



三菱UFJ信託銀行

スチュワードシップ活動  
報告書  
2025



# 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

## 三菱UFJ信託銀行がめざす姿

三菱UFJ信託銀行は、三菱UFJフィナンシャル・グループ（MUFG）がめざす「グローバルに存在感のある本邦No.1AM」の中心的役割を担う存在として、お客さまの期待を上回るサービスを提供すべく、運用力とガバナンス態勢の強化に取り組んでまいりました。政府が掲げる資産運用立国実現に向け、資産運用機能の強化を通じてインベストメントチェーンの活性化に貢献していくことは、アセットマネージャーとしてフィデューシャリー・デューティを果たすことにも繋がるものと考えています。

資産運用機能強化の一環として、スチュワードシップ活動の高度化は不可欠です。スチュワードシップ・コードの原則7においても、「機関投資家の経営陣は、自らが対話の充実等のスチュワードシップ活動の実行とそのための組織構築・人材育成に関して重要な役割・責務を担っていることを認識し、これらに関する課題に対する取組みを推進すべきである※1」とされています。当社は、当社の特徴である「対話・投資・議決権行使の一体運用」を軸にスチュワードシップ活動の

さらなる強化に今後とも取り組んでまいります。

また、サステナビリティにかかる取組みの強化も進めており、2023年に当社を含むMUFGの資産運用会社協働によるサステナブル投資の推進体制を構築しました。インベストメントチェーンの活性化に向けた多面的な取組みの一環として、サステナブル投資を通じた環境・社会課題の解決に取り組んでまいります。

※1 金融庁：日本版スチュワードシップ・コード（第三次改訂版）より一部文言を省略して引用

## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

スチュワードシップ活動の高度化のためには、常に取り巻く環境の変化に目を向ける必要があります。昨今の以下のような環境の変化を紐解くと、機関投資家が行うスチュワードシップ活動は、さまざまなステークホルダーから、特にその実効性の発揮において一層の期待を寄せられているものと考えています。

### ①スチュワードシップ・コードの改訂

### ②アセットオーナー・プリンシプルの制定

### ③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

このような変革が進められる中、当社は、スチュワードシップ活動の実効性向上に資する取組みを、これまで行ってまいりました。

例えば、①で今回焦点となっている「協働エンゲージメントの促進」に関して、当社は機関投資家協働対話フォーラム（IICEF）へ設立当時から参画するなど、積極的に協働対話イニシアチブを活用し他の機関投資家と協働で投資先企業への働きかけを行っています。

②のプリンシプル制定では、委託先運用機関のモニタリングも一つのテーマとなって

いますが、当社はジャパン・スチュワードシップ・イニシアチブ（JSI）および企業年金スチュワードシップ推進協議会に参加し、アセットオーナーの皆さまによる運用機関の効率的なモニタリングに向けた取組みの一端を担ってきました。

また、③の東京証券取引所の要請に関連して、かねてより当社は企業の資本コストの把握は重要な課題と考え、2022年度に当社子会社である三菱UFJトラスト投資工学研究所と協働で「資本コストGAPモデル」を開発しました。本モデルを活用し、資本コストを押し上げている要因を企業の取り組むべき経営課題として特定し、対話で改善

を働きかけることで、資本コストの低下による企業価値向上に取り組んでまいりました。

また、これらの改革は、企業と投資家の建設的な対話を働きかける意図もあるものと考えています。当社では、対話と投資の一體運営を運用方針に掲げたファンドを運用しており、本報告書では、投資先企業との信頼関係醸成の観点で、企業側からのコメントを含めた対話事例をご紹介しております。さらに、企業との対話を議決権行使に反映するための取組みとして、「対話・議決権行使に関する専用窓口」を当社HPに設置いたしました。



今般のスチュワードシップ活動をとりまく環境の変化は、このような「対話・投資・議決権行使の一体運用」に即した取組みを後押しするものであり、当社の活動の訴求力向上に向けた大きな機会と捉えています。ステークホルダーの皆さんからお寄せいた多く期待に応えるべく、さらなる高度化に向けて取り組んでまいります。

あわせて、当社の取組みを、お客様や投資先企業をはじめとしたステークホルダーの皆さんにしっかりとご説明することも、スチュワードシップ責任を果たすにあたっては、一層重要性が増すものと考えています。当社は、スチュワードシップ活動の質の向上と、その取組みにかかる開示拡充の

両面から、実効性向上に向けて引き続き取組みを進めてまいります。

### 実効性向上に向けた体制整備

組織構築や人財育成といった活動体制においても、実効性向上に向けた取組みを後押しすべく、当社では必要に応じて見直しを図ってまいりました。

組織構築の観点では、今般、議決権行使プロセスの見直しを行いました。これまで同一の会議体で審議していた「議決権行使基準の改定」と「個別の議案精査に関わる事項」を、それぞれに求められる審議形態の特徴に鑑み、別の会議体で審議する形に変更しました。また、サステナビリティに

かかる取組みの一環で、本年度より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開始しました。

また、当社は、「人」を企業成長の源泉と捉え、社員一人ひとりを「人財」と考えています。「人としての力・人間性」「専門性・プロフェッショナリズム」「お客様の最適・最善のために行動する力」の3つを日々の行動指針とし、人財育成に取り組んできました。人財戦略として、アナリストや議決権行使の専門部署を含むESG業務において人員を拡充するとともに、2021年にファンドマネージャーを対象としてジョブ型雇用制度を導入するなど、専門性を発揮するプロフェッショナルに相応しい評価・待遇を得られる仕組みの構築に取り組んできました。さらに、グローバルEM<sup>※2</sup>を通じた当社の出資先であるFirst Sentier Group社への運用人財派遣や、データサイエンス領域での育成プログラムの一環としてハッカソンにも参加するなど、運用人財の高度化にも積極的に取り組んでいます。

※2 Emerging Managers Program

### スチュワードシップ活動を通じた 価値創造

これまでに紹介してきた各種の取組みは、スチュワードシップ活動の本来の目的である「お客様・受益者の中長期的な投資リターンの拡大」に資するものであり、これは当社が常に念頭に置くべき本質的な視点であると考えています。取組みの導入や改定が手段の目的化に陥ることのないよう、PDCAサイクルの継続を通じて不斷の見直しと改善を重ねていくことが重要です。

当社は、機関投資家として、投資先企業の持続的な企業価値向上を通じて、資本市場全体の健全な発展に寄与することを重要な責務と捉えています。

企業が中長期的な視点に立ち、持続可能な成長に向けた戦略的な投資を行うことで、安定的な収益が創出されます。これにより、企業は株主への配当や自社への再投資、さらには従業員への適切な利益還元を実現し、社会的価値の創出にもつながります。

当社は、こうしたインベストメントチェーンの好循環を担う機関投資家として、お客様・投資先企業をはじめとしたステークホルダーの皆さんと信頼関係を築きながら、引き続きスチュワードシップ責任を果たすための取組みを進めてまいります。



# 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

## エンゲージメント

- 16 三菱UFJ信託銀行のエンゲージメント
- 17 三菱UFJ信託銀行が行うエンゲージメントの体制
- 18 パッシブ運用におけるエンゲージメントのプロセス
- 19 パッシブ運用におけるエンゲージメント対象先の選定
- 20 パッシブ運用におけるエンゲージメントの体制
- 21 エンゲージメントテーマの対応方針
- 22 エンゲージメント実績
- 24 エンゲージメント事例
- 30 協働エンゲージメント①
- 31 協働エンゲージメント②、イニシアチブ活動
- 32 対話の課題と方向性

## 議決権行使

- 34 三菱UFJ信託銀行の議決権行使
- 35 議決権行使プロセスの変更
- 36 国内株式の議決権行使結果
- 37 外国株式の議決権行使結果
- 38 議決権行使基準の改定と、基準と異なる判断の状況
- 39 議決権行使にかかる議案判断
- 43 エンゲージメント実績
- 45 対話を踏まえた議決権行使事例
- 46 議決権電子行使の導入
- 47 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

- 49 MTECとの協働研究の狙いと振り返り
- 51 資本コストGAPモデルの概要
- 54 資本コストGAPモデルの活用状況
- 55 取締役会スキル・マトリックス分析
- 62 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

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

## サステナビリティにかかる取組み

- 77 取組みの概要

## スチュワードシップ活動に関する自己評価

- 79 日本版スチュワードシップ・コードへの対応と自己評価
- 83 コード改訂に関する当社の対応

## Appendix

- 84 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、ESG課（議決権担当）はいずれも同一の部署（資産運用部）に所属し、相互に連携しながら企業と対話。
- その内容なども活用して、議決権行使・投資判断を実施。



### 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。
- ステージ変化がみられない場合には原因を分析の上、改善策を検討することにより、対話の実効性向上に取り組む。



### スチュワードシップ活動の高度化に向けた 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信託銀行のスチュワードシップ活動の変更点・成果ダイジェスト

## 1 「対話・議決権行使に関する専用窓口」を設置

→ 詳細はP43

- より多くの投資先企業との対話をを行うことを目的として、2024年11月に「対話・議決権行使に関する専用窓口」を設置。

## 2 議決権行使プロセスの変更 (2025年4月1日付)

→ 詳細はP35

- 議決権行使基準の策定と、具体的な議案精査に関わる事項を、別の会議体で審議する形に変更。

## 3 MTECとの協働による調査・分析

→ 詳細はP55

- 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「取締役会スキル・マトリックス分析」トピックで実施。

## 4 議決権電子行使の開始

→ 詳細はP46

- 2024年11月末を基準日として開催される株主総会から、議決権電子行使を開始。



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

**890件**

(2024年7月～2025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

**527件**

(2024年7月～2025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

**196件**

(2024年7月～2025年6月)



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

**438件**

(2024年7月～2025年6月)



議決権行使議案行使件数  
(国内株式)

**19,309件**

(2024年7月～2025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

**47名**

(2025年6月末)



サステナブルインベストメント部による  
エンゲージメント件数

**225件**

(2024年7月～2025年6月)



議決権行使議案行使件数  
(外国株式)

**30,320件**

(2024年7月～2025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

**17年**

(2025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・デューティへの取組みが不可欠と考え、あらゆる業務においてフィデューシャリー・デューティを果たす取組みを全役職員をあげて実施。

## 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忠実に職務を遂行し、生じうる利益相反を特定した上で、それらを回避するための各種施策を導入

## 原則 3 投資先企業の状況の的確な把握

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「ESG課」が各々の専門性を発揮しながら相互に連携し、投資先との対話を推進

## 原則 5 議決権行使・結果の公表についての方針策定と工夫

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

## 原則 6 顧客・受益者に対する定期的な報告

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

## 原則 7 判断を適切に行うための実力を備える

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

詳細は当社ウェブサイトをご覧ください [https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/pdf/stewardship\\_ja\\_pdf.pdf](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

### 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ESG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。

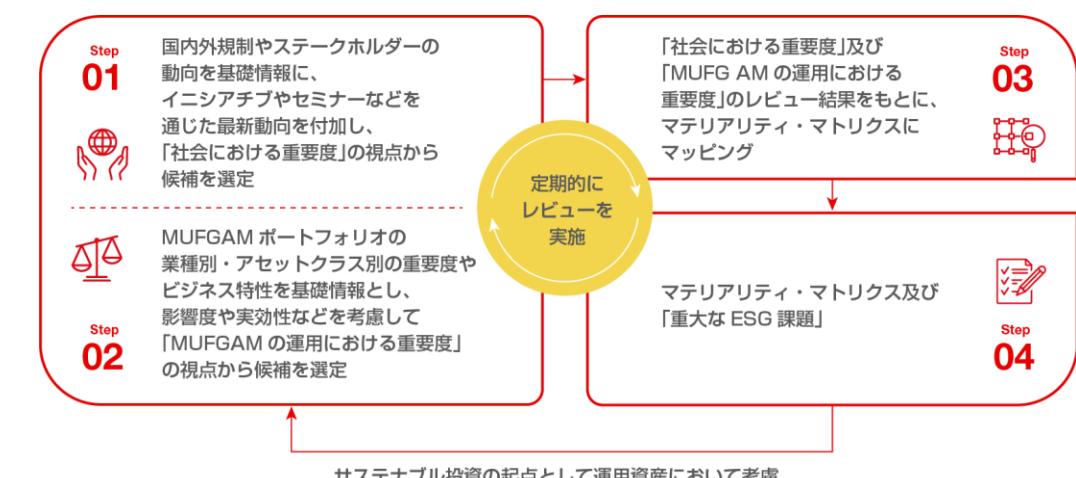
### マテリアリティ・マトリクスと「重大なESG課題」

- ・「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。



INTRODUCTION

## スチュワードシップ活動体制

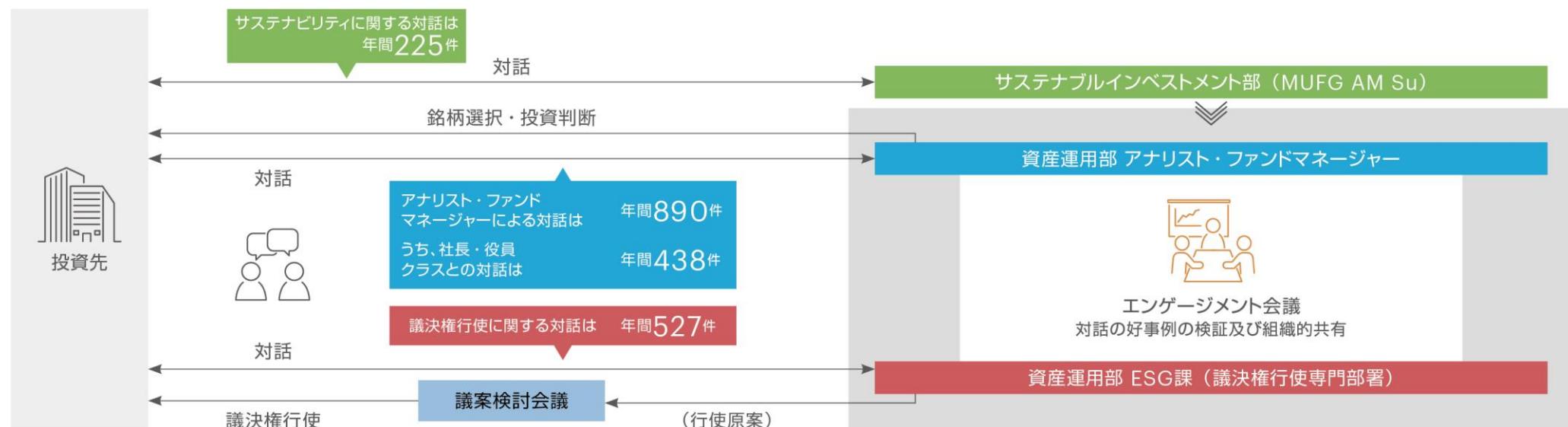
# 原則 1

#### **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促すことにより、お客様・受益者の中長期的な投資リターンの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

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を取り入れ、企業の状況に応じた対話をを行っている。

- ・なお、「サステナビリティに関する対話（サステナブルエンゲージメント）」については、MUFG アセットマネジメント各社の主としてパッシブ運用戦略のスチュワードシップ活動を強化するために設立された組織であるサステナブルインベストメント部（MUFG AM サステナブルインベストメント、以下MUFG AM Suという）も対話をを行う。



\* 対話件数は国内株式の2024年7月～2025年6月の数値

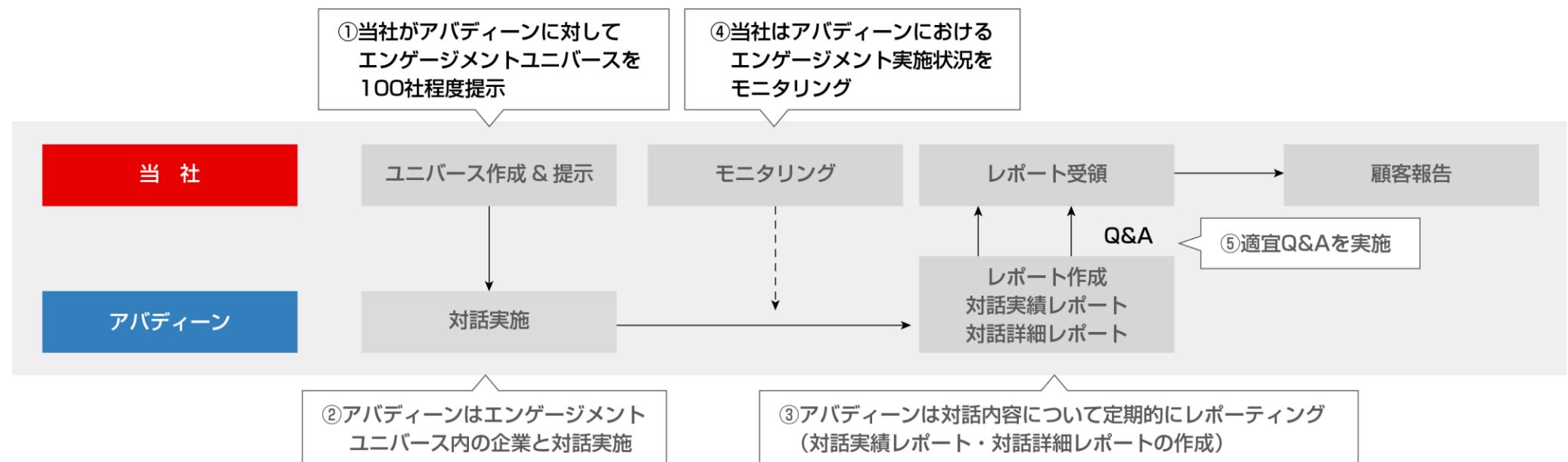
INTRODUCTION

## 外国株式エンゲージメント活動体制

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、英国Aberdeen社(以下、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等を考慮し開始。
  - ・外国株式エンゲージメントは、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等を勘案し、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ークス内の企業と対話をを行い、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を行い、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堀によりエンゲージメントの質の向上を図っている。



## 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、お客様・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。



## 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：1. 投資行動に係る社則や方針の適切性及びその遵守状況  
2. 議決権行使に係る社則や方針の適切性及びその遵守状況  
3. エンゲージメント活動方針の適切性及び活動状況、など

## 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。

→ 詳細は次項

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

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他の部署の所属員との会議や打ち合わせを禁じるなど、両部署の接触を原則禁止。

3

### 資産運用プロセスのモニタリング強化

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

## FAQ

### 資産運用プロセスのモニタリング強化とは？

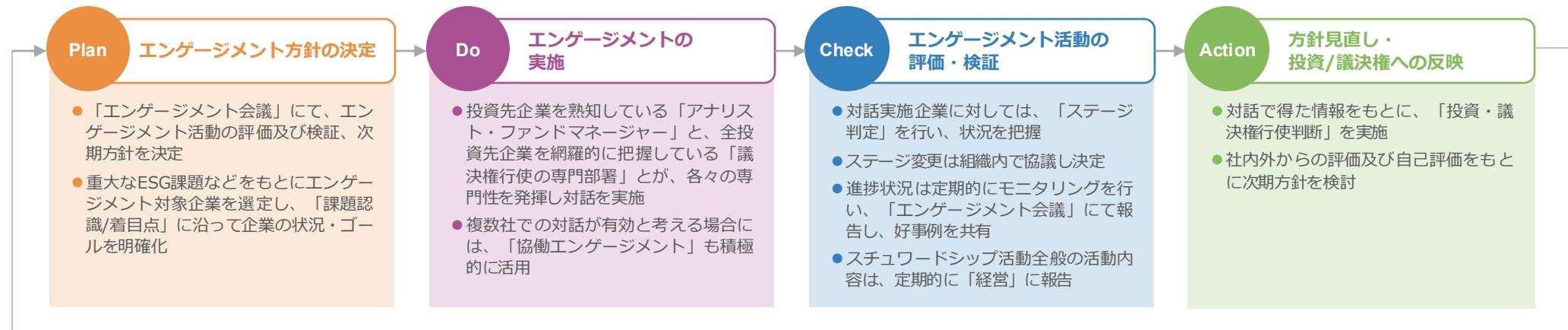
単一的なモニタリングに留まらず、株式保有数の発行済株式総数に対する比率、保有ウェイト及びエンゲージメント会議資料・議事録の検証など、より実効性を高めるため複数の切り口からモニタリングを実施しているほか、部門外とのメール・電話の内容確認項目を増やし、運用部署への入退室ログの精査などを実施。

## イントロダクション

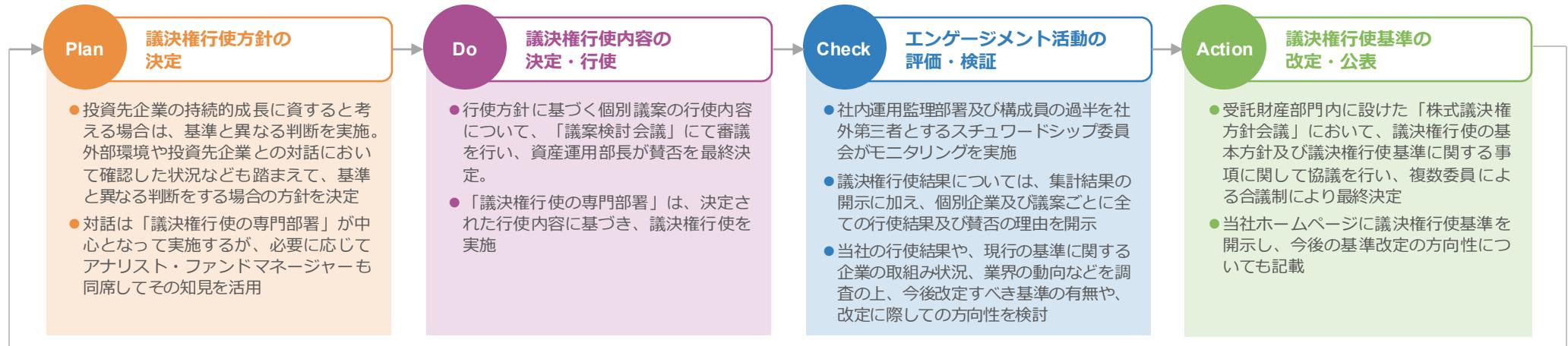
## スチュワードシップ活動体制 PDCAサイクル

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



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を行い、段階的に状況を把握

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

### パッシブ運用におけるエンゲージメント体制の強化

- ・当社ではアクティブ運用からパッシブ運用までフルラインで商品を提供している。アクティブ運用における当社運用戦略に基づくリターンの向上のみならず、パッシブ運用における市場全体の底上げを目的としてスチュワードシップ責任を果たしていく方針。
- ・パッシブ運用におけるエンゲージメントについては、昨今、サステナブル領域の重要度が一層高まりつつあり、エンゲージメントの高度化が進行。そこで、2023年度よりサステナブル領域のエンゲージメント体制の強化を実施。

## エンゲージメント

# 三菱UFJ信託銀行が行うエンゲージメントの体制

原則  
3,4

### 対話テーマの専門部署が対話を実施

- 当社では、投資先企業との対話テーマに応じて、各テーマ専門の担当者が対話を実施。
- 後述するパッシブ運用におけるエンゲージメントでは、企業が抱える課題のうち、環境・社会に関する対話をサステナブルインベストメント部が、ガバナンスに関する対話を資産運用部が行う。
- 議決権に関する対話は、資産運用部ESG課(議決権行使の専門部署)が行う。
- アナリスト・ファンドマネージャーは、事業戦略や財務戦略を中心として、企業価値向上に資すると考えられるテーマを個別に設定し、対話を行う。

### 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画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

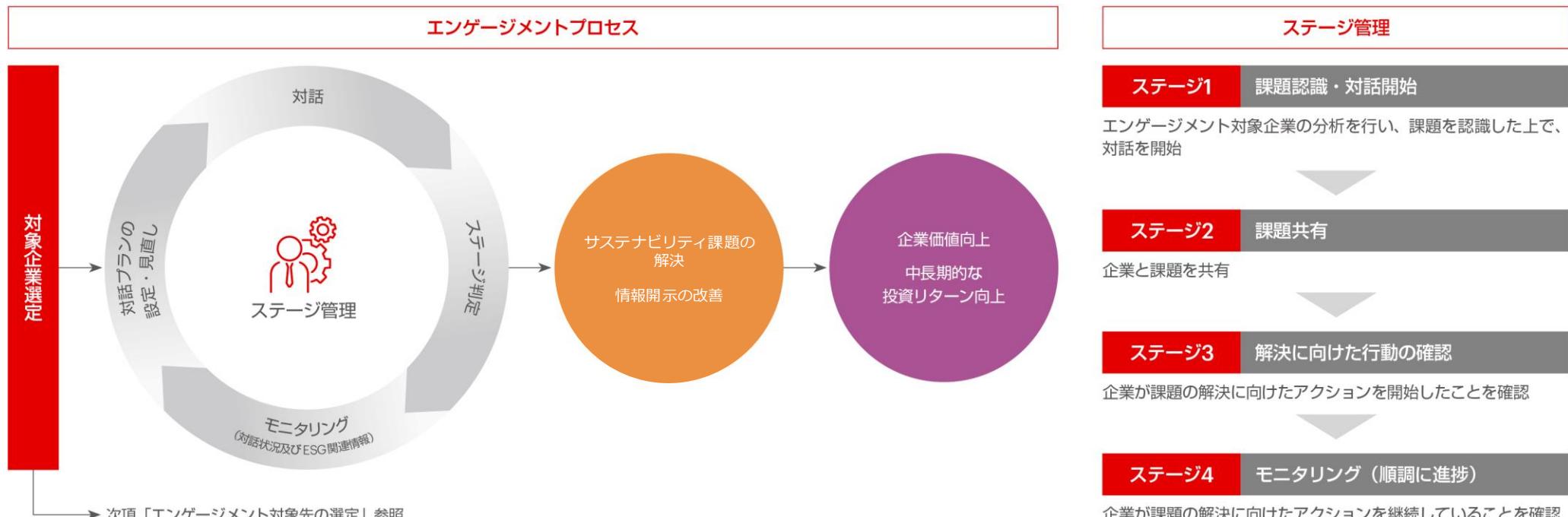
# パッシブ運用におけるエンゲージメントのプロセス

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向上を目指す。
- ・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

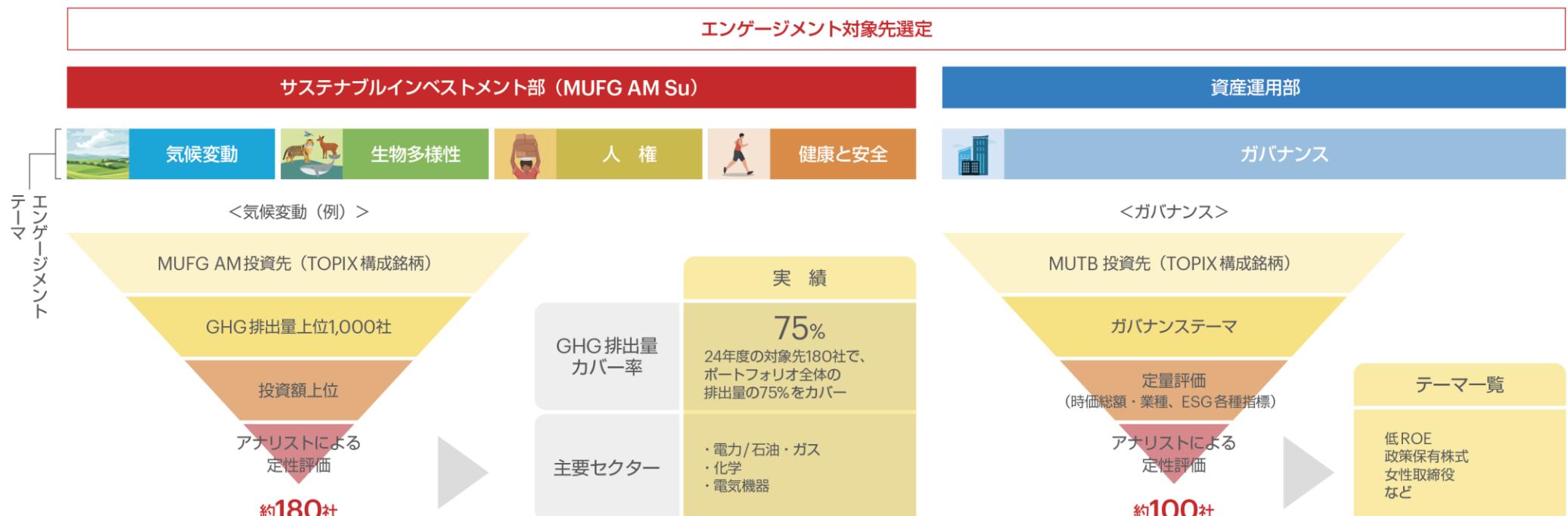
## パッシブ運用におけるエンゲージメント対象先の選定

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かつ効果的な対話を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。

- ・選定したテーマをもと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実行する。
- ・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を考える。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を勘案した上で、対象企業を選定。



## 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体制

原則  
3,4

### テーマ別専門人材×セクターアナリスト体制

- ・三菱UFJ信託銀行では主にE・Sに関する対話をサステナブルインベストメント部が、Gに関する対話を資産運用部が実施。
- ・それぞれの組織において、業界や個別企業の分析を行うアナリストとサステナビリティテーマに関する分析を行うテーマ別専門人材とが連携してエンゲージメントを展開。
- ・企業を取り巻く業界動向やビジネスモデルに関する深い理解を通じて、企業に対する戦略的な提言及びリスクやビジネス機会に関する対話をを行っている。
- ・これらの活動を通じて投資先企業におけるサステナビリティ課題を解決し、中長期的な企業価値の向上に貢献していく。



### サステナビリティ領域のエンゲージメント強化

- ・2023年4月にサステナブルインベストメント部を新設し、同7月MUFG AM各社との協働によるサステナビリティ領域のエンゲージメントを開始。
- ・業界の専門性を有するアナリストとサステナビリティテーマに関する専門人材のリサーチオフィサーが連携することで、主にパッシブ運用戦略にかかるサステナビリティ領域のエンゲージメントを強化。

### FAQ

#### サステナビリティ領域の体制強化の背景は？

##### サステナビリティの重要性

- ・企業におけるサステナビリティの重要性がますます高まるという兆候トレンドの中、サステナビリティに関するエンゲージメントを強化する必要。

##### サステナビリティにかかる専門性

- ・本領域のエンゲージメントにおいては、従来のファイナンスの枠を超えた専門的知見が求められる。

##### パッシブ運用におけるエンゲージメントとの親和性

- ・サステナビリティ領域のエンゲージメントテーマは、多くの投資家から見て共通する課題が多く、ベータ（市場）の底上げにつながり、また協働エンゲージメントにもなじみやすいことから、パッシブ運用におけるエンゲージメントとの親和性が高いといえる。

### エンゲージメント体制

#### ○○○ アナリスト（縦糸：セクター）

個別企業の分析経験や業界知見を有する専門人材

	電機	電力ガス	化学	運輸	石油	...
○○○ 気候変動						
○○○ 生物多様性						
○○○ 人権						
○○○ 健康と安全						
○○○ ガバナンス						

...

## エンゲージメント

# エンゲージメントテーマの対応方針

原則  
3,4

### 「気候変動」におけるエンゲージメントポイント

- ・気候変動は、企業の設備損壊やサプライチェーンの途絶、貧富の格差拡大など、環境・社会・経済に甚大な影響が幅広く及ぶリスクであるとともに、カーボンニュートラルに向けた新たな製品・サービスへの需要拡大にも繋がる機会であることに変わりはない。
- ・投資家としては、エンゲージメントを通じて、気候変動問題の解決と企業の持続的成長の実現に貢献していくことを目指す。
- ・環境・社会課題が複雑に絡み合う中、気候変動に関するエンゲージメントではトレードオフ（別の課題にマイナスに働く）とシナジー（同プラスに働く）の関係性への配慮も重要となる
- ・今まで以上に企業のビジネスモデルと戦略への理解を深化し、他の投資家と行う協働エンゲージメントを推進、企業の政策エンゲージメントの動向にも着眼する。

### 「生物多様性」におけるエンゲージメントポイント

- ・自然と接点のない企業は存在せず、また生物多様性と気候変動は相互に密接に関連していることもあり、企業にとって自然との関係を見つめ直すことは中長期的な企業価値にとって非常に重要であると考える。
- ・TNFDは自然を切り口にした企業のリスク対策や、さらには事業成長ストーリーを評価するためによく整理されたフレームワークであり、投資先企業に対しこのフレームワークに沿った分析及び開示をまず求めていく。
- ・その他の個別テーマとしては、森林破壊対策（ソフトコモディティ）や水資源の問題、自然汚染の観点からプラスチック問題などの重要性の高いテーマを中心に、エンゲージメントにより企業の対応を促し、自然資本にポジティブな影響を与えていくことを目指す。

### 「人権」におけるエンゲージメントポイント

- ・企業活動は、労働者、消費者、地域住民の人権に負の影響を及ぼす可能性（人権リスク）がある。人権リスクを放置した場合、ストライキや人材流出、訴訟、不買運動など、重大な経営リスクに繋がるおそれがある。一方、企業が人権尊重に取り組んだ場合、従業員の生産性の向上や採用力・人材定着率の向上、評判の向上など、企業価値の向上に繋がる可能性がある。
- ・企業の人権対応が長期的な企業価値に大きな影響を与えるという認識のもと、投資先企業に対して、国連「ビジネスと人権に関する指導原則」に則った企業行動を期待している。具体的には、人権リスクの特定、是正・軽減、予防に向けて、人権方針の策定や人権デュー・デリジェンスの実施、救済メカニズムの構築を求めている。

### 「ガバナンス」におけるエンゲージメントポイント

- ・ガバナンスの強化については、企業の透明性確保や適切な意思決定に寄与するため、重要な課題であると捉えている。適切なガバナンスは、リスク抑制・不祥事防止のみならず、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上にも繋がり、さらには、環境・社会に対する課題を解決する可能性を高めるものと考えている。
- ・投資家として企業に対応してほしい目線は議決権行使基準として設定。その上で、特に重要と考える課題（低ROE・政策保有株式・多様性など）については、対象先を選定した上で、ガバナンス強化に向けたエンゲージメントを実施。建設的な対話を通じて、ガバナンス強化をサポートしていきたいと考えている。

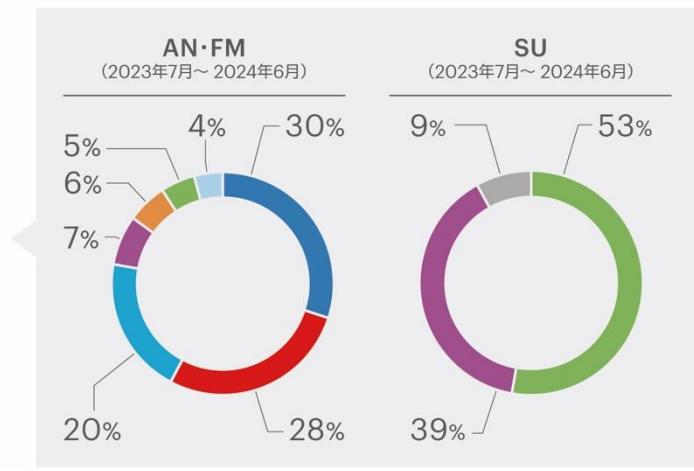
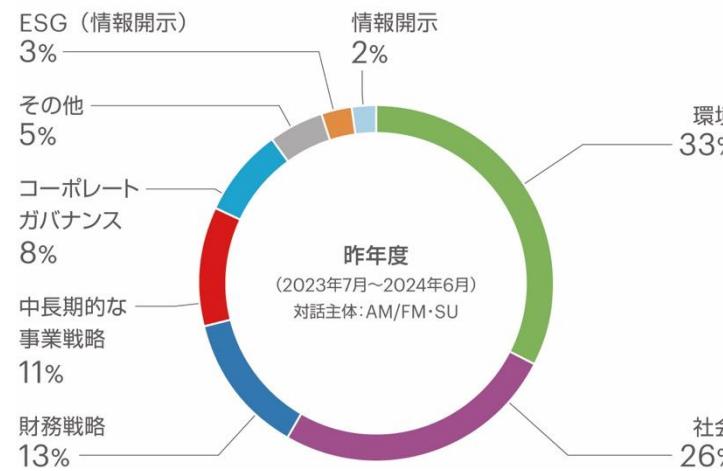
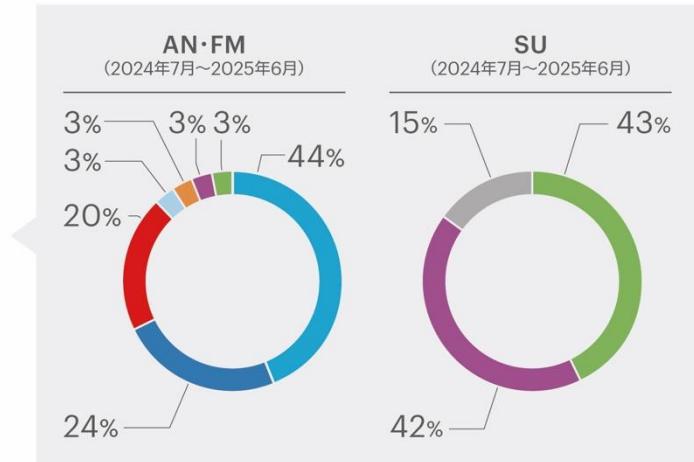
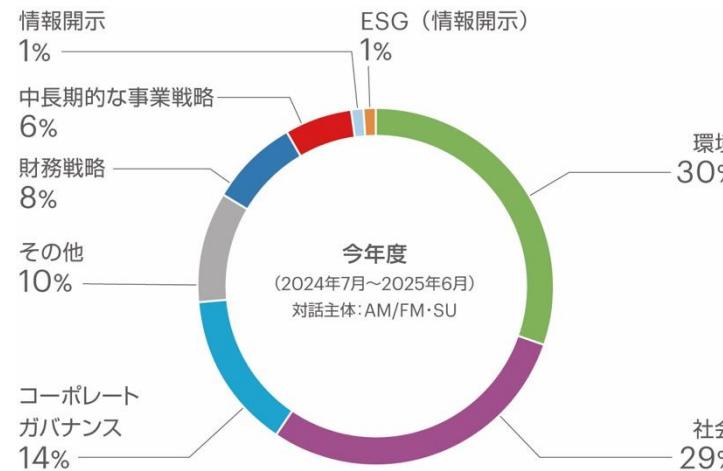
## エンゲージメント

# エンゲージメント実績

原則  
3,4

### 継続的なエンゲージメントの実施

- ・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右記の通り。
- ・2023年よりサステナブルインベストメント部が対話を開始したため、対話実績全体においては、気候変動や人権問題への対応方針やアクションプランなど環境（E）、社会（S）に関する対話の割合が多くなっている。
- ・アナリスト・ファンドマネージャーによる対話においては、ROEの向上に向けた対話について重点的に取組みを実施。ROEの低迷はガバナンスの問題であるとの観点から、コーポレートガバナンスのテーマが大幅に増加。また、中長期的な事業戦略や財務戦略のテーマも引き続き大きなウェイトを占めた。



※ AN : アナリスト、FM : ファンドマネージャー、SU : サステナブルインベストメント部

## エンゲージメント

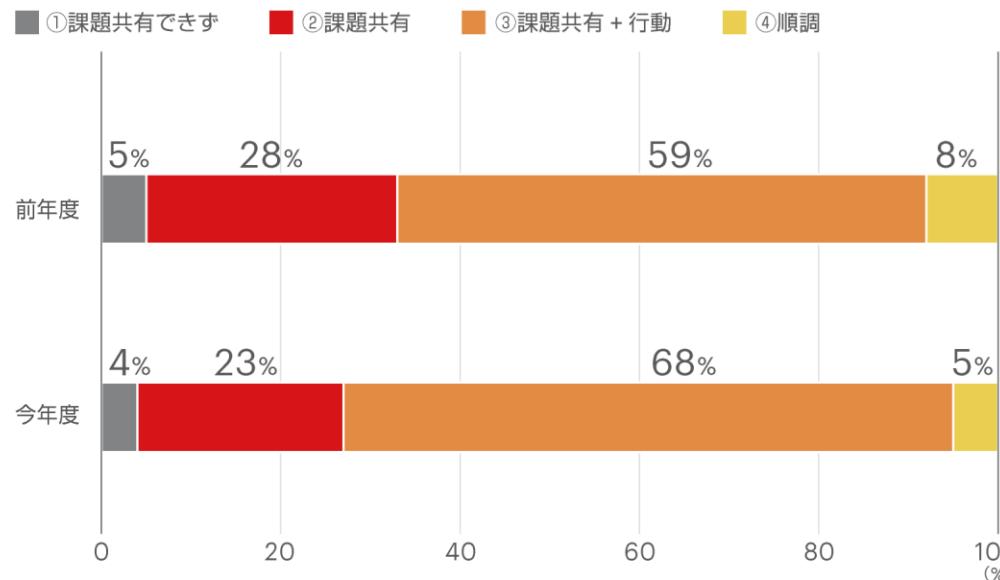
# アナリスト・ファンドマネージャーによる対話実績

原則  
3,4

### ステージは延べ107件が向上

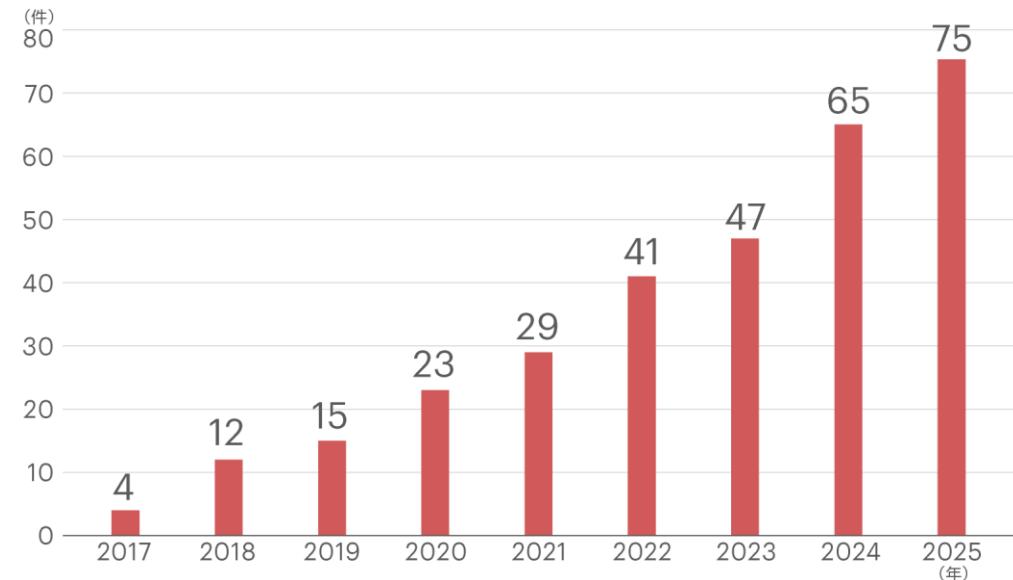
- 継続的な対話先（ステージ管理対象先）は実効性の観点や重大なESG課題に基づき定期的に見直しを行っており、2025年6月末のステージの状況は図1の通り。今年度はROE向上を目的としたテーマに重点的に取り組んだ結果、課題共有から行動のステージへ移る企業が増加。
- 実際の運営にあたっては、「解決に向けた行動（=課題共有 + 行動）」をさらに4段階に細分化し、企業の行動方針の決定から具体的な施策の策定、その実行、成果の実現までを細かくフォロー。

【図1】エンゲージメント対象企業のステージ



- 2024年7月～2025年6月においては、これらの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107件で、前年比で約3割の増加。具体的な事例としては、不採算事業の整理により事業ポートフォリオが改善した事例、還元強化やROIC管理の実施により資本コストが低減した事例、政策保有株式の削減および株主還元の強化を通じて資本効率が改善した事例などが挙げられる。
- これまでに課題解決に至ったテーマの件数は図2の通りである。2024年7月～2025年6月は10件が課題解決となったが、重点的に取り組んだROE向上が大半を占める。低ROEからの脱却に向けた企業の取組みが加速してきた手応えを感じる。

【図2】問題解決したテーマ（累積）



## エンゲージメント

## エンゲージメント事例

原則  
3,4

## Eの事例

## 気候変動



電気機器A社

ロビー活動の情報開示の重要性

目的と問題意識

A社はロビー活動についての情報開示の重要性に対する認識が不足していたため、気候変動対応を促す英系シンクタンクであるInfluence Mapとのミーティングを提案。A社からの要請もあり、Influence Map同席のエンゲージメントを申し入れ。

対話内容・反応

A社は経済産業省との折衝等気候変動に関する活動を実施しているが、積極的には開示していない。今回の対話により、今後は専門家の意見を聞き、機関投資家に期待されている情報開示を実施していきたいとの意向。

課題・成果

A社はロビー活動について、これまでの「点」での展開を「面」展開にする方向で検討する意向。気候変動に関する取組み（ロビー活動）を、A社の戦略を支える重要な活動の一つとして、積極的に情報開示する必要性の認識を深めた。

今後の方針

今後もA社のロビー活動を含む積極的な情報開示体制を支援する方針。

## 生物多様性



建設業C社

循環型ビジネスの課題認識共有

森林ファンド投資等含め循環型ビジネス（ウッドサイクル）を実行しており、取組み意欲が高いことを把握。一方、建材メーカー・卸売・建設業など多岐にわたる事業内容に対し、投資家目線から、採算性のみならず、トレードオフ含めた内外でのウッドサイクル実施状況、アドボカシー方針や木材DD実施状況を探るため、エンゲージメントを申し入れ。

ウッドサイクルは財務リターン含めた検討を実施し、森林経営も安定的に採算が取れ、海外含めグループでのバリューチェーン構築に注力。アドボカシー方針等は2025年度の統合報告書等で開示予定。また、木材DDは方針・基準を制定し、実施しているがアピールできていないため、人権（グリーバンス対応事例等）とともに次期中計にKPI等を盛り込む予定。

C社の対話から当方指摘（アドボカシーアピール、調達方針に従った事例開示など）に対し課題共有ができるており、柔軟に対応する方針を確認。



ゴム製品B社

トレーサビリティ確保の重要性

欧州森林破壊規制（EUDR）の規制対象にはタイヤ主原料の天然ゴムが含まれる。しかし、天然ゴムは生産者の零細性や商流の複雑性、土地利用に関わる登記制度の不備などからトレーサビリティ確保の難易度が高い。責任ある原料調達推進に向けての課題と方針について議論することを企図し、エンゲージメントを申し入れ。

B社が天然ゴム加工業者の中から信頼できる戦略パートナーを選んで囲い込む活動を展開中であることを確認。グローバルCEOが自ら生産国に赴き、パートナー候補企業と面談する等、EUDRを先取りしたサプライチェーンの再構築を推進。天然ゴム農家の近代化支援や代替原料の開発等、従来より実効性のある対策に着手している。

EUDR対応の範囲を超えてトレーサビリティを高めていくには、一部の仕入先とのエンゲージメントでは不十分であり、天然ゴム生産国の制度や社会の仕組みにまで踏み込むことが重要。

持続可能な天然ゴムのためのプラットフォームであるGPSNRを通じて実施している生産国の政策形成への働き掛けをさらに強めるよう促すとともに、渉外活動に関する情報開示を求めていく方針。

## エンゲージメント

## エンゲージメント事例

原則  
3,4

## Sの事例

## 人的資本

## 人権



食料品D社

変化による成果の可視化



電気機器E社

中長期での社風変化に注力



ガスF社

トップのコミットメントによる前進

目的と問題意識

D社は、詳細な人的資本に特化したレポートを発行。執行サイドは外国籍が半分以上というマネジメント体制となった。上層部の多様化は進むものの担当者レベルまで落とし込んだ政策、特に採用育成や課題、また人的資本高度化の可視化についての考えをCPO(Chief People Officer)に伺いたく、エンゲージメントを申し入れ。

対話内容・反応

財務の数値やインパクトと人的資本の政策との関係図への落とし込みは大変困難であり、完成形ではないものの現在の姿を投資家に示し批判や意見を確認し、改善する意向。

課題・成果

課題としては、特に幹部候補生のグローバル人事DBの構築と competency model (資格者の資質を定義したもの) の実装、及び若手人材の戦略的活用などであることを確認。

今後の方針

既に取締役会議は英語で行われ、役員は相当の準備で会議に挑んでいる。多様性による文化的衝突を乗り越え柔軟性が生まれていること、利益創出が目線になっていることは評価。今後はこうした改革が生み出した変化を可視化すること、また、その変化を分かりやすく投資家に開示し対話することを依頼する方針。

人的資本活用は効果が表れるのに時間を要することを認識したうえで、全社で意識を高く持ちながら対応を強化。社員の声や海外事例を吸収するなど働きやすい会社にするための努力を惜しまず、人的資本対応に注力している。継続的な進捗開示を促すべく、エンゲージメントを申し入れ。

2024年より女性社外取締役と女性社員との交流会から個の能力最大化を目指としたD&Iプロジェクトを開始。改革のロードマップとして、社員の意識解凍→変革→定着→組織風土改革を5年程度で行う予定。米国子会社の社員活躍先進事例を学ぶため日本から社員を派遣、日本への導入可能性を検討している。

2024年に本社に社員家族を招いて見学会を初めて開催し、家族も巻き込んだ行事は好評で、毎年開催予定。ISO45001(労働安全)認証を2024年12月に取得していることを確認。

施策の進展は具体例を開示することで読み手によく伝わることを説明。社員の労働安全に対する意識は高く、各種施策の継続性や実効性をフォローしていく方針。

脱炭素化やデジタル化を軸としたビジネス構造への変革を目指す戦略を実現するためには、それに対応した人材戦略が大きなカギを握ると考える。F社の中期経営計画においても人的資本経営は重要な柱に位置付けられており、人的資本経営の現状や今後の取組みについて議論すべくエンゲージメントを申し入れ。

将来あるべき人材ポートフォリオが現時点ですべて明確なわけではない。各部門が競争力を高めるべく必要な人材配置や専門性向上に取り組んでいる段階。特に成長領域のエネルギー・トレードや海外部門、DXの人材強化に注力している。会社トップの意識の高まりを背景に、過去数年で人事政策の変化のスピードが早まっている。

2024年4月より役員・部門幹部が2030年を見据えたストレッチ目標をたてて全社に公開する取組みを開始。高い目標を立てやすい雰囲気ができたと社内で評価されている。

F社はトップのコミットメントのもとF社の人的資本経営は着実に前進している印象。人材戦略に関する情報発信も増える方向にあり、今後も継続的な対話をしていく方針。

## エンゲージメント

## エンゲージメント事例

原則  
3,4

## 中長期的な事業戦略等の事例



銀行G社

## 資本コストの低下に向けた情報開示

目的と問題意識

株価上昇にはROEを改善させる必要があるが、利益予想を行う上で必要となる情報が不足しており、資本コストの上昇要因となっている。

対話内容・反応

日銀の利上げが進む中、償還予定の債券残高と利率を開示することで、継続的な利鞘の改善のビジビリティが高まり、資本コストが低下することを伝えた。マイナス金利の債券も多く、再投資によって利鞘が大きく改善することを示す方法として、償還スケジュールの開示は社内で検討したいとの回答があった。

課題・成果

円債ポートフォリオの復元ペースや、それに伴う利益水準の変化が見通しづらい点を議論し、開示強化の必要性を共有できた。

今後の方針

課題を共有し、具体的な解決策を提案できた。同社内で検討され、情報開示が強化されることを待ちたい。



化学H社

## 取締役の選任プロセス

マーケティング戦略に関する取組みが不十分との理由から社外取締役選任等の株主提案が上程された。海外での成長が長年の課題である中、持続的な成長に資する体制の構築が必要である。



建設業I社

## 事業のリスク・リターンの改善

収益変動が大きく、過去4年で3回の最終赤字を計上。総額請負という契約形態はリスク負担を過度に負っており、リスクの取り方を見直す必要がある。

総額請負というリスク負担の重さに対して8%前後の粗利率の水準は低すぎることを指摘し、改善に向けた取組みを求めた。徐々に顧客の理解は進んでいるものの、まだ同社のリスク負担が重い。リスクの大きい案件の回避、契約条項によるリスク回避が重要であるとの認識を共有した。

数年に1度発生する大きな損失のために資本コストが高くなってしまっており、企業価値向上にはリスク・リターンの改善が必要。顧客の理解が進んできたことは良い動きだが、まだ十分ではない。

DXを活用したリスクの可視化など、リスクマネジメントの高度化についても議論を進めていく方針。

## エンゲージメント

## エンゲージメント事例

原則  
3,4

## 外国株式の事例



## エネルギー会社J社（英国）

## 脱炭素戦略に関する対話

目的と問題意識

J社の脱炭素戦略について対話。同社は、政府の社会政策と協働してエネルギー転換を推進する点で、トップ企業の1つ。

対話内容・反応

J社の脱炭素戦略は、CCS（二酸化炭素回収・貯留）技術と水素発電への依存度が高い。同社は、この技術に関して世界有数レベルの企業と連携していると考えられるが、これまでプロジェクト成功例は少なく、かつ高費用。同社は、回収される排出量に関する規制要件を満たす必要があると説明。

課題・成果

英国の電力見通しにおける弱点は、低炭素で電力需要の変動に迅速に対応できる発電が不足していることであり、政権与党も課題認識。政府は、既存の発電所にもCCSの実装を支援する必要があり、現在の施策では不十分。J社は、インフラプロジェクト許認可において、脱炭素化に関連したプロジェクトを優先的に行うべきと政府に提案。

今後の方針

J社の取組みの進捗状況と、政府の規制対応を引き続き確認し、脱炭素化の取組みの実効性向上に向けた対話を継続。



## 小売業K社（オーストラリア）

## 健康と安全にかかる取組状況

K社の従業員の健康と安全に係る取組について対話。2023年には2件の死亡事故が記録され、役員報酬報告書の承認議案には3割に近い反対票が投じられるなど、ガバナンス上の懸念も見られたことから、同社の対応状況と今後の改善方針について確認。

K社が、健康と安全基準に関してサードパーティのサプライヤーと協力する姿勢を確認。同社は、すべての関係者の安全、健康、福祉を最優先とし、誰もが安全で価値を感じられる職場づくりを推進しており、また、全員がこれらの要素に対して共同責任を持つことを目指している。

K社は契約業者やパートナーにも安全管理を徹底。作業前には、リスク分類・事前審査・安全に関する情報共有を行い、作業中はアクセス管理や許可制度を含む安全プロセスを運用。万が一事故が発生した場合には、報告・調査・フォローアップを義務付け。作業後には、安全記録やコンプライアンスの評価を実施し、傷害頻度率や傷害重症度スコアを用いて安全指標を強化し、継続的な改善に取り組んでいる。

K社が、事故発生後、事故予防の取組みを強化した点を前向きに評価。健康と安全に係る施策の浸透状況を注視していく方針。



## 自動車会社L社（米国）

## 役員報酬の目標設定に関する対話

L社の2024年総会における報酬議案への反対行使について対話。同社の役員報酬体系は、報酬と業績との連動性が不明確とみなされ、報酬議案は可決されたものの、株主からの賛成率は比較的低く、懸念が示された形となった。

L社の役員報酬体系において、年次報酬は財務指標に基づくものの目標値が前年の目標及び実績値を下回る水準となっていること、長期報酬の基準となる指標について十分な開示がなされていないことにより、報酬と業績の関連性に懸念が生じていることから、反対行使をした旨を説明。

報酬議案の低賛成率を受け、L社は役員報酬体系の見直しを実施。年次報酬は前年の実績を上回る目標が設定され、目標設定開示の強化がなされた。長期報酬についても目標の引き上げと情報開示の改善がなされた。

役員報酬体系の見直しにより、2025年総会では報酬議案に対する賛成率も向上。

L社が、投資家からのフィードバックを踏まえて報酬体系の見直しを迅速に実施したことは評価できる。引き続き報酬と業績の関連性の強化について確認。

※外国株式パッシブ運用のスチュワードシップ活動はAberdeen社と協働しており、外国企業との対話はAberdeen社に委託。上記はAberdeen社に委託した対話事例。

## 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

## 機械A社

## ROE向上のためのガバナンスのあり方

目的・問題意識

中期計画ではROE向上を目標に掲げているものの、ROEは5%を下回り続けている。ROE目標を10%から8%へ引き下げたが、現状との乖離は大きく、達成確度を上げるためにガバナンスの改善が必要である。

対話内容・反応

ROE改善に向けて構造改革を進めているが、事業環境の悪化により業績が下振れ。事業ポートフォリオの見直し等も行っているが成果は出でていない。ガバナンス不全は社外取締役からも指摘されており、今後はモニタリング指標を設定し、投資家と共有することを検討していく。

対話を経て浮かんだ課題

業績下方修正を繰り返していることでマネジメントへの信頼が低下し、中期計画への不信や資本コストの上昇につながっていることを指摘し、ROE目標の達成にはガバナンスから改善させる必要があるとの認識を共有できた。

課題を受けた対応

需要の変動が大きい事業であるため構造改革の成果が見えづらくなってしまっており、収益体質の強化を示す指標として損益分岐点の推移を示すことを提案した。モニタリング指標の設定・共有の状況を確認していきたい。



## 輸送用機器B社

## ガバナンス体制の強化

オーナー系企業で創業家が会長・社長であるにも関わらず、社外取締役が過半に満たず、ガバナンスの実効性に懸念がある。

東京証券取引所の要請を受けて、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を開示したもの、具体的な目標の提示がないなど内容が不十分であることを伝達し、取締役会での議論を確認。取締役会では社外取締役からの貴重な意見も頂き、しっかりと議論ができるとの回答を得た。

十分な議論を実施したとしているが、形式を満たすだけの開示で良しとされており、実効性を疑わざるを得ない。

社外取締役との議論なども踏まえた上で課題を洗い出し、必要な改革を提案する方針。

## 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

小売業C社

データに基づく適切な経営管理

目的・問題意識

買収による店舗拡大を通じた成長戦略を実行しているが、商品ミックスの悪化による粗利率の低下などが見られる。過去の買収案件を検証したうえで、成長戦略の妥当性を議論したい。

対話内容・反応

M&Aで取得した店舗の収益推移、商品ミックスの変化等について議論を実施。買収した店舗の増加が粗利率の低下にどの程度影響しているかは計測できていない点を確認した。

対話を経て浮かんだ課題

全体的にデータに基づく議論にはならず、戦略の妥当性を検証するには至らなかった。経営指標を適切に把握できていないのではないかとの懸念が強まった。

課題を受けた対応

買収時の収益想定と出店後の実績の乖離、出店後の収益推移等について実績数値をもとにした説明を求める。その上で、M&A戦略の妥当性について議論する方針。



電気機器D社

ROEの改善

2024年6月総会では、当社の議決権行使基準におけるROE基準<sup>\*1</sup>に抵触。しかし、2025年3月期は低迷していた市場回復が見込まれ、一時費用の減少からROEも10%を超える予想であったことから、収益性改善に向けた取組みが進展していると判断し、基準と異なる判断を実施。  
\*1 3期連続で自己資本利益率(ROE)が5%を下回った場合、代表取締役の再任に反対

2025年3月期中に二度、市場回復の遅れを原因に、業績の下方修正を行った。市場回復の見通しに対する不透明感が高まっていることを確認。さらに、ガバナンス体制についても議論していることを確認。

市場回復による業績回復に対する確信度が高まるには時間が必要であるとの懸念が強かった。また、業績達成に対して適切なガバナンス体制の構築が急務と認識。

2025年6月総会でもROE基準に抵触。業績回復の確信度が高まったと確認するには至らず、基準通り、代表取締役の再任に反対。

## エンゲージメント

# 協働エンゲージメント① 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7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＞

- ・総会で高反対率議案への対応
- ・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

### 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他、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

#### 主な取組み（2024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、低賛成率に留まった要因とその対応策について議論を深めた

##### 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

- ・他の運用機関と協働でリードインベスターを務めた
- ・企業へ複数回レターを送付し、取締役会における監督機能に関して対話を依頼

##### 資本コストや株価を意識した 経営の実現に向けた対応

- ・資本コスト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

##### パブリックエンゲージメント

- ・東京証券取引所（2024年3月、2025年1月）
- ・金融庁（2024年3月、2025年1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

# 協働エンゲージメント②、イニシアチブ活動

原則  
3,4

## 協働エンゲージメント

三菱UFJ信託銀行はエンゲージメントテーマとして設定している気候変動、生物多様性、人権、健康と安全に関連するイニシアチブに参加し、協働エンゲージメントを通じて課題解決を促す。

### 気候変動

Climate Action 100+にて



リードインベスターとして活動。機械業や輸送用機器業へのエンゲージメントを実施

### 人権

Investors Against



Slavery & Trafficking Asia-Pacificにてリードインベスターとして製造業へのエンゲージメントを実施

### 生物多様性

MUFGグループのFSG社※が

主導する協働エンゲージメントにて、小売業や織維業へのエンゲージメントを実施

### Marine Microfibre Pollution

### 健康と安全

健康と安全における



グローバル動向の把握を目的に、投資家と連携し、情報収集を実施

## イニシアチブ活動

### 主な活動実績：インパクト

#### Global Impact Investing Network (GIIN)



- ・2019年、上場株式WGのアドバイザリーコミッ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等を議論し、ガイダンス発行などに貢献した。
- ・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。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。

※ First Sentier Group社の略

## ESG



## Social



## Environment



## Governance



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

# 対話の課題と方向性

原則  
3,4

### パッシブ運用におけるエンゲージメントの質を強化

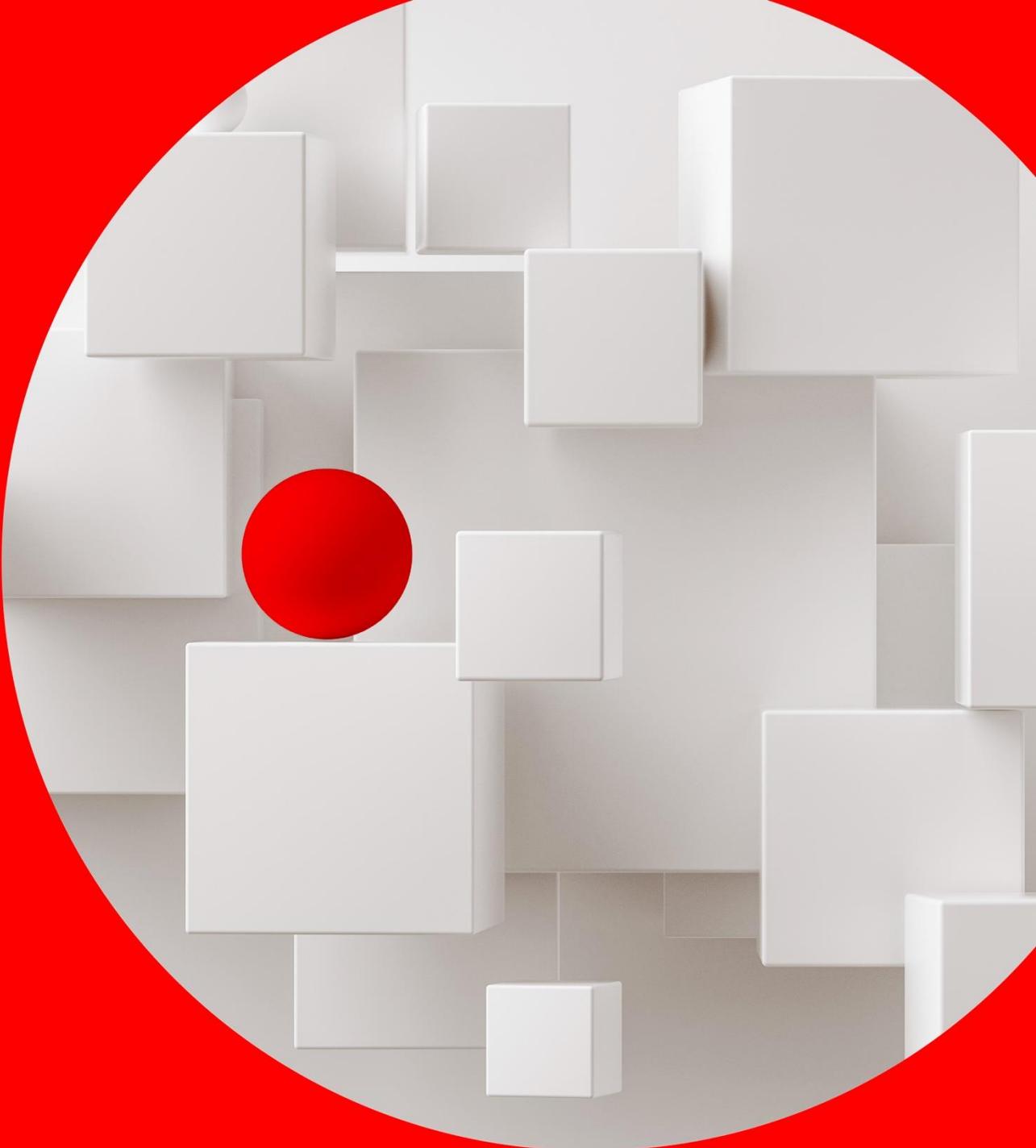
- ・2023年7月よりパッシブ運用におけるEとSのエンゲージメントを強化し、多くの企業とのエンゲージメントを通じてサステナビリティ課題解決を促してきた。近年、環境および社会の問題はますます複雑化している。例えば、気候変動への対応が自然資本の保全に寄与することもあれば、逆にマイナスの影響を及ぼすこともある。このようなサステナビリティに関する課題を解明し、企業との対話をより実効性のあるものにするため、アカデミアと連携し、知見をより深めることでエンゲージメントの質を強化していきたい。

### 動き出した企業の取組み

- ・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」の要請やアクティビストの活発化等を背景に企業の意識は大きく変化し、政策保有株式の縮減や株主還元の強化などの企業価値向上に向けた具体的なアクションは増加しているが、依然として多くの企業で課題を残している。当社では、中長期的な事業戦略や適切な財務戦略によるROEの改善、資本コストGAPモデルを活用した資本コストの低減など、中長期的な企業価値の最大化に向けたエンゲージメントを通じて、企業の取組みを加速させていきたい。



議決權行使



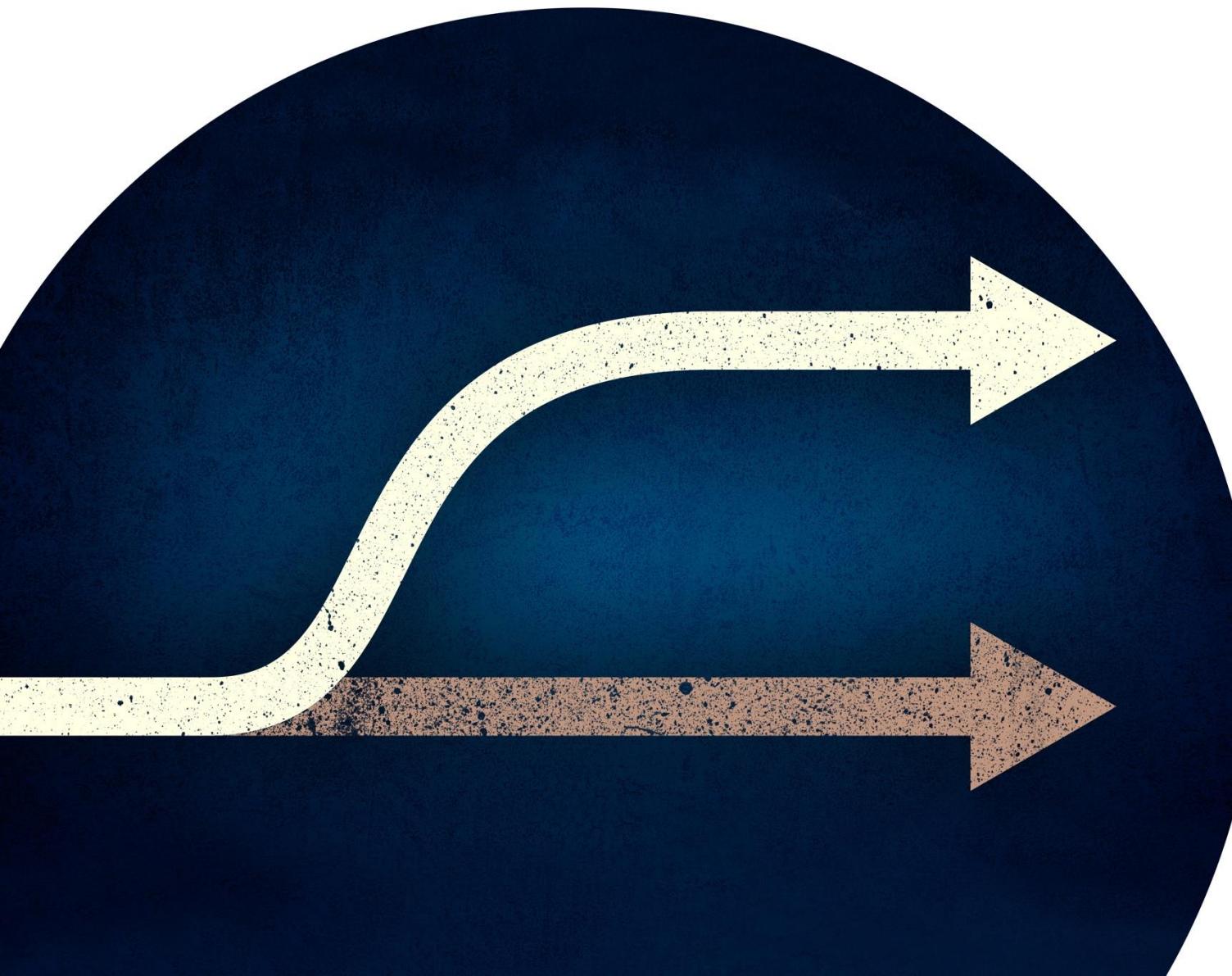
## 議決権行使

# 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ウェブサイトに公表。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、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

# 議決権行使プロセスの変更

原則  
1,5

## 議決権行使プロセスの変更について

- より幅広い意見を踏まえた方針策定のために、議決権行使基準策定において、資産運用部担当役員単独決裁から、複数委員による合議制に変更。
- また、議決権行使実務は、企業の招集通知開示・対話・賛否判断の検討から議決権行使まで数営業日で行うことが必要な場合もあり、「個別議案」についてはスピードや、一層の対話等を踏まえた実質的な判断のため、資産運用部長へ権限を委譲。
- 具体的な議決権行使体制は、下記の通り。太字部分が変更点。

### 【当社の議決権行使体制】

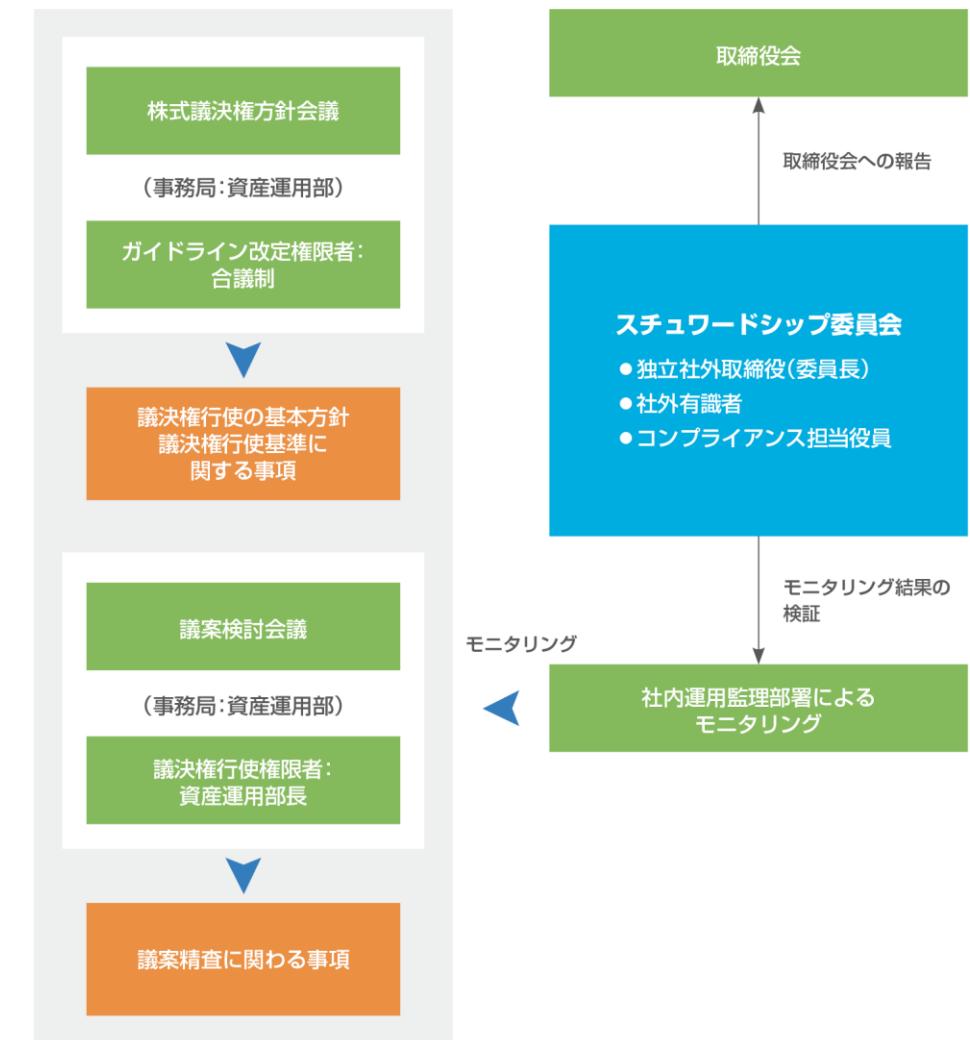
三菱UFJ信託銀行は、受託財産部門内に設けた株式議決権方針会議において、議決権行使の基本方針、議決権行使基準に関する事項を協議するものとし、複数委員による合議制により最終決定。また、具体的な議案精査に関わる事項については、議案検討会議で審議し、資産運用部長が行使内容を決定する。

なお、当社の親会社およ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他、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****国内株式の議決権行使結果（2024年7月～2025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。
- 2024年7月から2025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1,954総会、議案数は合計19,309件あり、会社提出議案18,929件に対して賛成16,213件、反対2,716件の議決権行使を行った。
- 株主提出議案380件に対して賛成34件、反対346件の議決権行使を行った。
- TOPIX再編により構成銘柄が約2割減少し、反対率の高い企業が除外されたことで、全体の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	12,796	2,453	0	0	15,249	16.1%	-5.3%
	監査役の選解任	963	120	0	0	1,083	11.1%	-3.3%
	会計監査人の選解任	52	0	0	0	52	0.0%	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬※1	661	34	0	0	695	4.9%	-0.9%
	退任役員の退職慰労金の支給	0	55	0	0	55	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	1,213	16	0	0	1,229	1.3%	-1.4%
	組織再編関連※2	21	0	0	0	21	0.0%	0.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	4	34	0	0	38	89.5%	-1.0%
	その他 資本政策に関する議案※3	75	0	0	0	75	0.0%	-1.8%
定款に関する議案	422	0	0	0	422	0.0%	-0.5%	
その他の議案	6	4	0	0	10	40.0%	-26.7%	
合計	16,213	2,716	0	0	18,929	14.3%	-4.7%	

※1 役員報酬額改定、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、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	34	346	0	0	380	91.1%	0.6%

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

## 議決権行使

## 外国株式の議決権行使結果（2024年7月～2025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うえで、企業価値の長期的拡大の観点から、慎重に検討を行う。
- ・2024年7月から2025年6月に開催された株主総会の数は2,689総会、議案数は合計30,320件あり、会社提出議案29,070件に対して賛成26,520件、反対2,540件、棄権10件、株主提出議案1,250件に対して賛成777件、反対472件、棄権1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8.7%（前年比-1.0%）と、前年実績と比べやや低下した。
- ・前年、「その他の議案」に分類される中国における取締役規程等の変更議案に対し、提案内容の詳細開示が不十分なため多くを反対行使としたが、本年はそれらの議案が減少し反対比率も低下したため会社提案全体の反対比率も低下した。
- ・株主提案議案合計の反対比率は37.8%（前年比+3.7%）と、前年実績と比べ上昇した。米国では、SECのルール変更により企業の中核事業との関連性が低い株主提案が除外されるケースが増加しており、株主提案の総数は減少。一方で、ESG推進に疑義を唱える、いわゆる「反ESG」議案は引き続き増加しており、当該議案に反対したことが、反対比率の上昇に寄与した。

外国株式 会社別議案別行使状況（個別開示）については、当社ウェブサイトをご覧ください  
[https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about\\_stewardship/voting.html](https://www.tr.mufg.jp/houjin/jutaku/about_stewardship/voting.html)

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	11,374	754	8	0	12,136	6.2%	-0.3%
	監査役の選解任	303	21	1	0	325	6.5%	-3.9%
	会計監査人の選解任	1,779	25	0	0	1,804	1.4%	0.7%
役員報酬に関する議案	役員報酬※1	2,843	464	0	0	3,307	14.0%	-2.0%
	退任役員の退職慰労金の支給	13	5	0	0	18	27.8%	8.7%
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	1,117	5	0	0	1,122	0.4%	0.2%
	組織再編関連※2	392	8	0	0	400	2.0%	-0.3%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	8	1	0	0	9	11.1%	-13.9%
	その他 資本政策に関する議案※3	2,893	528	0	0	3,421	15.4%	2.6%
定款に関する議案	583	196	0	0	779	25.2%	-7.3%	
その他の議案	5,215	533	1	0	5,749	9.3%	-2.7%	
合計	26,520	2,540	10	0	29,070	8.7%	-1.0%	

※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	777	472	1	0	1,250	37.8%	3.7%

※ 棄権は、株主の属性を問う議案などで、棄権の入力を求められたもの

## 議決権行使

# 議決権行使基準の改定と、基準と異なる判断の状況

原則  
3,4,5

### 議決権行使基準の改定（2025年4月1日付）

- 本年度は、議決権行使基準の大きな変更は行っていない。
- 基準と異なる判断の考え方について、お問い合わせを頂くことが多いため、今回は、この点の記載を拡充した。
- また、株主提案に関して、具体的な議案の種類ごとに当社の考え方を記載した。

### 【基準と異なる判断を行う場合の判断例】

- 主な判断事例として、取締役選任議案における以下の基準において、異なる判断を行う場合について追記を行った。

- ✓ 業績基準  
✓ キャッシュリッチ基準

- ✓ 政策保有株式基準

### 【株主提案】

- 株主提案については、企業価値増大やコーポレートガバナンス向上に寄与するか否かを基準として、個別に判断を行う。
- 判断にあたっては個別に当該企業の状況や考え方などを確認し、当該企業に問題があると考えられ、株主提案の内容がその問題点を改善し企業価値向上に資すると判断される場合には賛成する。
- 以下の種類の議案において、当社の考え方を記載・拡充した。

- ✓ 定款の変更を求める提案  
✓ 役員の選解任を求める提案

- ✓ 調査委員会などの設置を求める提案

記載の拡充を含め、議決権行使基準の詳細は当社ウェブサイトをご覧ください

[https://www.tr.mufg.jp/new\\_assets/houjin/jutaku/pdf/unyou\\_kabu\\_11\\_pdf.pdf](https://www.tr.mufg.jp/new_assets/houjin/jutaku/pdf/unyou_kabu_11_pdf.pdf)

### 基準と異なる判断の状況

- 当社は、中長期的な企業価値向上を目的に、上場企業に求める水準として、外部環境なども踏まえて、議決権行使基準を定めている。
- また、対話と議決権行使の一体運用を重視しており、企業の取組み状況などを踏まえ、現経営陣に託すことが企業価値向上に資すると判断した場合には、基準と異なる行使を行っている。
- 昨年は、ROE基準の引き上げや政策保有株基準の新設などを実施。
- 2025年4～6月に開催された総会において、主な議決権行使基準に抵触した企業のうち、基準と異なる判断を行った企業の比率は、以下の状況となる。

- ✓ 業績基準：約30%  
✓ 政策保有株式基準：約30%  
✓ キャッシュリッチ基準：約10%

**議決権行使****議決権行使にかかる議案判断① 対話と議決権の一体運用にかかる事例**原則  
3,4,5**昨年、基準と異なる判断を行った銘柄における今年の判断事例**

- 当社は対話と議決権の一体運用を重視している。企業との対話結果を踏まえ、基準と異なる判断を行った企業について、その後も対話を継続し、次の株主総会における議決権行使判断においては、改めて当該企業の取組み状況を踏まえて判断すべきものと考えている。
- 昨年に基準と異なる判断を行った企業について、その後の企業の取組みなどを踏まえ、今年の総会で当社が行った議決権行使について以下に記載する。

**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。

**B社（繊維製品）****【2024年6月総会】**

- 同社はROE基準およ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基準および政策保有株式基準に抵触。一方で、昨年に示していた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。

**議決権行使****議決権行使にかかる議案判断② 臨時株主総会における判断事例 小林製薬（4967）**原則  
3,4,5**議案概要**

- 2024年3月、小林製薬は、紅麹関連製品を摂取した消費者が健康被害を訴えている旨を開示。大阪市より、食品衛生法に違反するとして、行政処分を受けた。
- オアシス※は、本事案の発生を受けて同社が行った調査について、独立性や客観性に疑義があると指摘。品質管理体制・内部統制システムの抜本的改革のためには監督・牽制機能を強化する必要があると主張し、2024年11月に臨時株主総会の開催を請求、株主提案を行った。

No.	議案分類	提案者	判断
1	会社法316条2項に定める調査者選任	株主	賛成
2	取締役選任	株主	反対

**【第1号議案】会社法316条2項に定める調査者選任（株主提案）****<会社側の対応・主張>**

- 2024年4月、事後対応の検証を目的として事実検証委員会を設置し、約3か月間にわたり調査を実施。
- 調査報告では、品質管理体制や情報共有体制の不備など、内部管理体制の課題が指摘された。同社はこれを受けて、再発防止策の骨子を策定済み。
- 行政当局などによる多面的な調査も進められている中、調査者を選任することは、業務に支障をきたし、信頼回復に向けた取組みを停滞させるものと主張。

**<オアシスの主張>**

- 委員会の調査スコープが調査主体により異なっている点、調査の独立性や客観性に疑義があることから、根本的な原因解明には別途調査が必要と主張し、調査者の選任を提案。

**<行使判断>**

- 会社側は、同委員会が実施した調査は適切に実施されていると主張しているが、オアシスが指摘する独立性の疑義について、一定の合理性が認められるものと判断。
- したがって、再調査を行う必要があるものと考え、賛成。

**【第2号議案】取締役選任（株主提案）****<会社側の対応・主張>**

- 不祥事の発生を受け、監督機能強化の必要性を認識。本臨時総会の翌月に開催予定の定時株主総会では、スキルセットを拡充・強化し、社外取締役を増員する旨を示す。
- 上程予定の取締役候補者は、独立社外取締役を委員長とし、独立社外取締役が構成員の過半数を占める人事指名委員会における審議を経て決定している。

**<オアシスの主張>**

- 現任の社外取締役は、不祥事の発生および拡大阻止に向けた監督・牽制機能を発揮できていなかつたため、オアシスが推薦する社外取締役による、執行取締役に対する監督が必要と主張。

**<行使判断>**

- 会社側が取締役の刷新に向けた取組みを進めている中、オアシスが提案する候補者は、会社側候補者と専門性が重複しているものと考えられる。
- 会社提案の取締役候補者で特段問題なく、選任の必要性が乏しいと考えることから、反対。

**議決権行使****議決権行使にかかる議案判断③ 株主提案 フジ・メディア・ホールディングス（4676）**原則  
3,4,5**議案概要**

- ・ダルトン関連ファンド※からの取締役選任に関する株主提案。フジ・メディア・ホールディングスについて、  
①ガバナンス改革、②不動産事業のスピノフ、③政策保有株式の解消、④フジテレビの放送・メディア事業の大改革、の4点で課題があると主張し、監査等委員でない社外取締役12名の選任議案を上程。
- ・なお、当社の議決権行使基準では、不祥事基準及び政策保有株式基準に抵触しており、代表取締役の再任に反対となるが、代表取締役は退任予定である。

**論点**

当社が検討時に考慮した主な要素は以下の通り。

**(1) 株主提案を支持する要素**

- ・不祥事が発生しており、ガバナンス改革は必須。また、政策保有株式が多く、縮減に向けた取組みが必要。
- ・長期にわたりPBRが1倍を割れており、資本収益性の改善が課題。不動産やメディア事業を含めたバランスシートマネジメントや稼ぐ力の改善が必要。

**(2) 会社提案を支持する要素**

- ・今般、独立社外取締役が過半を占める取締役会体制への変更に加え、過半数が独立社外取締役で構成される指名・報酬委員会の設置、さらに相談役・顧問制度の廃止など、意思決定の独立性および客觀性を高める体制・プロセスを導入。
- ・政策保有株式は具体的な縮減方針を打ち出している。
- ・事業戦略に関しては戦略的投資や「コンテンツカンパニー」への進化を目指す方針。
- ・なお、会社提案の候補者は「経営諮問委員会」「経営刷新小委員会」による審議・検討を経て取締役会にて最終決定しており、指名プロセスに特段問題は見受けられない。

**行使判断**

- ・監督機能が強化された新体制において、ガバナンス強化及び政策保有株式の縮減を含む企業価値向上に向けた改革に取り組む方針が示された点を評価し、会社提案に賛成。
- ・一方で、会社提案の候補者に加えて、更に株主提案の候補者を追加することは、知見・経験で重複などがみられる中、取締役会の実効性や意思決定の迅速性に対する懸念が生じることから、選任の必要性が乏しいと判断し、反対。

No.	議案分類	提案者	判断
3	取締役選任 (監査等委員である取締役を除く)	会社	賛成
4	監査等委員である取締役選任	会社	賛成
6	監査等委員でない取締役選任	株主	反対

**議決権行使****議決権行使にかかる議案判断④****不祥事に関する判断事例**原則  
3,4,5**不祥事に関する判断事例**

- 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、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。

**損害保険会社における不適切事案**

- 金融庁は、損害保険大手4社において不適切事案が継続的に発覚したことを受け、2年連続で業務改善命令を発出した。

**<2024年6月総会>**

- 損害保険会社大手4社は、2023年12月に不適切な保険料調整行為を理由として業務改善命令を受けた。当社は不祥事の発生を理由に、各社の上場親会社における取締役選任議案において、代表取締役及び責任があると考えられる候補者に反対行使。

**<2025年6月総会>**

- 2024年5月に情報漏えい事案が発覚し、2025年3月に再度、金融庁から業務改善命令が発出された。
- 今回、各社は1度目の業務改善命令において提出した業務改善計画の見直しや、第三者によるレビューを要請されている。
- 当社では2年連続で業務改善命令を受けたことを重く受け止めている。一方で、各社が改めて策定した改善計画は実効性があるものと捉えており、当該計画に沿った継続的な取組みが企業価値の向上に資するものと考えている。
- したがって、不祥事の発生により経営上重大な影響が出ているものの、取組みを進める各社の現経営陣に託すべきものと判断し、各社の上場親会社における取締役選任議案において、賛成行使。

**自動車会社における認証不正**

- 2024年6月、複数の大手自動車会社において「型式指定」を巡る認証不正問題が発覚。

**<2024年6月総会>**

- その時点での収集できる情報では、いずれも法規で定められた基準は満たしており、安全性に問題がある事案は見受けられなかった。
- また、判断時点においては、国土交通省による立ち入り検査を実施している最中であり、不祥事認定には及ばないと判断。国土交通省の立ち入り検査結果や行政処分の有無など、今後の追加情報が出た際に、改めて認定要否について判断することとした。

**<2025年6月総会>**

- 国土交通省は検査の結果、1社に対しては是正命令を発出し、他の会社に対する行政処分は見送った。
- 是正命令が発出された1社について、当社では、業績や社会的影響に鑑み、経営上重大な影響が出ているものではないと判断。
- そのため、本事案に関して、いずれの会社も経営上重大な影響が出ている不祥事とは考えられず、反対行使の対象としなかった。

出所：企業の開示情報、各種報道などをもとに三菱UFJ信託銀行作成

## 議決権行使

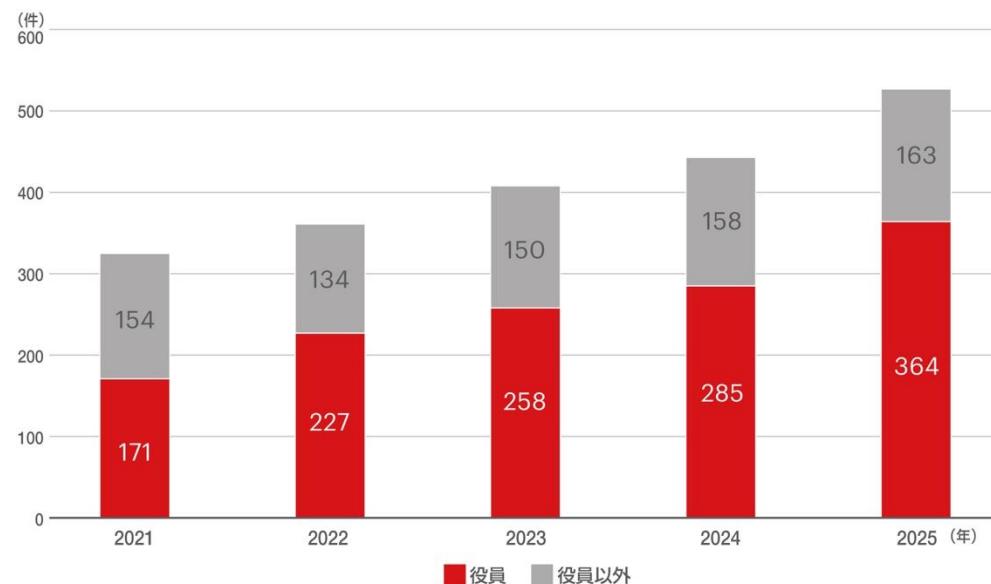
## エンゲージメント実績（議決権専門部署）

原則  
3,4,5

## 527件の対話を実施

- ・2024年7月～2025年6月期における、ESG課の対話件数は527件となり、前年度の443件から19%増加。
- ・特に、役員との対話件数は前年度比28%増加しており、企業側の関心の高まりがうかがえる。
- ・従前より継続的に対話をしている企業とは、議決権行使結果をフィードバックの上、対話を継続している。

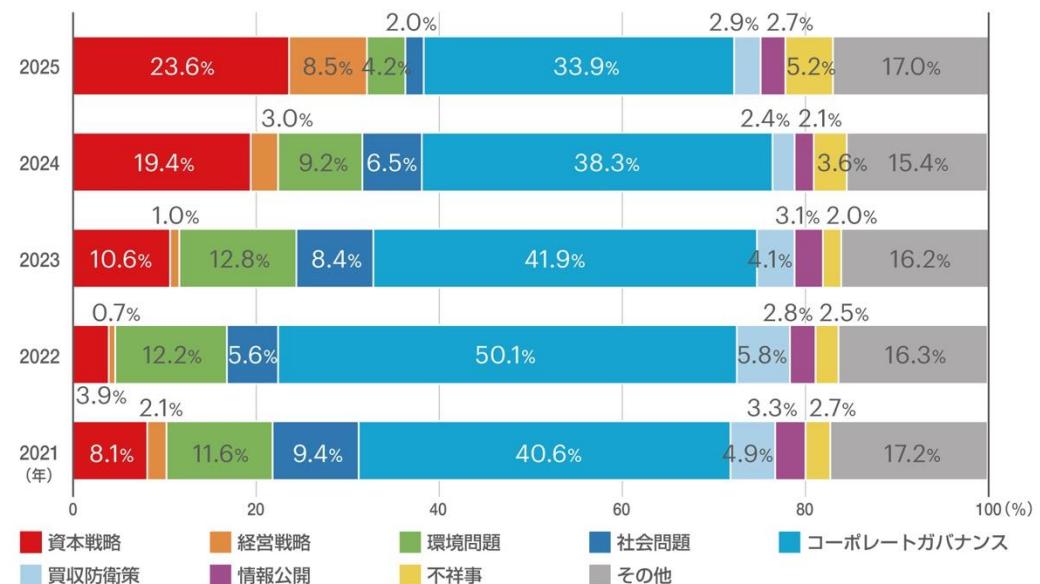
【図1】エンゲージメント件数の推移



## 対話の窓口を設置

- ・2024年11月に「『対話のお願い』と『対話・お問い合わせ専用窓口の設置のお知らせ』」を公表後、対話件数は大幅に増加。
- ・対話のテーマについては、上記の通り、コーポレートガバナンスが30%強を占める一方で、資本コストGAPモデルを活用した株主資本コストや資本効率を主なテーマとする資本戦略の割合が、前年度に続き増加傾向。
- ・また、2027年4月以降に予定されているしていいる議決権行使基準の業績基準引き上げを踏まえた内容も、資本戦略の重要なテーマの一つとなっている。
- ・議決権行使に直接関係する内容にとどまらず、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上に繋がる対話を幅広いテーマで行っている。

【図2】対話テーマの割合



## 議決権行使

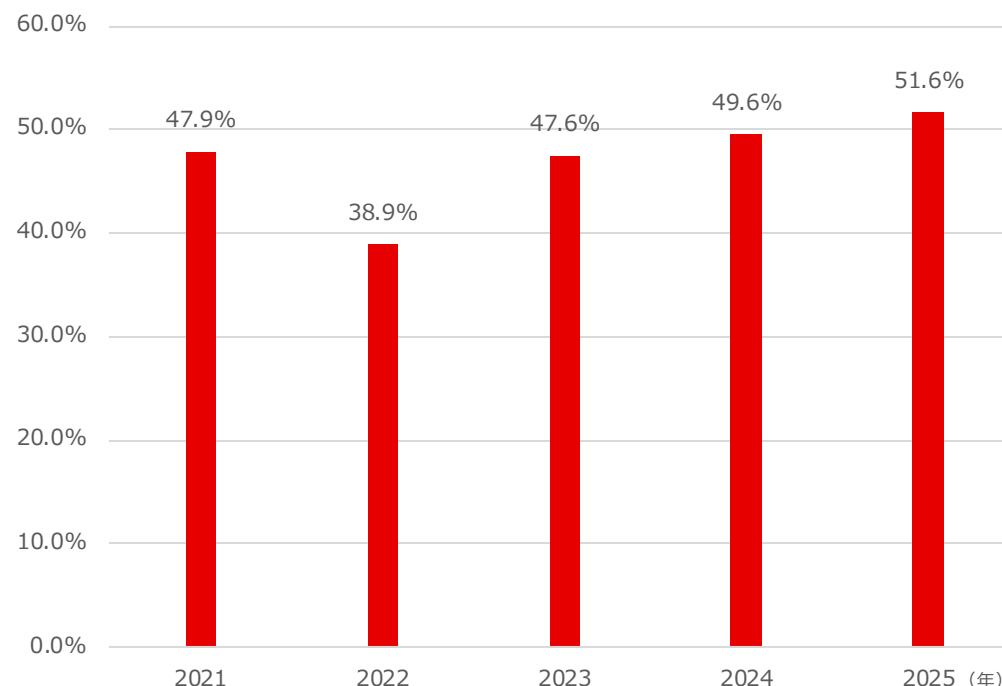
## エンゲージメント実績（議決権専門部署）

原則  
3,4,5

## 裾野が広がる対話先企業

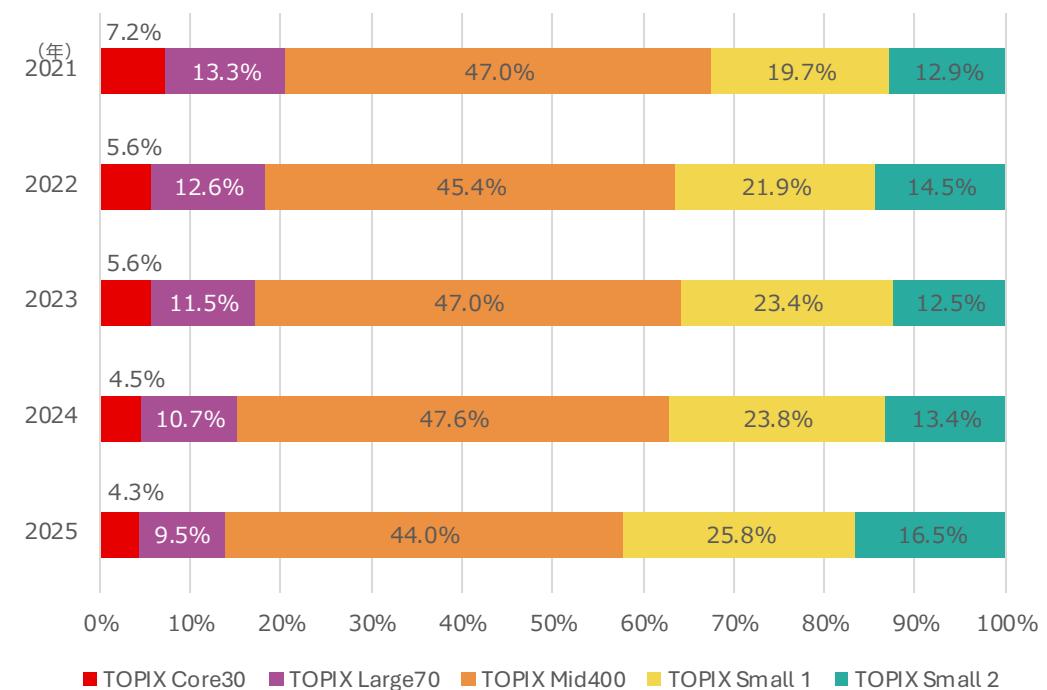
- TOPIX全銘柄におけるESG課の対話のカバー率は50%強。
- 2024年4月の議決権行使基準改定に伴い、当社から対話を要請したことも対話増加の一因となっている。それに伴い、TOPIXニューインデックス区分においては、Smallに属する企業との対話の割合が相対的に増加。

【図3】TOPIX全銘柄における当社の対話のカバー率



- 対話件数は引き続き増加傾向にあり、その背景には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、企業が投資家との対話をより重視するようになったこと等があり、対話先企業の裾野が広がっていることが確認できる。

【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

## 対話を踏まえた議決権行使事例

原則  
5

## ① 対話のテーマ

## ② 対話概要

## ③ 行使結果

1 A社 政策保有株	2024年3月期末でA社の純資産に占める政策保有比率は40%台前半と、当社政策保有株式基準に抵触。2024年6月総会においても、政策保有株式基準に抵触しており、代表取締役の再任に反対行使を実施。	A社は、簿価ベースでの縮減計画は示していたものの、時価ベースでの純資産対比20%未満への縮減に向けた具体的な計画やマイルストーンの設定・開示を対話で要望。A社も、今後の決算説明会等の中で、20%未満に向けて具体的な縮減計画などの開示を検討していることを確認。	中間決算説明会資料において、政策保有株式の縮減目標を変更し、2025年3月期末で20%未満とすることを発表。2025年6月総会の招集通知で、2025年3月期末で20%を下回っている実績を確認し、賛成。
2 B社 社外取締役の独立性	B社の社外取締役候補者のうち1名が、在任期間が12年を超えており、当社の社外役員の独立性基準に抵触。	B社との対話において、同社は在任期間の長い社外取締役を交代する必要性を認識しており、子会社の米国上場にあたりモニタリングの強化が必要となる中、同氏の持つ知見が必要であるため、今回候補者として上程。なお、筆頭社外取締役については、当該候補者から別の社外取締役への交代を予定しており、社外取締役の交代に向けた取組みを進めている。	対象者の来年度の退任を前提としており、かつ同氏の選任理由は合理的なものと判断し、今回は反対に及ばない。
3 C社 株主提案	C社は資本効率改善に向け、配当の引き上げ(DOE5%または配当性向60%のいずれか高い方)を求める株主提案を受けた。	C社の配当性向は2025年3月期末では30%台前半だが、中計期間において配当性向40%への引き上げを目指すこととしている。一方で、2025年3月期末の自己資本比率は70%台半ばと高く、株主提案の剰余金処分を実施しても財務上懸念がある水準ではない。	株主提案者の提案は、資本構成の最適化を通じて、C社のROE改善に資すると考えられるため、賛成。

## 外国株式対話事例

D社	D社の、「DEI（多様性、公平性、包括性）に関する方針、プログラム、部門、および目標の廃止について検討」を求める株主提案の上程を受け、対話を実施。提案者はDEIの意義に疑義を持っており、DEIイニシアチブの継続が特定の属性の優遇につながる差別として、訴訟リスクをもたらすと主張。	対話を通じ、D社は効果的な監督体制、関連するコンプライアンスプログラム、適切な情報開示、そして明確な差別禁止方針があることが確認できた。同社は多様性と包括性に関連する複数の情報を開示しており、これらの開示内容は、株主が、該当するプログラムや方針を評価するのに十分であると考えられる。さらに、同社は差別禁止方針を明確に示しており、取締役会および経営陣が関連リスクの監督を行っている。	D社の従業員多様性イニシアチブが特定の従業員グループに対して差別的であるという問題は見受けられないことから、当該株主提案に反対。
----	---	--	--

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

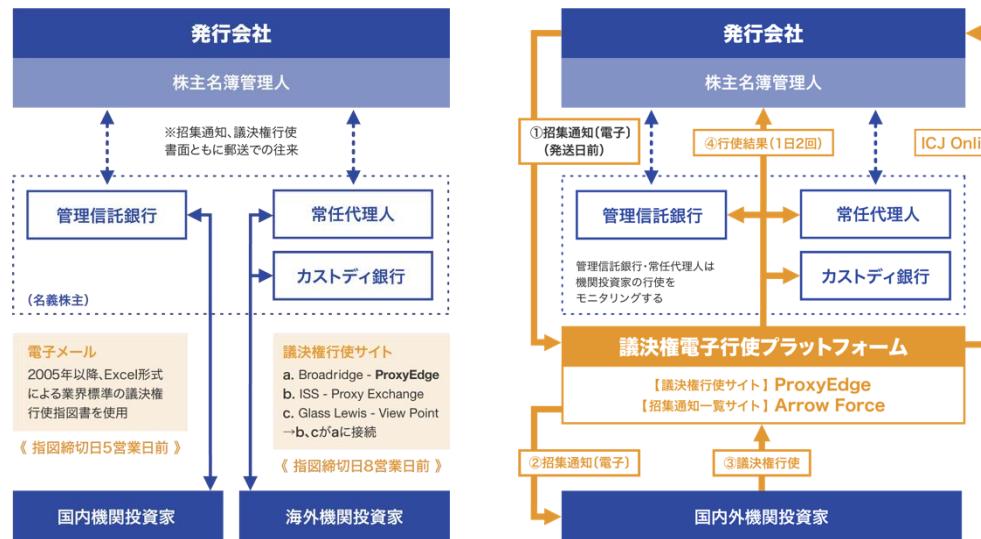
## 議決権行使

# 議決権電子行使の導入

原則  
5,7

## 電子行使導入の背景

- ・ICJの電子行使プラットフォーム（以下、PF）は、ICJを利用する上場会社の株主総会において機関投資家がオンラインで議決権行使できる仕組み。
- ・2023年4月金融庁公表「資産運用業高度化プログレスレポート2023」に記載された通り、議決権のPFの導入促進により、業界全体の活動の効率化とコスト削減に向けた検討の必要性を当社においても認識。



(引用：株式会社ICJホームページ「議決権電子行使PFとは？」より)

## 導入概要

- ・全上場会社がPFに参加していない現状では、議決権行使指図の二重化問題等の課題があるものの、当社は2021年7月総会より新たに外部システムを導入し、電子行使対応への準備を開始。
- ・2024年11月末基準日、2025年2月定時株主総会より電子行使を開始。

## 電子行使導入のメリット

- ・行使期限が導入前（指図期限5営業日前）に比べ、導入後は最大4日（総会日前日まで）延長。議案検討期間拡大に伴い、企業との十分な情報と対話を経て、より適切な議決権行使が可能。

## 議決権電子行使PF運営会社からの声

- ・政府が掲げる「資産運用立国」の実現には、上場会社と株主との対話を通じた企業価値向上が不可欠です。その中で、株主総会プロセスのデジタル化を推進する議決権電子行使PFは、関係者の協力のもと発展を続けてきました。
- ・この度、貴社がPFを導入されたことは、この流れを加速させる大きな一步です。PFに参加した上場会社は、議決権行使状況をタイムリーに把握でき、機関投資家との対話や情報提供が可能になります。一方、機関投資家は、株主総会直前まで行使期限が延長され、対話や追加開示を踏まえた、より適切な議決権行使ができるようになります。
- ・今年の株主総会では、一部のPF参加上場会社から、貴社の導入効果と見られる、PF経由の議決権行使が早期化したとの声が聞かれ、ポジティブな変化が確認されています。貴社の取り組みが、PFを通じた対話の発展に大きく貢献しました。
- ・貴社のPF導入は、機関投資家だけでなく、上場会社の参加もさらに促すものとして期待されます。PF参加上場会社は1,800社を超えたが、機関投資家からは全ての投資対象上場会社の参加を望む声も多く、引き続き弊社は上場会社の参加促進に注力してまいります。機関投資家と上場会社の双方がメリットを最大限に享受し、日本市場の議決権行使フローをさらに高度化できるよう、今後も尽力していく所存です。

(株式会社ICJ 執行役員 小島 克明様)



**議決権行使**

# 課題と今後の方向性

原則  
5

## 上場企業におけるPBR1倍割れ常態化の解消

- ・PBR 1倍割れは株主資本コストを上回るROEを達成できていない、あるいは成長性が株式市場から評価されていない目安とされている。当社は上場企業においてPBR 1倍割れが常態化している実態を懸念しており、中長期的な企業価値向上の観点から昨年「取締役の選任」基準の業績（ROE）基準を改定した。また、PBRの改善には株主資本コストを引き下げる必要もあることから、株主資本コストについても対話をを行っている。
- ・なお、基準では2027年にROE8%やPBR1倍以上を求めるが、それで十分というものではなく、継続的に株主価値向上を目指すべきと考える。

## 株主提案の判断

- ・株主提案は近年増加傾向にあり、提案の内容についても多様かつ先鋭化している。議決権行使については個別に判断しており、企業価値増大やコーポレートガバナンス向上に寄与するか否かを基準に個別に判断するが、判断にあたっては個別に当該企業の状況や考え方などを確認し、当該企業に問題があると考えられ、株主提案の内容がその問題点を改善し企業価値向上に資すると判断される場合には賛成する。
- ・上記観点をより具体的に理解していただけるよう、株主提案の議案毎に考え方を追加した。
- ・なお、企業および提案株主双方と対話するケースも増加しており、双方の提案を上記の観点で議論・審議のうえ、行使する。

## 取締役会の監督機能向上

- ・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て、企業の持続的成長のため、取締役会の経営執行の監督機能を従来以上に強化すべきと考えているが、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実行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。加えて、取締役会はジェンダー・国際性、職歴、年齢などの観点から多様かつ経営戦略を実行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る。なお、ジェンダーの表記や政策保有株式に関する直近の実績などについては招集通知に記載されることが望ましい。
- ・企業ごとの中期経営計画などの中長期的な企業価値向上に向けた戦略に沿ったスキル・マトリックスの作成・開示や取締役会の監督機能強化に繋がる実効性評価の実施・結果の開示などを期待する。
- ・また、必要に応じて社外役員との対話を通じて取締役会や指名・報酬委員会などの各委員会の監督機能の実効性を議論・確認する。

スチュワードシップ活動の  
実効性向上に向けた取組み



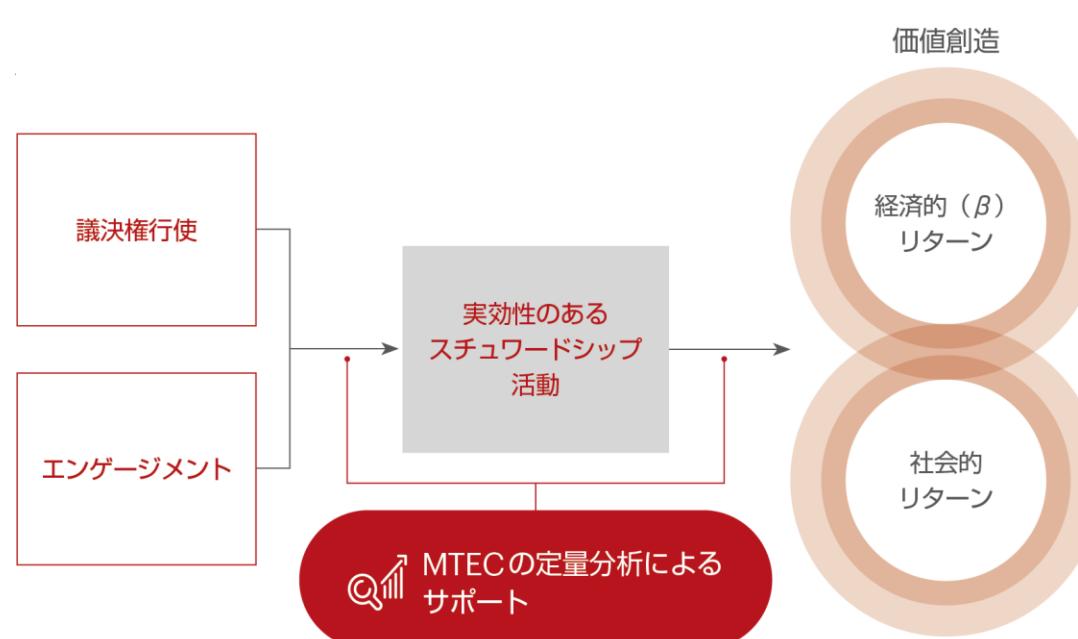
## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

# 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、三菱UFJトラスト投資工学研究所（以下、MTEC）と協働して、議決権・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。



### これまでの協働研究テーマの振り返り



## 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

## エンゲージメント効果に関する検証

原則  
7

### エンゲージメント効果に関する検証（2022年）

- スチュワードシップ活動の実効性が求められる中、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。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（右記検証項目①～⑤の5項目）」「企業価値（同⑥～⑧の3項目）」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】

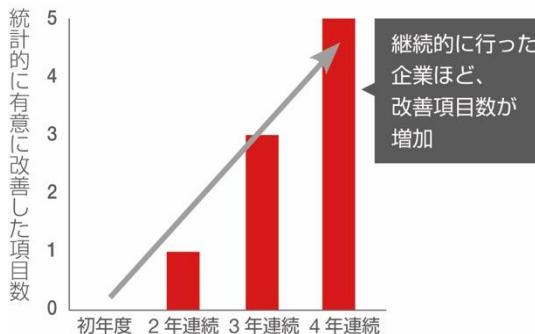
複数年にわたり継続的にエンゲージメントを行った企業ほど、ガバナンス・企業価値関連項目の改善数が増加する傾向  
 ➡継続的なエンゲージメントの重要性を表していると考えられる。

#### ②企業のガバナンス状況による効果の違い【図2】

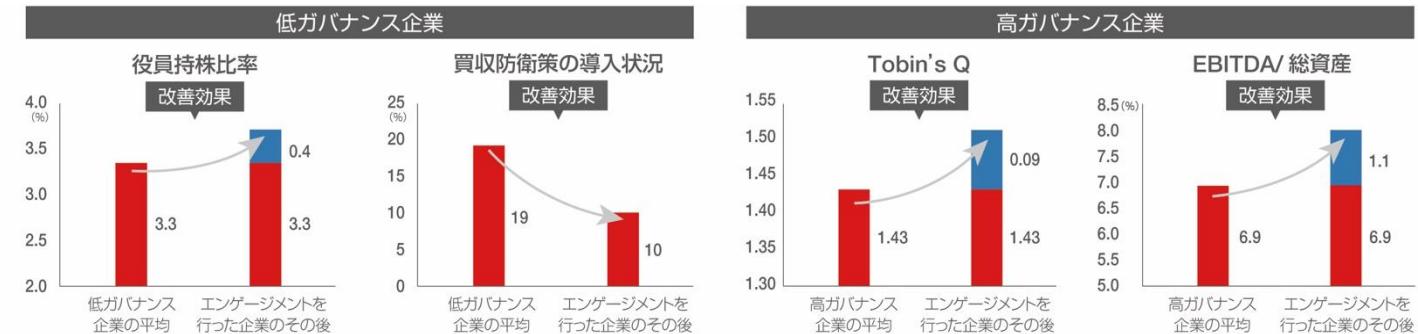
企業の状況をガバナンスの高低※で分類した結果、低ガバナンス企業ではガバナンス関連項目（役員持株比率の上昇、買収防衛策の廃止）が改善、高ガバナンス企業では企業価値関連項目（Tobin's Q、EBITDA／総資産）が改善する傾向  
 ➡まずは企業のガバナンスを低→高へ、その後企業価値向上へ働きかけていると考えられる。当社では、ガバナンスは、企業価値を安定的に維持向上させるための前提条件であり、適切なガバナンスで運営された企業は、環境・社会に対する課題を解決するなど企業価値・財務を改善させる可能性を想定しており、これと整合的と考えられる。

※ 社外取締役の構成が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

### 【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



出所：NPM、日経のデータを基にMTEC作成

## 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 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)

- 企業と対話をすると、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うえで有効であると考えている。

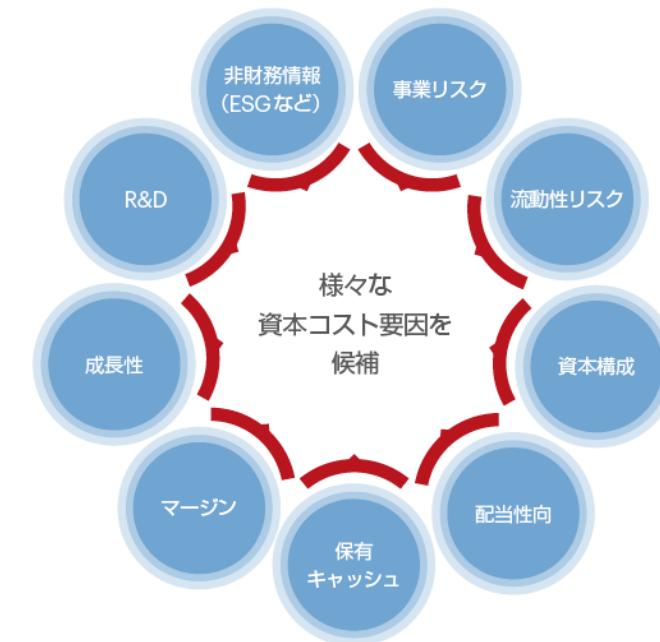
## 資本コストGAPモデルの概要

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

# MTECとの協働研究の狙いと振り返り

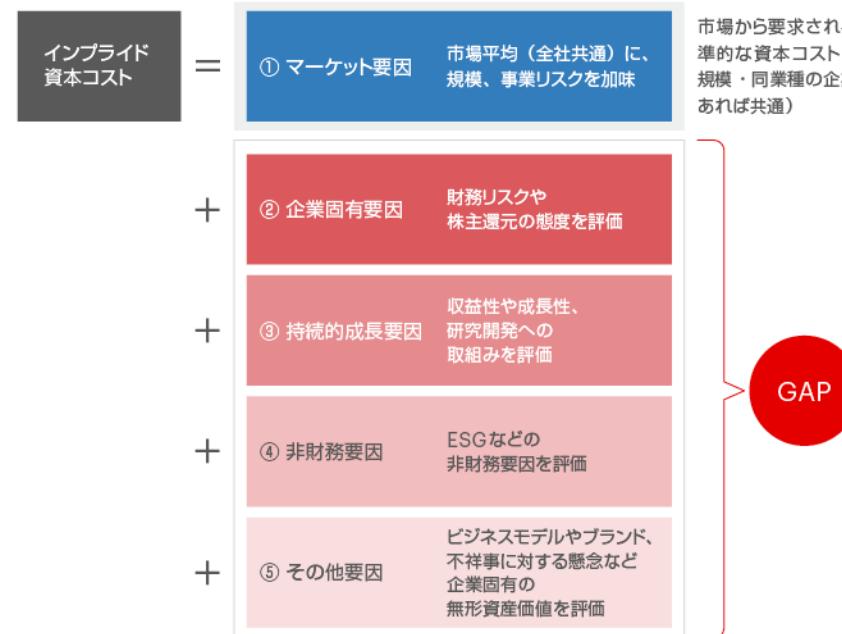
## 資本コストGAPモデル②

原則  
7

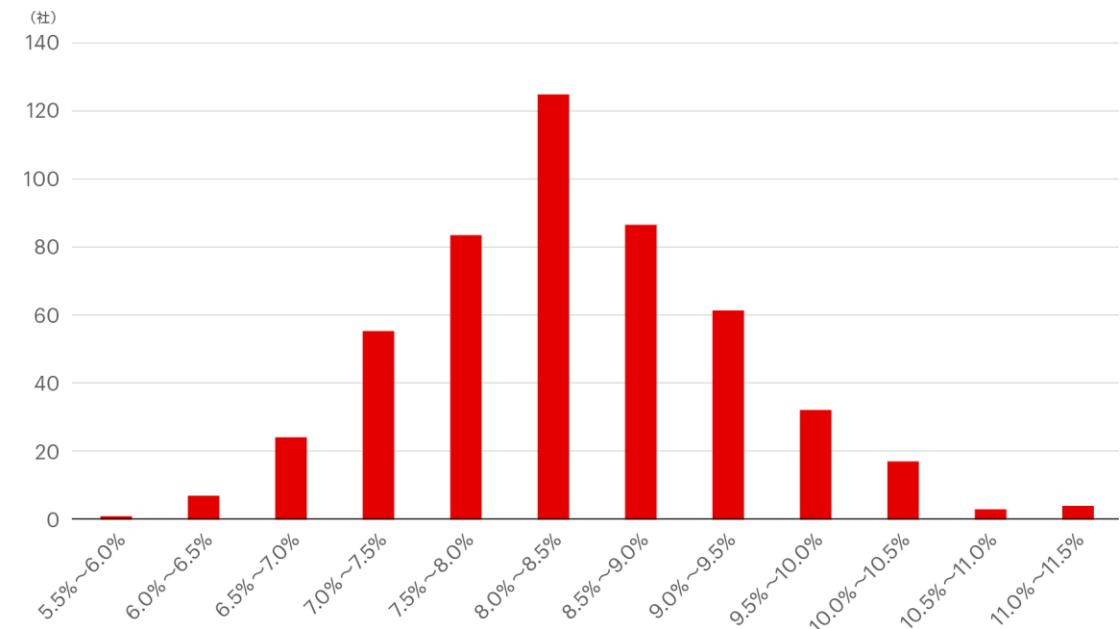
### 資本コストGAPモデルの概要

- 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。

【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（2025/6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

# MTECとの協働研究の狙いと振り返り 資本コストGAPモデル③

### 具体的な企業のケース

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

#### 【会社A】

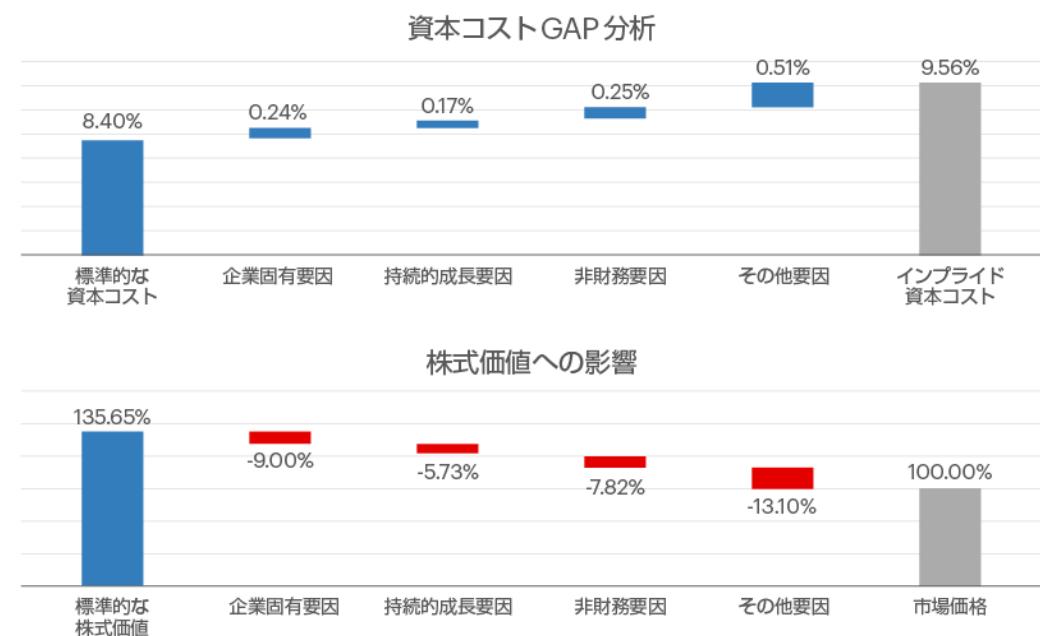
- 企業固有要因：財務リスクなどから資本コストは0.24%上昇
- 持続的成長要因：収益性の低さなどから資本コストは0.17%上昇
- 非財務要因：ESG評価の低さなどから資本コストは0.25%上昇
- その他要因：各要因から説明できない要因でも、資本コストは0.51%上昇

最終的に標準的な資本コストの8.40%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なか、当初作成モデルでは「非財務要因」がESG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、「文章読み込み」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

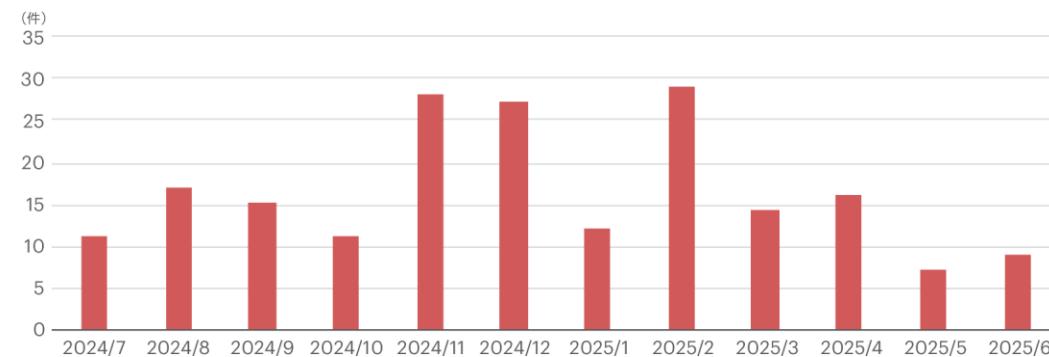
# 資本コストGAPモデルの活用状況

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

- ・2024年7月～2025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196件実施。昨年実績の183件(2024年1月～2024年6月)と比較して、件数の伸びに落ち着きは見られたものの、企業の行動変容や開示の拡充に繋がった事例もみられた。
- ・今年度においては、新たな取組みとして、モデルの概要および当該企業の推定資本コストをまとめた資料を企業と共有して議論を行った。
- ・今後とも実効性のある対話となるよう活用するとともに、使用する中での気付きを踏まえて、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（輸送用機器）

#### 目的・問題意識

資本コストGAPモデルの分析により、政策保有株式の過大な保有が資本コストの押し上げ要因となっていると推定。政策保有株式の縮減によりROE向上や資本コストの低下が期待される。

#### 対話・反応

資本コストGAPモデルでの分析を示しつつ、政策保有株式を直ちに大規模に削減することは難しいかもしれないが、まずは削減に向けたロードマップと目標値の開示を行って、削減に向けて前向きに取り組むよう働きかけた。

#### 成果・課題

面談を重ねるごとに資本効率に対する考え方や政策保有株式縮減の意義について理解を深め、政策保有株式を純資産の10%未満まで縮減する方針を発表。

#### 今後の方針

政策保有株式の売却により得た資金は事業ポートフォリオの最適化、成長投資、株主還元への活用を示したもの、具体的な配分は検討中であり、企業価値向上に向けた活用方法について議論を進めたい。

### 対話事例②（パルプ・紙）

当社資本コストGAPモデルでは、同社の資本コストを10%強と推定。前回対話時と比べ上昇しており、資本コストについて深掘りした議論が必要と考えた。

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10%強となり、前回対話時と比べ上昇。ROEが低位で推移していることや、将来に対する成長期待低下が影響している可能性を伝え、同社の今後の企業価値向上策について議論。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を公表。CAPMで資本コストは7～10%程度と認識し、ROEの向上と共に、PER構成要素である資本コスト低減や投資家の期待値を上げる取組みが必要とし、ROIC試験導入等の具体策を掲げた。

継続的な対話により、投資家目線の資本コストを認識し、企業価値向上に向けた具体的な方向性を示したと評価。今後は、資本コスト低減に繋がる具体的な戦略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組み

# 取締役会スキル・マトリックス分析

### 1.本年度検証に際しての課題意識

2021年のコーポレートガバナンス・コード改訂でスキル・マトリックスの規定が盛り込まれ、TOPIX500構成銘柄の大半がスキル・マトリックスを開示し、機関投資家は経営戦略の実行力を評価する手段として活用している。2025年4月に経済産業省から出された「『稼ぐ力』の強化に向けたコーポレートガバナンスガイダンス」でも取締役会の課題として「経営環境や事業特性等も踏まえ、経営戦略に照らしてスキル・マトリックスは適切な状態か。」検討を求めている。

こうした背景を踏まえ、日本企業の取締役会における保有スキルの状況とパフォーマンスへの影響を分析した。各企業の取締役会の位置づけや、役員に対する考え方は、スキル・マトリックスに反映されていると考えられる。仮説として、スキル・マトリックスが実態に即して適切に開示されている企業では戦略に即して必要なスキルを明確にし、それに応じた取締役が選任されていると想定される。その結果、取締役による執行への監督がより効果的に機能し、戦略の推進が円滑に進むことで、業績向上につながる可能性が高い。一方で、スキル・マトリックスの開示内容が実態と乖離している場合、取締役会の構成が戦略に適合しておらず、監督機能が十分に発揮されにくい状況も想定される。その結果として、財務パフォーマンスへの寄与が限定的にとどまる可能性がある。

なお、本分析では、招集通知に記載のスキル・マトリックスをもとに、企業が独自に定義したスキルを先行研究<sup>※1</sup>で使用の20種のスキルにそれぞれ対応させる作業を実施した。

### 本分析で使用する定義

単語	意味
スキル	取締役が持つ特定のスキル。
スキルセット	その取締役が持つ複数のスキルの集合体。個別スキルの「束（bundle）」。
スキル・マトリックス	取締役会全体のスキル構成を一覧化した表。

※1 Adams, R. B., Akyol, A. C., & Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. *Journal of Financial Economics*, 130(3), 641–662. 2010年～2013年に米国のS&P100に属する大手企業を分析。  
取締役は平均3種のスキルを持ち、取締役会はスキルの多様性よりも共通性が高い方が業績（Tobin's q）が良好。スキルの集中度（Blau指数）や因子分析を用いて、スキル構成と企業パフォーマンスの関係を検証した。

## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

# 取締役会スキル・マトリックス分析

### 2-1.取締役のスキルセットの選択

取締役会でどのようなスキルセットを揃えているか、TOPIX500企業で2021年度から2024年度までに開示された招集通知に記載のスキル・マトリックス（合計1,400弱）を元に企業独自定義のスキルを先行研究で定義された20のスキルのうち16に対応させ※2、日米の取締役会におけるスキルセットの違いを分析した。

**結果** 図1、図2より先行研究（2010年～2013年に米国のS&P100に属する大手企業）では「財務・会計」や「経営管理」は多くの企業で保有されている一方で、「学識経験者」「法務」「リスク管理」といったスキルを保有している企業は半数未満に留まっている。一方、日本では「業界知識」「経営管理」「財務・会計」の3つが特に多く、ほとどの企業もスキルを保有していることがわかる。また、日本で特に保有が少ないスキルとして「学識経験者」と「リーダーシップ」が挙げられるが、これは多くのスキル・マトリックスにおいて、これらのスキルが明確な項目として認識・設定されていないことが主な要因である。なお、時系列の傾向としては、近年になるにつれて、特に「サステナビリティ」「テクノロジー」「ガバナンス」「リスク管理」のスキルを保有している取締役が増加していることを別途の検証で確認している。

図1：日米企業ごとのスキル保有率※3

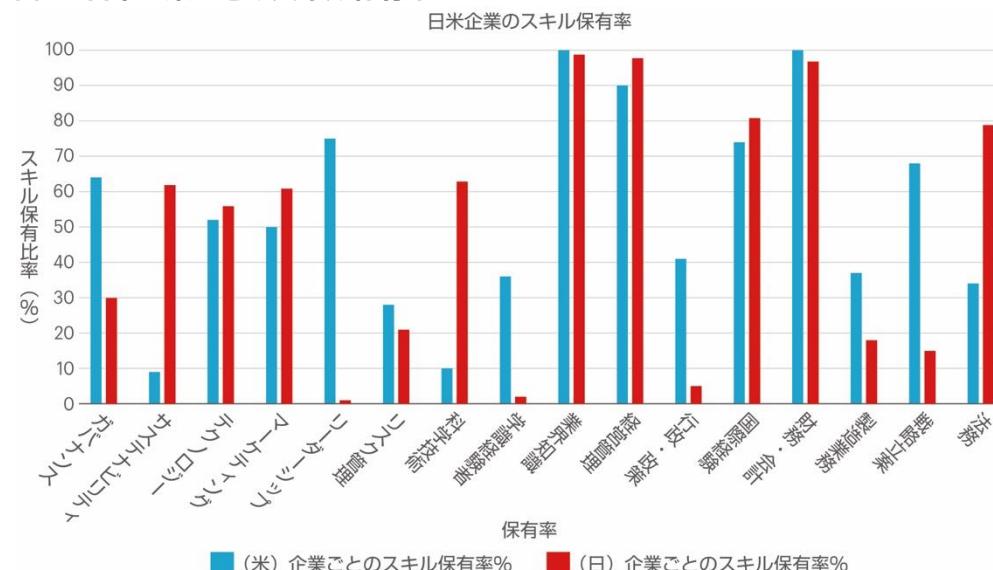
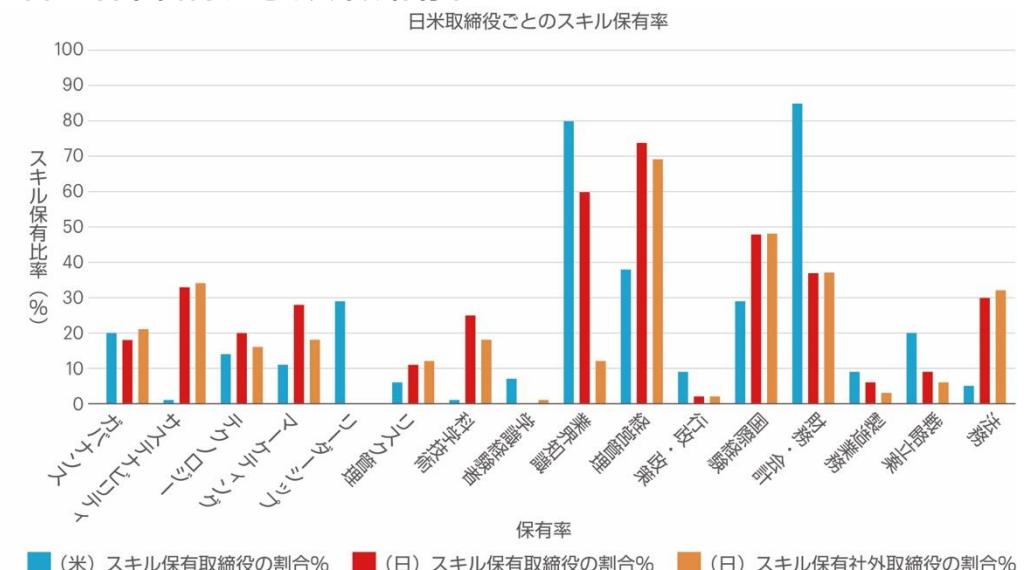


図2：日米取締役ごとのスキル保有率※3



※2 Adamsらの定義する20のスキルのうち、本分析で用いたスキル・マトリックスに対応できなかったのはOutside Board, Outside Executive, Compensation, Entrepreneurialの4つ

※3 米国結果は、前述Adams, R. B., Akyol, A. C., & Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. Journal of Financial Economics, 130(3), 641–662.より引用

## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

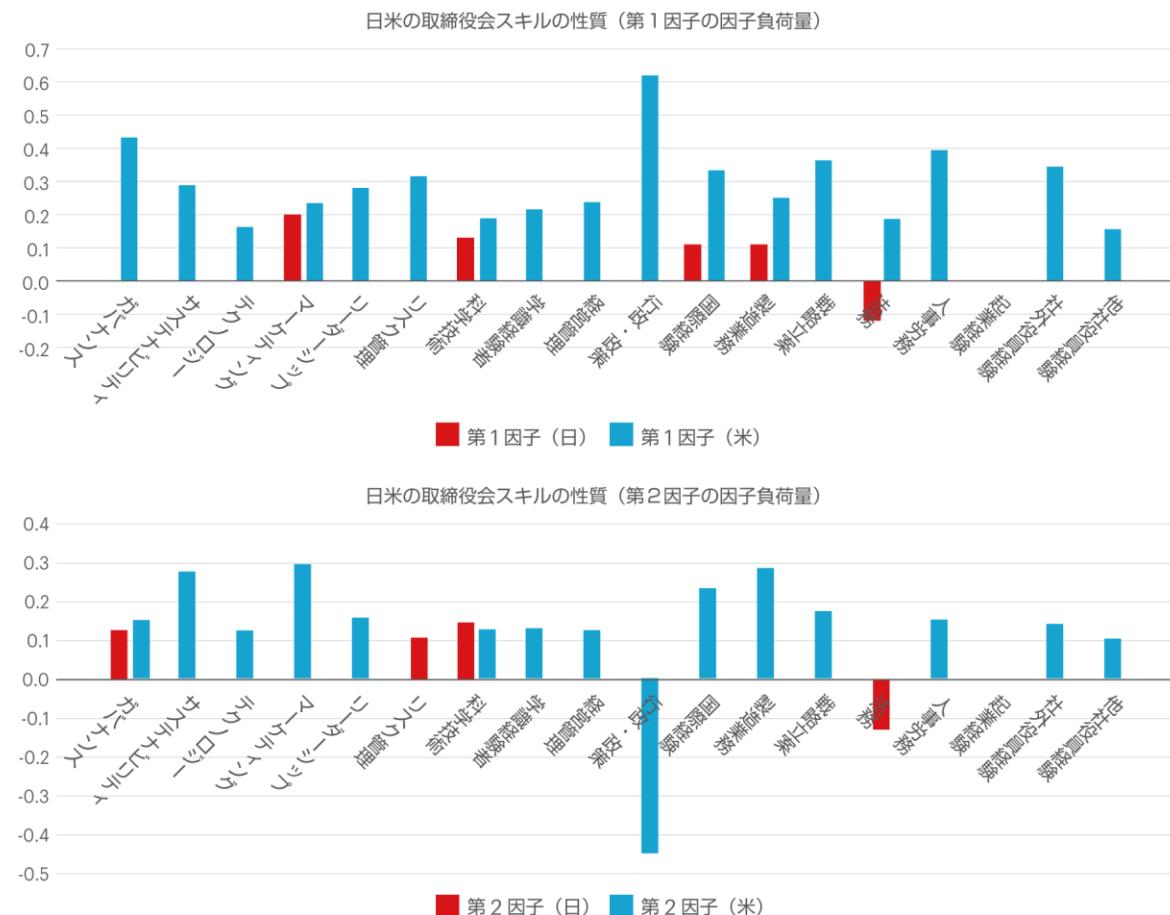
# 取締役会スキル・マトリックス分析

### 2-2.日米取締役のスキルセットの因子分析

取締役会でどのようなスキルセットを揃えているか、2-1に記載のデータを元に企業ごとのスキルの因子分析を行った。因子分析とは、多次元のデータに対して、分析対象ごとのそのデータの違いを説明できるような少ない因子をデータから抽出する手法である。本分析では、各企業の持っている20種類のスキル<sup>※4</sup>に対し、各企業のスキルセットを少ない特徴で解釈できる因子が得られるか分析を行った。

**結果** 図3より米国の先行研究では総括的にスキルを揃えるかどうかが企業間のばらつきを説明する第1因子となり、取締役に求められるスキルが幅広く、すべてのスキルを網羅的に揃える傾向が見られたが、日本では、現場に近いスキルを揃えるかどうかが企業間のばらつきを説明する第1因子となり、「マーケティング」や「科学技術」など事業戦略に近いスキルを重視する企業と、「リスク管理」など全社戦略に近いスキルを重視する企業に分かれる傾向が見られた。なお、「リスク管理」のようなスキルは社外取締役により多く見られるスキルであった。米国では、ガバナンスが制度的に成熟しており、取締役会が「戦略的監督機関」として機能するため、取締役会全体として多様なスキルを揃えることが選好される傾向にある一方、日本企業の取締役は、経営と執行が明確に分離できず、取締役会が執行寄りの企業と監督寄りの企業の両方が混在している可能性が示唆される。

図3：日米の取締役会スキルの性質（因子分析の結果）※5（絶対値0.1以下の値は省略している）



※4 前述のとおり、日本企業は16スキルで分析。「業界知識」と「財務・会計」は分析対象の企業全てで保有されていることから先行研究の因子分析で除外されており、本分析でも除外

※5 米国の結果は、前述Adams, R. B., Akyol, A. C., & Verwijmeren, P. (2018). Director skill sets. Journal of Financial Economics, 130(3), 641–662.より引用

## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

# 取締役会スキル・マトリックス分析

### 3.スキル・マトリックスと有価証券報告書の役員経歴の比較

TOPIX500企業で2021年度から2024年度までに開示された取締役のスキル・マトリックスと有価証券報告書（以後、「有報」と記載）の役員経歴から読み取れるスキルを比較。有報に記載の経歴から抽出した各取締役のスキルと、スキル・マトリックスに記載のスキルについて、先行研究の分類に基づき共通化し、記載スキル数及び「企業とスキル」単位で記載有無を比較した。

**結果** 図4よりスキル・マトリックス、有報の経歴それぞれで記載されやすいスキル（例：サステナビリティ、国際経験）に偏りが存在した。図5よりスキル・マトリックスには記載があるものの、有報経歴記載の経歴からはその経験が読み取れないスキル（以後、「経歴なしスキル」と記載）について、「国際経験」「サステナビリティ」「法務」のスキルは4割以上の企業で「経歴なしスキル」の取締役が存在する結果となった。

図4：募集通知スキル・マトリックスと有価証券報告書経験のスキル分布

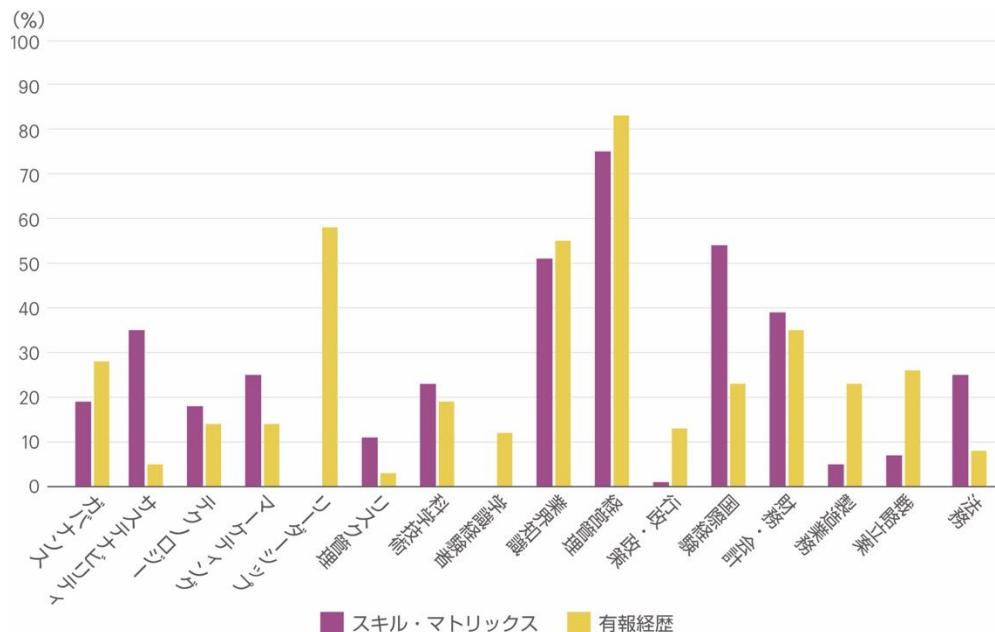
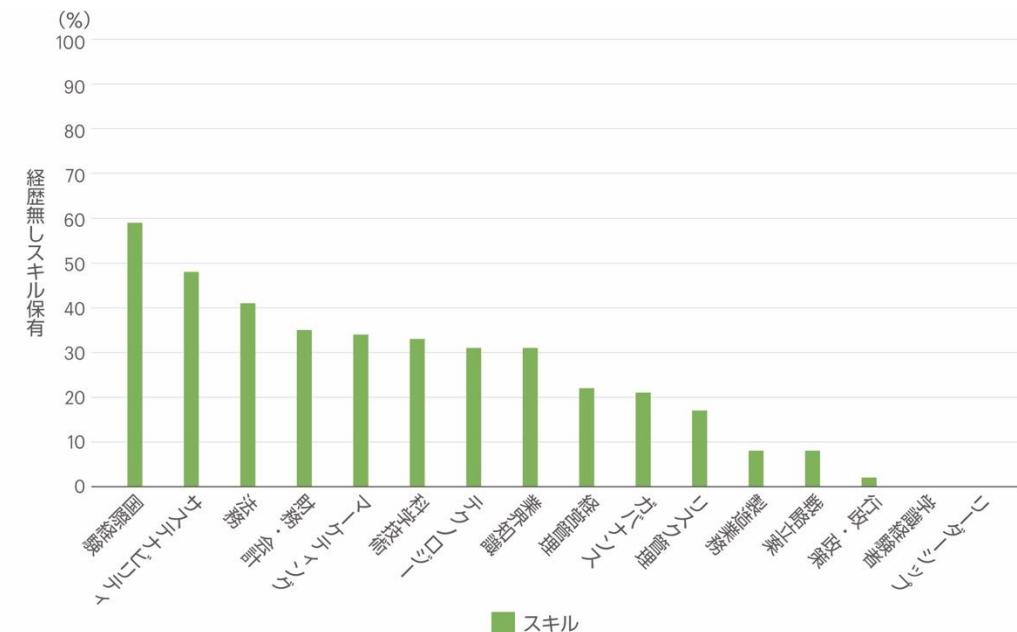


図5：「経験なしスキル保有」のある取締役のいる企業比率



## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

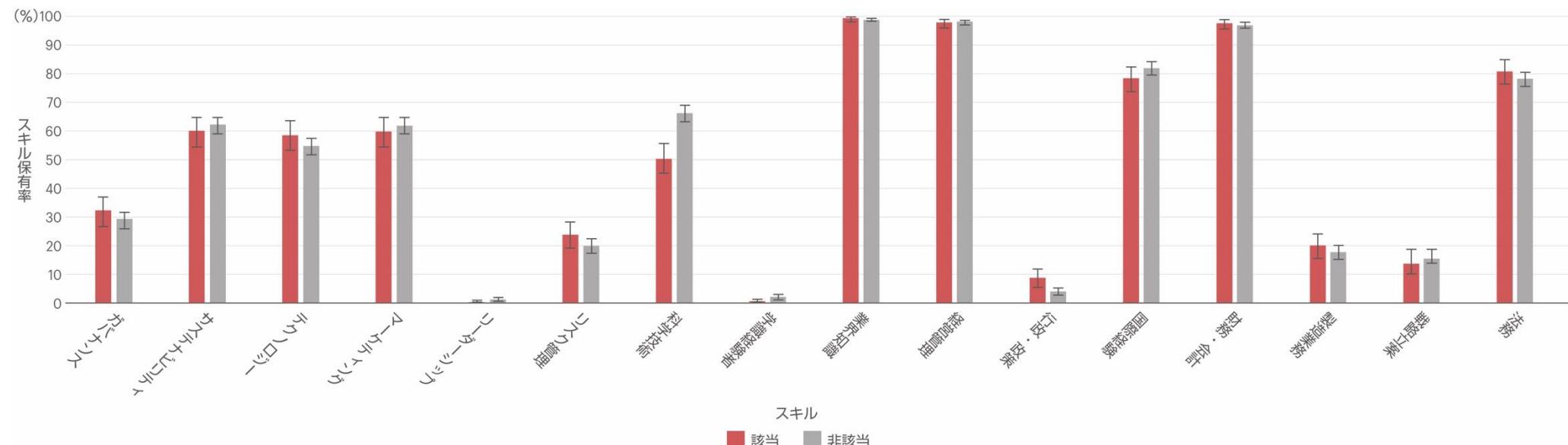
# 取締役会スキル・マトリックス分析

### 4.取締役スキルと業績

スキル多様性に加えて、より個別のスキルや取締役のスキル数に着目し、TOPIX500企業で2021年度から2024年度の間に「3期連続でROE8%未満」該当企業と非該当企業の取締役会スキルを比較した。

**結果** 図6より非該当企業（業績良好）で特に保有比率が有意に高かったスキルは「科学技術」「国際経験」「リーダーシップ」であり、逆に該当企業（業績不振）で特に有意に保有されていたスキルは「行政・政策」である。年度・業種ごとのROE中央値を基準とした相対的分析でも、「科学技術」は高ROE企業群の取締役会によく現れていることから、特定業種の傾向としてだけではなく、業種横断的に「科学技術」スキルが高い企業のROEが相対的に高い関係にあることがわかる。一方で、業績の良い企業だからこそ科学技術等スキルを持った人材を揃えることができるとも考えられ、その特徴のみで企業業績を説明することは難しい。

図6：3期連続でROE8%未満となった企業の取締役会スキル（エラーバーは95%信頼区間を表す）



## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

# 取締役会スキル・マトリックス分析

### 5.取締役のスキル変更に伴う株価変化

TOPIX500企業で2021年度から2024年度までに開示された株主総会招集通知に記載のスキルのうち、取締役会内のスキルが増加もしくは減少した場合の株価変化を測定した。今回は、招集通知または取締役候補に関する適時開示の開示日の早い方を起点とし、5日間の累積異常リターン（株価が通常と違って動いた分の合計）を測定。

**結果** 「サステナビリティ」「テクノロジー」「ガバナンス」スキルの追加は、統計的に有意な株価上昇効果が確認された。製造業においてこの効果はより顕著だが、非製造業では統計的に有意な結果は得られなかった。業種別に見ると、外需産業<sup>※6</sup>に属する企業で「サステナビリティ」スキル追加による株価上昇が有意に観察された。

開示日から5日間の株価変化	
スキル	株価変化の動向
サステナビリティ	統計的有意に強く上昇
テクノロジー	統計的有意に上昇
ガバナンス	統計的有意に上昇
科学技術	上昇傾向
経営管理	上昇傾向
戦略立案	上昇傾向
法務	上昇傾向
財務・会計	上昇傾向
行政・政策	該当期間に追加対象者発生せず
リーダーシップ	該当期間に追加対象者発生せず
学識経験者	該当期間に追加対象者発生せず
マーケティング	わずかな上昇傾向
製造業務	わずかな上昇傾向
リスク管理	わずかな下落傾向
国際経験	ほぼ変化なし
業界知識	ほぼ変化なし

※6 外需: ['鉱業', '繊維製品', '化学', '医薬品', '石油・石炭製品', 'ゴム製品', 'ガラス・土石製品', '鉄鋼', '非鉄金属', '金属製品', '機械', '電気機器', '輸送用機器', '精密機器', '海運業', '卸売業']

## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

# 取締役会スキル・マトリックス分析

## 6.スキルの多様性と財務パフォーマンスの関係性

TOPIX500企業の2021年度から2024年度までに開示された招集通知に記載の日本企業の取締役会におけるスキルの多様性と財務パフォーマンスの関係性を調査した。

**結果** 先行研究では、取締役のスキルセットが多様（以後、「スキル多様性」）なほどパフォーマンス（Tobin's q）が低下することを示した。理由として、異なるスキルや背景を持つ取締役同士のコミュニケーションの摩擦により、意思決定がスムーズに行わず、企業のパフォーマンスが悪化するということが考えられる。一方、日本企業においては、先行研究と同様の手法でスキル多様性を定量化し分析を行ったが、Tobin's q、ROE、インプライド資本コストについて統計的に有意な結果は得られなかった。先行研究と異なる結果が出た背景には、制度的・文化的な違い、特に執行と監督の分離の進展度や社外取締役比率の差異が影響している可能性がある。加えて、日本企業では取締役会における議論がそもそも活発でなく、コミュニケーション摩擦すら生じていない可能性もある。先行研究も含めたこれらの結果は、スキル多様性の価値を否定するものではなく、むしろその効果が取締役会の運営実態に依存することを示している。企業特性に応じた多様なスキルセットが企業成果に結びつくためには、取締役間の相互理解や建設的な対話を可能にする仕組みが不可欠と考えられる。

## 7.今後へ向けて

本分析では、スキル・マトリックスの構成や記載内容が企業の戦略や実態とどの程度整合しているかを検証した。財務パフォーマンスとの関係は必ずしも明確ではなかったが、業績良好な企業では「科学技術」「国際経験」「リーダーシップ」などのスキルが相対的に多く見られ、「サステナビリティ」等のスキル追加が株価に好影響を与える傾向も確認された。企業が戦略に照らしてスキルを選定している可能性が示唆される。また、スキル・マトリックスと有報の経歴との間に乖離が見られるケースもあった。記載方法については制度上、企業の裁量に委ねられており、スキルの定義や記載方針にはらつきが見られる。加えて、経歴からは確認しづらいスキルが記載されている例もあり、こうした要因が開示内容と実態との間に一定のギャップを生じさせている可能性がある。

企業が戦略に即したスキルを意識的に選定し、取締役会の構成を検討することは、ガバナンスの実効性向上につながる重要な取組みである。私たち投資家も、そうした企業の姿勢を理解し、必要に応じて戦略やスキルの考え方について意見を交わすことで、企業価値の向上に寄与していきたい。

指標	Tobin's q (翌期)	ROE (翌期)	インプライド資本コスト (翌期)
スキル多様性指標			
社内取・社外取の間のスキルの 差異に着目した多様性指標	有意性なし	有意性なし	有意性なし

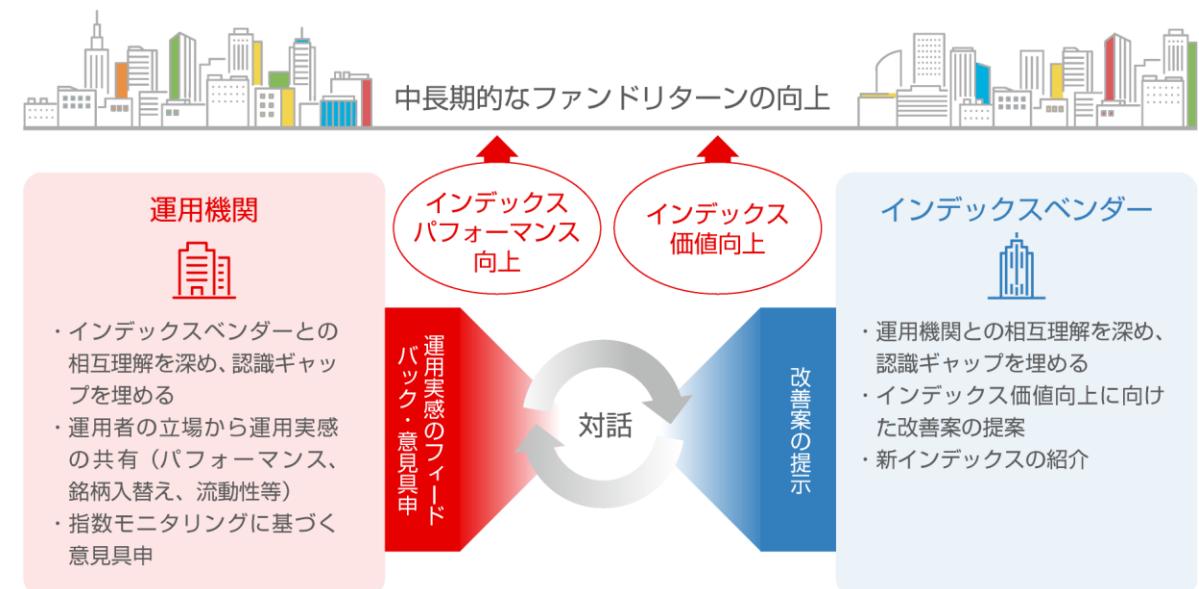
## スチュワードシップ活動の実効性向上に向けた取組み

# インデックス・コンサルテーション

原則  
3,4

### コンサルテーションの概要

- 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、機能性等を具備することが求められる。日頃の指標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。
- 特に、2026年10月に初回の銘柄入替えが実施されるTOPIXの新しいルールに対して提案を行い、実際のルールにも反映されている。



### 【TOPIX見直しへの対応】

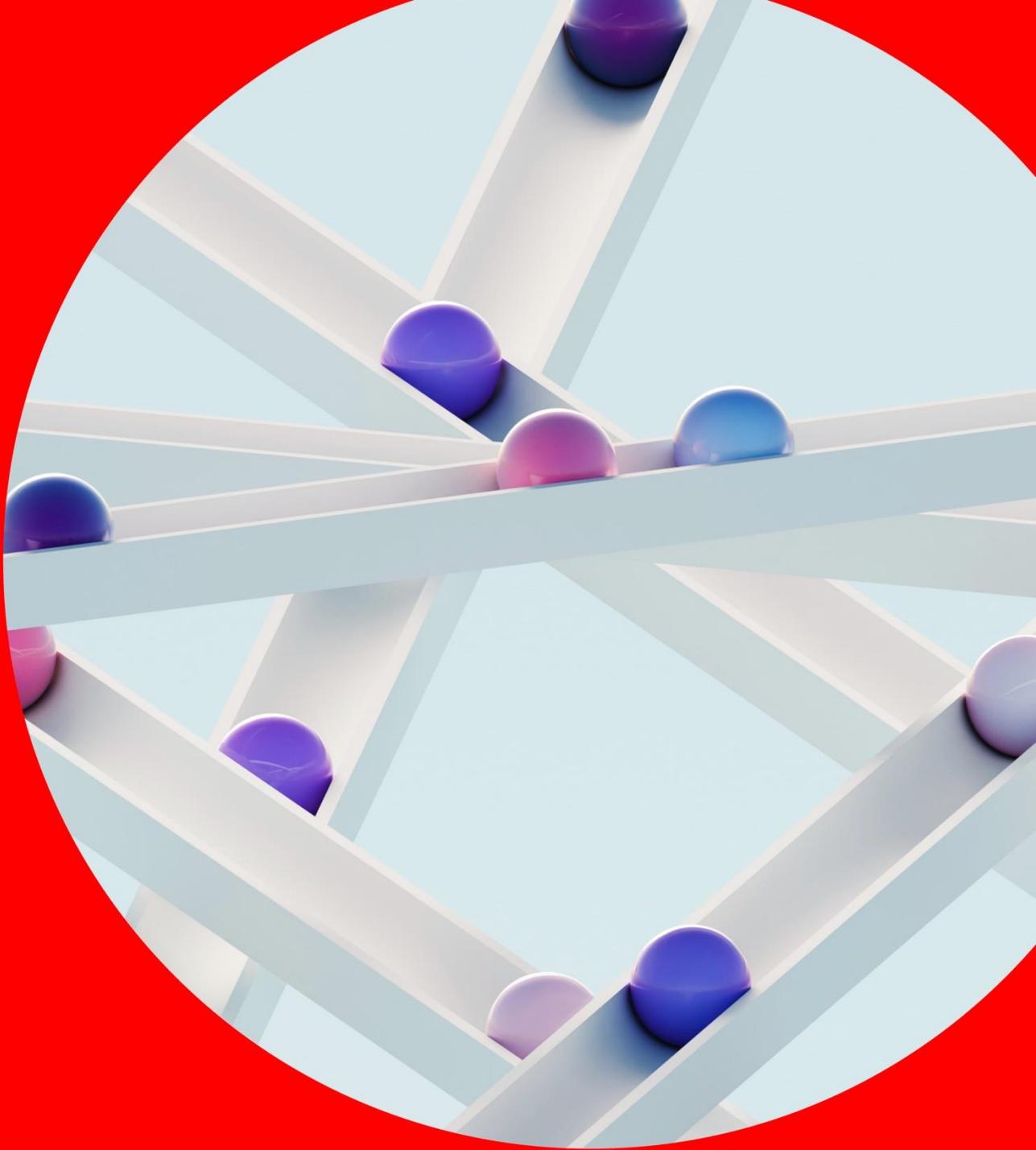
- TOPIX見直し（第2段階）に際しては、以下のポイントを重視して対話を実施した。

項目	対話のポイント
1 投資対象ユニバース	<ul style="list-style-type: none"> <li>投資対象市場の拡大、投資対象ユニバースの拡大</li> <li>銘柄数の適正化</li> </ul>
2 流動性/コスト抑制	<ul style="list-style-type: none"> <li>銘柄入替えタイミングの変更、バッファ・ルール※の適用</li> </ul>
3 指数の透明性	<ul style="list-style-type: none"> <li>指標メソドロジーへの詳細ルールの明記</li> <li>複数のルールの一本化による透明性向上</li> </ul>
4 指数コンセプトとの整合性	<ul style="list-style-type: none"> <li>インデックスとしての要件備蓄</li> <li>BARRAモデル等でのファクター属性チェック</li> </ul>
5 投資家への周知	<ul style="list-style-type: none"> <li>十分な周知期間の確保</li> </ul>

TOPIX見直し（第2段階）
<ul style="list-style-type: none"> <li>投資対象ユニバースをプライム市場に限定せずに全市場へ</li> <li>銘柄数は固定せずに、1,000銘柄程度へ</li> <li>銘柄入替え時にバッファ・ルールを活用</li> <li>入替え基準となる浮動株時価総額の累積比率を、新規追加銘柄は上位95%以内、既存銘柄は上位97%以内に</li> <li>JPXのホームページや、指標メソドロジーにルールを明記</li> <li>流通株式比率と浮動株比率（FFW）を一本化</li> <li>市場インデックスとしての要件である、①市場代表性、②投資可能性、③透明性、④連続性、⑤機能性を備蓄</li> <li>ESG、ROEなどの要素を取り入れたプレミアム性は考慮せず、特定のファクター特性は持たない</li> <li>ルールの公表から初回定期入替えまでの周知期間を確保</li> </ul>

※ 銘柄入替え時等における売買回転を抑制し、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、企業との対話をすることで、短期あるいは中長期的に、企業の財務や企業価値に影響を及ぼす要素を的確に把握し、企業価値算出及び投資判断に活用。また、企業との対話において評価結果を共有し、課題や改善に向けた取組みを議論することで、企業価値向上に向けた働きかけを行い、運用パフォーマンス向上に結び付けている。

### 独自のデータベースにより非財務情報へのアクセスを容易に

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

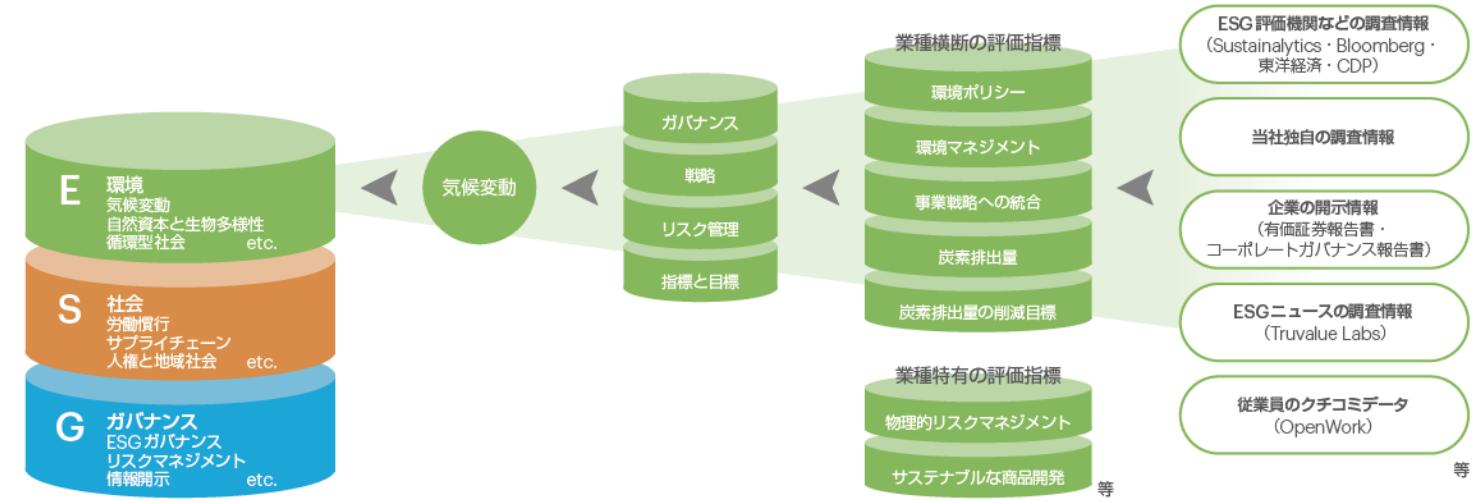
## スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

# 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

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



## FAQ

### データの情報ソースは？

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

### ESG評価と株価・企業価値の関係性は？

ESGデータベースを基にESG評価を算出。スコアリングは、当社が定める「重大なESG課題」に沿った業種横断的な評価項目に加え、業種ごとにESGイベント、株価との関連性が高い評価指標やESGニュースにより評価。本評価はMTECと協働で分析した「ESGと株価・企業価値の関係（2022年）」の結果に基づく。

### どのように評価項目を改定しているか？

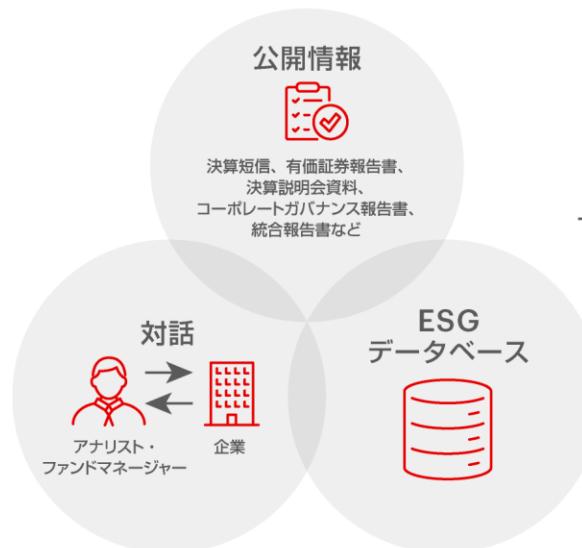
「重大なESG課題」に沿った評価項目を中心としているが、ESGを取り巻く外部動向や企業の対応状況などもふまえて改定している。例えば、社外取締役比率1/3など、企業の対応が進んだ項目を除外した一方、指名・報酬委員会の実効性評価を追加した。また、品質不正に係る不祥事への関心の高まりを受け、関連指標の配点を引き上げるなどし、高度化を図っている。

## スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

# 国内株式 ESGインテグレーション

原則  
3,4

### 1 公開情報・対話・ESG データベースから財務情報・非財務情報を収集



### 2 財務分析・ESG 評価（非財務分析）を実施



### 3 業績予想・資本コストを算出 →将来的な企業価値を算出し、投資判断

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

#### 企業価値にESG評価を織り込む方法（残余利益モデルのイメージ）

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

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ESG評価結果をどう活用しているか？

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

## スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

# 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

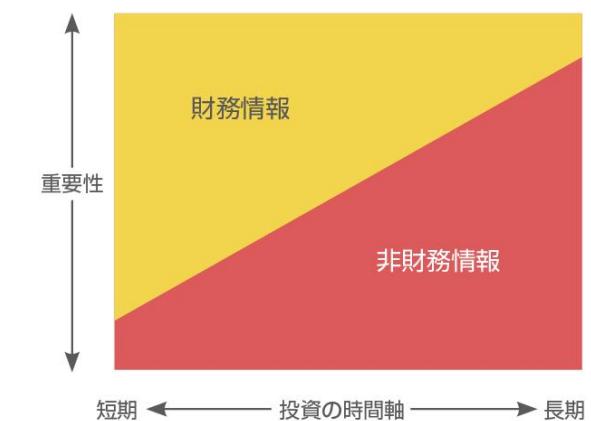
#### 信用力評価においてESG要素を含む非財務情報を重視

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

非財務の状態は「木の根」のように、財務の状態に長期的に影響を与えていく



投資の時間軸が長くなるほど、非財務情報の重要性が高まる



### 適切なリスク分析とダウンサイドリスクの抑制

信用力評価にESGの要素を織り込むことにより、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繋がる取組みであるとともに、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重要となる中、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考える。この信用力評価における懸念点やリスクへの気付きは、その後の対話活動などにも結び付く。

### FAQ

#### アナリストによるESG評価結果をどう活用しているか？

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

## スチュワードシップ活動を通じた運用への取組み

# 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。
- ・非財務分析信用力に影響し得るESG要素を織り込み、信用力評価を深掘りする。

### 運用プロセス

#### インテグレーションの全体像



### 対話事例

### テーマ トランジション（脱炭素社会への移行）の取組みと財務マネジメント

#### 問題意識

社会の脱炭素化が急速に求められる中、エネルギー企業として低炭素へのトランジションを提供できる同社の取組みに注目すると同時に、国内の産業競争力の維持・向上に向けて同社の取組みの重要性は高いとの認識。本業を通じた気候変動問題への取組みの具体化や事業戦略の実効性、また、その実現に向けた長期かつ大規模な投資の持続性を支える財務基盤とのバランスについて議論を実施。

#### 対話の概要

##### 当初の議論

###### ①当社からの問題提起

2030年に向けた長期ビジョンを公表し大幅なCO2削減や再生可能エネルギーの供給を掲げるものの、その施策の具体化や数値目標の進捗、事業戦略への落としこみなどが重要になってくるとともに、その投資に伴うリスク管理やその活動を支える財務基盤に関しどのようにマネジメントしていくのか、より具体的な説明・情報開示が重要。

###### ②先方の反応

CO2削減と事業拡大の両立がトランジションによって図れると考え、積極的に取り組んでいきたいと考えている。事業面においては、低炭素化に向けたトランジションとしての代替エネルギーの供給に加え、再生可能エネルギーや水素関連の技術開発など脱炭素への投資も進めていく。財務面においては、今後の長期に亘る環境対応投資に向け信用力の維持・向上が重要であると認識し財務マネジメントを実施していく方針。このような取組みにより、気候変動対応を通じた社会的利益の創出と、事業拡大・リスク低減を通じた企業価値向上の両立を目指していきたい。

#### 結果・自己評価

当社の問題意識の下、脱炭素に向けた事業の方向性や財務マネジメントについて確認。石油・石炭からの置き換えによる事業拡大とCO2削減の両立が具体的に示されるなど、トランジション戦略の具体化が図られるとともに、財務面における方針や取組みも示されたことは一定の評価。今後も、脱炭素への取組みと財務マネジメントの動向を確認の上、課題解決に向け議論を深めていきたい。

#### 直近

###### ③先方の変化

近年では、3ヵ年計画において主要な取組みが明確化されるとともに、事業の進捗や環境面での効果の開示などが図られた。また、財務面においては、その基盤強化や資産効率の向上に向け政策保有株式や不動産の売却などの具体的な進捗がみられた。

## 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

原則  
3,4

国内外株式のクオンツ運用では、日本を含めた先進国のか、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、ESG専任チームのスペシャリストと共に、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データベースをもとに、業種別マテリアリティや

当社が重視するESG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ESG評価の重要事項

#### ESG評価の重要事項

気候変動やガバナンスなどESGはグローバルの共通テーマであり、  
グローバル企業群の相対評価が重要

業種ごとに重要なESG課題は異なるため、企業属性に応じてマテリアリティを抽出することで精緻に評価することが重要

企業や投資家が重視するESGテーマは移り変わる可能性があり、  
それを先んじて評価することが重要

#### Global ESG Scoreによって実現

先進国、新興国を含めた大規模なグローバルESGデータベースの構築

独自に業種別のマテリアリティを整理し、重要度を設定することで精緻化

当社が重視するESG課題の考慮による将来の重要課題へのフォーカス



## 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

原則  
3,4

### 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の算出およびそれを用いた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ESG重要課題（マテリアリティ）の整理

Global ESG Scoreは、環境（E）、社会（S）、ガバナンス（G）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の算出および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ESG課題を考慮するとともに、ESGデータベースの評価項目をもとに多面的な評価を行い、個別銘柄ごとにE・S・G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

原則  
3,4

### 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

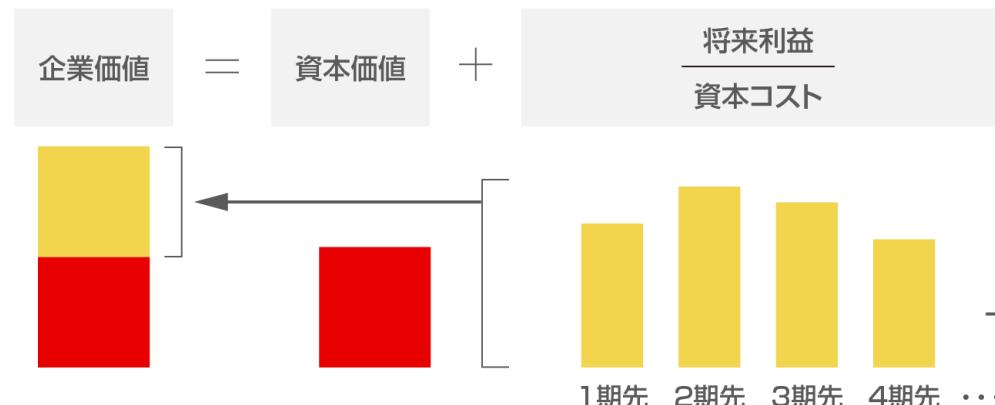
Global ESG Scoreを用いたESGインテグレーションは、下記の手順で行っている。

#### 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

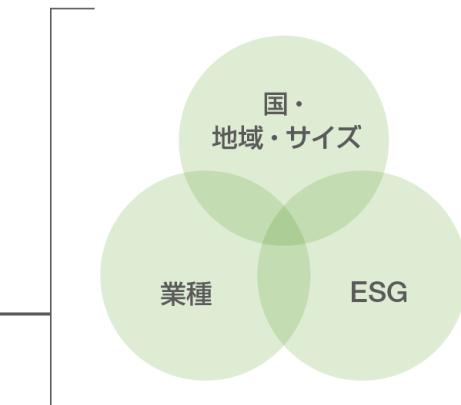
- クオンツ割安戦略においては、独自の企業価値評価モデルにGlobal ESG Scoreを組み込むことで、ESGインテグレーションを実現している。当モデルは残余利益モデルをベースにし、資本価値と将来利益を資本コストで割引いたもので企業価値を評価している。

- 近年では学術的な研究によりESG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、ESG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ESG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140社超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6.2兆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、ESG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。
- ・ESG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

### ESGデューデリジェンス・モニタリング

- ・ESGの評価について「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ESG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ESG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

- ・ESG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、その一步先の「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・向上に繋がることを目指し、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

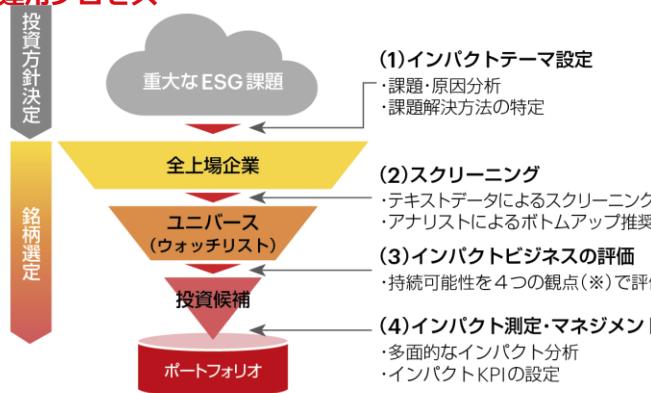
#### プロダクトの特色

- 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



#### 対話事例

##### リクルートホールディングス（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
<p>世界中の多くの人々が失業などにより収入を失うと貧困に陥る可能性があるため、求職活動期間の短縮化は非常に価値がある。グループで運営するIndeedで求職者と仕事のマッチングスピードと精度の向上により、失業期間の短縮に貢献。</p>	<p>2030年度までに「就業までに掛かる時間」を2021年度比で約半分に短縮することを掲げるが、2021年のソーシャルインパクト目標設定後の進捗開示が限定的。具体的な測定方法や短縮に向けたロードマップについて継続的に議論。</p>	<p>採用スピードが速くなった具体的な事例などインパクトに関する情報開示が徐々に進捗。2024年にはIndeed上で明確に測定できる雇用主の「採用までに掛かる時間」が定量的に開示。測定が難しい社会価値の見える化が大きく進んだと評価。</p>	<p>議論を継続し、情報開示の更なる拡充を後押し。採用までに掛かる時間の短縮化は求職者と雇用主の双方にベネフィットが大きく、サービスの付加価値が高い。インパクト拡大が利益成長につながることが株式市場に理解されることを期待。</p>

#### 企業からのコメント

サステナビリティを経営戦略の柱の一つとして位置付け、ソーシャルインパクト目標を掲げる当社にとって、インパクト投資という視点からのご意見は大変貴重です。道脇FMがロジックモデルを作成くださったことで、投資家の皆様がインパクトを企業価値としてどのように評価されるかについて理解が深まり、大変感謝しています。今後も対話を継続いただけたらありがとうございます。

（リクルートホールディングス Investor Relations サステナビリティチーム ディレクター 大野 美希子様）

#### 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、社会・環境課題の課題解決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組み

# プロダクト

### ファンド名：エンゲージメント・バリュー (企業価値変革推進型)

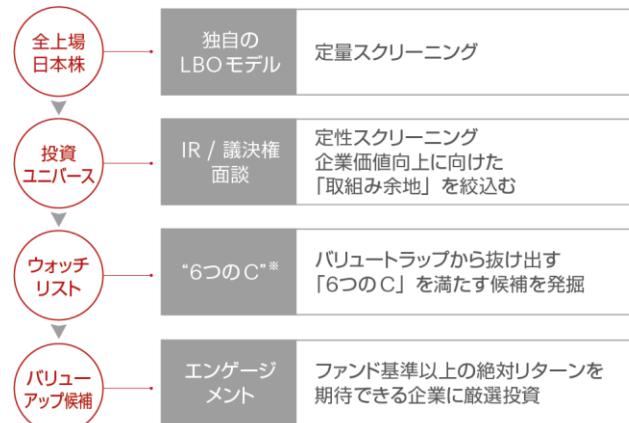
#### プロダクトの特色

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

#### 対話のポイント

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

#### 運用プロセス



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

#### 対話事例

##### アイシン（輸送用機器）：社外取締役構成の高度化によるガバナンス強化事例

対話期間：2024年～

目的・問題意識	対話内容	成果・課題	今後の方針
車の電動化を背景にPBR1倍割れが継続。2023年度から大胆な事業ポートフォリオ変革やバランスシート改革の取組みを開始し、グループ会社との持合いで守られたガバナンス構造がディスクレント要因として働き、株価上昇を妨げている。	株式市場から評価の高い社外取締役を招聘し、構造改革の加速と市場評価の改善が大きく図られた事例を共有。同社のガバナンス強化の一環として、拡充が必要と考えられる社外取締役のスキルセットについて議論。	2024年度の株式売出しによる株主構成の変化を踏まえSRを開始するなど、株式市場との対話を強化。2025年6月の株主総会では、株式市場から評価の高い経営経験者やESGの専門家など、企業のステージ変化に沿った社外取締役の選任が行われた。	同社経営陣による一連の改革は、大胆かつスピード感を伴って進捗しており、株式市場における評価は改善しつつある。投下資本コストを安定的に上回る経営基盤の構築に向け、今後もあるべき姿について議論を継続したいと考えている。

#### 企業からのコメント

自動車業界の大変革を背景に『中長期での企業価値向上』を目指した事業ポートフォリオ変革、バランスシート改革等に取り組む中、御社との対話を通じて本当に多くの気づきをいただきました。中でも『構造改革を加速させるためのガバナンスの在り方』と『変革のステージ変化に沿った社外取締役の役割の変化』について、株式市場からの期待や他社の好事例、評価の理由など、具体的かつ丁寧な議論をさせて頂いたことで、当社として明確なビジョンを持って取り組むことができました。  
(アイシン 総合企画部長 土井久明様)

#### 担当ファンドマネージャーの声

当ファンドを立ち上げた2020年以降、大胆な株式価値の変革に成功した事例を紐解くと、多くの例で社外取締役が重要な役割を果たしており、適切な社外取締役の選任は長期投資を行う上で極めて重要な要素と考えております。この点につき、アイシン様との議論を契機に多くの上場企業にヒアリングを行ったところ、社外取締役の選解任は、人選や評価モニタリングの方法含め、殆どの企業において高度化の余地が大きいと感じております。今後は投資先企業のステークホルダーの一員として、株式市場からの評価が高い社外取締役候補者の紹介等にも取組み、ガバナンスの強化及び株式価値向上に貢献してまいります。



資産運用部  
チーフファンドマネージャー  
橋本 慎一郎

## 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：中小型株特化型

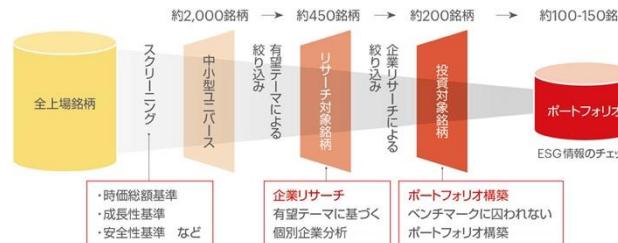
#### プロダクトの特色

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

#### 対話のポイント

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

#### 運用プロセス



#### 対話事例

##### ストライク（業種：サービス業）：資本政策の高度化による企業価値向上の事例

対話期間：2024年～

目的・問題意識	対話内容	成果・課題	今後の方針
M&A仲介業界の中でもダイレクト・紹介案件をバランスよく成約しコンサルタントの組織運営による着実な成長を期待できる点を評価。一方で現預金が総資産の81%を占めるなど現金の活用に課題があり本来の企業価値が反映されていないと認識。	業界全体を巡る懸念や一時的な成約の遅れで株価が調整する中、資本効率の改善に向けて株主還元などのキャッシュアロケーションの考え方を対話。現預金の活用に関してM&A等の事業投資と株主還元のバランスや株主還元の拡大余地を議論。	25年4月の決算発表時に株主還元策の見直しを発表。配当性向を引き上げ今後3年は余剰資金の株主還元を進める為1株当たり配当額を180円に固定、今期配当は102円から大幅増配。自己株式取得も今後検討し資本効率の改善につなげる方針。	資本効率の改善に向けたキャッシュアロケーションの考え方をご理解頂き積極的な株主還元によって企業価値向上につながった。今後は業績予見性を高める先行指標や成長戦略の情報開示、業界全体の健全化の取組みを議論する。

#### 企業からのコメント

業界環境の変化がある中で持続的な事業成長と共に資本効率の維持・向上を目指しております。貴社との対話は当社の状況や経営課題についてご理解頂くと共に、経営戦略や資本政策などで貴重なご意見を頂戴することで大変有意義な機会となっております。今後も投資家との対話を経営に活かすことで企業価値の向上を目指してまいります。

（株式会社ストライク 取締役 中村 康一様）

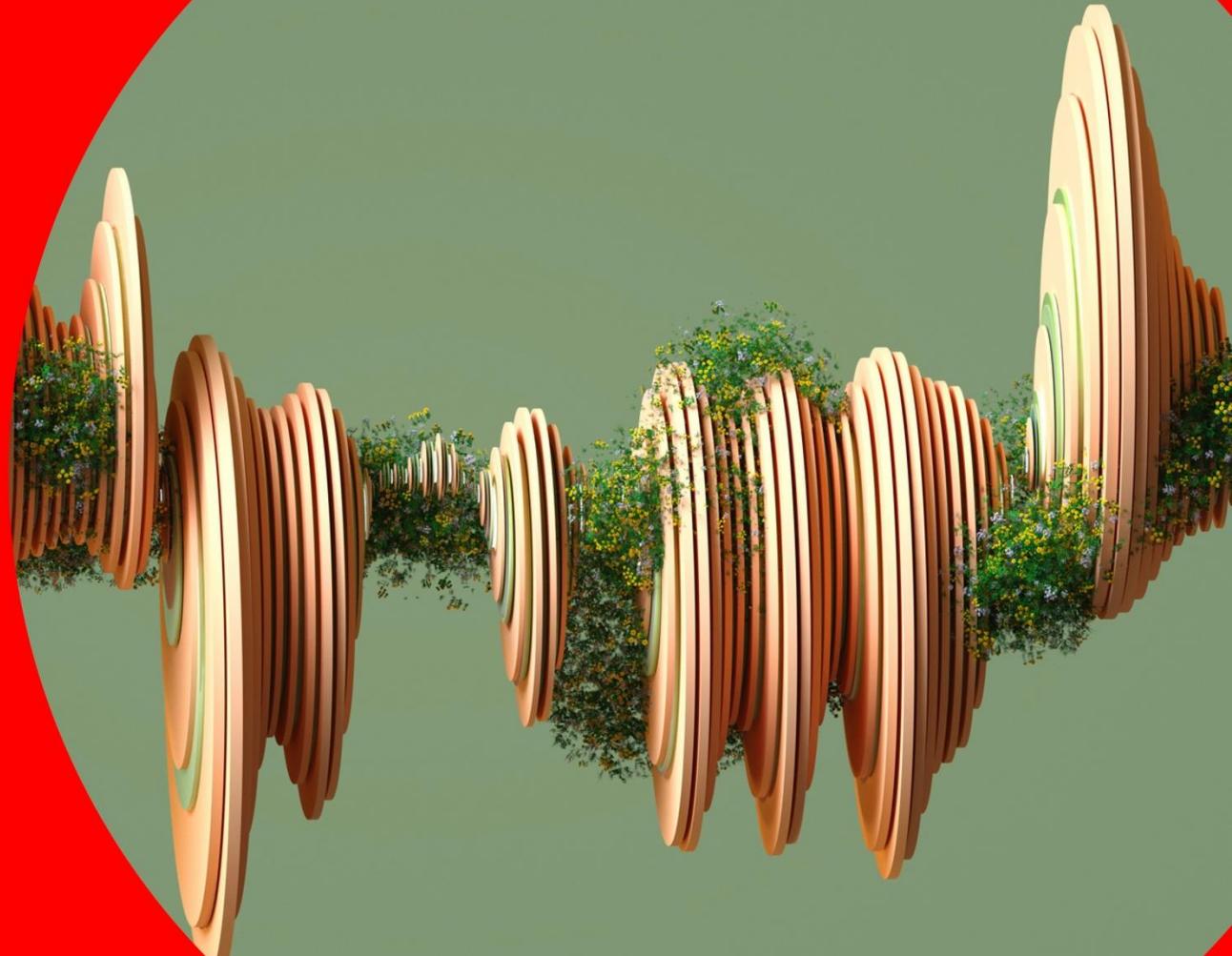
#### 担当ファンドマネージャーの声

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。我々は同社を中小M&A仲介業界の中でも着実に顧客の成約に貢献し、構造的な経営者の高齢化に伴う事業承継問題の課題解決が出来る企業として高く評価しています。業界全体の規制・不適切仲介に関する報道や一時的な案件成約の遅れで企業価値が正しく評価されない時期もありましたが、株主還元の強化などキャッシュアロケーションの方針がより明確になったことで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に向けてより踏み込んだ対話をを行っていきます。



資産運用部  
エグゼクティブファンドマネージャー  
水上 義朗

サステナビリティにかかる  
取組み



## サステナビリティにかかる取組み

# 取組みの概要

原則  
7

### MUFG AMによるサステナブル投資の推進

- ・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グループ）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）の一員である。
- ・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」（以下、MUFG AM Su）としてMUFGグループ横断で、サステナブル投資を推進している。

### 取組み状況

- ・MUFG AM Suでは、本報告書でご紹介しているパッシブ運用におけるEやSのエンゲージメントのほか、パブリックエンゲージメントや情報開示などを実施している。

### ①パブリックエンゲージメント

- ・パブリックエンゲージメントでは、MUFGサステナブル投資シンポジウムやアジア開発銀行と共同でCOP29においてサイドイベントを開催するなど、幅広く対応している。
- ・直近の取組み内容等、詳細は2024年12月に発行した「サステナブル投資報告書2024」P30～36に掲載している。

[https://www.tr.mufg.jp/new\\_assets/houjin/jutaku/pdf/20241226\\_01.pdf](https://www.tr.mufg.jp/new_assets/houjin/jutaku/pdf/20241226_01.pdf)

#### MUFGサステナブル投資シンポジウム



#### COP29におけるアジア開発銀行との共同リサーチペーパーを公表



### ②気候関連財務情報開示と自然関連財務情報開示

- ・三菱UFJ信託銀行は、MUFG AMとして気候関連財務情報開示（TCFD）および自然関連財務情報開示（TNFD）に賛同、署名している。
- ・MUFG AMでは、2025年3月に「MUFG アセットマネジメント Climate & Nature Report 2024」を公表した。
- ・本レポートでは、MUFG AMポートフォリオの詳細な分析を含め、TCFDとTNFDの開示要件を充足する形で開示している。詳細は以下のリンクより。

[https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20250312\\_01.pdf](https://www.tr.mufg.jp/mufgam-su/pdf/20250312_01.pdf)

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 のポートフォリオ分析	7-19		○		○
	移行計画の実現に向けたアプローチ	21		○		○
	アナリストによる重要4セクターの分析	22-25		○		
	LCA分析とエンゲージメント計画	26		○		
自然資本と生物多様性	自然資本と気候変動のインテグレーション	28-31		○		
	金融機関が果たす役割	32-34		○		
	MUFG AM の今後の取組み	35		○		
	MUFG AM のポートフォリオ分析	37-43		○		○
エンゲージメント	エンゲージメントの全体像	45		○		
	テーマ別エンゲージメント	46-48		○		
	協働エンゲージメント	49		○		
	パブリックエンゲージメント	50		○		
ガバナンスとリスク管理	-	52	○		○	

※ 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ト株式会社から形成されるブランド名。



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

(2024年7月～2025年6月)

※ 資産を特定した記載事項以外は日本の上場株式を対象とした内容

※ 下線部は新たな取組みや変更点

原則  
7

### 原則1 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
- 「MUFG AM 環境ポリシー」及び「MUFG AM 社会ポリシー」の制定

#### 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、2023年7月よりMUFG傘下の運用会社（以下、MUFG AM）協働で、主としてパッシブ運用のサステナブルエンゲージメントを実施しています。MUFG AMは、サステナブル投資を推進する方針として「MUFG AMサステナブル投資方針」（以下、本ポリシー）を定めています。また本年度は、複雑なサステナビリティ領域においてより明確なスチュワードシップ活動を推進するため、本ポリシーの下に「MUFG AM環境ポリシー」および「MUFG AM社会ポリシー」を制定しました。

### 原則2 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、生じうる利益相反を特定した上で、それらを回避するための各種施策を導入。

#### 取組み

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

#### 自己評価など

接触制限部署（MUFGグループ内の法人向け営業部署等）と資産運用部間に於いて、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

### 原則3 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。

**対応方針**

私たちは、スチュワードシップ責任を果たすために、財務情報のみならず、非財務情報を含めて、継続的に個々の企業の状況把握に取り組む。私たちは、企業価値及び資本効率を高めることを目的に、「アナリスト・ファンドマネージャー」及び「ESG課」が各々の専門性を発揮しながら、相互に連携し、投資先との対話に積極的に取り組む。

**取組み**

- ・投資先企業を熟知しているアナリスト・ファンドマネージャーと、全投資先企業を網羅的に把握しているESG課が各々の専門性を発揮しながら、相互に連携して、課題解決に向けた対話を実施
- ・対話の実効性向上に向けた取組み～MTECとの協働による資本コストGAPモデル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2024」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モデルを活用することで、投資家が認識する資本コストと企業が認識する資本コストの乖離縮小や、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P54）。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」を通じても、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取組み」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P30）。

アクティブラボ運用の観点では、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P73）。本内容については、「MUFG AM Su インパクト投資レポート2024」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

### 原則5

#### 議決権行使

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

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

**取組み**

- 方針に沿った議決権行使
- 議決権行使プロセスの変更
- 議決権行使基準の公表
- 賛否理由についてすべて開示
- 本年度は、実効性向上を目的に以下を実施
  - ① 基準と異なる判断について、記載を拡充し、HPに公表
  - ② 議決権の電子行使を開始
  - ③ 外国株式についても個別開示を開始

**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。本年度においては、方針・基準の策定はより多様な意見を取り入れ、他方、具体的な議案判断はスピードや一層の対話を踏まえた判断を行うことを目的に、議決権行使プロセスについて変更を行いました（詳細P35）。  
 議決権行使基準はHPに公表するとともに、本年度は企業から問い合わせの多い基準と異なる判断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すべて開示を実施しています。また、より議案検討期間を確保するため、本年度より議決権の電子行使を開始しています。  
 外国株式については、2024年10月より個別開示を開始しました。  
 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

### 原則6 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ESGに関するセミナー等の開催

#### 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くために、「スチュワードシップ活動報告書2025」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頂くために、報告内容の改善を行います。

### 原則7 対話の実力向上

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等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティの考慮に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

#### 対応方針

私たちは、スチュワードシップ活動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開始

#### 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います。  
MTECとの協働分析は継続して行っており、今回は取締役会のスキル・マトリックスにかかる分析を実施しました。  
また、本年度より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、サステナビリティ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。  
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等、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。

## 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・コードの改訂への対応

原則  
1

## スチュワードシップ・コードの改訂への対応

- ・2025年6月に改訂されたスチュワードシップ・コード(第三次改訂)への対応として、当社は同年8月に公表項目の更新を実施した。
- ・今般の改訂では、スチュワードシップ活動の実質化を目的として、コードのスリム化/プリンシプル化が図られるとともに、機関投資家に対しては協働エンゲージメントの促進や実質株主の透明性向上に向けた見直しが行われた。
- ・当社では、それぞれについて、該当する原則の中で対応方針を明示している。

### 【実質株主の透明性向上にかかる当社の対応】

- ・投資先企業より、どの程度の株式を保有しているかについて説明を求められた場合には、建設的な対話をを行うことを目的に、原則、同目的に資する基準時点・回答頻度の範囲内で、第三者へ伝達しない旨の確認を行った上で、遅滞なく、投資先企業に直接回答する方針。ただし、照会が集中した場合や投資先企業の真正性の確認が困難な場合は、この限りではない。

### 【協働エンゲージメントの促進にかかる当社の対応】

- ・企業との対話は、当社単独で行うほか、多くの機関投資家にとって共通する課題は、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。業種、企業の個別性・対話のアジェンダを踏まえて、単独・協働エンゲージメントのいずれか、あるいは双方の活用が、投資先企業の持続的成長に資するかを検討の上、対話の方法を決定する。

## 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 環境省「ESGファイナンス・アワード・ジャパン選定委員会」

- ・2019年、環境省がESG金融の普及・拡大に向けた「ESGファイナンス・アワード・ジャパン」を創設。
- ・本アワードは、ESG金融に積極的に取り組む金融機関、諸団体や環境サステナブル経営に取り組む企業を評価・表彰し、その内容をESG金融や環境サステナブル経営に取り組む多くの関係者との共有を目的として設置。

#### 講演会活動など

- ・2024年7月 インパクト志向金融宣言 アセットオーナー・アセットマネージャー（AM・AO）分科会登壇
- ・2024年11月 大阪株式懇談会パネル登壇
- ・2024年12月 JPモルガン証券セミナー登壇
- ・2025年2月 経団連・GPIFアセットオーナーラウンドテーブル
- ・2025年6月 インパクト志向金融宣言主催 出版記念シンポジウム パネルディスカッション登壇

#### 執筆活動など

- ・2025年5月号 書籍「意図をもつ金融－インパクトファイナンスのすべて」一部執筆

#### 【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等の変更等により、予告することなく内容を変更することがございますので、予めご了承ください。
- ・本資料に記載されている数値は過去のデータや一定の前提値等に基づく分析及びシミュレーションであり、将来の運用成果等を約束するものではございません。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、ご留意ください。（前提値には当該資料に記載した内容のほか、分析手法、モデル、シミュレーションの内容も含みます。）
- ・当社は、いかなる場合がありましても、本資料の提供先ならびに提供先から本資料を受領した第三者に対して、直接的、または間接的なあらゆる損害等について、賠償責任を負うものではございません。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。