

スチュワードシップ活動状況の概要

独立行政法人中小企業基盤整備機構（以下「機構」という）は、「資産保有者としての機関投資家（以下、「アセットオーナー」という）」として適切にスチュワードシップ責任を果たすための方針を公表しております（平成26年8月27日作成、平成29年11月14日、令和2年9月24日、令和7年12月9日改正）。また、令和6年12月12日にPRI（責任投資原則）に署名しました。

機構は、機構の資産運用に携わる運用受託機関がスチュワードシップ責任を果たすことは、機構の運用資産における長期かつ安定的な収益の確保に資するものと考えております。

機構は公的アセットオーナーとしてのスチュワードシップ責任を果たすべく、運用受託機関に対しても、日本版スチュワードシップ・コードを受け入れ、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか、サステナビリティ（ESG要素を含む中長期的な持続可能性）を考慮した建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、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、中長期的な投資リターン拡大を図ることを求めています。

1. 当年度の報告対象期間およびモニタリングの枠組み

投資先企業の持続的成長を促すことを目的とした対話を建設的に行っているかを確認するため、運用受託機関に対し、令和6年7月から令和7年6月までの1年間（以下、当年度という）に行ったスチュワードシップ活動全般について報告を求めました。当年度の報告会は、日本版スチュワードシップ・コード改訂を踏まえたアセットオーナーのスチュワードシップ活動の明確化を背景に、機構における運用受託機関モニタリングの実効性向上を目的として実施しております。国内株式については平成30年度より、外国株式については令和6年度より、今年度より債券についても報告会を実施しております。

2. 機構が実施したスチュワードシップ活動

機構は公的アセットオーナーとして、改訂版コードの受入れを踏まえ、運用受託機関のスチュワードシップ活動が機構の方針および日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に沿って実施されているかを確認するため、運用受託機関によるスチュワードシップ活動報告会を実施しております。概要は下記のとおりです。

◆ 運用受託機関毎のスチュワードシップ活動報告会開催

運用資産における運用受託機関のうち、外国債券のパッシブ運用を除く国内株式5社・外国株式6社・国内債券2社・外国債券3社について、スチュワードシップ活動に係る報告会を開催しました。

3. 運用受託機関の活動状況

スチュワードシップ責任を果たすための運用受託機関の活動状況は以下のとおりです。これは、

機構のステュワードシップ活動方針に則したものでした。

① 方針・体制についての確認事項

(全体)

各運用受託機関とも明確な方針が策定されており、この内容は本コードの趣旨に沿うものであり、これは機構の方針に則したものでした。方針は各社とも自社のホームページなどで公表されていました。また、各運用受託機関とも議決権行使やエンゲージメントを有効に機能させるための組織体制が構築されていること、意思決定プロセスが確立されていることについても確認しました。

(利益相反管理)

類型化された利益相反に対する管理方針が具体的に策定されており、定期的に内容を見直す仕組みもありました。議決権行使における管理体制については、ステュワードシップ専門部署とは別に、社外取締役等を配置した委員会等を設置し、議案の審議やモニタリングを行うという運用受託機関が大半でした。

(議決権行使)

議決権行使については、明確な方針が策定されており、行使基準と共に組織的・定期的な内容見直しが行なわれていました。方針については全ての運用受託機関で公表されていました。

当年度における議決権行使基準の主な見直しとしては、ジェンダー・ダイバーシティの観点から女性取締役についての基準の厳格化、株価を意識した経営を促す観点で企業の資本効率に対する基準の厳格化が複数の運用受託機関でありました。

(エンゲージメント)

運用受託機関において、対象企業の選択基準や対話すべき内容など、エンゲージメントを行うための仕組みが整えられており、明確な対話の方針が自社のホームページなどで公表されていました。投資先企業と日々の対話の中で相互理解を深め、経営戦略や ESG 等から企業価値の向上に資すると互いに判断した重点テーマについてマイルストーンを設定し、解決までの段階的な管理を行っていました。また、当年度においては、日本版ステュワードシップ・コード第三次改訂の内容を踏まえて、他の機関投資家と協働して対話を行うこと（以下、「協働エンゲージメント」という）も重要な選択肢として検討し、投資先企業との間で建設的に対話を行っていました。また、株式については、投資先企業からの求めに応じて、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明し、投資先企業から求めがあった場合の対応方針についてあらかじめ公表することを確認しました。債券についても、ダウンサイドリスク抑制の観点や ESG への取組みの促進・強化による中長期的な企業価値向上のため、複数の運用受託機関で積極的に対話を行っていました。

② 実施された議決権行使についての確認事項

個別企業・個別議案毎に行使結果がホームページに公表されており、反対・棄権行使した議案や株主提案に賛成行使した議案については、その内容と判断理由も報告がなされていました。加えて、外観的に利益相反が疑われる議案等、建設的な対話の観点から重要とされる

議案についても、賛否と判断理由の報告がなされていました。

当年度の特徴として、国内株式の議決権行使においては、前年度に引き続きインセンティブ報酬を導入・改定のための会社提案による役員報酬に関する議案数が増加し当年度も同様の傾向が見られましたが、監査等委員会設置会社への移行が増えたことなどで会社提案による監査役選解任の議案数が減少し、全体の会社提案による議案数は減少しました。会社提案による社外取締役選任議案については「人数」から「実効性」へ評価軸が移りつつあり、取締役会の監督機能の実効性を踏まえた判断が重視されている傾向が見られました。外国株式では、政治的背景等を受け反ESG色のある提案やDEI関連の論点も目立ってきておりました。また、エンゲージメントとの連動（対話の進捗や改善状況を議決権行使に反映する）を重視する運用をしている運用受託機関も見られました。

③ 実施されたエンゲージメントについての確認事項

全ての運用受託機関において、中長期的な視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした様々なエンゲージメントが行われておりました。特にサステナビリティを巡る課題への解決が企業の成長の基盤として強く意識されており、当年度もESGへの配慮をテーマとした取り組みが多く見られました。

具体的には、E（環境）では、気候変動、生物多様性、自然資本、廃棄物処理等。S（社会）では、人権問題、ダイバーシティ、社会的関心の高まっている人的資本経営、製品・サービスの品質や安全性。G（ガバナンス）については、取締役会の多様性、社外取締役の独立性・スキル、政策保有株式、役員報酬、資本コストを意識した経営等のテーマに取り組まれました。E（環境）及びG（ガバナンス）は、ここ何年か各運用受託機関が注力してきたテーマであり、少し一巡感が出てきており、人的資本等を含むS（社会）の比重が高まっている部分が見られました。また、エンゲージメントのテーマとして、生成AIが企業活動やリスク管理に与える影響を扱う運用受託機関も見られました。

ESGに関連した企業側の各種取組については、企業側から情報収集も兼ねて運用受託機関にエンゲージメントを要請するケース、サステナビリティへの意識が途上段階の企業を中心に運用受託機関側から持続的成長に何が必要なのかという観点から粘り強い対話を行うケースが見られました。

国内企業へのエンゲージメント活動については、2017年頃からESG投資に絡み気候変動に関するテーマや統合報告書に関する相談が増え、最近では、アクティビストに関する相談や東証の要請にかかる「資本コストや株価を意識した経営」に関する相談・ディスカッションの希望が増えてきています。一方で、海外企業へのエンゲージメント活動の中では、米国における反ESGの流れにより、ESGをテーマとする対話の機会が取りづらくなっているという声もありました。

協働エンゲージメントについては、国内外のイニシアティブに参加し、海外の運用機関や機関投資家とも協働で企業に対しての情報開示や目標設定を要望する取り組みが当年度も行われており、リードマネジャーとして協働エンゲージメントを推進している事例も見られました。一方で、ESG全般に加えて、個別テーマや目的に応じて様々なイニシアティブが立ち上がっている関係からエンゲージメント活動の負担は増加しています。人員も限られる中で活動の質を保つため、今後は拡大路線を少し抑え、十分に活動できるものについてのみ加盟し

て、効率的にエンゲージメント活動を行っていく方針という声もありました。

④ 運用受託機関が投資先企業に対して実施したエンゲージメントの事例

◆ E（環境）について

A社は大手百貨店会社であり、日本企業のネットゼロ推進に当たりカーボンニュートラルに関する定量的認定である SBT 認定取得を促すためエンゲージメントを開始。A社は SBT 認定取得の必要性は理解しつつも、省エネ施策の推進が優先で気候変動対策目標の設定には至っておらず、Scope3 計測の難しさもあり、SBT 取得には消極的であった。CEO 面談時に他の百貨店では SBT 認定取得が進んでいることなどを伝えると、CEO から前向きなコメントを得る。2025 年 6 月に A 社は SBT 短期目標の認証取得に向けてコミットメントを提出。今後は同取り組みをモニタリングしていく方針。

◆ S（社会：ダイバーシティ）について

B社は大手総合商社であり、早い時期から人材戦略や労働生産性向上、組織として多様性を高める取組みを推進していたが、取締役会の多様性が議決権行使基準に満たない水準であった。2024 年 10 月より多様性の考え方に関する対話を通じ、B社の女性活躍推進による企業価値向上の方針や、女性執行役員の登用が着実に進展していることを確認。2025 年の株主総会において、5名の女性執行役員が選任され、女性役員比率の向上が確認できた。今後は、女性執行役員の登用が根付いていくか、社内の女性取締役選任に繋がっていくかを注視していく方針。

◆ G（ガバナンス：資本コストや株価を意識した経営）について

大手卸売業のC社に対し、運用機関の議決権行使ガイドラインの最新の改訂動向について説明し、今後の展望として社外取締役比率の更なる引き上げ要求や、女性取締役比率の基準設定、業績評価指標として ROE や PBR 基準の採用など、一層の基準強化が予想されることを指摘。これに対して、企業側からは、現状の PBR1 倍割れの継続や来期における大型物流センターの償却負担増加を踏まえ、株主資本コストを意識した説明の必要性について認識が示され、議決権行使基準の厳格化への対応も意識していく方針を確認。今後、大型投資案件の実施と償却費の大幅増加が予想される中、早い段階から分かりやすい情報開示及び投資家との継続的な対話状況についてモニタリングを継続する方針。

⑤ その他確認事項

◆ 活動コストについて

- ・ スチュワードシップ活動の拡大に伴うコスト増について、運用受託機関側からは効率性を意識するという声もありましたが、パッシブ運用の手数料水準の低さを背景にアセットオーナー側でも（フィーや残高増も含めた）活動評価の還元を求める意見が複数ありました。

◆ エンゲージメント活動にかかる効果測定について

- ・ ESG 要素とリターンの関係性は、データ整備や定義の問題、測定すべき期間のズレの問題もあり、直接的にパフォーマンス指標に結び付けるのが難しく、全体感としては研究途上というステータスでした。

- エンゲージメント実施企業と未実施企業の比較等により、差分分析（トービンのQに対する差分）を用いて効果検証を試みている運用受託機関も見られました。
- 国内株式において統計分析を行った結果、特にガバナンス要素を対象とした場合に企業価値の上昇傾向が見られ、ガバナンスの一定条件を整えることが企業価値向上の鍵であるという意見もありました。

以上