ENGAGEMENT
エンゲージメント

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

エンゲージメントの基本スタンス

友好的かつ 建設的な姿勢で 対話に努めること	ESG課題への対応状況、 さらにその背景にある 戦略や哲学などを含めて、 非財務情報の理解に 努めること	資本の効率的利用に関する 投資先企業の考え方を 聞くとともに、 私たちの考え方を伝えること	重大な不祥事・事故が 生じた際には、 原因や再発防止策を聞き、 健全な経営を促すこと

私たちが考える投資先企業との建設的な対話

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

当社は、対象企業、およびその事業を取り巻く環境と将来への深い理解が、投資先企業との建設的な対話であるエンゲージメントのスタートであると考えます。そして、エンゲージメントを、スチュワードシップ責任を果たすための最も有力な手段の一つとして位置付けています。

サマリー

当社ではエンゲージメント活動の促進を目的に2021年にエンゲージメント推進室(2025年にサステナブル投資戦略室へ改編)を設立しました。設立から3年超が経過し、エンゲージメント重点対象企業350社超に概ねエンゲージメント・ゴールの設定が済むとともに、エンゲージメントの成果も着実に確認されています。下図には、2024年のマイルストーンの進捗をお示ししました。本年も新たに100超のエンゲージメント・ゴールが「完了」ステータスまで進展し、私たちの期待する「企業の変化」が見られました。

一方で日本企業全体の企業価値向上を目指すうえで、機関投資家のエンゲージメント活動に期待する声は日に日に高まっています。こうした声を踏まえ、当社のエンゲージメント活動も、現状維持を是とするのではなく、日々アップデートを進めています。

エンゲージメント活動の実効性強化の目的で、当社ではエスカレーション対応を進めています。IR担当者や経営陣(経営の執行側)との対話だけでなく、「経営陣の監督」を主導する社外取締役との意見交換や当社の議決権行使への反映を通じて、「企業の変化」を促しております。

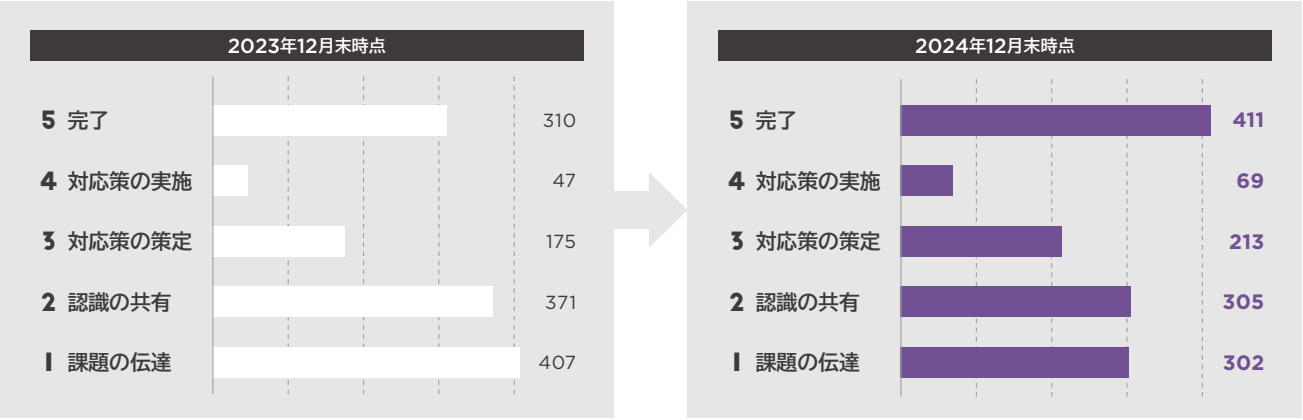
本年注力したのは、いわゆる「深いエンゲージメント」の取組みです。今後法令改正等に伴い、より踏み込んだエンゲージメント活動ができることが期待されることから、セクターごとに重点エンゲージメント対象企業を設定し、各企業と業界再編や事業ポートフォリオ改革等の議論を進めています。本レポートでは象徴的な事例として、化学業界および時計業界でのエンゲージメント事例を紹介しています。

多様なステークホルダーの皆様から関心の高い効果測定に関しては、測定モデルの調整含め日々改良を進めております。本年は企業価値に関する代表的な指標であるTobinのQで統計的な有意性を確認できたのは一つの成果であったと自負しております。

これまで以上に機関投資家のエンゲージメント活動に注目が集まるなかで、今後も活動内容の見直しと拡充を進めていきます。企業のDX化が進むなかでこれまで以上にデジタル面でのリスク管理が企業価値に及ぼす影響が増加していることから、2024年の重点テーマには新たに「デジタル社会のリスク管理」を追加しました。また日本企業と機関投資家との対話増加が期待される中で、こうした対話機会が乏しい中小型企業に向けて、対話活性化に役立つ取組みを進めております。

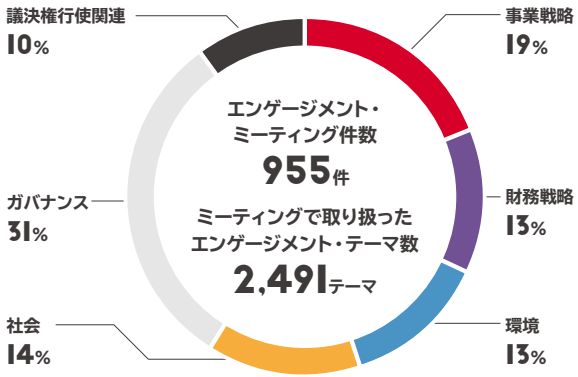
スチュワードシップ責任を果たすに当たり、エンゲージメント活動の重要性は増してきております。今後もエンゲージメント活動の推進と活動内容の精査・拡充を並行して進めることで、エンゲージメント活動の高度化を進めていきます。

マイルストーンの進捗状況



※2023年12月末時点で設定済みのエンゲージメント・ゴールに関して、マイルストーンの進捗状況を確認。

2024年のエンゲージメント・ミーティング



※2024年通年のエンゲージメント・ミーティングの内訳(テーマ数)。

エンゲージメント・プロセス

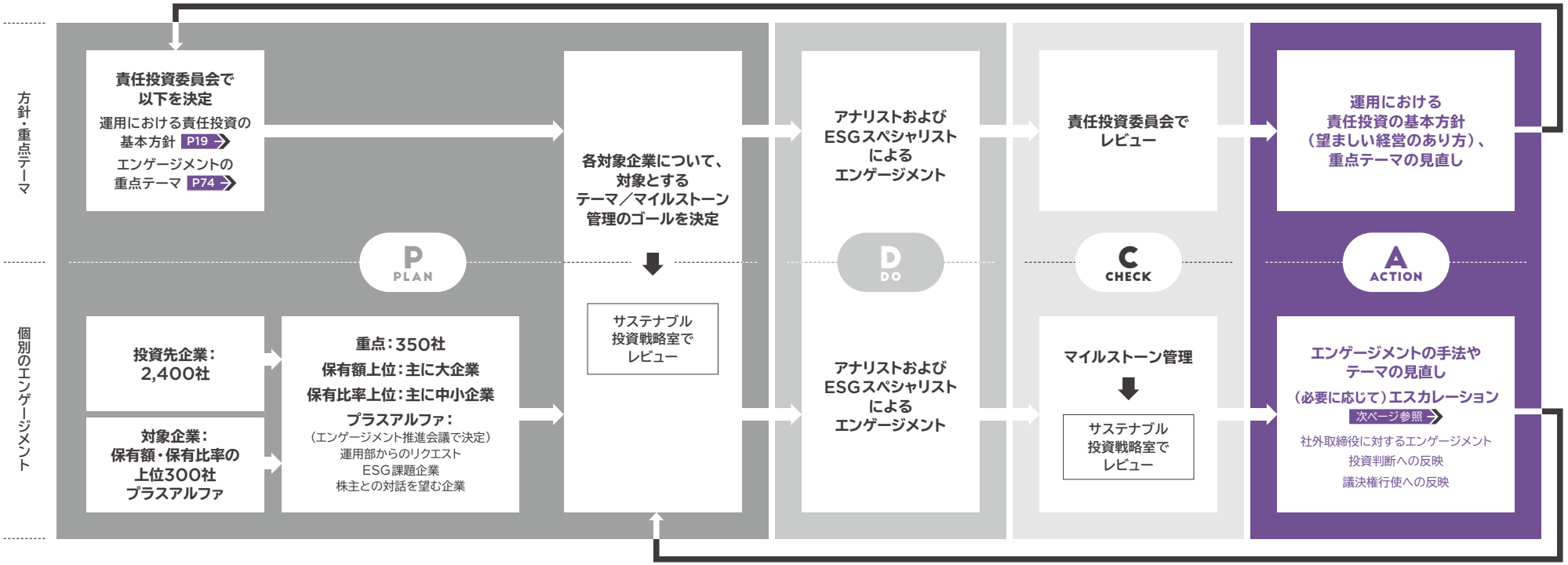
当社のエンゲージメント活動は、責任投資委員会にて設定された「運用における責任投資の基本方針」「エンゲージメントの重点テーマ」に基づき推進されます。重点テーマは、事業・財務戦略から環境・社会・ガバナンスなどのESG課題まで多岐にわたる点が特徴です。

同基本方針や重点テーマに基づき、個別企業へのエンゲージメントが実施されます。時価総額等を勘案して選定したエンゲージメント重点対象企業「重点350社」に対して、個社ごとにエンゲージメント活動方針(エンゲージメント・ゴール)を設定します。アナリスト、ESGスペシャリスト、ポートフォリオマネジャーが参加するエンゲージメント推進会議にて多角的な検討を行い、ゴール設定を行います。

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

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

エンゲージメント活動におけるPDCAサイクルの推進

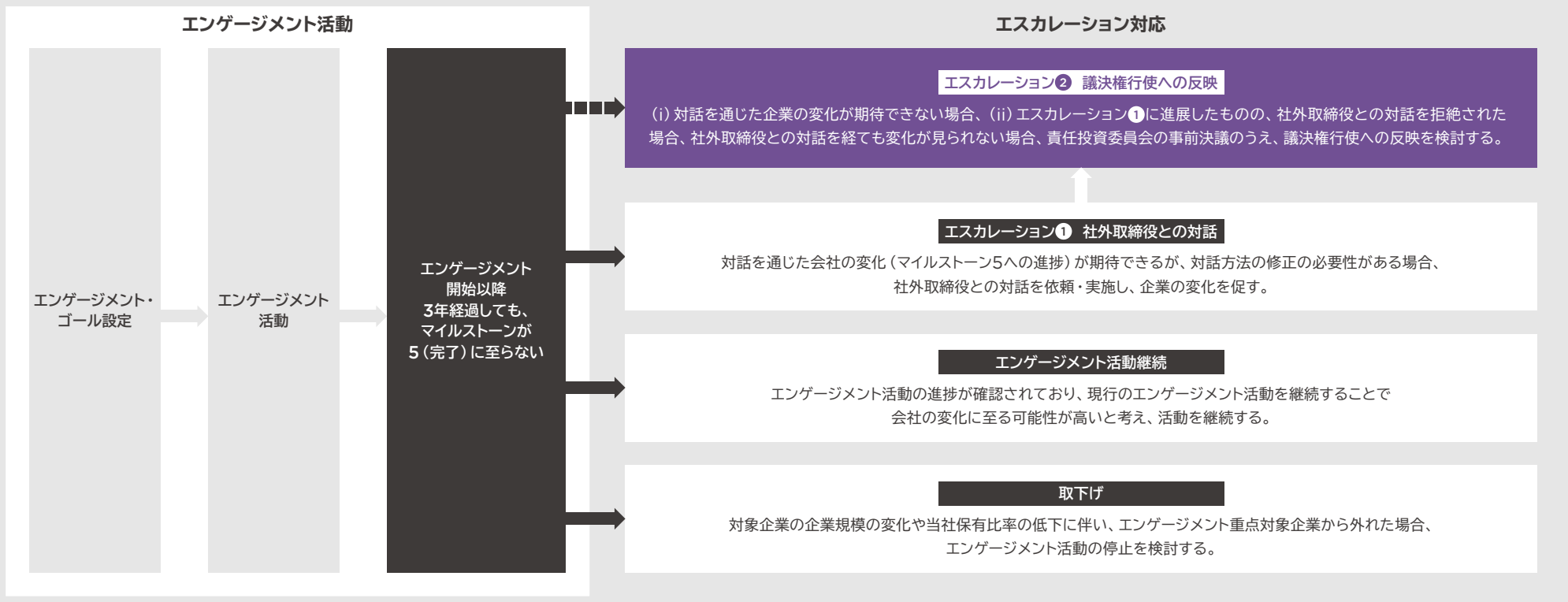


エスカレーション・プロセス

当社のエンゲージメント活動の基本は、対象企業との建設的な対話です。ただしエンゲージメント活動実施後も企業の変化が期待されない場合、エンゲージメント方法の変更を検討します。

下図は当社のエスカレーション・プロセスの概要を図示したものです。エンゲージメント開始後3年経過しても期待する企業の変化が見られない場合、エスカレーション対応を検討します。エスカレーション❶は社外取締役との対話です。執行役や社内取締役と比べて中立的な立場にあり、「経営陣の監督」を主導する社外取締役との意見交換を通じて、当該企業が抱える課題と、課題解決策推進の必要性を共有することが、ここでの目的です。エスカレーション❷は議決権行使への反映です。企業の各方面の担当者（社内・社外の取締役、社長・CEO、IR責任者）との対話の継続では企業の変化が期待できない場合、責任投資委員会の事前決議のうえ、議決権行使への反映を検討します。先述の通り、エスカレーション対応はエンゲージメント活動における最終手段であり件数は多くありませんが、すでにエンゲージメント活動を踏まえた議決権行使も実施しています。

当社のエスカレーション・プロセスの概要



深いエンゲージメント

（業界再編）化学業界 ～化学業界の課題と対応策～

資本効率性

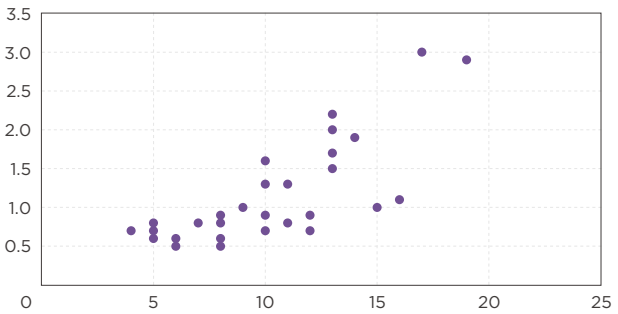
化学業界、特に川上・川下等、多種多様なサプライチェーンおよび事業ポートフォリオで構成される総合化学メーカーは、低資本効率性により、企業価値が向上せず、PBR1.0倍割れの問題を抱えています。

これは過去「作れば売れる」という時代、すなわち「量から質」への転換が、製品チェーン全体でうまく進んでいないことが要因と分析しており、将来のナフサクラッカーのプラットフォーム化やグリーン化対応に向けた業界全体での連携がマストであると考えています。

当社は、中長期投資家として、日本の素材産業全体の資産効率化達成や、事業ポートフォリオ改革による資本効率性向上に向けたエンゲージメントを推進し、日本の素材産業の根幹である化学産業の企業価値向上を目指しています。また、取締役報酬の業績連動KPIへ、ROEやROIC等の資本効率性指標を導入するエンゲージメントを推進し、ガバナンス改善を目指しています。

化学業界のROEとPBR

PBR（倍：縦軸）　ROE（%：横軸）



中期成長

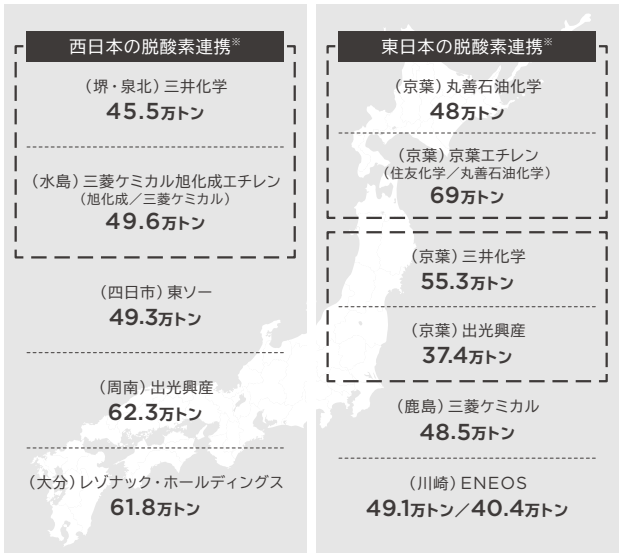
化学メーカーは、川上から川下まで様々な技術を有し、幅広い産業へ自社素材を提供するだけでなく、それらの組み合わせによりイノベーションを起こし、新しい付加価値創造が可能な産業であると分析しています。

一方、近年発表された構造改革は、短期的な利益を追い求め、研究開発費や将来の成長に必要な投資を絞ったり、チェーン全体の強さを損なうようなリストラが多く、株式市場も、短期的なリストラ施策を支持する傾向が強い点は、「日本全体の素材供給力」を低下させるリスクがあると予想します。

化学産業は、川上、川中、川下とコンビナート内で複雑に入り組んでおり、単純に何かを止めれば、中期的な利益成長が達成できるものではなく、様々なマテリアルバランスで成り立っています。

当社は、投資先企業の中長期戦略、技術コアコンピタンスと将来の成長ストーリーを議論しながら、化学・素材産業全体に対し、中長期目線でのエンゲージメントを実施しています。化学メーカー出身のアナリストが、資本市場と化学・素材産業の言葉を翻訳しながら、中長期成長ストーリー策定のお手伝いをすることで、日本の化学・素材産業全体の企業価値向上を図っていきます。

日本のエチレンコンビナート



※2025年3月時点

精密機器業界担当
エクイティアナリスト
馮 逸春

深いエンゲージメント

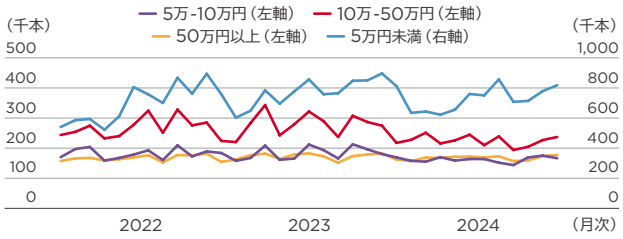
（事業ポートフォリオ改革）精密機器業界 ～時計業界の垂直統合戦略～

腕時計市場のトレンド

世界の時計生産量は年間約10億本強に達しますが、その中でスイスが占める輸出本数は全体の1～2割程度です。しかし、金額ベースではスイス製の時計が世界市場の50%以上を占めており、その高付加価値性が際立っています。スイス製の時計輸出量を過去10年以上にわたって見ると、2011～2014年をピークに減少傾向が続いています。ただし、機械式時計の輸出数量は大きく減少しておらず、全体の平均販売価格（ASP）は上昇しています。このことから、時計市場、特に高級時計市場は依然として成長の余地があると考えられます。

価格帯別の市場動向を見てみると、10万～50万円の中高級時計は減少傾向にある一方、50万円以上の高級時計と10万円未満の手頃な価格帯の時計の販売数量は堅調に推移しています。たとえ2024年が市場の調整期であっても、この2極化した市場動向は続くと予想されます。そのため、ミドル～ハイ価格帯では高級志向の製品展開、ミドル～ロー価格帯ではコストパフォーマンスを重視した製品展開といった戦略が求められます。

スイス製の時計輸出数量推移（価格帯別）



（出所）スイス連邦関税局外国貿易統計より野村アセットマネジメント作成

現状の課題

- S社の非プレミアム製品は内製率の低さから収益性が改善しづらい。
- E社の時計事業はS社向けOEMが中心であり、マージンの向上が難しい。

当社からの提案

この課題を解決する仮説として、S社がE社の時計事業を買収する。

期待される効果

- S社：内製率向上により非プレミアム製品の収益性が改善。
- E社：低収益事業を切り離し、経営資源を成長事業に集中可能。

当社からの提案事例

高級時計市場はすでにいくつかのブランドに集約されており、それぞれの戦略が有効に機能しているため、大きな問題はありません。一方で、ミドル以下の価格帯の時計を生産する企業が成長力と収益力を高めるには、業界全体の構造改革が必要です。

日本の時計市場では、高価格帯製品に強みを持つ企業がある一方で、時計事業を続けているものの利益率の改善が進まない企業も見受けられます。その一例として、S社のケースを挙げます。

S社の時計事業は近年収益性が改善していますが、それはプレミアム商品（高価格帯製品）の構成比が増加しているためです。S社は高級時計戦略を成功させ、これにより全体の業績改善を実現しました。一方で、プレミアムでない製品群の収益性改善は遅れており、特に内製率の低さがコスト効率に悪影響を与えています。このS社に時計をOEM供給しているのがE社です。E社は主に3つの事業を展開していますが、その中でも時計関連事業は低調に推移しています。S社の非プレミアム製品は内製率の低さから収益性が改善しづらい、E社の時計事業はS社向けOEMが中心で、マージンの向上が難しい、という矛盾を引き起こしています。

そこで当社からは、S社がE社の時計事業を買収することで、S社においては内製率向上により非プレミアム製品の収益性改善が期待でき、一方で低収益事業を切り離したE社が経営資源を成長事業に集中することが可能となる戦略を提案しました。

中小型企業との対話促進に向けた取組み

責任投資調査部長
内田 陽祐

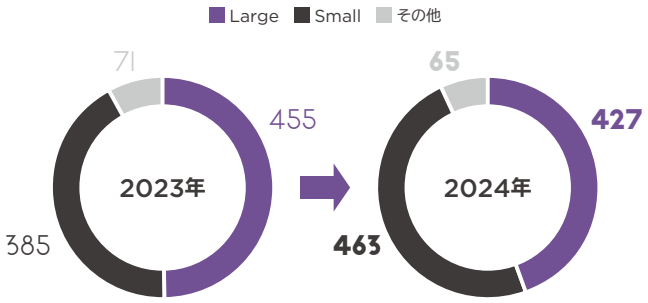
当社ではこれまで当社の持ち株比率が高い、いわゆる当社にとって重要度の高い企業、重点300社を中心にエンゲージメントを行ってきました。結果、パッシブファンドで保有が多い大型企業が中心でしたが、現在はアクティブファンドからエンゲージメント要請のあった中小型企業である約50社にも対象を広げつつあります。最近の法改正の影響もあり、より踏み込んだ対話や提言を通じた企業価値向上への取組みを促すことも可能になってきました。中小型企業はセミマクロや業界の要因よりも個別の要因が経営に与える影響が大きく、経験豊富な日本株の運用・調査担当者を多く有する当社の強みが発揮できるものと考えています。

現在、東証の市場区分の見直しに関連し、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応が上場会社に求められています。一方で中小型企業からは機関投資家との対話機会を得ることが難しいとの声も上がっています。当社は、現状では個別企業からの対話やエンゲージメントの要請に関しては原則全てを受ける体制で進めています。実際に中小型企業から、より良い情報開示、統合報告書に関するアドバイスを求められることも多くあります。当社の中小型株運用担当者やエンゲージメントスペシャリストが議決権行使基準や銘柄選択の視点を紹介するセミナーへ登壇するなど中小型企業との対話にも積極的に取組んでいます。東証グロース市場の市場活性化では、上場前のエクイティストーリー作成へのアドバイスから上場後のフォローアップなどクロスオーバーエンゲージメントにも取組み始めており、わが国のIPO市場の活性化に貢献していきたいと考えています。

中小型企業との対話の現状と解決策

現状の課題	日本株式市場全体で、発行体企業と機関投資家との対話活性化が促されている。一方で、 ❶ 一部の発行体企業から「機関投資家との対話機会が乏しい」という意見が聞かれる。とりわけ中小型企業に顕著。 ❷ 機関投資家としては投資可能性・投資妙味の乏しい企業にリソース（事前リサーチ、個別取材の時間）を割けない。
当社が考える解決策	■ 機関投資家の琴線に触れるエクイティストーリー（中期経営計画の策定ないし、これに準ずる情報開示）を、発行体企業に準備していただき、 ■ カバレッジのあるアナリストだけではなく、関心を持ってくれそうな小型株運用担当者へのコンタクトをしていただく。
課題解決に向けた当社のサポート施策	■ 当社の運用担当者が登壇する勉強会を開催。機関投資家の銘柄選択における着眼点を発行体企業に共有し、各企業のエクイティストーリー作成の参考にしていただく。 ■ IPO前後の企業に対して、上場前のアドバイスから上場後もフォローアップを行うクロスオーバーエンゲージメントを推進。

Russell/Nomura※分類による会社規模別エンゲージメント件数



※Russell/Nomura 日本株インデックス　全上場銘柄のうち累積浮動株調整時価総額で上位98%を占める銘柄から構成。浮動株調整時価総額上位約85%をLarge Cap、下位15%をSmall Capと定義。

エンゲージメント活動による効果の測定～長期的な企業価値向上に寄与～

2024年度の分析の特長

1 › 計量経済学の最新の学術論文※1で提案された枠組みを取り入れ、エンゲージメント効果の時間的変化の追跡を可能に

2 › エンゲージメント活動がTobinのQに及ぼす正の効果を確認

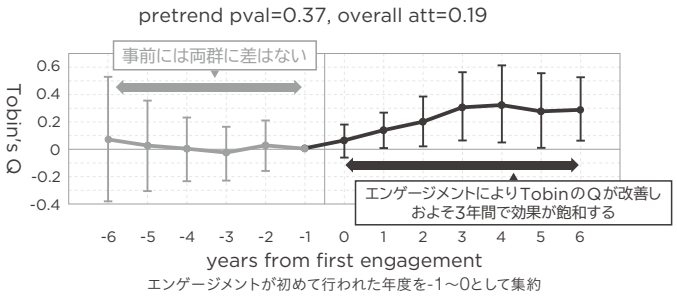
エンゲージメント活動は、投資先企業との建設的な対話を通じ、企業の持続的な成長と受益者の中長期的な投資リターンの拡大を促すために、当社を含む資産運用会社に求められる重要な社会的責務です。その責任を果たすに当たっては、これまでご紹介してきた個別のエンゲージメント活動と並行し、それらの活動が真に実効性を有するのか、持続的に評価・改善する姿勢が求められます。当社資産運用先端技術研究部では、過去に行ったエンゲージメント活動のデータを蓄積、それらを活用しエンゲージメント効果を定量的に測定・分析する取組みを継続しています。

2024年度のプロジェクトでは、エンゲージメント活動の実績が長期間にわたり蓄積してきたことを踏まえ、企業価値の評価指標として広く用いられているTobinのQ※2に着目し、当社のエンゲージメント活動が長期的な企業価値向上に結び付いているかを検証しました。この目的のため、前年度までの分析の枠組みを拡張し、エンゲージメント実施前後のTobinのQへの影響を経過年数ごとに分解して可視化する分析を行いました。

右の図はその結果を示しています。図の横軸はエンゲージメント開始前後の経過年数、縦軸はTobinのQに対するエンゲージメント効果を表します。エンゲージメント効果は、エンゲージメントを実施した企業群のTobinのQの変化量（エンゲージメント開始直前を基準に測定）と未実施企業群の変化量の差を用い測定しています。図は、当社のエンゲージメント開始後（黒色）に、エンゲージメントを実施した企業群のTobinのQの水準が、未実施の企業群と比べておよそ3年程度の時間をかけて徐々に増大していることを示しています。さらに、エンゲージメント開始前の期間（灰色）もさかのぼって分析し、両企業群に統計的有意な差が見られないこと、すなわち、黒線のエンゲージメント効果が何らかの事前の傾向に起因するものではないことも確認しています。この分析結果は、当社のエンゲージメント活動が長期的な企業価値向上に寄与していること、また、その成果が企業価値向上にまで結び付くには数年の時間を要することを示唆しており、当社が重視する継続的なエンゲージメント活動の重要性を裏付けるものと自負しています。

ただし、当社のエンゲージメント活動単体の効果を切り分けた測定が難しいことなどは、前年に引き続き分析上の課題となります。これらへの対処も含め、データの蓄積と効果測定を継続し、今後のエンゲージメント活動の改善に活かしていきます。

TobinのQに対する当社のエンゲージメント効果



注）2016～2021年度のエンゲージメント記録および、その前後の期間を含む2013～2024年度のTobinのQのデータを使用。横軸はエンゲージメント開始前後の経過年数、縦軸はエンゲージメント効果の推定値、分析対象企業群はTOPIX500構成企業。
※1 B. Callaway and P. H. C. Sant'Anna, J. Econom. 225, 200 (2021).
※2 TobinのQの定義は「（時価総額+有利子負債）／総資産」

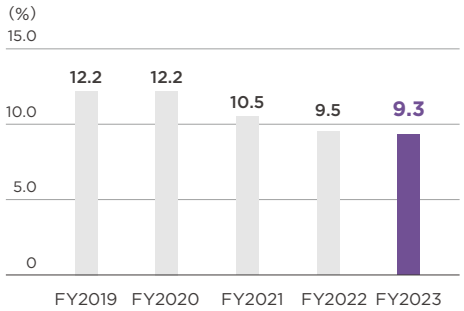
食品業界に対するエンゲージメント

食品業界では「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示を行ったプライム上場企業（TOPIX業種：食料品）は2024年12月末時点で67社中58社ありますが、そのうちPBR1.0倍未満となっている企業は27社にも上ります。経営陣の資本コストや株価に対する意識は明確に高まってきていますが、開示された対応内容のレベルにバラつきがあるのも事実で、エンゲージメント活動による企業価値向上の余地は大きいと考えられます。

政策保有株式・純資産比率においては、東証17業種のうち食品は銀行に次いで2番目に純資産比率の中央値が高い業種となり（あずさ監査法人調べ）、純資産比率が20%を超える企業も散見します。資本効率改善の意識から食品業界でも近年政策保有株式の売却は進んでいますが、残念ながらスピード感には欠けている状況です。当社では企業価値向上に資さない非事業資産を積極的に見直し、もっと資本を成長投資や株主還元に振り向けるようエンゲージメントしています。

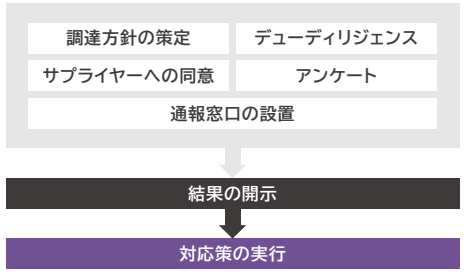
食品業界は自然資本への依存度が高い業種です。TNFD提言に基づく情報開示を行う食品企業の増加により、自然関連課題が食品企業に与え得るインパクトおよびリスクと機会の把握が進み、各企業の情報開示は改善しつつあります。持続可能なサプライチェーンを構築するに当たり、トレーサビリティの確保や規制・法令順守への対応にはサプライチェーン全体を巻き込んだ取組みが必要となります。自然資本を含む原材料・天然資源の枯渇リスクや気候変動リスクだけでなく、人権・労働問題に係るリスク、地政学リスクの把握や低減に向けた対応策の構築には企業が一次・二次サプライヤーにもエンゲージメントを行っていくことが大切だと考え、当社ではそのような取組みの強化をエンゲージメントしています。

食品業界※の政策保有株式・純資産比率推移



※JT、サントリー食品を除く食品大手30社平均
（出所）野村アセットマネジメント作成

サプライチェーンに関するエンゲージメントのポイント



食品業界に対するエンゲージメント

アナリストによるエンゲージメント

当社は、政策保有株式・純資産比率が10%以上である場合は特に資本効率の押し下げ要因となっている可能性が高いと考え、対象となる食品企業を中心に各社と議論を重ねてきました。中には先方から申し込みのあった持ち合い株式の解消（政策保有株式の相互売却）には応じるものの自ら積極的には政策保有株の削減に動かない企業、または競合他社が先に取引先企業との持ち合い株式の解消を行わない限り取引条件の悪化を懸念して政策保有株の削減に消極的な企業等も見られました。当社は政策保有株式を削減し積極的な株主還元に転じたことで企業価値向上に結び付いた好事例や好業績ながらも資本効率低下への懸念により株価評価が上がらない企業を事例として紹介しながら議論を進めてきました。

まだ全体として満足できる水準ではありませんが、当社がこのように取組んできたエンゲージメントは一部では成果を出しつつあります。下記のエンゲージメント事例で示したように、日清製粉グループ本社はまだ政策保有株式・純資産比率が10%以上であるにもかかわらず、一定の政策保有株式の売却を行ったことでさらなる削減には慎重なスタンスであり、資本効率に対するコミットメントの弱さが株価の重しだと当社から指摘していました。その後、日清製粉グループ本社は24年度下期に規模・スピード共に一段アップさせた政策保有株式の売却計画の公表や配当性向の引き上げを発表するに至りました。当社はこの動きを好感しつつも、今後の売却資金をどのように企業価値向上につなげていくかについて、もう一段議論を深めていきたいと考えています。

株式会社日清製粉グループ本社とのエンゲージメント

エンゲージメントの概要

中期計画において資本効率目標が示され、政策保有株式の縮減に取組んでいるものの、さらなる縮減が必要

会社の反応	政策保有株式の売却に関しては、中期計画の目標に従って縮減を行っている。取引先との関係もあり、慎重に進めていたが、資本市場の期待するスピードではできていないことは認識しており、より前向きに進めたい。
エンゲージメントの成果	2024年11月の中計見直しでは配当性向は40%以上→50%目安に引き上げられ、政策保有株式の削減も3年間150億円以上→5年間400億円以上と規模・スピード共に引き上げられた。

COMMENT

日清製粉グループ本社

当社は貴社と毎四半期コミュニケーションを取らせていただく中で、政策保有株式の縮減のみならず、様々な点でご示唆をいただき多くの気付きを得ることができています。今後も資本市場、外部環境の変化に対応していけるよう、引き続き貴社のご意見もお聴きし、資本効率のさらなる改善、企業価値向上に取組んでまいります。

シニア・エクイティアナリスト
蒲生 宗央

シニア・クレジットアナリスト
小長井 将也

COMMENT

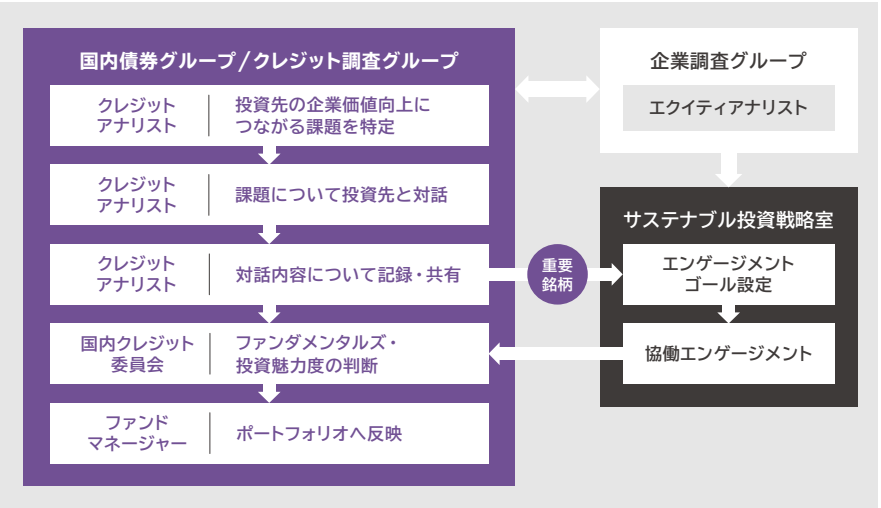
シニア・エクイティアナリストからのコメント

エクイティアナリストもクレジットアナリストも同じように企業との対話を行いますが、長期の収益性か財務の安定性やキャッシュフロー予見性を重視するかなど企業評価のポイントが一致しないこともあります。
しかし、会社が抱える課題の解決が企業評価に影響を与える事に違いはなく、それぞれ異なる視点から協働で行う対話は、市場全体にとっても価値があると確信しています。

債券エンゲージメント

国内クレジット運用において、クレジットアナリストは担当銘柄について「改善すればより強気に投資推奨できる課題」を特定し、その課題について発行体との個別ミーティングで対話を行っています。クレジットアナリストが発行体の課題を考える際、債券投資が重視する財務健全性という観点のみならず、発行体の成長戦略や株主還元も考慮し、企業価値向上の観点を重視しています。その点、当社ではIRミーティングにおいて、クレジットアナリストとエクイティアナリストがともに発行体と対話する機会が多く、クレジットアナリストは株式投資の観点からの意見も参考にしつつ、企業価値向上につながる課題を考えることができます。例えば、積極的な投資によって財務が悪化傾向にある発行体に対しては、単純な財務改善を求めるのではなく、ハイブリッドファイナンスの活用や財務方針の説明の強化といった提案を行うケースが一例として挙げられます。また、特に重要な発行体については、株式および債券のポートフォリオマネージャーおよびアナリスト、ESGスペシャリストが参加するサステナブル投資戦略室によって、さまざまな観点から議論を行い、エンゲージメントにおけるゴールを設定し、株式部門と共通のフレームワークで進捗を管理しています。発行体との対話内容やエンゲージメントの進捗状況を国内クレジット委員会で共有し、議論することで質の高い投資判断につなげています。

債券エンゲージメントのプロセス



CASE

機械セクターM社

M社の最大の課題は、積極的な投資姿勢を背景とする財務基盤の弱さだとクレジットアナリストは考えていました。一方、エクイティアナリストはキャッシュフローのコントロールが十分でない点を問題視しており、双方の見方が一致しませんでした。しかし、十分に意見交換を行うことにより、M社の本質的な課題は財務方針であるとの考えに達し、M社に対して協働して対話を行い、最適資本構成の明示を求めました。まだ対話は始まったばかりですが、今後も協働でエンゲージメントを行う予定です。

重点テーマの改編

エンゲージメント活動における重点テーマは毎年見直しを行っています。2021年の「自然資本」「人権リスク」、2022年の「ウェル・ビーイングな社会の実現に向けた課題解決」など、ESG分野においてもより先進的なテーマを設定することで日本企業のサステナビリティ向上促進に努めてきました。

2024年は「デジタル社会のリスク管理」という重点テーマを新設しています。昨今DX化は企業成長の必須課題とも言われており、さらにはAIなどの最先端テクノロジーのビジネス現場での活用も期待されています。一方で、個人情報管理やサイバーセキュリティに関する不祥事の影響は増加しており、AI倫理問題などの新たな課題も出ています。当社はこうした課題に対するリスク管理は安定的な企業価値向上に向けた重要な取組みと認識しており、デジタル分野におけるリスク管理体制の整備など適切な対応を求めてまいります。

分類	重点テーマ	概要
1 事業	合理的な成長戦略の説明	■ 成長を実現するための戦略（事業ポートフォリオの構築を含む）に関する合理的な説明を求める ■ 上記戦略に伴うリスク管理（成長戦略に沿った重要なリスクの特定、リスク管理体制の整備、マテリアリティの特定）について説明を求める
2 財務・ガバナンス	資本効率性に対するコミットメント強化	■ 資本コストを上回る資本効率性を達成するための財務戦略（株価水準・変動や投資家との対話を踏まえた資本コストの設定や政策保有株式の縮減等を含む） ■ 資本コストを上回る資本効率性の達成に向け、役員報酬を通じたコミットメントを求める
3 環境	気候変動	■ ネットゼロ達成に向けた目標の設定及びSBT認定の取得を求める ■ 旧TCFDの提言に沿った情報開示や気候変動に関連した事業機会について説明を求める
4 環境	自然資本	■ ネイチャー・ポジティブの実現に向け、TNFDに沿った情報開示や生物多様性・循環経済に関連したリスクと事業機会について説明を求める
5 社会	人権リスク	■ 人権デューディリジェンスの実施を求める。具体的には、人権方針の策定、人権インパクト評価の実施及び結果の開示、救済・是正措置、全社リスク管理への統合など
6 社会	多様な価値観を持つ人的資本	■ ジェンダーの多様性や従業員ウェル・ビーイングを含め、成長戦略に沿った人的資本に関する戦略について説明を求める
7 社会	ウェル・ビーイングな社会	■ ウェル・ビーイングな社会の実現に向けた取組み（例えば健康課題<アクセス・トゥ・メディスン/ニュートリション、薬剤耐性等>、アニマル・ウェルフェア、地方創生及びデジタルを活用したイノベーション）について説明を求める ■ ウェル・ビーイングな社会の実現に向けたインパクト（影響度）の開示を求める
8 社会・ガバナンス	デジタル社会のリスク管理	■ デジタル化に伴って生じるリスクへの対応（例えばサイバーセキュリティへの対応、倫理あるAIの活用、個人情報の保護等）を求める
9 ガバナンス	実効性の高いモニタリング・ボード	■ 実効性を伴ったモニタリング・ボード（指名・報酬を通じた経営陣の監督を主たる役割・責務とする取締役会）への移行を促す

デジタル社会のリスク管理

課題認識

- 昨今、個人情報管理やサイバーセキュリティに関する不祥事の影響は増加傾向にある。不透明感が強まるなか、こうしたデジタル化に伴って生じるリスクへの対応が日本企業には求められる。
- 一部企業では対応が進んでいるが、情報開示が不十分である。

エンゲージメント活動（例）

- 開示全般の充実
- 方針・体制整備の現状
  - 情報セキュリティ関連の方針の策定・開示❶
  - CISO/委員会の設置❷
  - CISO/委員会がグループ全体（可能であればサプライチェーン）を管掌
- インシデント対応：特にCSIRTの設置❸

外国株式エンゲージメント

当社は、外国株式においてもエンゲージメント活動の強化を続けています。企業のESG課題は、グローバルなテーマが多く、海外運用チームとの連携は、外国企業のみならず、日本企業におけるエンゲージメント活動においても必要不可欠です。

外国株式についてはその対象の国や企業が多いことから、各海外拠点の運用拠点の運用チームの専門性を生かしつつ、外部リソースを活用し、より効率的なエンゲージメント活動を進めています。当社の海外拠点における2024年のエンゲージメント件数は合計で508テーマ（延べエンゲージメント数は245件）となりました。エンゲージメントのテーマとしては、事業戦略、財務戦略、環境、社会、ガバナンス、開示・対話の6テーマに分類し、各拠点の運用者やアナリストがエンゲージメント・テーマを決定、企業とのエンゲージメントを実施しています。

当社はモーニングスター・サステイナリティクスを海外におけるエンゲージメント・パートナーとし、同社との協働エンゲージメントや、エンゲージメントの委託を行っています（P78 ≫を参照）。また、Access to Medicine Foundationなどの連携イニシアティブ等を活用し、他の運用会社などと一緒に特定のテーマに関するエンゲージメントも行っています（詳細はP79-80 ≫を参照）。

外国企業に対するエンゲージメント実績数

海外拠点による延べエンゲージメント・テーマ数

2024年 **508テーマ（245件）**

モーニングスター・サステイナリティクスによるエンゲージメント数※

2024年 **384件**

エンゲージメント地域別構成比

	構成比	テーマ数
欧州	16%	79
米国	30%	153
アジア・エマージング	54%	276
テーマ数合計		508

エンゲージメントテーマ別構成比

	構成比	テーマ数
事業戦略	6%	30
財務戦略	5%	26
環境	37%	188
社会	18%	91
ガバナンス	13%	68
開示・対話	21%	105
テーマ数合計		508

※対象はMSCI ACWI ex Japan。

海外拠点におけるエンゲージメント事例

超加工食品（UPFs）について

NAM UKのグローバル株式チームは、グローバル持続可能株式（GSE）戦略において、特定の消費財企業が「肥満の流行を緩和する」という目標に対して悪影響を及ぼしているのではないかと懸念を強めています。特に、大手食品企業や超加工食品（UPF）が、肥満が広がる環境を助長している可能性があると考えています。UPFという用語は比較的新しく、2009年にブラジルの研究者によって広く分類されました。これらの食品は、その製法、構成、または保存方法において工業的プロセスの産物です。UPFのカテゴリーは広範で、多くの国で人気があります。英国の消費者は、カロリーの60%をUPFから得ています。しかし、残念ながら、UPFを消費することと健康上の悪影響との間には、強い関連性があるようです。

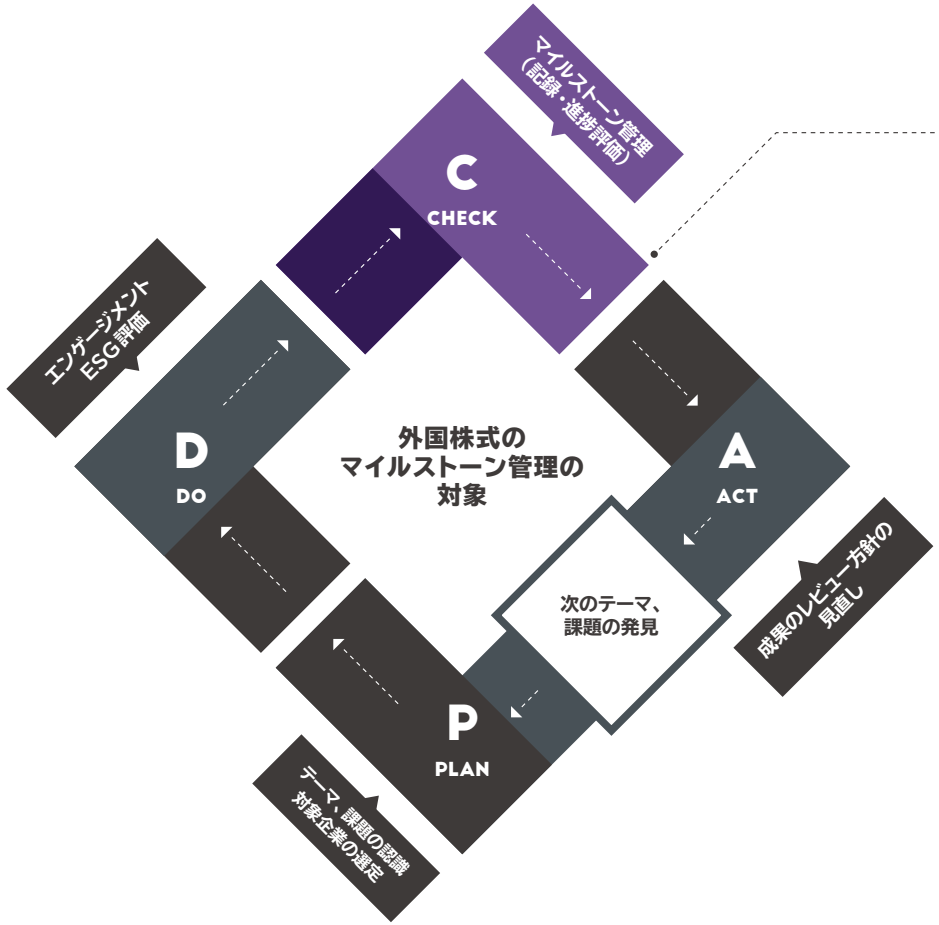
広範な研究を経て、当該チームはそのトピックについてのホワイトペーパーを発表し、心血管の症状や肥満がUPFの消費に関連付けられることを示す研究を強調しました。この研究の結果、2つの興味深い結論が得られ、当該チームは投資プロセスに統合しました。第一に、持続可能性の観点から、チームは戦略のトータルインパクトフレームワーク内の消費財企業を再評価し、これらの企業の製品からの影響をより批判的に見るようになりました。その結果、いくつかの企業はフレームワーク内でのスコアが低下しました。第二に、国別のUPFの消費量と体重減少薬（GLP-1）の新しい影響を評価することにより、チームはいくつかの大手食品企業の根本的な成長要因に対してもあまり前向きではなくなりました。最終的に、これによりGSEポートフォリオからいくつかの企業が除外されました。チームはこれらの企業とも広範に関与し、UPFに対してより責任あるアプローチを推進するよう対話を行っています。

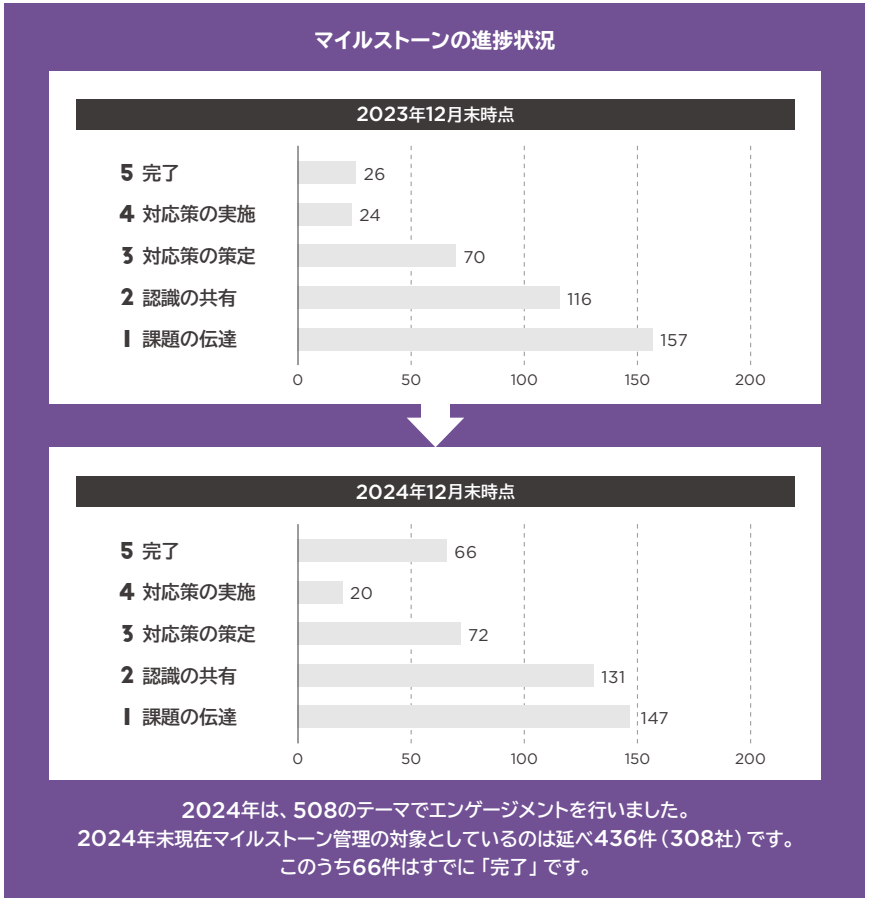
超加工食品に関するホワイトペーパーにアクセスするには、こちらをクリックしてください。
https://www.nomura-asset.co.uk/download/insight/NAM_Ultra_Processed_Foods_May_2024.pdf

外国株式エンゲージメント

外国株式のマイルストーン管理

外国株式エンゲージメントにおいても、ESG課題に対する問題意識を各企業と共有し、具体的なゴールを設定、その実現に至るマイルストーンを管理しています。当社単独で行うエンゲージメントとマイルストーン管理に加えて、モーニングスター・サステイナリティクスとの協働エンゲージメントについても、マイルストーン管理を行っています。日本企業におけるマイルストーン管理と同様、マイルストーンは5段階、期間は3年を区切りとしています。ゴールと時間軸を明確にし、エンゲージメントの進捗を把握・評価することで、PDCA(Plan-Do-Check-Act)を効果的に機能させることができます。実際のエンゲージメントで焦点を当てるESG課題や設定するゴールは、企業によって様々です。





外国株式エンゲージメント

外国株式エンゲージメント（マイルストーン）の事例

対象企業

台湾 半導体企業 A

エンゲージメントの概要

当社の問題意識

製造能力の拡大時における節水に関するベストプラクティスについての継続的な取組み。

エンゲージメントの経過

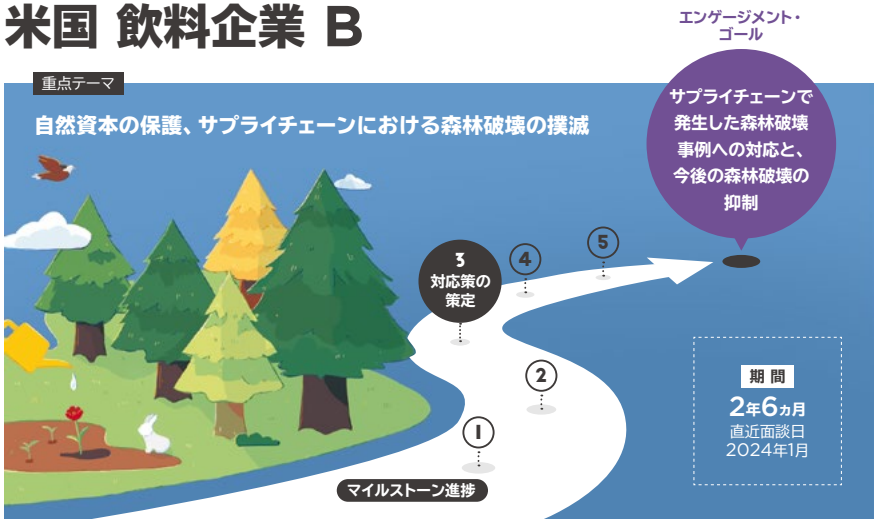
過去の対話を通じて、当該企業の台湾における節水とリサイクルの基準が世界でも最高のものであること、その理由として、台湾では飲料水が不足しており、特に気候変動により干ばつが頻繁に発生していること、を理解しました。当該企業に対して、日本でも同様の基準が適用されるのかについて議論しました。新しい製造施設建設予定地である熊本の地下水が保護されることに関心を持っていることを伝えました。

足元の状況

当該企業は、製造施設建設が最初に発表されて以来、計画していた水の使用量を30%削減し、使用した水の100%以上を地下水に補充することコミットしています。また、地下水の貯留促進を加速するために、地元の自治体と協定を締結しました。

対象企業

米国 飲料企業 B



エンゲージメントの概要

当社の問題意識

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

エンゲージメントの経過

私たちは、当該企業のサプライチェーンに関連する森林伐採の事象に関する3つの衛星画像についてコメントを求めました。当該企業は、全ての事象が苦情管理プロセスに登録されており、現在、苦情処理に関して2社と提携していることを説明しました。苦情管理プロセスでは、サプライヤーの進捗状況やアクションプランを確認し、継続モニタリングとするか、または取引を停止するかを決定しています。また、サプライヤーには、第三者による検証を伴う是正計画を提出することが求められるとも説明しました。

足元の状況

森林伐採イベントに関する衛星画像についてさらなる説明と対応を求めるため、対話を続ける計画です。また、サプライチェーンにおけるトレーサビリティを強化するための取組みを促す予定です。

モーニングスター・サステイナリティクスによるエンゲージメント

外国株式におけるエンゲージメントは海外拠点でも積極的に行っていますが、対象が広範囲に及ぶため、モーニングスター・サステイナリティクスをパートナーとして採用し、協働エンゲージメント・委託エンゲージメントを行っています。国連グローバル・コンパクトなどのグローバル規範違反に基づいて対象企業を選定するグローバル・スタンダード・エンゲージメント、ESG課題で高いリスクを抱える企業を対象とする重大なリスクに関するエンゲージメントに加えて、生物多様性と自然資本やネットゼロへの移行など、特定のテーマに絞ってグローバルな視点で対象テーマの解決を図るテーマ別エンゲージメントも実施しています。

E S G

グローバル・スタンダード・エンゲージメント

エンゲージメント方針

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

対象企業

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

E S G

重大なリスクに関するエンゲージメント

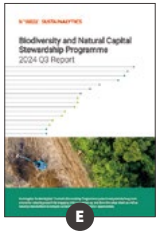
エンゲージメント方針

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

対象企業

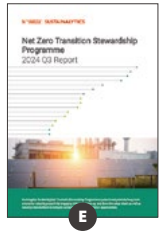
各業界内で高いESGリスクを有する企業

テーマ別エンゲージメント



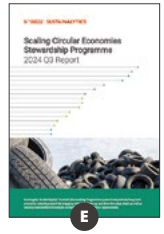
E

生物多様性と自然資本に関するスチュワードシップ・プログラム



E

ネットゼロへの移行に関するスチュワードシップ・プログラム

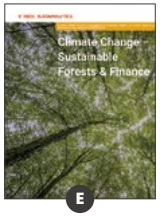


E

サーキュラーエコノミーの拡大に関するスチュワードシップ・プログラム

E

食の未来に関するエンゲージメント

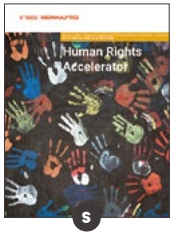


E

気候変動・持続可能な森林と金融に関するエンゲージメント

S

人的資本の管理に関するスチュワードシップ・プログラム



S

人権促進に関するエンゲージメント

G

持続可能性と良好なガバナンスに関するスチュワードシップ・プログラム

イニシアティブとの連携

INITIATIVE_01

自然資本保護に向けた生物音響研究の取組み

Bioacoustic research efforts for natural capital protection

当社は2024年12月、投資家グループと協力してGreen Praxisと共に実施した第2回エコ・アコースティクス研究の最終結果を受け取ることができ、大変うれしく思います。この研究はマレーシアのパーム油プランテーションで行われ、2022年9月にインドネシアで行われたこのプロジェクトの**第1フェーズ**と同様に、急速音響調査(RAS)を利用して、その地域における生物多様性の豊かさと種類の推定を迅速かつ手頃な価格で非侵襲的に行いました。データ収集は2024年6月の3週間にわたって行われ、Green Praxisのチームはその地域の3種類の区画(生産区画(パーム油プランテーション)、保全区画(二次林)、純粋な森(権利外))について測定を行いました。2年前にインドネシアで行われた前回の研究の欠点は、長年にわたって森林が伐採されているため、真の純粋な森を対照群として使用できなかったことでした。投資家グループは、今回Green Praxisチームが世界的に残り少なく、最も古い純粋な熱帯雨林の一つであるウル・キンタ森林保護区にアクセスできたことに大いに喜んでいます。

前回の研究と同様に、現地でGreen Praxisチームは各区画の植物相と動物相を評価し、記録されたデータベースにマッピングしました。この研究は、(特に保全区画の若い年齢を考慮すると)、保全区画が一定の程度まで地域の生物多様性を回復するのに成功していることを結論付けました。そしてAI支援の音響分析を通じて、保全区画は、手付かずの区画と生産区画の中間に位置することが特定できるとしました。

研究手法ですが、この研究は合計30の区画(各区画タイプごとに10区画)で行われ、独自のレコーダーと、よりシンプルで安価かつ広く使用されているモデルの2セットのレコーダーを並行して使用する形で行われました。Green Praxisチームがレコーダーを二重に使用した理由は、より効率的なレコーダーを使用することで研究の質を保つことができることを確認することができれば、研究のコスト(約15分の1の安価)を削減することができ、さらに軽量のレコーダーによってより多くの機材をチームが運搬および設置できるため、研究の規模を拡大できることにつながるからです。これにより、研究の第2の重要な発見に至ります。つまり、新しく使用されたレコーダーは、以前使用されていた機器と比べて同等で信頼できる結果を生み出すことができるため、プロジェクトの範囲を拡大するのに適しているということです。この範囲には、地元のコミュニティとの協力を通じたリモート録音や、収集されたデータのリモート評価の可能性も含まれます。

野村アセットマネジメントは引き続きGreen Praxisチームの誇り高きパートナーとして、より普遍的に使用できる手頃で信頼性の高い生物多様性測定ツールの研究と取組みをサポートしていきます。

このプロジェクトの第1フェーズに関する詳細情報は、こちらをご覧ください。
https://www.nomura-asset.co.uk/download/news/GreenPraxis_research_study_press_release.pdf

イニシアティブとの連携

INITIATIVE_02

医薬品アクセスの改善に向けた取組み

Access to Medicine Foundation/ Access to Medicine Index

私たちは、Access to Medicine（ATM）財団と長期的に連携を継続しています。グローバル・サステナブル・エクイティ（GSE）戦略の一環として、米国大手製薬会社への投資を開始し、当社運用チームはATMと署名投資機関を代表して当該企業との対話を主導するリード・インベスターとなりました。当社は複数回のメールや電話でのやりとりを通じて、当該企業のATMインデックス（ATMI）でのスコア向上のために、財団により多くの情報を提供するよう働きかけました。その結果、当該企業からは、財団にデータを提出し、レビューを受けるという返事を得ることができました。

ATMIの最新の報告書は2024年11月に公表されました。当社は、当該企業が2022年の評価と比較してランキング、スコア共に改善させたことを大変喜ばしく思っています。

東京拠点では、第一三共社とのエンゲージメントにおいて、リード・インベスターの役割を担っています。ATMIにおける同社の評価や医薬品アクセス計画の進捗などについて定期的に議論を行っています。（詳しくは P25 をご参照ください。）

2024年7月には、ATM財団、FAIRR、英国保健・社会福祉省が設立した「薬剤耐性（AMR）に関する投資家行動（IAAMR）」イニシアティブが表明した、AMRへの懸念を表明する投資家ステートメントに賛同・署名しました。本ステートメントは、2024年9月末に開催された国連総会のAMRに関する2回目のハイレベル会合に先立ち、世界の指導者や政策立案者に対して薬剤耐性の拡大を抑制するための行動を呼びかけたものです。賛同した機関投資家の合計資産残高は1兆3,000億米ドルに上ります。医療や畜産、農業における抗菌薬の過剰な使用や誤用、残留抗菌薬の環境への拡散により、AMRがグローバルで大きなリスクとなっており、当社も注視しています。本ステートメントでは、AMRのリスクを軽減するためには、政府や投資家、企業を含む全てのステークホルダーが積極的に参加し、人間と動物の健康、環境の健全性を一体で捉えること（「ワンヘルス」アプローチ）が必要だとしています。

2年に一度発表されるGlobal Index レポート

投資家ステートメント詳細は、下記をご参照ください。
https://accesstomedicinefoundation.org/medialibrary/20240829-iaamr-signatories-for-atmf-website-1725347275.pdf