

2023 年度 スチュワードシップ・コード活動に関する自己評価

2024 年 9 月 26 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、2023 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、管理方法を定めたうえ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 63 回実施いたしました（昨年度は 59 件）（指針 4-1～4-5 への対応）。

	2021	2022	2023
ビジネスモデル	27	28	33
資本コスト	11	10	11
ESG	7	10	5
その他	3	11	14
合計	48	59	63

*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 63 回のうち具体的な対話事例は以下のとおりです。

(医療機器メーカーA 社)

長期的に企業価値を向上させるために必要な施策を検討するに際し、長期投資家の立場から意見が欲しいとの依頼を A 社から受け、「企業価値向上とキャピタルアロケーション」をテーマに同社の取締役会において勉強会を開催しました。

勉強会においては、当社が長年グローバルに企業分析及び対話を実施してきた知見を活かし、顧客の課題を把握する”Issue Finding”、課題に対して組織として解を出すための”組織としての強さ”に関して、米国企業の優れた取り組みを例としたケーススタディを実施しました。

加えて、多様な事業を持つ同社がどのようにキャピタルアロケーションを検討するべきかという課題に対して、当社が独自に推定した同社の部門別資本コストを参考にしながら、活発なディスカッションを行いました。

同社とは 10 年超に渡り対話を継続してまいりましたが、取締役会の場に招かれての議論は今回が初めてです。長期投資家として”意味のある対話”を重ね、信頼関係を深めてきたことが今回の機会に繋がったと考えております。

(電気機器メーカーB)

資本効率を重視した経営の実現を目指すにあたり、資本コストについての理解を深めるために長期投資家からの意見を聞きたいとの依頼を受け、B 社取締役、執行役ほか数名と議論を実施いたしました。

当社からは、同社の事業ごとの特性を踏まえた部門別資本コストを推定する方法を例示しつつ、長期投資家として期待する今後のキャピタルアロケーションやキャピタルストラクチャーについて議論を深めました。

今回の対話の後、同社からは資本コストに関する説明資料が開示されており、さらには当該資料にて示された自社株買いが実行されました。同社の資本効率を重視した経営の実

現に向けて、対話を通じ一定の貢献が出来たものと考えております。

・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。2023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	会社提案				株主提案				合計
	賛成	反対	棄権	小計	賛成	反対	棄権	小計	
取締役の選解任	509	0	0	509	0	0	0	0	509
監査役の選解任	89	0	0	89	0	0	0	0	89
会計監査人の選解任	0	0	0	0	0	0	0	0	0
役員報酬	17	0	0	17	0	1	0	1	18
退任役員の退職慰労金の支給	0	0	0	0	0	0	0	0	0
剰余金の処分	39	0	0	39	0	1	0	1	40
組織再編関連	0	0	0	0	0	0	0	0	0
買収防衛策の導入・更新・廃止	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他 資本政策に関する議案	0	0	0	0	0	0	0	0	0
定款に関する議案	5	0	0	5	0	4	0	4	9
その他の議案	2	0	0	2	0	2	0	2	4
合計	661	0	0	661	0	8	0	8	669

※集計期間：2023/7-2024/6

反対意見を投じた議案の例は以下のとおりです。

・機械的な自己株取得を求める株主提案について、長期的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。

・気候変動に関する取締役のコンピテンシー開示にかかる定款変更の株主提案について、当該企業は取締役の選任方針等に関し、気候変動等サステナビリティの観点を含めて既に開示を行っており、定款変更による追加的な開示等は不要と判断したため、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堀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。また、独自の取り組みとして、個人投資家向けには毎月オンラインカンファレンスを開催しております。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。

2023 年 12 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食料品企業の協力の下、同社のイノベーション推進拠点の

見学や社長とのパネルディスカッションを実施しました。投資家からのアンケートでは、「社長から直接会社への想いや考えを聞ける大変貴重な機会だった」、「現場で説明を聞くことで、株券を買うのではなくビジネスに投資したい企業であると実感した」など高い評価を得ました。

また、同じく 2023 年 12 月には、機関投資家向けの年次総会開催し、ファンド投資先である日本の食品容器メーカーの協力の下、製造工場・配送センター・リサイクル施設等の見学会や専務とのパネルディスカッションを実施しました。投資家からのアンケートでは、「『構造的に強靱な企業』とはどういった企業であるのか、その一端を垣間見ることができた」、「経営幹部と直接質疑応答できたのは大変有意義だった」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。

当社設立の目的である「価値に基づく資本配分を通じた経世済民の実現」を達成するため、アナリストのコアバリューや行動規範をあらためて明文化した、「NVIC アナリスト憲章」を制定しました。コアバリューは以下のとおりです。

(NVIC アナリストのコアバリュー)

オーナーシップ・インタレスト

- 我々のミッションは、長期投資家に対して「構造的に強靱な企業」に対するオーナーシップを適切に届けることである。
- 自らオーナーシップの責任を引き受ける者として、投資先企業の本源的企業価値を見極めなければならない。
- 投資先企業経営者と同じ舟に乗る立場から、企業価値の持続的増大について洞察しなければならない。

(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。