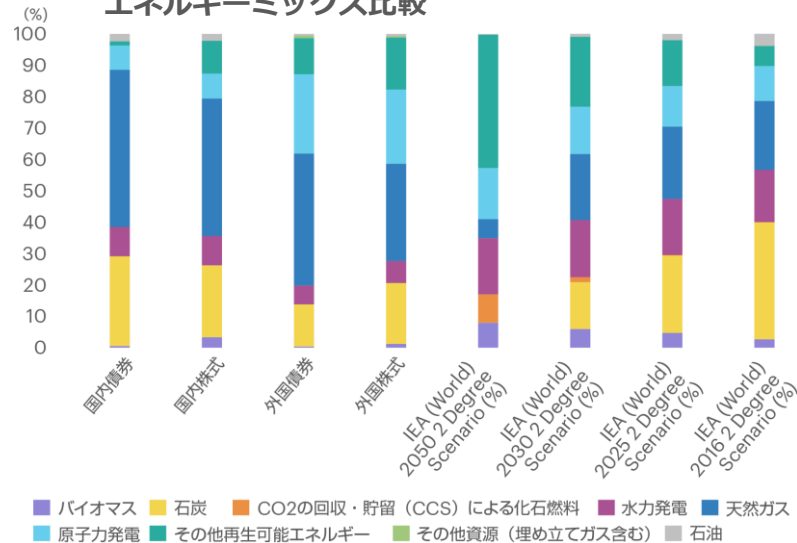
※ 債券の分析対象は社債のみ、GHG排出量の集計範囲はScope1、2
 ※ セクターはGICS（世界産業分類基準）による
 （出所）S&P Global社提供のデータ（2025年12月取得）よりMUFG AM作成

気候変動

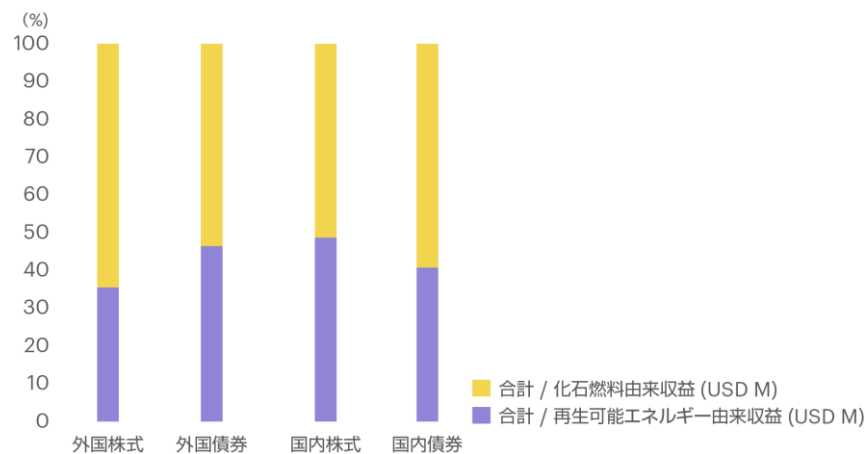
MUFG AMポートフォリオの分析

移行リスク（エネルギーミックス）

図表10 IEAシナリオと既存ポートフォリオのエネルギーミックス比較



図表11 石炭由来・再生可能エネルギー由来の収益率比較

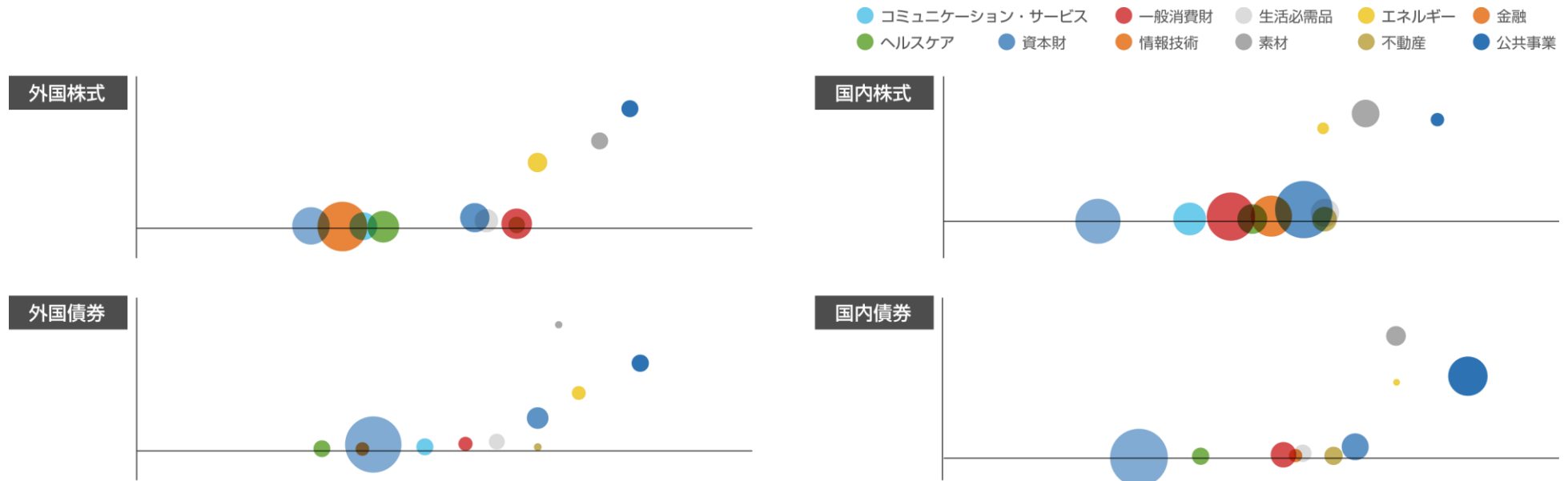


（出所）S&P Global社提供のデータ（2025年12月取得）よりMUFG AM作成

気候変動

MUFG AMポートフォリオの分析

移行リスク×物理的リスク



本チャートは、当社ポートフォリオにおける各セクターの気候関連リスクを、移行リスクと物理的リスクの両面から統合的に捉え、中長期の財務影響の方向性を俯瞰する目的がある。縦軸には、炭素税・排出規制などの政策強化や市場構造の変化に伴い将来発生し得る追加コストを織り込んだ移行リスクを、横軸には洪水・台風・森林火災などの自然災害に対する曝露と潜在的損失を反映した物理的リスク（感度調整済み複合スコア）を配置している。

また、バブルの大きさは当社の保有資産額（運用資産残高）に比例しており、リスク水準だけでなく、ポートフォリオ上の影響度も確認できる。

右上象限に位置するセクターほど、気候変動の進展と脱炭素化の加速が同時に進む局面では、複合的なリスクが顕在化しやすいと説明できる。本分析では、国内外の株式において、素材・公共事業・エネルギーといったセクターで、相対的にリスクが高くなっている。一方で、金融や情報技術などは相対的にリスクが低い傾向が見られるものの、外部環境や政策動向は変化し得るため、引き続き注視する必要がある。また、保有残高が大きいセクターでリスクが高まる場合、ポートフォリオ全体の収益性・安定性への影響が相対的に大きくなる。これからも、ポートフォリオの気候関連リスク・機会の評価や、投資意思決定への反映を通じて、中長期的なリスク・リターンの改善を目指す。

※ 債券の分析対象は社債のみ

※ セクターはGICS（世界産業分類基準）による

※ 物理的リスク（感度調整済み複合スコア）は、IPCCのレポートで用いられるSSP1-2.6シナリオ（2050年までにGHG排出量がネットゼロを達成するレベルに削減され、2100年までの気温上昇が1.3-2.4℃に留まるパリ協定の2℃目標に整合的なシナリオ）を使用し、2050年時点のリスク量を計測

※ 移行リスクは、セクター別の追加コスト（2050年時点）をセクター別の保有資産額で除算し、百万米ドルあたりの値で集計

※ バブルの大きさは、各資産クラス内における相対的な保有資産額の大きさに基づいて図示（出所）S&P Global社提供のデータ（2025年12月取得）よりMUFG AM作成

自然資本

MUFG AMポートフォリオの分析

Encore分析-依存

	供給サービス				調整・維持サービス																文化的サービス				
GICS Sector	バイオマス供給	遺伝物質	水供給	動物由来のエネルギー	地球規模の気候調整	降雨パターン調整	地域の気候調整	大気通過	土壌品質調整	土壌及び堆積物の保持	固形廃棄物の減少	水質浄化	水流調整	洪水緩和	暴風雨緩和	騒音低減	受粉	生物的防衛	幼体育成場所の保持	大気と生態系による希釈	感覚への影響緩和(騒音以外)	レクリエーションサービス	視覚的快適性	教育・科学・研究サービス	精神・芸術・象徴サービス
コミュニケーションサービス	10.5	0	21.57	14	21.34	21.34	21.51	10.54	7	21.31	14	7	24.87	25.93	26.14	7.42	0	10.02	7	0	9.275	20.405	20.515	20.9	20.405
一般消費財	1.81	0	47.22	2.72	30.95	26.84	42.18	34.55	0	46.7	36.25	46.82	53.05	51.8	52.39	22.82	0.82	7.7	0	30.57	27.635	8.03	8.085	1.595	9.13
生活必需品	8.3	3.66	19.79	5.56	8.58	9.75	12.75	9.57	0.24	14.01	11.25	13.59	21.03	19.4	18.14	1.02	0.24	10.1	8.34	8.71	6.625	14.355	6.93	0.22	0.22
エネルギー	0.03	0.16	8.34	0	9.15	0.46	6.64	4.82	0	7.61	6.21	5.56	8.97	10.41	7.11	4.14	0	0.5	0	7.66	4.79	0	0	0	0
金融	0	0	27.58	0	27.58	0	41.37	0	0	27.58	0	0	34.475	27.58	27.58	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
ヘルスケア	0	32.65	43.75	0.2	18.26	4.8	27.39	18.37	0	33.81	27.26	51.38	43.855	36.35	36.35	4.98	0	0.67	0	26.46	3.925	0	1.1	37.015	1.1
資本財	8.73	11.64	50.56	5.7	38.15	33.02	47.75	24.1	0.68	52.15	29.6	37.54	56.195	55.5	60.13	28.98	9.07	18.86	0	25.23	23.1	30.36	31.955	35.53	17.6
情報技術	0	0	65.72	0	32.86	33.4	49.29	32.86	0	49.29	49.29	65.72	65.72	65.72	65.72	32.86	0	0	0	49.29	41.075	0	0	0	0
素材	2.56	0	21.73	0.54	13.81	19.14	15.36	11.34	0	19.53	18.49	22.26	21.73	21.67	20.48	10.2	0	0.3	0	13.73	12.97	0	0	0	6.05
不動産	0	0	9.38	3.69	9.38	7.38	10.38	6.92	0	15.07	2.46	4.92	10.495	9.38	11.61	6.92	0	0	0	3.69	8.65	0	19.03	0	0
公益事業	6.92	0	8.85	0	8.82	6.62	6.33	3.32	0	9.1	6.36	6.62	8.28	8.84	6.07	6.06	0	0.02	0	2.78	0.025	0	0	0	0

上図はEncore分析にて各業界における生態系サービスの依存度合いを示している。

MUFG AMのポートフォリオ全体の依存分析の傾向として、「暴風雨緩和」「洪水緩和」「水流調整」など水に関連する生態系サービスや、「土壌及び堆積物の保持」「固形廃棄物の減少」などの土壌に関するサービスへの依存が大きいことが見てとれる。

セクター別の分析結果から、特に資本財、一般消費財、情報技術、ヘルスケアの4セクターにおいて、水・土壌への依存度が高い傾向があることが分かった。これは、これらセクターの事業価値が、自然界による「供給サービス（原材料の調達）」と「調節サービス（水質浄化や気候調節など）」の双方に深く根ざしていることを示唆している。そのため、土壌破壊や水不足、土壌汚染といった自然資本の毀損は、原材料コストの高騰や操業停止を招く直接的なビジネスリスクに直結しやすく、事業の継続性を左右する重要な要素であると評価している。

※ 業種はGICS（世界産業分類基準）による
（出所）自然関連分析ツール「ENCORE（Exploring Natural Capital Opportunities, Risks, and Exposure）」を基にMUFG AM作成

また、資本財やヘルスケアにおいては、「レクリエーションサービス」「視覚的快適性」「教育・科学・研究サービス」といった文化的サービスへの依存も大きいことが分かる。

これは、これらセクターの事業基盤が、自然の提供する快適な景観や学びの場といった、目に見えないサービスに支えられていることを示唆している。具体的には、自然環境が提供する精神的な充足やリフレッシュの機会が従業員の心身の健康や生産性の下支えになっており、また、自然界の多様な仕組みがバイオミミクリー（自然界の知恵を、人間の課題解決に応用するイノベーションの手法）などの科学的・技術的な研究の源泉として働いていることが分かる。したがって、こういった文化的サービスに関連するような自然資本は、中長期的な人材確保や研究開発力の維持における不可欠な要素と考えられる。

自然資本

MUFG AMポートフォリオの分析

Encore分析-影響

GICS Sector	淡水使用	陸地使用	海底使用	騒音・公害	GHG排出	非GHG 大気汚染物質の 排出	水及び土壌への 栄養汚染物質の 排出	水及び土壌への 有害汚染物質の 排出	固形廃棄物の 生成及び放出	外来種の導入	他の 非生物資源の 使用	他の 生物資源の 使用	水使用
コミュニケーション・サービス	23.9	42.0	27.2	42.6	39.0	34.0	14.0	35.5	34.1	0.0	0.0	14.0	34.4
一般消費財	7.0	76.9	5.7	111.4	82.5	96.2	23.6	106.0	81.3	3.7	0.1	1.6	91.5
生活必需品	5.8	23.4	0.4	25.7	28.6	29.5	28.8	25.4	27.2	10.3	0.0	13.3	31.7
エネルギー	18.1	12.7	18.7	23.4	20.2	20.8	0.7	24.0	16.7	8.0	0.1	0.0	15.7
金融	0.0	76.6	0.0	69.0	73.5	55.2	0.0	69.0	55.2	0.0	0.0	0.0	55.7
ヘルスケア	0.0	45.4	0.6	63.7	67.6	72.3	52.2	69.8	63.5	1.0	0.0	0.0	67.9
資本財	27.8	99.1	28.0	109.4	99.3	88.1	33.3	98.2	91.3	49.3	0.9	12.3	103.8
情報技術	0.0	90.4	0.0	122.2	97.2	126.3	0.0	142.3	90.4	0.0	0.0	0.0	108.3
素材	12.3	30.5	12.3	52.8	40.7	41.0	6.3	45.8	41.5	5.2	11.6	0.0	40.3
不動産	9.8	19.0	9.8	26.9	20.6	15.7	0.0	24.5	18.1	6.2	0.0	0.0	19.0
公益事業	16.0	15.2	9.7	17.3	17.8	17.2	9.7	18.1	14.6	0.0	0.0	10.4	11.9

上図はEncore分析にて各業界における生態系サービスの影響の度合いを示している。

MUFG AMのポートフォリオ全体の影響分析の傾向として、依存分析と同様に「水及び土壌への有毒汚染物質の排出」「水使用」など水・土壌に関連する影響が相対的に大きく見られる。加えて、「GHG排出」や「騒音・公害」といった我々の生活に直接的に負荷を与えるような外部への放出・拡散の影響も一定あることが読み取れる。

セクター別に見てみると、資本財、一般消費財、情報技術の3セクターにおいて、水・土壌やその他環境負荷の影響の度合いが高い傾向があると分かる。

これは、これら3セクターのサプライチェーンが、原材料の調達から製造、製品の使用・廃棄

に至るまで、大規模な生産プロセスを有しているためである。具体的には、大規模な製造設備による資源の大量消費や、グローバルな物流網に伴う排出、さらには高度な化学プロセスによる汚染物質の発生など、自然資本への負荷ポイントが多岐にわたっていることが背景にあると考えられる。

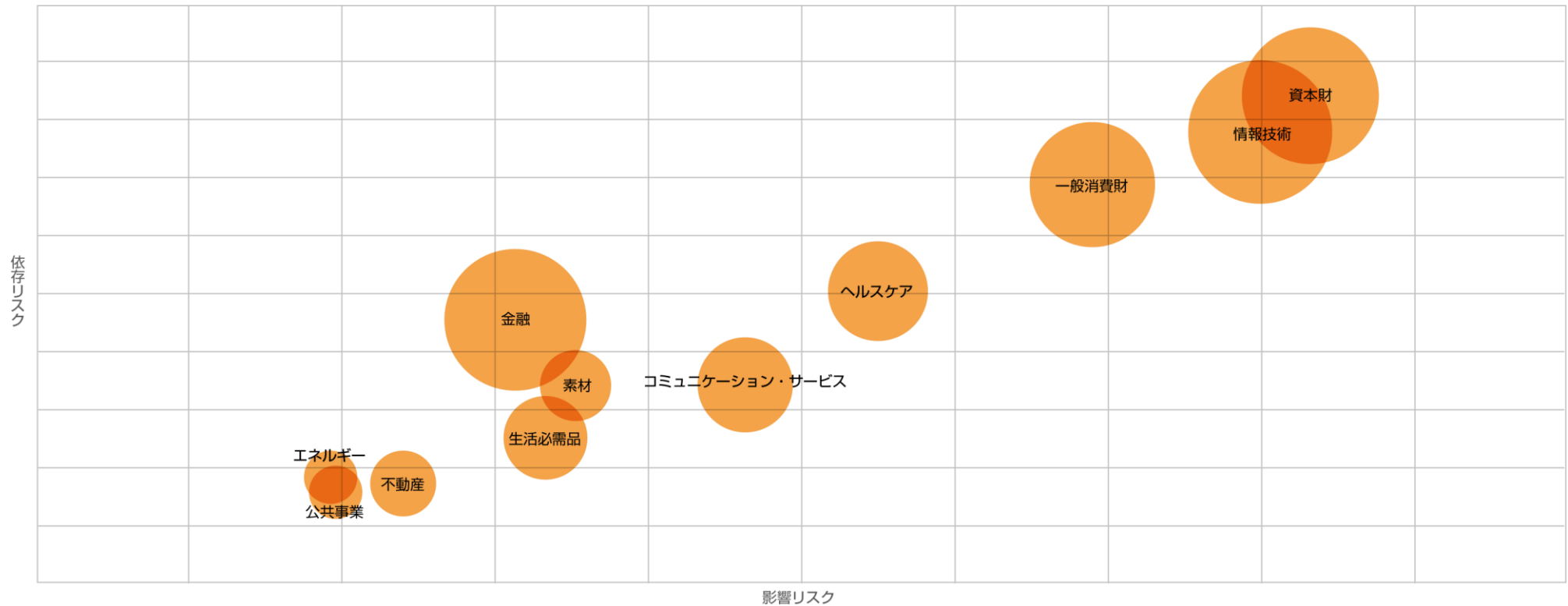
このように依存・影響の分析から、依存度合いと影響度合いが大きいセクターは共通していることが分かっており、依存・影響の一方だけではなく、両者の分析をすることで、自然資本関連リスクの評価を正確に把握し、より今後の実行性のあるエンゲージメントなどにつなげていくことが可能になる。

※ 業種はGICS（世界産業分類基準）による
（出所）自然関連分析ツール「ENCORE（Exploring Natural Capital Opportunities, Risks, and Exposure）」を基にMUFG AM作成

自然資本

MUFG AMポートフォリオの分析

Encore分析-サマリ



前頁までで確認した各業界の生態系サービスごとに依存と影響のそれぞれの度合いについて、上図は、各業界ごとにEncore分析における依存・影響スコアを縦軸・横軸にし、AUMの大きさを円形で示したものである。

依存・影響スコアの両者が高く、MUFG AM内のAUMも大きい業界として、情報通信と資本財が挙げられる。情報通信では主に通信基地、データセンターや海底ケーブルなどの現代社会に

欠かせないインフラを多く有しており、施設周辺の自然環境の依存及び土地利用における自然破壊などの影響が強い業界として知られている。

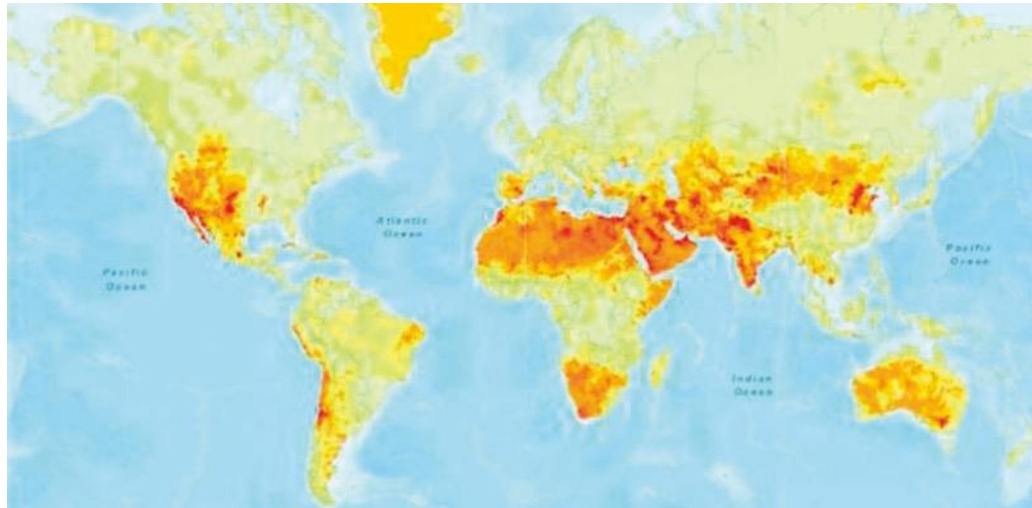
資本財に関しては、社会的なインフラであると同時に、その生産プロセスにおいても自然資本に大きく依存・影響を与えている。特に鉱物や原材料などの資源利用や、汚染物質の排出・資源採掘などによって自然資本にダメージを与えることがある。

(出所) 自然関連分析ツール「ENCORE (Exploring Natural Capital Opportunities, Risks, and Exposure)」を基にMUFG AM作成

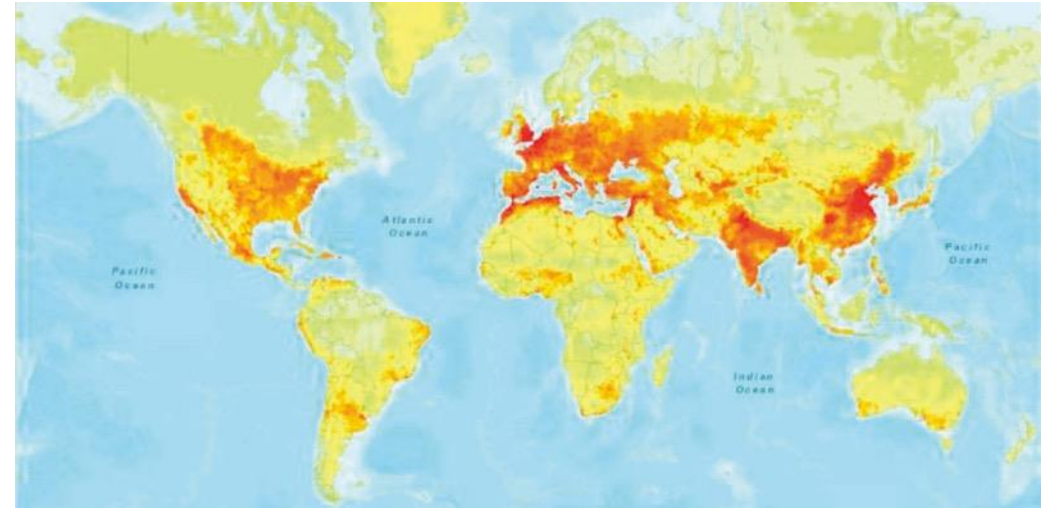
自然資本

MUFG AMポートフォリオの分析

地理的情報を用いたリスク分析のイメージ



水使用
(Water Availability)



「土地利用による生物多様性への影響」
(Land, Freshwater and Sea Use Change)

水・土壌関連リスクが高いセクター

公共事業

不動産

一般消費材

依存

影響

コミュニケーション・サービス

素材

生活必需品

情報技術

依存

影響

金融

エネルギー

資本財

依存

影響

ヘルスケア

依存

図表では、自然資本関連のリスクが高い地域を可視化する WWF (World Wide Fund for Nature) Risk Filterの分析結果を示している。前述のEncore分析の結果で分かった、水と土壌関連の生態系サービスへの依存と影響両方の大きさを地理的な情報として可視化している

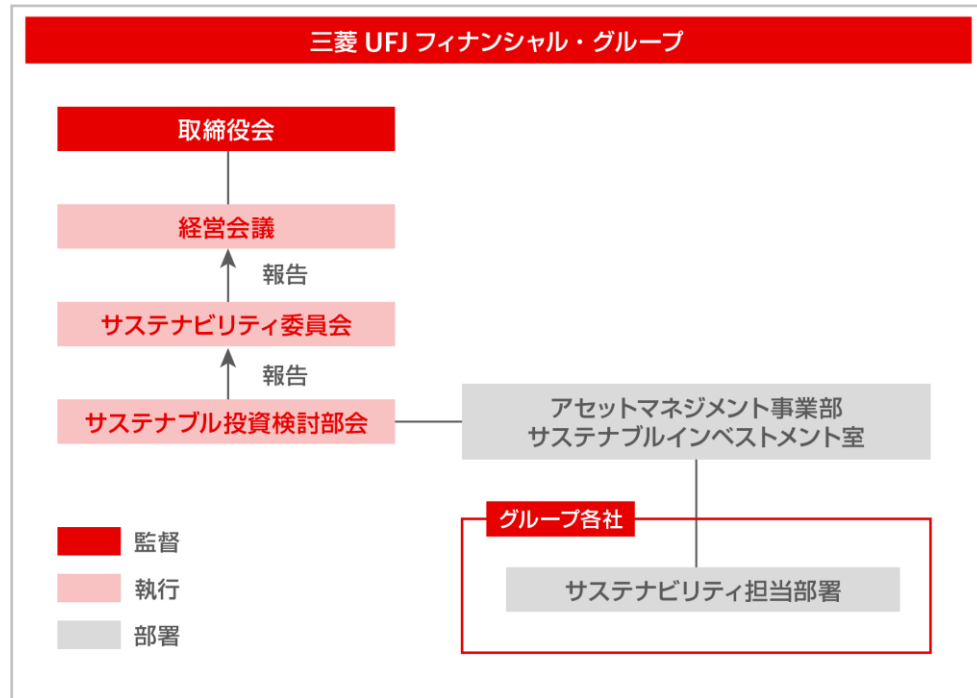
もので、このように各リスクの定量的な情報だけではなく、投資先の事業エリアやサプライチェーンなどを加味した上で、今後より精緻なリスク管理を実現できるようになる。

※ セクターはGICS（世界産業分類基準）による
（出所）WWF（World Wide Fund for Nature）Water Risk Filter を基に MUFG AM 作成

気候変動・自然資本

ガバナンスとリスク管理

リスク管理監督・執行体制及び、TCFD/TNFD開示要求項目の対応表



分類			TCFD/TNFD			
大項目	中項目	該当ページ	ガバナンス	戦略	リスク管理	指標と目標
気候変動	MUFG AMポートフォリオのネットゼロ達成に向けた目標	p18 (※)				○
	気候変動とトランジションへの取り組み	p19-25 (※)		○		
	MUFG AMのポートフォリオ分析	p79-83				○
生物多様性 自然資本	自然資本・生物多様性への取り組み	p26-28 (※)		○		
	MUFG AMのポートフォリオ分析	p84-87				○
エンゲージメント	エンゲージメントの全体像	p10 (※)		○		
	研究・協働の実践	p19-33 (※)		○		
ガバナンスと リスク管理	-	p88	○		○	

MUFG AMでは、アセットマネジメント領域における気候変動・自然資本を含むサステナブル投資方針、戦略、ガバナンス体制などの重要事項について、サステナブル投資検討部会やサステナビリティ委員会による審議・報告体制を設けている。

グループ横断のガバナンス体制を通じて意思決定の透明性と実効性を確保している。この体制により、MUFG AMは、持続可能な環境・社会の実現とMUFGグループの持続的成長のための環境・社会課題解決への取組みを推進している。

上記の右図は、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）と自然関連財務情報開示タスク

フォース（TNFD）の両フレームワークに対する、本報告書及びサステナブル投資報告書2025の対応関係を示したものである。TCFD・TNFDは「ガバナンス／戦略／リスク管理／指標と目標」の4要素で構成され、ポートフォリオ分析や、共同研究、エンゲージメントなどへの言及が4要素に該当する。MUFG AMは、これらの取組みを通じて、中長期的な企業価値の向上と持続可能な社会の実現を目指す。

※は、サステナブル投資報告書2025におけるページを指す。
https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20260406_01_media.pdf



スチュワードシップ活動に関する 自己評価

スチュワードシップ活動に関する自己評価

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
7

(2025年7月～2026年6月)

※ 下線は新たな取組み（変更も含む）

※ 資産を特定した記載以外は日本の上場株式を対象とした内容

基本方針

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

- 方針の公表、方針に則った活動の実施
- サステナビリティに関するエンゲージメント体制の変更
- 「日本版スチュワードシップ・コード」対応方針の改定

自己評価
など

当社では、スチュワードシップ・コードの受け入れ方針を策定、公表しており、この方針に沿って本年度も活動しました。

サステナビリティの観点では、MUFG傘下の運用会社協働で主としてパッシブ運用戦略のサステナブル投資を推進することを目的に、MUFG AM サステナブルインベストメント（以下、MUFG AM Su）によるサステナビリティに関するエンゲージメントを開始しています。本年1月に、対話・投資・議決権行使に関して、より一体運営を目的として、エンゲージメント機能を資産運用部へ集約しました。「日本版スチュワードシップ・コード」対応方針について、2025年6月のスチュワードシップ・コード第三次改訂に対応した、公表項目の更新を実施しました。

利益相反管理

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、生じ得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
など

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ませんでした。

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ます。

スチュワードシップ活動に関する自己評価

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
7

企業との対話

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。

企業との対話

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「スチュワードシップ推進室」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スチュワードシップ推進室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モデルを活用した対話の実効性向上
- 協働エンゲージメントの取組み
- インパクト投資を通じた対話の実施と「MUFG AM Su インパクト投資レポート2025」の発行

自己評価
など

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しております。特に資本コストに関する対話については、MTECと協働で開発した資本コストGAPモデルを活用し、資本コストの変動要因について継続して議論することで、企業の資本コスト低減に向けた取組み検討の契機となったと考えられる事例もあったと評価しています（詳細P57）。また、当社では協働エンゲージメントである「機関投資家協働対話フォーラム」を通じて、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取り組み」アジェンダで企業とのエンゲージメントを実施しています（詳細P33）。

アクティブ運用の観点では、インパクト投資ファンドを運用しており、インパクトの創出に向けた投資先企業と積極的なエンゲージメント活動に取り組んでいます（詳細P75）。本内容については、「MUFG AM Su インパクト投資レポート2025」を発行し、公表しました。

スチュワードシップ活動に関する自己評価

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
7

議決権行使

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留まるのではなく、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

- 方針に沿った議決権行使
- 議決権行使基準の公表。本年度は、当社の議決権行使基準に係る基本的な考え方について、記載を拡充し、ウェブサイト公表。賛否理由について全て開示。

自己評価
など

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、行使しています。（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っております。

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ます。

議決権行使基準はウェブサイト公表するとともに、本年度は当社の議決権行使基準に係る基本的な考え方について記載を拡充しました。行使結果の賛否及び理由は全て開示を実施しています。

外国株式については、2024年10月より個別開示しております。

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ます。

スチュワードシップ活動に関する自己評価

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
7

顧客・受益者への報告

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、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。

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
- ・議決権やサステナビリティに関するセミナーなどの開催

自己評価
など

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おります。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2026」を発行しました（8月末）。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います。

対話やスチュワードシップ活動の実力向上

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など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。

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・イニシアチブの参加
- ・アカデミアとの協働

自己評価
など

当社では、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しています。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おります。さらに、協働エンゲージメントや各種イニシアチブにも積極的に参画しております。サステナビリティに関しては、英国ケンブリッジ大学や早稲田大学といったアカデミアと提携し、同分野における最先端の専門的知見獲得や分析を行っています。さらに、本年度は、北海道大学グリーントランスフォーメーション先導研究センターと、トランジション技術に関する共同研究を開始しました。以上より、スチュワードシップ活動を適切に行うための体制整備など、実力向上に向けた取組みを進めていると評価しています。

原則8

機関投資家向けサービス
提供者について

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あたり、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。

Appendix

資本市場に対する情報発信

原則
6,7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、講演や委員として活動。
- 外部イニシアチブ、学術機関、各種協会など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 経済産業省「公正な買収の在り方に関する研究会」

- 2022年、経済産業省が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。
- 日本企業を取り巻く社会情勢の変化を踏まえ、2026年に再開。

講演会活動など

- 2025年10月 企業年金連合会スチュワードシップ推進協議会主催 協働モニタリング登壇
- 2025年10月 経団連 金融・資本市場委員会建設的対話促進ワーキング・グループ
- 2025年11月 大阪株式懇談会
- 2026年2月 ICJ主催セミナー登壇

執筆活動など

- 2025年8月 日本CHRO協会 テーマ「日本企業経営者のあるべき姿」
- 2025年10月 日本CHRO協会 テーマ「男女間賃金格差是正における長期投資家の期待」
- 2025年11月 D&IR誌 テーマ「多角化企業に期待するコーポレートの役割とイノベーションを醸成する組織構築」
- 2026年2月 日本CHRO協会 テーマ「なぜ情報開示が株価に反映されないのか」
- 2026年3月 JP CAST テーマ「インパクト投資」
- 2026年4月 日本CHRO協会 テーマ「投資家の意思決定に反映される人的資本情報とは」
- 2026年6月 日本CHRO協会 テーマ「足元の日本株上昇の背景」

【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などの変更などにより、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などに基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果など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、その内容も情報の提供時から予告なく変わる可能性がありますので、ご注意ください。（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などについて、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。