

## 2022年度 スチュワードシップ・コード活動に関する自己評価

2023年9月29日

当社は、『責任ある投資家』の諸原則《日本版スチュワードシップ・コード》を受け入れ、各原則について取組方針を策定しております。

同コード（2020年3月再改訂版）において、実施状況の定期的な自己評価とその結果の公表が求められており、2022年度における取組状況を踏まえ、以下のとおり自己評価を行います。

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。

スチュワードシップ・コード改定版に対する当社取組方針の策定および公表を引き続き実施していること、および指針対応状況を踏まえ、適切な対応と評価します。

・同方針の中で、「構造的に強靱な企業®」を見出し、長期投資を通じて当該企業の価値の向上を実現し、最終顧客へ経済的利益を安定的に還元していくことが当社の運用方針であること、また投資先企業との対話とエンゲージメントが企業価値の向上のために中核的なものであるとの考えを明確にしています（指針1-1への対応）。

・さらに、インベストメント・チェーンの中で「構造的に強靱な企業」と最終顧客を結びつける責任を果たすことにより社会の持続的な発展へ貢献することも射程に含めています（指針1-2への対応）。

・持続的価値を提供できる「構造的に強靱な企業®」の3要素

- ①付加価値の高い産業
- ②圧倒的な競争優位性
- ③長期潮流



・これまで当社の人事評価は親会社の制度に倣ったものでしたが、2022年度に独自の新人事制度を導入しました。新人事制度では、上記方針が当社の社是と合致しているとの認識のもと、①企業分析、②投資先企業との対話とエンゲージメント、③最終投資家とのコミュニケーション、④ベンチャー企業としてのイノベーション推進を個人業績の評価項目とし、職員への明確な意識づけを行っています。

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。

親会社等から当社への役職員の派遣・出向に伴う利益相反のおそれを特定し、管理方法を定めたいうで公表済であること、および指针对応状況を踏まえ、適切な対応と評価します。

・公表済の方針においては、親会社である農林中金の利益相反管理方針に沿ったグループベースでの管理の枠組みに加え、外部委員会への諮問結果も踏まえ公表しています。

農林中金から当社への役職員の派遣・出向が行われている関係で、農林中金の融資取引先企業の株式に対する投資に関する助言等を利益相反のおそれがある取引として特定しています。

具体的には、農林中金の企業融資業務を行う部署と当社間で投融資に関する情報が遮断されるよう、農林中金から出向する役職員に対して誓約を求めるなど、利益相反管理方針に定める方法により管理を継続しています（指針2-1～2-3への対応）

・投資判断責任者が長期にわたって当社において業務に従事できるよう農林中金の人事ローテーションによる異動対象とされていないこと、また、主要ファンドに対して投資判断責任者が個人の計算で出資を行うことにより顧客等と利害の一致を図っている点について引き続き変更はありません。

また、プロパー職員の採用について中期経営計画に盛り込み、長期で業務に従事する職員の比率を高めることにより、親会社との利益相反回避に向けた取組みを進めています。さらに、原則1に記載のとおり、新人事制度において①企業分析、②投資先企業との対話とエンゲージメント③最終投資家とのコミュニケーション、④ベンチャー企業としてのイノベーション推進を個人業績の評価項目に位置づけました。これは農林中金の人事制度とは異なる枠組みの評価体系であり、人事評価の面からも独立性を確保しています。（指針2-1への対応）。

・利益相反管理状況については、内部統制基本方針に基づく報告事項として四半期ごとの取締役会報告を実施いたしました（指針2-4への対応）。

原則 3：機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。

企業を「構造的に強靱」たらしめる価値の源泉であるキャッシュ・フローの創出力にかかる仮説の構築・検証にあたり、当該企業の事業の本質を的確に把握するため、投資先企業は当然のことながら、その産業全体を俯瞰することが必要であるとの考えから、海外企業を含む競合企業や産業バリューチェーンの川上・川下に位置する企業と、面談・決算等事業説明会への参加を実施したことを踏まえ、適切な対応と評価します。

・投資先企業の状況を的確に把握するため、決算数値が公表された段階で、当社の仮説への影響について、1社毎に定量面・定性面の双方から再評価（リバリュエーション）するなど、実効的な企業把握を継続しています（指針 3-1～3-3 への対応）。

・企業再評価や分析、対話の中で得た課題等を一覧化するツールを用いて、もれなく継続的に社内で情報共有できるよう管理しています（指針 3-3 への対応）

・また、原則 1 に記載のとおり、新人事制度において、企業分析を個人業績の評価項目に位置づけました。（指針 3-1～3-3 への対応）

原則 4：機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。

持続的な企業価値向上につながる対話を継続的に実施しており、適切な対応と評価します。

当社は、発足当初から、投資先企業と同じ船に乗るスタンスの下、株式の長期投資を前提に、企業価値を切り口とした分析活動に加え、企業価値向上をサポートするべく、企業との対話を繰り返し行ってきました。長年にわたる国内企業のみならずグローバル企業の分析及び対話を通じて蓄積してきた様々な知見をもとに、当社は対話を行う企業側の気付きにつながるアイデアを独自資料として纏め、企業との議論に活用しています。

また対話にあたっては、長期投資家として企業との信頼関係を深めながら、IR 部門との対話に留まらず、経営層まで含め、様々な階層と繰り返し対話を進めることで、より対話の影響度を高めるアプローチをとっています。

対象期間においては、投資先（またはその候補先）企業と当社の間で「目的を持った対話」を下表のとおり 59 回実施いたしました（昨年度は 48 件）（指針 4-1～4-5 への対応）。

テーマ	実施数
ビジネスモデル*	28
資本コスト	10
ESG	10
その他	11
合計	59

集計期間：2022/4-2023/3

\*ビジネスモデルにはキャピタルアロケーション、海外事例を含む

上記 59 回のうち具体的な対話事例は以下のとおりです。

(食品・飲料企業 A 社) A 社が今後の経営方針を検討するに際し、同社からの依頼を受け、伊藤レポート及び価値協創ガイダンスに関する全役員向け勉強会を 2022 年 10 月に実施いたしました。同社とはこれまで企業価値増大に向けた道筋について活発な議論を継続的に実施しており、今回の役員向け勉強会は、2022 年 7 月に実施した資本コスト経営に関する勉強会に続く 2 回目の開催となります。

勉強会では、当社より伊藤レポートの概要について説明し、サステナビリティ・トランスフォーメーションや価値協創ガイダンスの趣旨や重要性について議論しました。また、同レポートの趣旨に則り、キャピタルアロケーションの考え方について他社事例を用いながら説明し、同社の事業ポートフォリオにおいて利益を継続的に生み出している事業とそうでない事業の捉え方について、活発な議論を行いました。

今回の勉強会は、同社の経営方針策定にあたり、事業評価の軸や事業の捉え方について問題意識を高めるきっかけとなる対話であったと考えております。同社からは引き続き対話への強いニーズがあり、企業価値増大に向けた対話を今後も実施していきます。

(食料品企業 B 社) B 社の 2022 年統合報告書について、「今後の改善のため長期投資家の目線での意見を聞きたい」との要請を受け、2022 年 11 月に同社の社長・専務ほか数名とキャピタルアロケーションや社外取締役の株式保有等について議論を行いました。

キャピタルアロケーションについては、「競争優位性」と「収益性」でマッピングし、さらに時間軸の観点も加えると将来的にどう事業ポートフォリオが変化していくかを示しながら議論を行い、同社の重点事業・非重点事業の今後の姿をよりわかりやすく記載するべきとの対話を行いました。その結果、2023 年に同社より発表された中期経営計画では、「競争優位性」と「成長性」を二軸としたマッピングにより事業ポートフォリオを再構築していく方向性が新たに示されました。また、持続的な企業価値創出に向けてのガバナンスの在り方に

ついて議論し、社外取締役こそ株主の代表としての役割を担っており、株式を保有するべきだとの対話を行いました。

同社においては、外部投資家からの目線を参考にしていきたいという高いニーズがあり、継続的に今回のような議論を行いたいとの依頼を受けました。今後も長期的な企業価値増大に向けた建設的な対話を継続していきます。

・また、原則1に記載のとおり、新人事制度において、投資先企業との対話とエンゲージメントを個人業績の評価項目に位置づけました。（指針4-1～4-5への対応）

・当社は投資先企業（またはその候補先）に対して内部者情報（未公表の重要事実、法人関係情報等）を求めておらず、投資判断に内部者情報を利用したことはありません。（指針4-6への対応）

原則5：機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。

当社の議決権行使ガイドラインにおいて議決権行使にかかる意思決定の考え方を明確にし、社内プロセスにも反映していることから、適切な対応と評価します。当該ガイドラインには、議決権行使のために費やす時間とコストを勘案してもなお究極的に企業価値の増大（あるいは毀損の回避）を通じ、最終投資家へ還元する利益の最大化に結びつくことが必要であり、企業価値の毀損をもたらすおそれのある議案ではないかどうかを判断する視点を列挙しております。一方、当社は現経営陣による事業の構造的強靱性と持続的企業価値の増大への確信を得た上で長期投資を行っていることから、企業価値の毀損をもたらすおそれのあるものに該当しない議案については原則として賛成票を投じるとのスタンスを述べております。

社内手続にはこれを反映し、当該視点により全議案をスクリーニングするプロセスを設けています。2022年度は、長期厳選投資の投資先について、国内外問わず運用者および助言者としての立場からすべての議案について賛否の判断を行いました。日本企業の投資先における議案ごとの議決権行使結果は以下のとおりです（指針5-1～5-4への対応）。

【議決権行使結果（投資信託、投資一任、投資助言合計）】

議案	賛成	反対	棄権	合計
取締役の選解任	567	4	64	635
監査役の選解任	86	0	15	101
会計監査人の選解任	4	0	0	4
役員報酬	12	0	6	18
退任役員の退職慰労金の支給	1	0	1	2
剰余金の処分	45	0	5	50
組織再編関連	0	0	0	0
買収防衛策の導入・更新・廃止	0	0	0	0
その他 資本政策に関する議案	0	2	0	2
定款に関する議案	15	5	1	21
その他の議案	1	4	0	5
合計	731	15	92	838

※集計期間：2022/7-2023/6

反対意見を投じた議案の例は以下のとおりです。

- ・自己株式取得を求める株主提案について、長期の視点であらゆる事業投資の機会について考慮した上での提案とは考えられず、必ずしも当該企業の長期の企業価値向上に資するとは考えられないため反対しました。
- ・投融資ポートフォリオをパリ協定 1.5 度目標に整合させるための移行計画の策定及び開示にかかる定款変更の株主提案について、当該企業はカーボンニュートラル宣言のもと、着実に取組みを推進しており反対しました。

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。

機関投資家向けに定期・随時に実施している運用報告のほか、個人投資家の方々にも投資先企業の手触り感のある理解につなげていただけるよう、グローバルな産業分析結果を反映し深掘された個社分析内容を含む月次レポートを作成しています。

コロナ禍でオフラインによる機関投資家向けの運用報告会が困難な状況下では、2020年4月から毎月、Zoom等を活用した対応を行ってまいりました。個人投資家の方々向けにも、独自の取り組みとして、毎月オンラインカンファレンスを開催しております。今年度は地方開催やリアル開催も実施し、チャット機能を通じたご質問にオンラインで生でお答えさせていただく等インターラクティブな場を創出しています。

また、当社のエンゲージメント活動に実際に参加いただくための投資先企業施設の訪問を機関投資家向け、および、個人投資家向けにルーティン化しており、適切な対応と評価します。

2022年9月には、個人投資家向けの年次総会を開催し、年間の運用報告を行うとともに、ファンド投資先である日本の医療機器メーカーの協力の下、同社の研究開発拠点にある医療従事者向けトレーニング施設の見学を実施しました。投資家からのアンケートでは、「調査・分析・企業訪問の大切さを改めて実感することができた」、「手触り感のある情報に触れることにより、大いに刺激を受けた」など高い評価を得ました。

また、2022年12月には、コロナ禍で中断していた機関投資家向けの年次総会を3年ぶりに開催いたしました。ファンド投資先である日本の食料品企業の協力の下、同社創業の地にて工場見学会を実施しました。投資家からのアンケートでは、「事業戦略や競争優位の源泉を腹落ちして理解することができた」、「実際に足を運んで企業をみるのが大切だと改めて感じさせられた」など高い評価を得ました。

今年度も引き続き、個人投資家、機関投資家向けに投資先企業の施設見学会などを検討しています。

また、原則1に記載のとおり、新人事制度において最終投資家とのコミュニケーションを個人業績の評価項目に位置づけました。

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。
---

投資先企業との対話やスチュワードシップ活動に必要な実力を備えることを促す人事制度上の手当を実施するとともに、若手アナリストへの教育の取組を継続しており、適切な対応と評価します。

原則1に記載のとおり、新人事制度において、企業分析、投資先企業との対話とエンゲージメントを個人業績の評価項目に位置づけ、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、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人材が評価される仕組みを構築しました。

若手アナリストに対しては、教育機関により提供されるプログラムの受講、書籍講読に加え、シニアアナリストと共同して取り組む、多様な企業に関する分析活動や、企業との対話、投資家への運用報告などのOJT活動を通じ、企業価値評価、投資戦略等のスキル、ノウハウの蓄積に努めました。

(指針 7-1、7-2 への対応)

原則 8 : 機関投資家向けサービス提供者は、機関投資家がスチュワードシップ責任を果たすに当たり、適切にサービスを提供し、インベストメント・チェーン全体の機能向上に資するものとなるよう努めるべきである。

当社は機関投資家向けサービス提供者に該当しません。

#### 今後の課題

企業価値を持続的に増大できる企業を見出し、長期投資を通じて最終受益者である投資家に方々にリターンを還元し、また同時に長期投資を通じて社会に対する持続的価値の提供に貢献していくことが当社の目標です。そして、この目標のためには、投資先企業を日本企業に限定する必要はないと考えています。

当社はそのために、企業価値の分析力、既存の概念にとらわれることなく生産性の向上を進める創造力、企業価値増大に向けたエンゲージメント活動をグローバルに展開できるコミュニケーション力を備えた人財の拡充を進め競争力を高めるとともに、長期投資の意義を広く社会に伝えていくための活動を継続して実施して参ります。