

スチュワードシップ活動の 振り返りと自己評価 (2025年度)

東京海上アセットマネジメント

2026年8月

当資料は投資一任契約における運用商品もしくは運用に関する情報をご提供する資料です。当資料は当社が信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。投資一任契約締結に係る最終的判断は、商品内容を十分にご検討の上、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。掲載された運用実績は過去のものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。



運用本部長から皆様へのメッセージ

アクティブ運用マネージャーとしての、当社のスチュワードシップ活動について

当社は、「利益成長こそが全てのステークホルダーを幸せにする唯一の解」という信念のもと、30年以上にわたりグロース・スタイルのアクティブ運用を貫いてきたアセットマネージャーです。バリューストック投資が主流であった時代にあえてグロース重視を選択しGARP（Growth at a Reasonable Price）を確立したその原点は、資産運用を通じて豊かで快適な社会生活と経済の発展に貢献するという経営理念に深く根ざしています。

また『独自の徹底的な調査と分析によって投資判断を行う』リサーチオリエンテッドを投資哲学とし、企業調査のスペシャリストであるアナリストと投資判断のプロフェッショナルであるファンドマネージャーが対等な立場で切磋琢磨するチーム運用を体現する仕組みのもと、部署や役職の垣根を越えた自由闊達な議論を通じて、投資先企業の持続的成長とお客様の中長期的な投資リターンの拡大を追求しています。

このような経営理念および投資哲学のもと、当社は「日本版スチュワードシップ・コード」に賛同し、TMAMスチュワードシップ・ステートメントとして活動の諸原則を掲げ、さらなる取組みの改善に努めています。グローバルな競争力と持続可能な成長が期待できる企業を厳選し、サステナビリティの観点から投資判断に自然な形で組み入れながら、中長期的視点に基づく企業評価と建設的な目的を持った対話に取り組んでいます。安易なダイベストメントではなく、粘り強いエンゲージメントを通じて企業の自律的な改善を促し、企業価値の向上をはかることが、グロース投資家としての当社のスチュワードシップ責任の本質であると確信しています。

投資判断においては、仮説の妥当性・リスク認識・判断プロセスの一貫性をデータに基づいて検証することで、ジャッジメンタルなアクティブ運用の質を高めています。企業価値評価やエンゲージメント実績に基づき投資仮説を構築し、建設的な対話や議決権行使を実施したうえで投資結果を検証し、より効果の高い企業価値評価・対話・議決権行使へとつなげる不断の改善サイクルを回しています。どのような仮説に基づき投資・対話を行ったのか、どのような財務・非財務情報を重視したのか、その結果として企業価値向上にどう貢献したのか。こうした形式知を組織的なナレッジとして蓄積し、アクティブ運用の質を組織能力として継承・発展させてまいります。

また、投資判断からスチュワードシップ活動に至る一連のプロセスにおける各部署の連携を強化し、オープンな議論を通じて企業評価の妥当性や対話の有効性につながる形式知が発展的に発揮される体制を整備しています。

インベストメントチェーンの一翼を担う資産運用会社として、フィデューシャリー・デューティーを含むスチュワードシップ・コードの精神に照らし、誠実かつ適切な活動を展開しながら、お客様への持続的な価値提供とさらなる取組みの改善・向上に努めてまいります。

責任投資委員会委員長 三橋 威夫

スチュワードシップ活動を通じた価値創造プロセス

経営理念

資産運用を通じて豊かで快適な
社会生活と経済に貢献

投資哲学

リサーチオリエンテッド
〔グローススタイルの
アクティブマネージャー〕

行動原則

投資先の企業価値の向上と
持続的成長を促し
中長期的な投資リターン拡大

TMAMスチュワードシップ活動

企業価値向上の
エンゲージメント

財務情報と
非財務情報
(将来財務)
の統合的評価

企業価値に資する
議決権行使

中長期的な
投資リターン拡大

中長期的な
企業価値向上

インベストメントチェーン



最終受益者



アセットオーナー



アセットマネージャー (TMAM)



投資先企業の持続的成長

各原則の 取組み状況と 自己評価

原則 1

スチュワードシップ責任を果たすための
方針・体制

原則 2

利益相反を防止するための方針・体制

原則 3

的確な状況把握

原則 4

建設的な「目的を持った対話」

原則 5

議決権行使に関する
方針、体制および概況

原則 6

お客様への定期報告および情報発信

原則 7

実力の養成のための取組み

原則1

01 スチュワードシップ活動に関する基本方針

基本方針の策定と公表

スチュワードシップ責任を果たすための各種方針を策定しHP上で公表しており、公表した方針に沿ったスチュワードシップ活動を実践しています。各方針は適宜見直しを行うこととしており、サステナビリティ課題についても、サステナビリティ投資ステートメントの策定や、議決権行使ガイドラインへの織り込みなど、適切に対応しています。

引き続き、お客様本位の業務運営を最優先とし、利益相反管理を徹底した上で、スチュワードシップ活動を実践します。

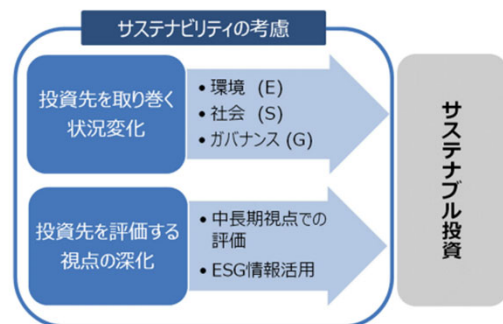
サステナブル投資ステートメント [リンク](#)

サステナブル投資ステートメント

東京海上アセットマネジメント(以下、当社)は、資産運用を通じて、豊かで快適な社会生活と経済の発展に貢献することを経営理念の一つとしています。
当社は、豊かで快適な社会生活と経済の発展のために、基盤となる社会全体の持続可能性を高めていくことが、その前提として欠かせないものと認識しており、すべてのアセットクラスにおいて、ESG要素を含む中長期的な持続可能性を考慮したサステナブル投資を実践します。

◆ サステナビリティ (ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮

当社は、投資先(投資先候補を含む。以下同じ)を取り巻く外部環境と状況変化を的確に把握することが、投資先に対する評価と投資判断を行ううえで必須であると考えています。
すべての投資先が様々な形で、気候変動等の環境(E)に関する問題、労働や人権等の社会(S)に関する問題、意思決定の透明性等のガバナンス(G)に関する問題に直面しているといえます。
こうしたサステナビリティに影響を及ぼす課題について、リスクの抑制に加えて、課題解決に向けた機会を創出することは、投資先の持続的成長と価値向上にとって重要な要素であり、その取り組みの必要性は一段と高まっています。



TMAMスチュワードシップ・ステートメント [リンク](#)

「日本版スチュワードシップ・コード」の受け入れ

東京海上アセットマネジメント(以下、当社)は、日本版スチュワードシップ・コード(以下、同コード)に賛同し、原則1から原則7の受け入れを2014年5月に表明しました。また、同コードの改訂内容を踏まえ、2017年6月、2020年5月、2025年11月に更新を行いました。

同コードは、機関投資家が建設的な目的を持った対話などを通じて、投資先企業の価値向上や持続的成長を促すことにより、お客様の中長期的な投資リターンを拡大するために活用と考えるべき原則を定めるものです。

当社の経営理念の一つは、資産運用を通じて、豊かで快適な社会生活と経済の発展に貢献することであり、スチュワードシップ責任として、投資先の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、お客様の中長期的な投資リターンを拡大することは、経営理念の実現に繋がるものと認識しています。当社は、責任ある機関投資家として、同コードの精神に照らして真に適切な活動を行うとともに、さらなる取組みの改善、向上に努めています。

「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」 ～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

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。
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。
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。
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。
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。
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。
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に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即向して行うための努力を怠るべきである。
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、適切なサービスを提供し、インベスメント・チェーン全体の価値向上に資するものとなるよう努めるべきである。

「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほかに運用戦略に応じたサステナビリティ(ESG要素を含む中長期的な持続可能性)の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」(エンゲージメント)などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、顧客・受益者の中長期的な投資リターンを拡大する責任を意味します。

※ 出所: 金融7HP「責任ある機関投資家」の諸原則「日本版スチュワードシップ・コード」～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～

TMAMスチュワードシップ・ステートメント

TMAMスチュワードシップ・ステートメント(2026年4月適用)

新旧対照表(責任ある機関投資家およびスチュワードシップ・ステートメント)

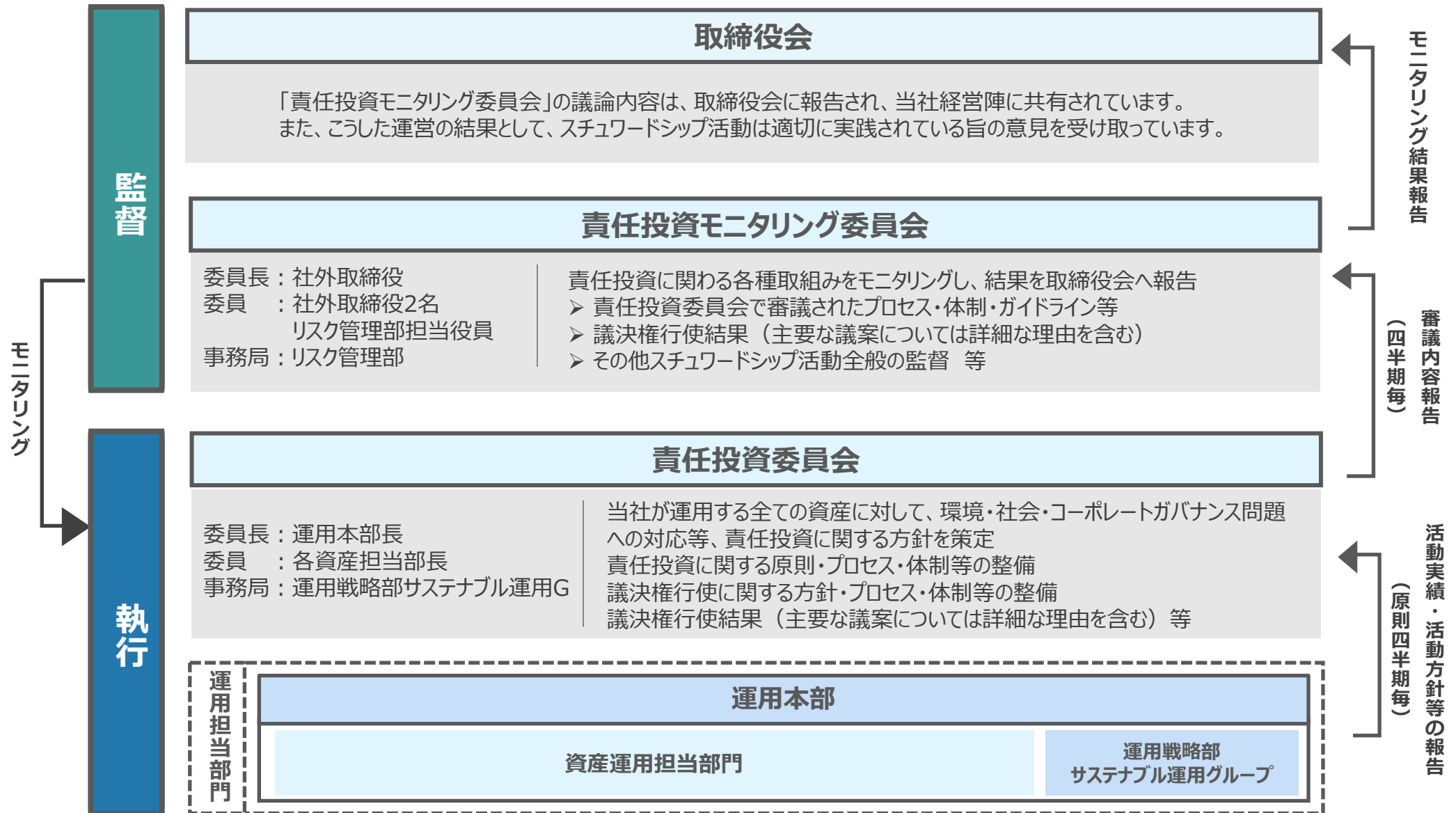
当社は、保有状況の照会に関する照会書の真正性確認手続きを株式会社CICに委託しています。詳細は、株式会社CICの運営する「保有状況照会伝達サービス」ウェブサイト「CIC」コネクトをご覧ください。

お客様本位の業務
運営に関する方針

利益相反管理方針

国内株式議決権行使に
関する基本方針

スチュワードシップ責任を果たすための「監督」と「執行」体制

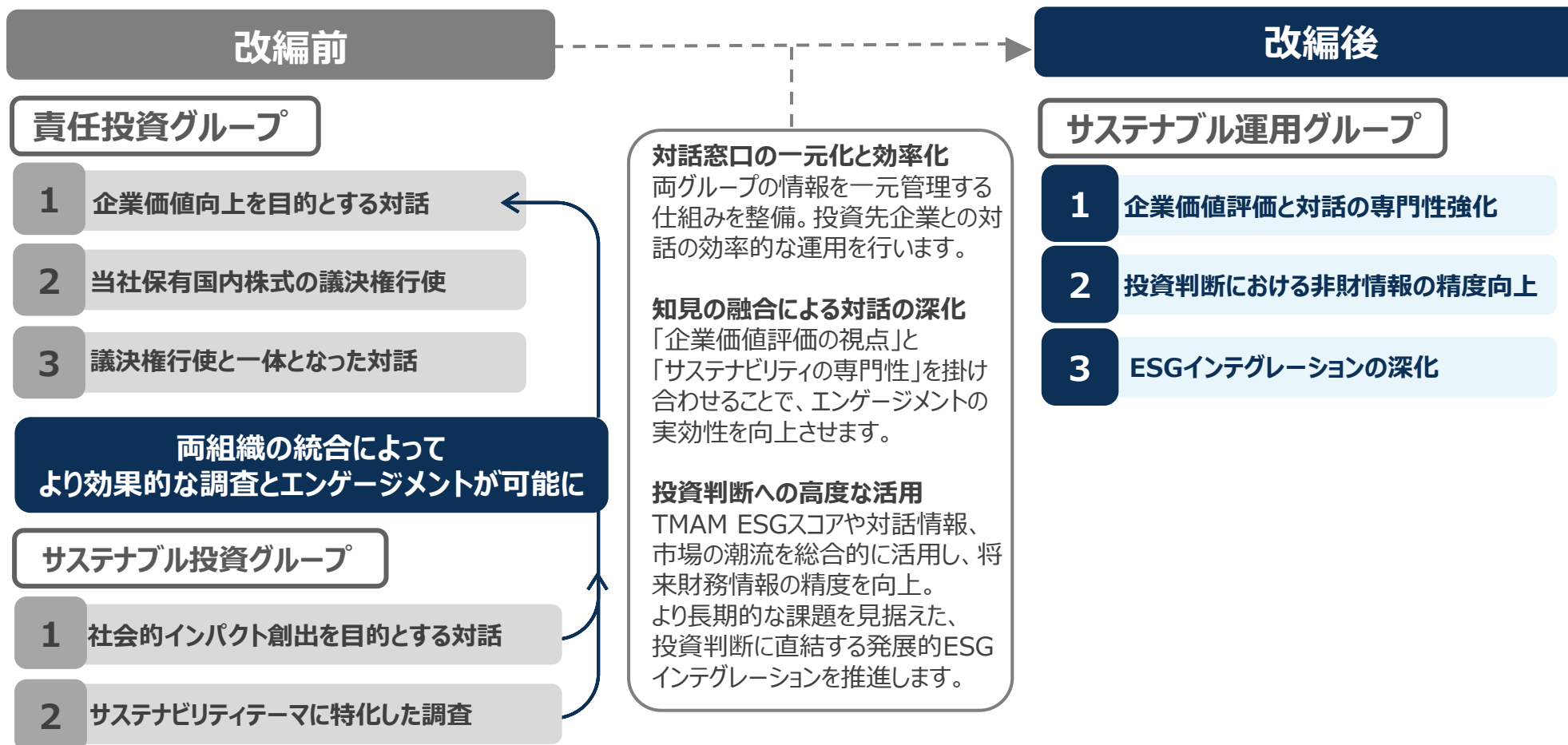


01 スチュワードシップ責任を果たすための体制

スチュワードシップ体制の強化

2025年度は体制強化を目的として、運用戦略部における組織再編を行いました。従来個別に設置していた「責任投資グループ」と「サステナブル投資グループ」を統合し、新たに「サステナブル運用グループ」を新設しました。このグループ統合により、意思決定の一元化を図るとともに、両グループ間における情報共有の深化を企図しています。

本体制刷新の主な目的は、投資先企業の中長期課題に関する調査と対話の質的向上にあります。将来財務情報であるサステナビリティ要素と、財務情報との関連性をより精緻に分析できる体制を整え、効果的かつ効率的な運用体制の構築を目指しています。



原則2

利益相反を防止するための方針・体制

当社は、お客様の信頼をあらゆる事業活動の原点に置いています。

お客様から信頼をいただき、お客様にとってなくてはならない会社となる為に、お預かりした資産の運用、商品の提供や契約の締結等の当社業務全般においてお客様の利益を最優先いたします。そのために、以下の通り利益相反管理方針を定め、本方針に則り、お客様との間で利益相反を生じる可能性がある取引等について把握し、適切な管理を実施します。 [「利益相反管理方針」](#)

1.お客様との利益相反の防止および利益相反を生じる可能性がある取引等に係る管理方法

お客様の利益を最優先する業務運営を実施するため、お客様よりお預かりした資産（以下、「受託資産」）の運用及び調査に係る判断に関しては、東京海上グループの他社（以下、グループ会社）や当社内の営業部門等他部門からの干渉を受けることのないよう、独立した体制を構築しております。

また、お客様との間で利益相反を生じる可能性がある取引等として、以下の事項を想定し、各々につき管理方法を定めています。

なお、利益相反の可能性がある取引等として想定すべき事項と、これらの管理方法については、取締役会において定期的に見直しを実施いたします。

(1)議決権行使に関する利益相反

受託資産に組入れた株式には、親会社等、当社が資本関係を有する社や、当社を含む東京海上グループ各社が取引関係等を有する社の株式が含まれている場合があります。このような場合においては、各々の関係性により適切な議決権行使が妨げられないよう、運用担当者等で構成する責任投資委員会において定める議決権行使ガイドライン等に基づき、以下①～③の対応を行うことにより管理します。

- ①親会社および主要取引先に対して議決権行使を行う場合には、利益相反を回避するため、議決権行使助言会社の助言に従い、株主議決権を行使します。
- ②親会社および主要取引先以外の投資先企業の議決権行使についても、議決権行使判断を運用部門で完結することで利益相反を回避します。
- ③議決権行使結果は、四半期分を社外取締役が委員の過半を占める責任投資モニタリング委員会に報告します。また、個別の投資先企業および議案ごとに行使結果を公表するとともに、利益相反管理対象に係る議案および個別定性要因を考慮した議案等については賛否の理由を開示します。

議決権行使担当者（サステナブル運用グループメンバー、アナリストおよびファンドマネジャー）は、発行会社、提案株主および議決権行使助言会社等を除き、社内外のいかなる部署からの議決権行使に関わる情報提供、助言、説明を受けることなく独立した判断を行い、議決権を行使します。

（以下省略）

2.利益相反に係る管理体制およびモニタリング

お客様との間で利益相反を生じる可能性がある取引等に対しては、各種社内規程による制限の他、コンプライアンス委員会、責任投資モニタリング委員会等を含む社内組織が主体となって継続的に管理を行います。利益相反に係る管理体制を含む内部統制の状況については、内部監査部が検証を行うとともに、独立社外取締役を含む取締役会においてモニタリングと定期的な見直しを実施しています。

振り返りと自己評価

- 議決権行使に関しては、適切な行使のために、運用担当者等で構成する「責任投資委員会」において決定された議決権行使ガイドラインに基づき、運用本部による独立した判断を行いました。
- また、利益相反管理対象となる企業（当社親会社や当社の主要な取引先）に対する議決権行使に関しては、お客様との利益相反回避を一層強化するために、議決権行使助言会社の助言に従い、議決権を行使しました。
- 利益相反管理対象となる企業に関する議決権行使を含め、議決権行使の行使状況に関しては責任投資モニタリング委員会に報告しています。責任投資モニタリング委員会からは、当社の議決権行使が適切に行われている旨の評価を受けており、利益相反管理方針に則して忠実に業務を運営していると考えています。

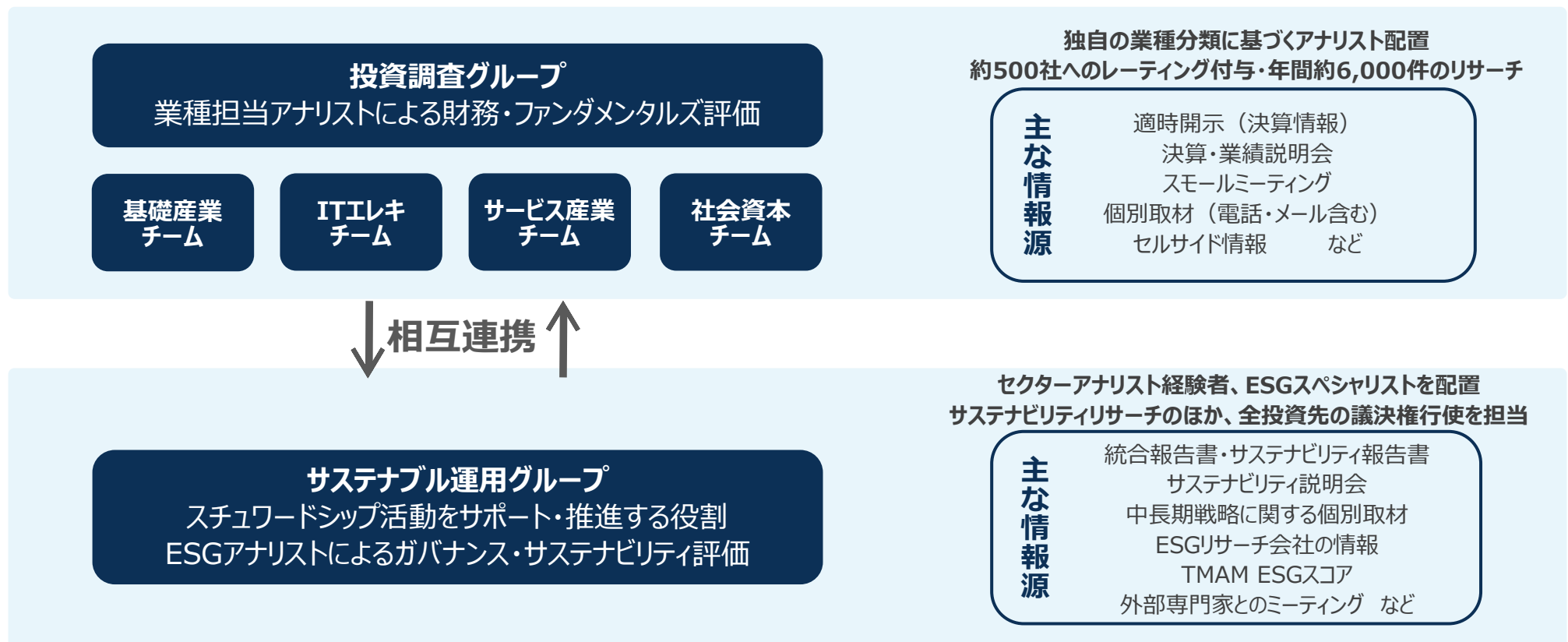
原則3

原則 3 : 的確な状況把握 (体制)

TMAMの「的確な状況把握」

当社は、投資先企業の選定時に、財務情報と非財務情報を統合して中長期的な視点で企業価値を評価し、投資判断を行います。企業の中長期成長性評価では独自の視点から、ビジネスモデルの優位性を検証し、企業価値向上に資する戦略と成長ドライバーについて分析します。また、投資後においても、投資先企業の持続的成長に向けて、当該企業の状況を継続的に把握します。把握する内容は、企業の中長期業績動向に加え、経営環境、経営戦略、財務戦略、ESG 要因等としています。これらの内容を継続的に確認することで、投資先企業の中長期成長性に関する変化の兆候や課題を的確に捉えられるよう取り組みます。

状況把握のための体制



中長期的な持続可能性の評価

当社は、投資先のサステナビリティ課題への対応力を見極め、ESG 情報などを活用した中長期的な視点に立った投資判断を行うことが、お客様にとっての投資リターンの向上につながると考えています。当社は、サステナビリティを考慮する際、投資先の価値創造に重要な情報を「将来財務情報」と定義しています。「将来財務情報」とは、中長期的な時間軸において財務情報に結実していく情報であり、「将来財務情報」を適切に認識するために投資先に対する独自調査を継続して実施します。

財務・ファンダメンタルズ

成長ドライバー

- ・ 製品、サービスの付加価値、差別化要因
- ・ ターゲット市場の成長性、拡大余地

ビジネスモデル

- ・ 収益化の仕組み、オペレーション、コスト構造
- ・ 模倣困難性、競争優位の持続性

マネジメント

- ・ 戦略遂行力、事業環境変化への対応力
- ・ 株主重視、資本効率性向上への取り組み

統合思考

サステナビリティ要素

サステナビリティ関連マクロ環境

- ・ 規制動向、長期的社会情勢変化
- ・ 国内外のコーポレートガバナンスの状況

個別企業のサステナビリティリスク

- ・ 気候変動、労働環境変化、資源枯渇等
- ・ サイバー攻撃・災害等による事業継続リスク

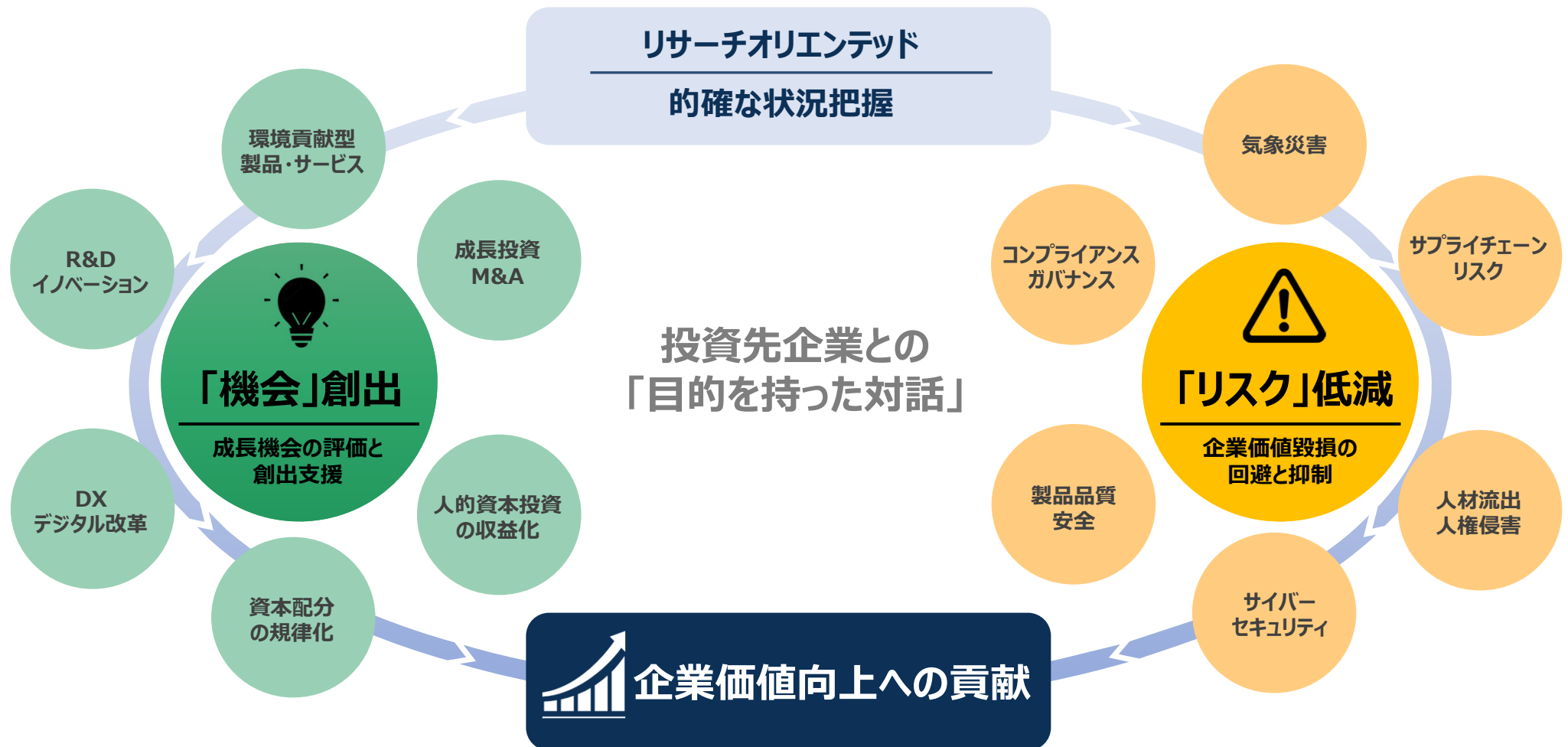
個別企業のサステナビリティ対応状況

- ・ 脱炭素対応、環境貢献製品、人的資本投資
- ・ サイバーセキュリティ、BCP、コンプライアンス体制

原則4

TMAMの「目的を持った対話」（エンゲージメント）

当社は、中長期的な視点から投資先企業の企業価値および資本効率を高め、持続的成長を促すことを目的とした対話を積極的に行います。投資先企業の状況把握とともに、目的を持った対話の内容を投資判断に織り込むことによって、より適切な企業価値評価につながるよう努めています。企業価値を毀損するおそれのある事項や、良好な業況の企業が更なる成長と企業価値向上を図るために求められる事項などを把握した場合には、当該企業と認識を共有し、双方向の対話を行うよう努めています。



PDCAサイクルを強化し、エンゲージメントの実効性向上を目指しています。

Plan -エンゲージメント方針・対象企業・対話テーマの特定

- ・トップダウン・ボトムアップの両方向から対象企業・対話テーマを決定
 - トップダウン：エンゲージメントの方針・重点テーマを特定
 - ボトムアップ：企業ごとの個別テーマを特定
- ・投資先企業の持続的な企業価値向上と受益者利益の最大化を目指す

対話のテーマ例

財務戦略	株主還元/バランスシートマネジメント/ キャッシュフロー使用/資金調達
経営戦略	CSV経営/成長戦略/経営計画/事業ポート フォリオ戦略/コストマネジメント/研究開発
環境問題	温室効果ガス/原材料・水/排水・廃棄物 /生物多様性/気候変動リスク対応/環境 関連製品・サービス/環境マネジメント
社会問題	従業員・労働環境/社会貢献/サプ ライチェーン/製品品質・安全性/人権
ガバナンス	取締役会構成/ダイバーシティ/役員報酬体系/ ESG対応/コンプライアンス/政策保有株式
情報開示	ESG情報開示/統合報告書等/ ステークホルダー対応

Action -エンゲージメントの実効性向上

- ・トップダウン・ボトムアップの両方向からエンゲージメント活動を見直し
 - トップダウン：エンゲージメント方針および重点テーマの見直し
 - ボトムアップ：エンゲージメント対象企業・個別テーマの見直し
- ・エンゲージメントを考慮した議決権行使の検討（エスカレーション含む）

Do -エンゲージメントの実施

- ・経験豊富なアナリスト・サステナブル運用グループ担当者
- ・投資先企業ごとのアジェンダ作成



Check -効果測定・マイルストーン管理

- ・月次・四半期等の定期的なマイルストーン管理
- ・エンゲージメントの有効性に関する効果測定
- ・エンゲージメント内容をスチュワードシップ会議で報告・議論

1	課題提示	投資先企業の課題を当方から提示した段階
2	課題共有	投資先企業と当方で課題に関する認識が共有できた段階
3	改善提言	共有した課題に対して当方の考え方を示した段階
4	提言検討	投資先企業と当方の提言を含め行動を検討している段階
5	行動確認	投資先企業が具体的な行動を開示・行動した段階

04 エンゲージメント対象企業・対話テーマの特定

トップダウン・ボトムアップ両輪の方針・対象企業・対話テーマ特定

- ・アナリストとサステナブル運用グループの協働による多面的評価
- ・社会的課題を踏まえた普遍性と個社の実情に即した具体性を両立

【対話テーマの特定】

▼ トップダウン・アプローチ

エンゲージメント全体の方針・重点テーマの特定

- ・社会・経済環境の変化や制度改正等を踏まえ、投資先企業に共通して重要となるテーマを抽出します。
- ・アナリストとサステナブル運用グループが連携し、重点対話テーマを設定します。

主な検討要素

- ・産業・社会構造の変化及び課題
- ・国際的なイニシアティブ等の動向
- ・政府・規制当局の政策動向

▲ ボトムアップ・アプローチ

企業ごとの個別テーマの特定

- ・アナリストによる日常的な企業調査・評価を通じて、投資先企業の状況に即した対話テーマを特定します。
- ・企業価値向上に真に資する論点に絞り込むことで、対話の実効性を高めます。

主な検討要素

- ・経営戦略・財務戦略の状況
- ・成長機会・リスク要因
- ・過去の対話履歴および進捗状況

【対象企業の特定】

アナリストカバレッジ

市場・流動性等の基本要件
業績の定点観測、ファンダメンタルズ評価

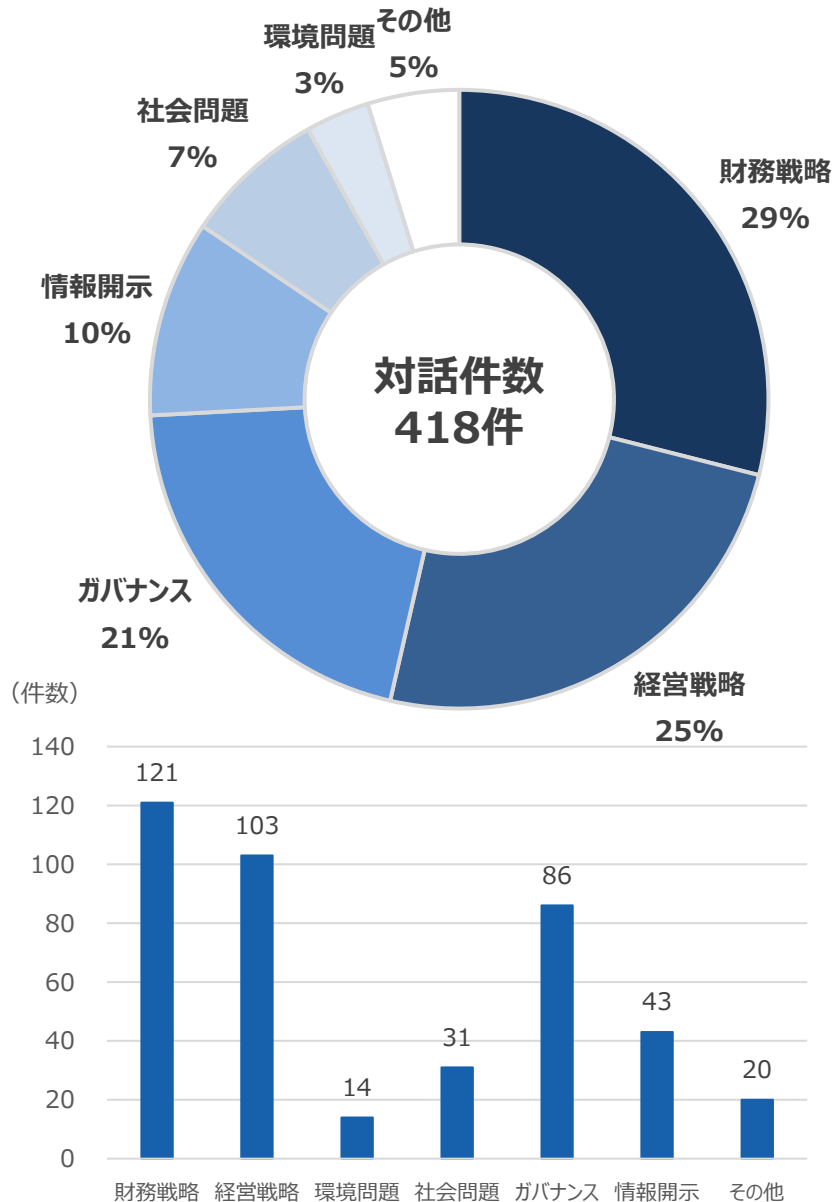
レーティング銘柄

中長期成長性、業績向上確度
企業価値分析による優先度

対話対象企業

アクティブファンドでの保有度合い
企業価値向上余地

エンゲージメントのテーマ内訳



テーマ	トピック例
財務戦略	■ BS最適化・ROE/ROA改善 ■ キャピタルアロケーション ■ 株主還元方針の見直し・DOE導入
経営戦略	■ 成長戦略と投資効率の見える化 ■ 事業ポートフォリオ最適化・構造改革 ■ 中長期経営計画の策定・公表
ガバナンス	■ 取締役会の独立性・多様性の確保 ■ 政策保有株式の縮減方針強化 ■ 株式・業績連動報酬比率の引上げ
情報開示	■ 強み・企業価値創造ストーリー発信 ■ IR対応含む情報開示の強化 ■ 統合報告書の発行・内容充実
社会問題	■ 人的資本経営・人材戦略の高度化 ■ サプライチェーン強靱化の取組み ■ 子会社含む安全管理・品質体制
環境問題	■ GHG排出量削減目標の設定 ■ 環境貢献製品の定量効果開示 ■ 気候変動関連投資のリターン開示

- 2025年度も「経営戦略」と「サステナビリティ課題」を重点テーマとした目的を持った対話を継続し、両テーマ合計で全体の7割程度を占めました。
- 事業ポートフォリオ最適化、キャピタルアロケーション、GHG排出量削減、人的資本経営等の広範なトピックに取り組み、過去からの対話成果の積み上げが進展しました。

医薬・バイオテックA社：取締役会の助言機能強化

課題認識

A社はグローバル市場への進出による成長を図る中で、取締役会における監督機能のみならず、経営戦略への助言機能の強化に課題を認識していました。特に、異業種のマネジメント経験者を社外取締役として迎えてはいるものの、自社が属する製薬業界のグローバルな知見と資本市場への深い理解を持つ人材を招聘し、取締役会の専門性向上による助言機能の強化の必要があると当社では考えていました。

対話内容

取締役会における助言機能を強化する意義について議論を行い、海外製薬業界のマネジメント経験者を社外取締役として受け入れる可能性について対話を実施しました。そのうえで、グローバルな視野で業界を熟知した人材の招聘は、中長期的な成長戦略を推進する上で積極的に検討する意義が大きいと認識しているとの見解を伝えました。

対話成果

株主総会において、海外製薬およびバイオテック企業のマネジメント経験者2名を社外取締役として招聘する役員選任議案が上程・可決されました。これは当社が要請してきた助言機能の強化に合致するものであり、対話を通じた成果が着実に表れ、建設的な対話が実を結びつつある状況と認識しています。経営陣からは、言語の問題等も大きな課題とはならず、率直かつ建設的な助言によって取締役会が活性化したとの前向きなフィードバックを得ています。

今後の方針

今後は、新たに就任した社外取締役が中長期的な企業価値向上に向けた助言と監督の役割を果たしているか、取締役会の実効性の観点から継続的にモニタリングしていく方針です。具体的には、グローバルな事業経験や資本市場の知見という強みが、同社のスキルマトリックスにおいて機能し、意思決定の質的向上に反映されているかを注視します。あわせて、形式的な体制整備にとどまらない実質的なガバナンスの向上に向け、取締役会の実効性評価のプロセスも含めた機能改善の対話を継続していきます。

Before

経営管理

財務・会計

法務

異業種マネジメント

グローバルの製薬
知見が不在資本市場の
知見不足X 助言機能に
ギャップ

対話

After（2025年6月 株主総会）

グローバル製薬知見
✓海外製薬マネジメント
経験者資本市場の深い知見
✓ バイオテック
経験者✓
2名招聘
で解消

経営陣FB：「取締役会が活性化」「率直かつ建設的な助言」
→ スキルギャップ解消を確認

今後の注視点

- スキルマトリックスの実効性
- 取締役会の実効性評価プロセスの質的向上
- 形式的整備 → 実質的ガバナンス向上への移行度合い

ノンバンクB社：意思決定体制の組織化

課題認識

B社は投資会社的なビジネスモデルへと変貌する中、最高投資責任者（CIO）を兼ねる最高経営責任者（CEO）の投資判断に依存するガバナンス体制を課題として認識していました。持続的な成長に向けて、個人の資質に頼る経営から脱却し、各種CxOの任命や多角的なマトリクス統治（マトリクス型組織）など、集団的かつ組織的な意思決定・統治体制へ移行する必要があると当社では考えていました。

対話内容

個人の才覚への依存度の高い経営から組織的な統治体制への変更について議論を行い、CxO制度の導入をはじめとするガバナンス構造の刷新について対話を実施しました。そのうえで、不確実性の高い投資環境において最善の経営判断を下すための「運用の再現性」を確保すべく、経営執行ラインの役割分担を明確化し、相互牽制を効かせるガバナンス体制を構築する意義が大きいとの見解を伝えました。

対話成果

2026年3月、CEOが兼務していた経理部門管掌を分散し、外資系金融機関での知見を有する外部人材をCFOに登用する機構改革が公表され、その後の決算説明会にてCEO自らCxO制の導入を表明しました。これらはTMAMが指摘してきた意思決定体制の組織化に合致するものであり、対話の成果が具体的な形で表れているものと評価しています。3名の事業部門担当COOへの権限委譲と、CEO/CFO主導の資本効率を意識した経営への移行を高く評価しています。

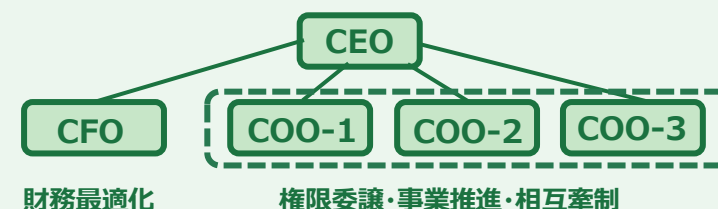
今後の方針

今後は、新たな「3COO + CFO・CEO」の集団指導体制が適切に機能し、CEOへの属人性を排した経営管理の高度化が実質的に進んでいるか、対話を通じて確認していきます。具体的には、財務の最適化と事業推進の牽制・バランスが機能し、意思決定の客観性と投資判断の再現性が向上しているかを注視します。あわせて、形式的な役職変更にとどまらない「実質的なガバナンスの向上」に向け、各CxOの役割と評価プロセスの明確化も含めた、さらなる機能改善に関するフォローアップの対話を継続して実施していきます。

Before：CEO一極集中型



After（2026年3月 構造改革）



今後の注視点

- CEO属人性の排除が実質的に機能しているか
- 意思決定の客観性と投資判断の再現性が向上しているか
- 各CxOの役割と評価プロセスの明確化（形式→実質）

鉄道C社：資産流動化と資本配分の最適化

課題認識

C社の本業である鉄道事業が構造的な成長期待不足となる中、駅ビル等の不動産事業における資本効率性や本業への貢献度の不透明感を当社では課題として認識していました。また、運賃改定により増加が見込まれるキャッシュフローの使途や財務戦略の方針、情報開示のあり方について再確認する必要があると考えていました。

対話内容

所有不動産の保有・売却方針の明示や売却可能性に応じた分類・開示について議論を行い、資産の流動化が企業価値向上に寄与する可能性を指摘しました。そのうえで、政策保有株式などの資産が固定化し資本効率を低下させている懸念について意見交換しました。あわせて、運賃改定に伴って増加が見込まれるキャッシュフローの具体的な使途（成長投資・株主還元・M&A等）を検証し、最適な資本配分を実現するための財務戦略について対話を実施しました。

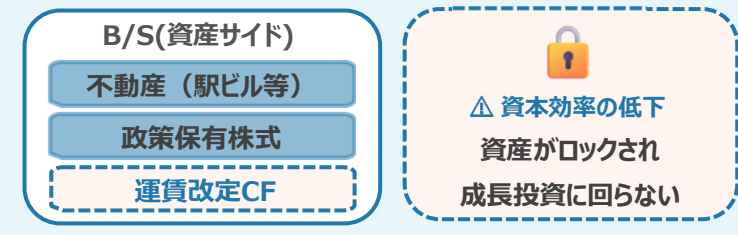
対話成果

新たに発表された長期ビジョンにおいて、具体的な時期を伴う長期的な不動産売却方針が明確化されました。さらに、キャッシュフローの使途として「成長領域（EC・物流・ホテル・テクノロジー）」への投資方針が示されたほか、目標年と金額規模を明示した政策保有株式縮減に関する具体的な指針も提示されました。これらは当社が指摘してきた課題と合致するものであり、対話を通じた成果が実を結びつつあると評価しています。

今後の方針

今後は、提示された不動産売却や政策保有株式の縮減、成長領域への投資といった各指針の進捗状況を継続的にモニタリングしていきます。あわせて、成長投資と株主還元との最適な資本配分のバランスが維持されているかを注視し、さらなる企業価値向上に向けたフォローアップの対話を継続して実施していきます。

Before：資産固定化による資本効率低下



対話

After（長期ビジョン発表）



今後の注視ポイント

- 不動産売却・政策保有株式縮減の進捗
- 成長投資と株主還元の資本配分バランスの維持
- 成長領域（EC・物流・ホテル・テクノロジー）への投資成果

通信D社：NAVディスカウントの解消

課題認識

D社は投資先同士のシナジー創出を図る「群戦略」を推進する一方、その中核であるAI投資戦略の優位性やポートフォリオの真の価値が、市場に十分に伝わっていない点を経営戦略上の課題として認識していました。大手AIスタートアップへの出資等を通じ、次世代の産業変革において極めて有利なポジションを確立している事実を的確に発信し、投資先の個々の価値の合算値よりもD社全体の価値が過小評価されている状況（NAVディスカウント）を解消していく必要があると考えていました。

対話内容

AI時代における同社の成長戦略とポートフォリオの価値を、いかに市場へ浸透させるかについて議論を行い、経営戦略の可視化について対話を実施しました。そのうえで、非上場株式を含めた投資先の事業価値や戦略的意義をより明確に示し、適切な企業評価を獲得するために市場コミュニケーションを高度化する意義が大きいとの見解を伝えました。

対話成果

投資家向け説明会において、非上場企業やAI関連先を含めた投資先ポートフォリオの全容と戦略的位置づけが分かりやすく明示され、その時価評価が従来以上に明確化されました。これは当社が提起してきた「経営戦略の適切な情報発信」に合致するものであり、対話が実を結びつつあると考えています。ディスカウントの縮小に向け、戦略の透明性を高める一歩を踏み出した点を高く評価しています。

今後の方針

今後は、今回の情報開示の拡充が市場における同社のNAVディスカウントの解消にどう寄与しているか、継続的に状況を注視していきます。具体的には、D社によるポートフォリオの時価評価のアップデートとともに、市場の理解度がどこまで深まっているかを検証します。あわせて、単なる開示資料の改善にとどまらず、AI投資戦略の進捗が中長期的な企業価値向上に直結するプロセスの提示など、さらなる経営戦略の高度化に向けたフォローアップの対話を継続して実施していきます。

Before：市場にポートフォリオ価値が伝わらない

投資先ポートフォリオの真のNAV（合計資産価値）

上場株A 上場株B 非上場AI企業 AIスタートアップ

市場評価（時価総額） < NAV

NAVディスカウント

対話

After：投資家向け説明会での開示充実

ポートフォリオ全容と戦略的位置づけ → 時価評価を明確化

上場株A 上場株B 非上場AI企業 AIスタートアップ

市場評価（時価総額） → NAVに接近中

DC縮小

今後の注視ポイント

- 開示拡充がバリュエーション是正に寄与しているか
- 情報の継続的なアップデートと市場理解度の深化
- AI投資戦略の進捗 → 企業価値への直結プロセスの提示

自動車部品・組立E社：人材ポートフォリオの変革

課題認識

自動車業界において、電動化の進展により内燃機関からEV向けのイーアクスル等へと大きく構造変化しており、E社においても、主力製品領域での事業ポートフォリオの転換が進むなかで、これを支える人材の要件も抜本的に変わりつつあります。加えて、今後の競争優位の源泉は、機電一体の統合制御を実現するソフトウェア技術に移行しつつあり、従来のメカニック系人材に加え、ソフトウェア人材の確保・育成が経営目標達成に向けた重要課題と考えていました。

対話内容

主要製品群の変更と事業ポートフォリオの再構築は、企業成長の核である人材の要件を大きく変えるものであり、経営目標・戦略と人材マネジメントを整合させることが不可欠であると指摘しました。そのうえで、現時点と目標時点の人材ポートフォリオを作成し、そのギャップを埋める人事施策を策定・実行し、KPIで進捗管理する必要性を提示しました。具体的には、人材情報の一元化と人材ポートフォリオの作成について質問をしたうえで、経営戦略と人事戦略の連動状況について議論を深めました。

対話成果

同社からは、人材の移行は既に一定程度完了しているとの説明を得た一方、経営目標達成に向けては人材情報の一元化と人材ポートフォリオの作成が有効であるとの認識が示されました。特に今後の競争力の鍵となる統合制御のソフトウェア技術に関しては、社内育成のみならず外部からのソフトウェア人材獲得が不可欠であることについて、当社と共通の課題認識が形成されました。人材ポートフォリオの概念活用に向きな姿勢を確認できた点は大きな成果と評価しています。

今後の方針

引き続き、同社が人材ポートフォリオの概念を活用しながら、経営目標から逆算した人材の要件定義を進め、それに整合した人事制度の整備・運用を実現しているかをモニタリングする方針です。特に、ソフトウェア人材の外部獲得の進捗、リスクリング施策、報酬・評価制度の見直し状況及びKPIによる進捗管理の開示状況に注目しています。人的資本経営の実効性を高める観点から、開示の充実も含めて建設的な対話を継続し、中長期的な企業価値向上に向けた行動変容を促す対話を実施する方針です。

事業構造の変化 → 人材要件のギャップ

現在の人材構成

メカニック系人材（大半）

SW人材

必要な人材構成

メカニック系

SW人材（大幅拡充が必要）

人材不足

対話

現在地：課題認識の共有・方向性合意

人材マネジメント高度化ロードマップ

課題提起

認識共有
(現在地)

制度設計
(Next)

KPI運用

開示充実

✓ 合意事項：

・人材ポートフォリオの概念活用に前向き

✓ 共通認識：

・SW人材の外部獲得が不可欠

今後の注視ポイント

- ソフトウェア人材の外部獲得の進捗・リスクリング施策の実行
- 報酬・評価制度の見直し状況とKPIによる進捗管理の開示
- 人的資本経営の実効性向上と開示の充実

酒類・飲料F社：サイバーセキュリティと情報開示の透明性

課題認識

サイバーセキュリティリスクはサプライチェーンの途絶や収益機会の喪失をもたらす要因として重要性が高まっています。同社で発生したサイバー攻撃によるシステム障害は、決算手続・開示の遅延、出荷延期等によるPL影響といったリスクを顕在化させたものであり、再発防止策およびその実施に伴う追加コスト、復旧進捗の透明性ある開示に加え、防御策の十分性に係る第三者機関オピニオンの取得や開示の必要性があると当社では考えました。

対話内容

当社からは、再発防止策の妥当性と十分性に関する第三者評価の必要性と、再発防止策実施に伴う追加コストの確認と開示等について問題意識を共有しました。F社からは再発防止策の十分性、情報セキュリティ管轄独立組織と専任担当役員、情報セキュリティ委員会の新設計画等の具体的内容について説明がありました。また、防御策の十分性に関し客観的評価を示すことが望ましい点について認識が一致しています。

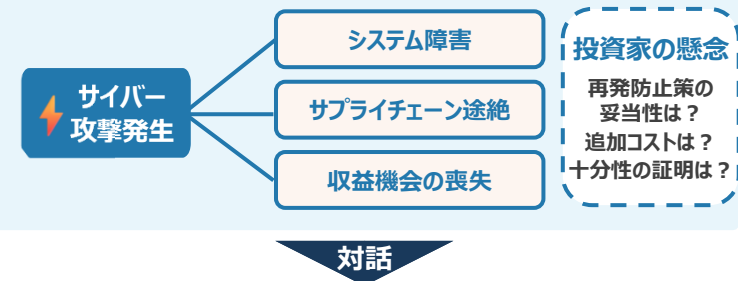
対話成果

再発防止策の有効性に係る透明性ある情報開示の必要性について問題意識は共有されたと判断しています。第三者機関オピニオン取得・開示を含め当局との防御策に関するコミュニケーション状況等についても開示し投資家と情報共有することが、状況の進捗・把握を促す上で有効である点についても、一定の理解を得ています。

今後の方針

再発防止策の円滑な展開と、サプライチェーン復旧状況に関するモニタリングを行います。追加的な対応・投資を要した今回の対応により、同社のサプライチェーンがより強固かつレジリエントなものになったかという観点からも対話を継続して実施していきます。

インシデント発生と顕在化したリスク



現在地：問題意識の共有と体制整備の着手

✓ 合意事項：

透明性ある情報開示の必要性について問題意識を共有
第三者機関オピニオン取得・開示について一定の理解を取得

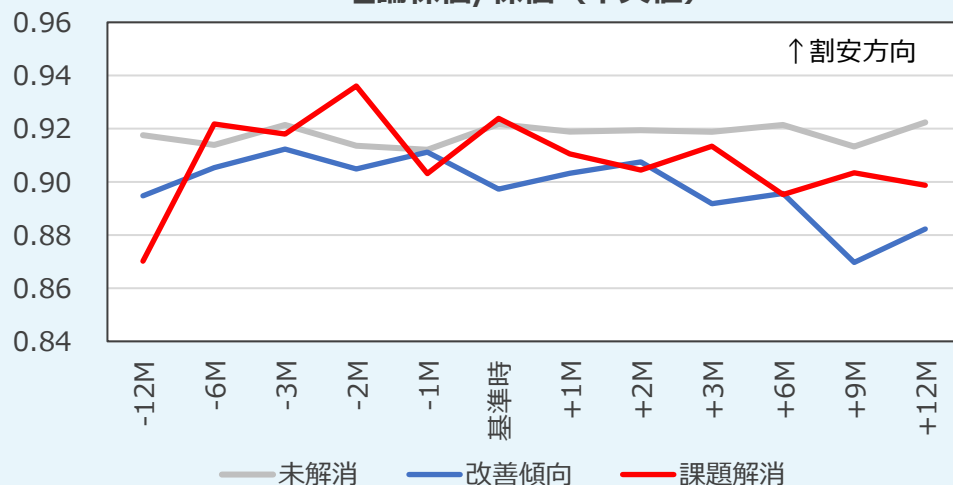
✓ 計画中：

情報セキュリティ管轄独立組織・専任担当役員・情報セキュリティ委員会の新設

今後の注視ポイント

- 再発防止策の円滑な展開とサプライチェーン復旧の確認
- 今回の対応によるサプライチェーンのレジリエンス強化

理論株価/株価（中央値）



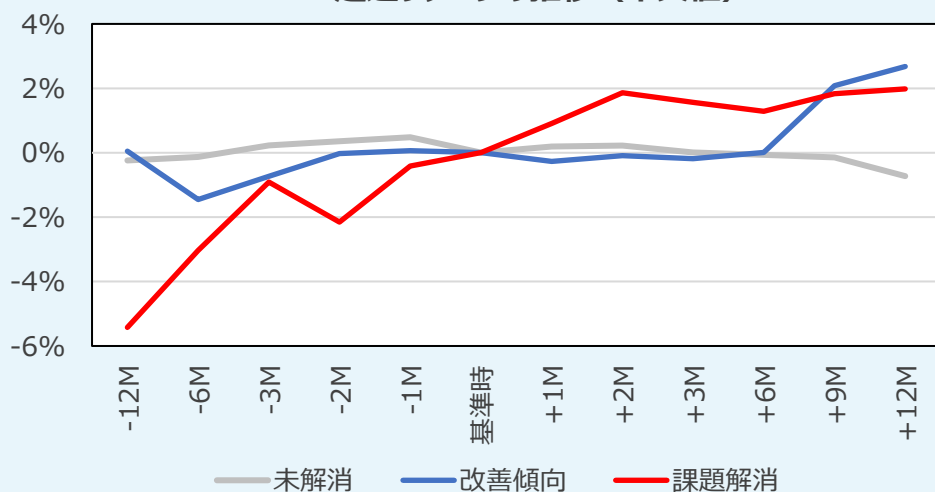
理論株価対比での割安度

対話結果別にPBR-ROEモデルに基づく理論株価/株価の中央値を比較し、未解消・改善傾向・課題解消で市場評価の推移に違いがあるかを確認

「改善傾向」と「課題解消」では、対話後3か月程度でやや割高方向に動く一方、「未解消」では大きな変化は見られない

対話活動により課題が解決していくことで、ROE対比でバリュエーションが上昇したことを示唆していると考えています。

超過リターンの推移（中央値）



業種相対パフォーマンス

対話結果別に対業種指数対比での超過リターンの中央値を比較し、未解消・改善傾向・課題解消で市場評価の推移に違いがあるかを確認

「未解消」の横ばい推移に対し、「課題解消」では対話実施前から後にかけて、「改善傾向」では半年程度ラグをおいてからアウトパフォーム

対話活動による課題解決の過程で超過リターンが生じている可能性があると考えています。

対象データ：2017年度以降の対話データ

エンゲージメントの実効性を高めるべく、活動方針・テーマ等を見直しを行っています。
2025年度から2026年度にかけては、下記の通り重点テーマの見直しを行いました。

重点テーマ	2025	社会的関心	企業対応	対話余地	2026	見直し理由
女性取締役	○	→	↑	↓	—	近年、コーポレートガバナンス・コードの改訂や東証プライム市場における女性役員比率目標の設定などを背景に、多くの企業で女性取締役の登用が着実に進展しており、当初の目的が一定程度達成されたため重点テーマから外すこととしました。
政策保有株式	○	→	↑	↓	—	株式持ち合いの解消に向けた開示強化や資本効率重視の経営が浸透し、多くの企業で政策保有株式の縮減が進みました。エンゲージメントによる働きかけの成果が現れつつあることから、重点テーマから外すこととしました。
脱炭素	○	→	→	→	○	中長期的に重要な経営課題であることに変わりはなく、政策動向や技術進展に左右される要素は大きいものの、排出量取引制度の本格導入など足元での制度整備が進みつつあることを踏まえ、引き続き対話継続テーマと位置付けます。従来の中長期的な論点整理に加え、より現実的な課題を意識した対話方針に転換します。
取締役会構成	○ (独立性)	→	↑	↑	○ (スキル面)	これまで独立社外取締役の人数比率など形式的要件を中心に確認してきましたが、今後は取締役個々のスキルや経験、スキルマトリックスの充足性など、実効性の観点をより重点的にエンゲージメントする方針へと転換していきます。
人的資本	○	↑	→	↑	○	人材は企業価値創造の源泉であり、人的資本経営の高度化は持続的成長に不可欠な要素と考えています。開示の質的向上や人材戦略と経営戦略の連動など、引き続き深掘りすべき論点が多いため、重点テーマとして継続します。
気候変動対応 気象災害対応	○ 気候変動	→	↑	↑	○ 気象災害	これまで長期的な移行リスクを中心に扱ってきましたが、近年の豪雨・猛暑・大型台風など気象災害の頻発により、事業への物理的リスクが顕在化していることから、短・中期的な経営課題として捉え直します。
AIと人権	—	↑	→	↑	○	生成AIの急速な普及により、差別的アウトプット、プライバシー侵害、労働への影響など新たな人権リスクが顕在化しています。企業のAIガバナンス体制や倫理的活用への取り組みを重点的に確認する必要があるため、新たな重点テーマとします。
サイバーセキュリティ	—	↑	→	↑	○	サイバー攻撃の高度化により事業継続への脅威が増大するなか、コーポレートガバナンス・コードの改訂でも対応強化が求められるなど、経営上の重要課題としての位置づけが一層鮮明になりました。企業のガバナンス体制やリスク管理の実効性を確認するため、新たな重点テーマとします。

原則5

議決権行使に関する基本方針：企業価値向上に資する議決権行使の考え方

当社は、受託者責任を果たすため、形式的な判断ではなく、「中長期的な投資先企業の持続的成長」と「長期的な株主価値の最大化（企業価値向上）」に結びつく議決権行使を基本方針としています。

ガイドライン
特徴

[ガイドラインの詳細はこちら](#)

企業価値を重視した実効的なガバナンス体制

経営監督機能を厳格化し「実効性」と「多様性」のある取締役会を構築することで、株主価値の最大化を求めます。一定比率以上の独立社外取締役の確保や取締役会における多様性の拡大を求めます。また、政策保有株式等の資本の非効率性に対する懸念を表明するとともに、業績や株価の低迷が継続する企業においては、社外取締役を含む現経営陣の再任議案に反対します。

成長と分配の規律

企業の持続的成長と株主還元のバランスを重視し、適正な利益分配と過度な内部留保の抑制を求めます。財務体質が十分健全であるにもかかわらず株主還元が十分でない企業には反対します。判断の際には企業の成長投資も勘案しており、創出キャッシュを適切に成長投資に振り向け、一定以上の資本効率性を達成している場合には、必ずしも還元の拡大を求めないこととしています。また、純資産に対して過大な配当を行うなど、財務の健全性を欠く分配にも反対します。

「株主価値の最大化」を目的とするモニタリング設計

企業経営者と株主の利益最大化が一致するための監督・インセンティブ設計を求めます。株式報酬制度等の株主と経営陣の長期的な利害が一致するインセンティブ設計を支持します。退職慰労金等の年功色の強い報酬設計には否定的に判断するとともに、報酬金額が職責に照らして過大でないかもチェックします。また、株主価値を損なうような不適切行為が認められた企業においては、経営陣の選任について慎重に検討を行います。

少数株主（一般株主）の利益保護

支配株主や経営陣の利益が優先され、一般株主の利益が不当に損なわれることがないように求めます。平時からの買収防衛策の導入には原則として反対します。また、支配株主を有する企業に対しては過半数の独立社外取締役の選任を求め、特定株主のみを優遇する懸念のぬぐえない取締役の選任などの株主提案には反対します。

05 国内株式議決権行使ガイドラインの改定

取締役会の多様性（女性構成比率）に関する議決権行使基準の厳格化（2026年4月適用）

取締役会における女性構成比率について、以下の通り国内株式議決権行使ガイドラインを改定しました。

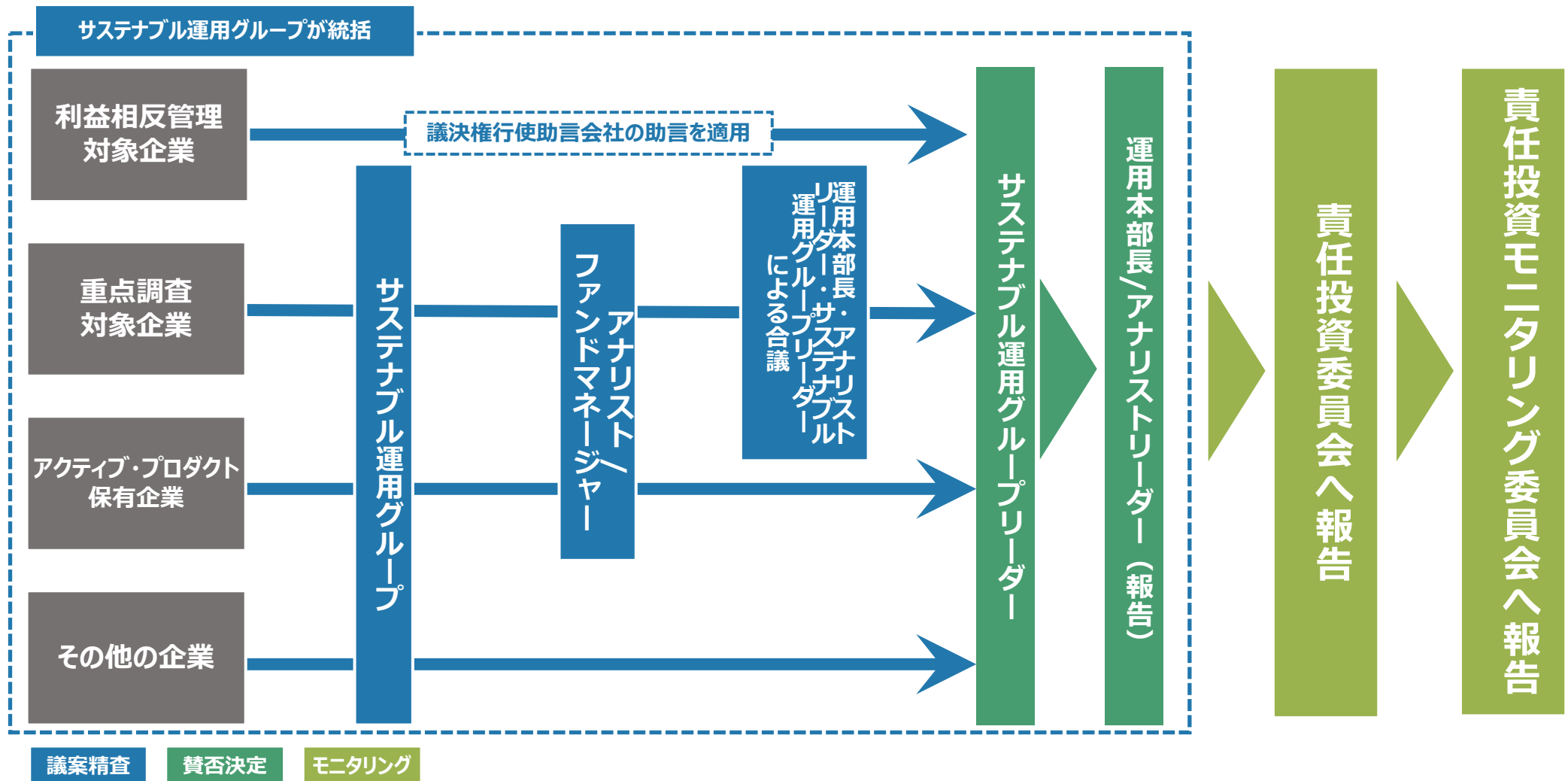
	【旧】	【新】
取締役の選任	取締役会において、多様性確保の観点から、 <u>女性が1名以上選任されていない場合</u> 、経営トップである取締役の選任に原則として反対する。	取締役会において、多様性確保の観点から、 <u>女性構成比率が10%未満の場合</u> 、経営トップである取締役の選任に原則として反対する。

改定の背景

- 当社では、取締役会構成において一定の多様性を確保することが中長期的な企業価値向上に資すると考えています。
- 2023年6月に政府が公表した『女性版骨太の方針案』では、プライム上場企業を対象に「2030年までに女性取締役員30%以上をめざす」ことが記され、女性取締役の登用に向けた動きが加速しています。
- 実際に当社の投資先企業についても、プライム上場企業のほぼ全ての企業、プライム以外でも約9割の企業において女性取締役が1名以上選任されており（2025年9月末）、「1名以上の選任」は取締役会の多様性確保の起点としては一定の役割を終えつつある状況にあると認識しています。
- 当社は、投資先企業に対してさらなる取締役会の多様性向上を求めていく観点から、上記のような社会的潮流や投資先企業における多様性確保の進捗も踏まえつつ、女性役員比率に関する基準を「1名以上」から「10%以上」へ引き上げることとしました。
- 今後も、投資先企業の状況や社会的動向を注視しつつ、企業価値の観点から必要に応じて基準の見直しを継続的に検討してまいります。

議決権行使に関する方針、体制および概況

運用戦略部サステナブル運用グループが議決権の行使を統括し、サステナブル運用グループ、アナリストおよびファンドマネージャーが議案の精査を行います。当社の親会社や主要取引先に対する議決権行使は、利益相反回避のため、議決権行使助言会社の助言に従い議決権を行使します。



事例 1 【株価基準】 半導体関連A社**株価基準**

議決権行使においては、企業業績の状況を重視し、業績不振企業においては経営の改善を求めることを基本としています。財務実績のみならず、将来期待や市場の経営者評価等を考慮するため、中長期的な業種指数対比の株価の状況も基準として採用しています。当該企業においては、過去3年の株価推移が業種対比で劣後していたことから、ガイドラインに照らして取締役選任議案での反対行使の対象となっていました。

**企業の状況
行使理由**

同社はAI関連売上に関する保守的な開示姿勢により、AI関連売上比率が低いという市場イメージから評価が高まらない状況が続いてきましたが、対象範囲をAIサーバー全体広げれば同社製品は広範に供給されており、市場評価が実態にそぐわないものとなっていました。一方で、当社としては同社のAI関連事業が牽引する業績成長の確度が高いと評価しており、今後開示が適正化することによって市場評価が好転する可能性が十分にあるものと考えていました。また、直近に行われた事業売却に代表される「選択と集中」の迅速な断行は、経営陣の優れた執行力を裏付けるものと考えられ、売却に伴う余資を自社株買い等の株主還元策強化に活用する方針が示されるなど、資本効率の向上が図られている点も評価していました。そのため、足元の株価低迷は、必ずしも経営能力の問題に起因するものではなく、AI関連売上の見え方や事業ポートフォリオ再編の過渡期における市場評価の影響を強く受けている可能性があるかと判断しました。中長期的な企業価値向上に向けた現経営陣による資本効率向上への実行力を評価し、現体制の継続を支持するため、取締役の再任に賛成しました。

今後の方針

本賛成判断を経て、今後は同社経営陣に対し、構造改革の実効性についてモニタリングを行っていきます。足元の株価は開示改善への期待から上昇基調にありますが、この市場評価を確固たるものにするため、継続的なエンゲージメントを続けていきます。特に、資本コストや株価を意識した経営の浸透に向け、成長投資と株主還元のバランス、ガバナンス構造の実質化について、継続的に対話を重ねてまいります。

事例2 【業績基準】 化学B社

業績基準

議決権行使においては、企業業績の状況を重視し、業績不振企業においては経営の改善を求めることを基本としています。当該企業においては、過去3期のROEが5%未満にとどまっており、業績不振企業の基準に該当するため、ガイドラインに照らして取締役選任議案での反対行使の対象となっていました。

企業の状況
行使理由

同社の従来の企業文化として、事業継続が前提であり赤字でも事業継続するとの考えがあったことから、過去の構造改革では抜本的な収益改善に至っていませんでした。過去の研究開発や投資において収益化している事業は一部にとどまり、主力である繊維事業等の収益性は厳しい状況が続いており、数量と売上拡大を優先していたことから原燃料価格高騰による費用増を価格に転嫁せず利益率が低下傾向にありました。2023年の現社長就任後、戦略的プライシングと構造改革を断行し、収益性重視へ転換、システム基盤の整備、生販技研連携による付加価値創出、価格改定前後の数量・単価・販促費・利益の可視化による管理体制構築などを実施し、収益・ミックスの改善が進んだことから、ROEは5%に満たないものの改善傾向にありました。

構造改革面では、赤字・低採算に陥った事業の生産体制の変更や停止などによる固定費の削減、品種構成の変更による収益改善を進めています。同社の構造改革において事業縮小・撤退が行われたのは今回が初めてであり、ROIC経営の社内浸透による構造改革が奏功しています。また、現中計において採算性の低い事業の構造改革を進めていく計画です。現経営陣による戦略と実効性を評価し、2023年以降に就任した役員の選任に賛成しました。

今後の方針

今後は、実行中の構造改革の進捗と効果についてモニタリングしていく方針です。具体的には、現経営陣の元で進められる「戦略的プライシング」による価格転嫁と付加価値向上の継続性や、今般導入した事業縮小・撤退の仕組みを活用した低採算事業の整理とそれに伴う固定費削減効果をモニタリングしていきます。また、ROICの社内浸透を軸とした中長期的な資本効率（ROE等）の向上を軸に継続的なエンゲージメントを続け、次年度以降の議決権行使において適切に同社の状況を反映させる方針です。

事例3 【株主還元・成長投資】 自動車部品・組立C社

株主還元
成長投資

議決権行使においては、過度の内部留保を維持し、低水準の配当政策を継続する企業に対しては反対行使することとしており、具体的には自己資本比率が50%を超え、配当性向が30%以下の企業には反対する方針です。一方で、創出されたキャッシュを適切に成長投資へと振り向け、資本収益性等の一定の成果を確保している企業に関しては、当該企業の状況を考慮することとしています。

企業の状況
行使理由

C社は、事業構造の変革期にあり、既存の主力事業で安定的なキャッシュを創出しつつ、次世代事業へと事業ポートフォリオ転換を進めていました。長期ビジョンおよび新たな中期経営計画において、成長領域への積極投資と収益基盤の強化を両立させる方針を掲げ、設備投資および研究開発を大幅に拡充していました。剰余金処分議案に関しては、配当性向等の株主還元指標が当社ガイドラインに定める基準に達しておらず、通常であれば反対の判断となる状況でしたが、成長投資が営業キャッシュフローに対して十分に高い水準に達していたため、積極的な投資姿勢がうかがえました。企業が成長のために資金を投資へ振り向けることで株主還元は一時的に抑制されることとなりますが、こうした成長投資型の企業は、その後に収益拡大、資本効率の向上等を通じて中長期的な企業価値向上に結び付くことから、本議案には賛成と判断しました。

今後の方針

投資フェーズから収益化フェーズへの移行が計画通りに進むかは重要であり、成長投資の進捗と投下資本利益率の推移、営業利益率の改善持続性、フリーキャッシュフローの創出力、そして新たに掲げられた累進配当およびDOEを軸とする株主還元方針の実行状況を定点観測していく方針です。加えて、これまでの対話で課題として提示してきたバランスシート運営方針の明確化、政策保有株式の縮減、マテリアリティと企業価値向上経路の関連付け、人材ポートフォリオの開示等についても、進捗を確認しながら建設的な対話を継続します。投資の果実が資本効率と株主価値へと確実に還元される経路を伴走支援し、次期以降の議決権行使判断においてその成果を再評価したいと考えています。

事例 4

株主提案 【自己株式取得】 食品D社

株主提案

議決権行使においては、株主提案は原則個別に判断することとしており、当社のガイドラインの趣旨と合致した内容の提案であり、中長期的な株主価値向上に資すると判断される場合は、賛成します。一方で、一般株主の株主価値の毀損をもたらすと判断される提案や株主提案の内容等が十分に説明されない提案等には反対します。増配・自己株式取得の提案に関しては、提案されている配当・自社株買いの金額と対象企業の財務状況、投資計画等を勘案して判断することとしています。

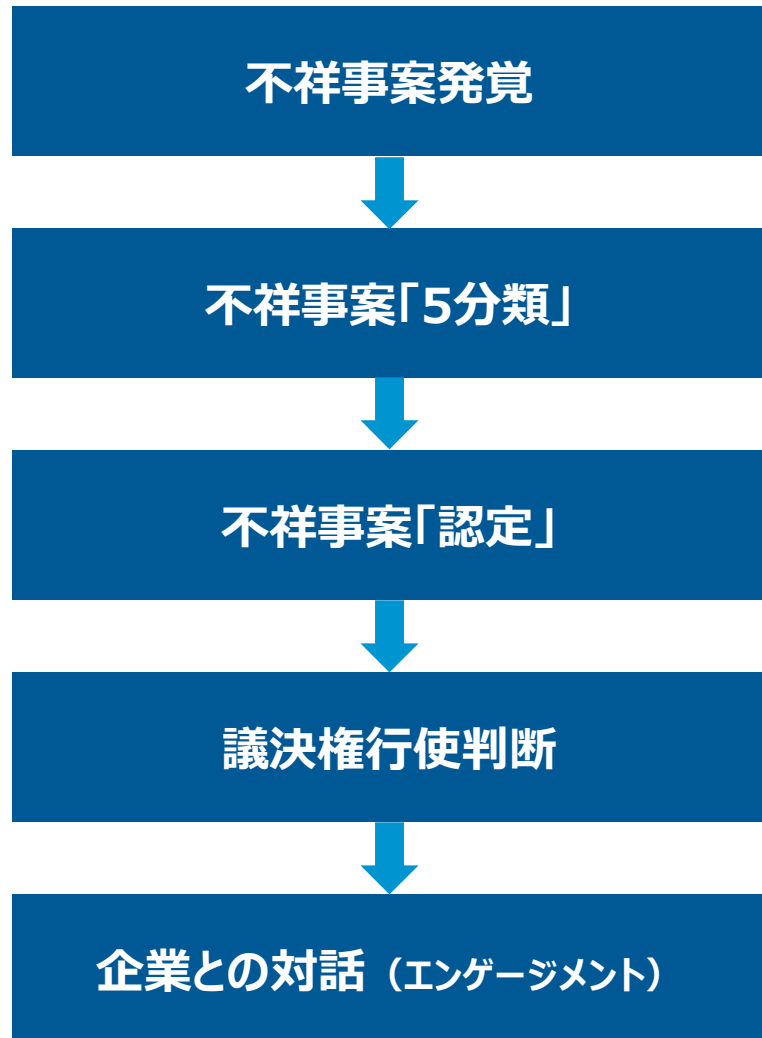
提案内容

提案株主は、D社が自己株式の取得を再開したことや総還元性向の目標を導入したことを評価しつつも、依然として自己資本比率が高く純資産の過半が現預金や投資有価証券という純財務資産で構成されていることで、ROEを構造的に押し下げていると指摘していました。東証が要請する資本コストや株価を意識した経営、コーポレートガバナンス・コード改訂議論における保有現金の合理性説明責任の観点から、明確な使途を伴わない余剰資金滞留は経営課題であるとして、自己株式の取得を提案していました。

企業の状況
行使理由

同社の財務状況を分析し、豊富なネットキャッシュや投資有価証券を保有する一方で、有利子負債は極めて少なく、保守的な財務構造であることを確認しました。同社が中期経営計画で掲げている成長投資や株主還元を考慮しても、今後3年間でキャッシュが大幅に減少する可能性は低く、余剰と思われる資金が滞留している状態であると判断しました。

このような状況から、株主提案における自己株式取得を実施したとしても、同社の財務安定性と経営計画の実効性を直ちに阻害するものではなく、手元資金を適正化し、資本効率を向上させることは、中長期的な株主価値向上に資するものと判断したため、本株主提案に賛成しました。



不祥事案に対する基本姿勢

- ◆ 中長期視点：短期的な影響だけでなく、中長期的な持続可能性を重視
- ◆ 統合的視点：事案だけでなく事前の体制、再発防止策等も総合的に考慮
- ◆ 伴走支援型：課題認識・指摘で終わらず、「伴走者」としての支援姿勢
- ◆ 対話重視型：議決権行使に止まらず、継続的かつ建設的な対話を実施

分類1：業務停止・行政処分等

分類2：書類送検・刑事訴追等

分類3：会計不正・取引所処分等

分類4：課徴金・罰金納付命令等

分類5：その他不祥事案

役員選任議案「反対」対象類型

反対検討 対象類型	対象類型①	対象類型②	対象類型③	対象類型④
	反対せず	担当役員	担当役員 + 経営トップ	担当役員 + 経営トップ + その他役員
「重大性」 包括的判断 軸適用・考慮	主な着眼点			
	☐ 企業価値影響 軽微 ☐ 事象影響範囲 現場執行レベル 影響範囲限定的 ☐ 時間軸・発生期間 経営陣関与度 認定されず ☐ 体制全面刷新 反対対象存在せず ☐ 事後対応 調査・再発防止策等 適切で十分な対応	☐ 企業価値影響 軽微ではなく中位 ☐ 事象影響範囲 現場執行レベル 影響範囲限定的 ☐ 時間軸・発生期間 経営陣関与度 認定されず ☐ 事象管掌領域 事業部門 担当役員レベル ☐ 経営トップ所管部門等 経営トップに反対	☐ 企業価値影響 重大 ☐ 事象影響範囲 全社レベル／範囲大 コアビジネス影響 ☐ 時間軸・発生期間 経営陣関与度 認定 ☐ 組織文化 企業風土／体質 ☐ 内部統制不備 監督機能低位 ☐ 事後対応許容レベル	☐ 企業価値影響 重大 ☐ 事象影響範囲 全社レベル／範囲大 コアビジネス影響 ☐ 時間軸・発生期間 経営陣関与度 認定 ☐ 組織文化 企業風土／体質 ☐ 内部統制不備 監督機能不全 ☐ 事後対応不備・不適切
	L（軽）			H（重）

不祥事案：「重大性」包括的判断軸フレームワーク

<主な着眼点>

不祥事案の「重大性」を包括的に評価する判断軸（体系的な評価に基づく総合判断）

- | | |
|------------------|----------------------|
| ■ 財務面：利益への影響 | ⇒ 経常利益対比等、利益面への影響 |
| ■ 範囲面：事象影響範囲 | ⇒ 事象の拡大影響・範囲 |
| ■ 時間軸：対象期間・頻度 | ⇒ 継続期間、過去の再発状況等 |
| ■ 関与度：経営陣の関与度 | ⇒ 経営トップ含む経営陣の関与度合い |
| ■ 文化面：組織文化・風土 | ⇒ 企業カルチャー、権限集中、隠蔽体質等 |
| ■ 統制面：3ラインディフェンス | ⇒ 事業・管理・監査部門の統制状況 |
| ■ 機能面：役割機能発揮 | ⇒ 取締役、経営陣等の役割・機能の発揮度 |
| ■ 防止策：再発防止策・対処 | ⇒ 調査、事後対応、再発防止策の有効性 |

（2軸マテリアリティ・アプローチ）

<ダブル・マテリアリティ概念を判断軸としたフレームワーク>

- 企業価値への影響
⇒ 【自社】：短期・中長期的な企業価値への影響（非財務面含む）
- ステークホルダーへの影響
⇒ 【社会】：株主・従業員・取引先・外部環境等への影響

<マテリアリティ・マトリクス>

企業価値への影響およびステークホルダーへの影響
2軸のマテリアリティによる不祥事案の「重大性」評価

ステークホルダーへの影響	H	中位	重大	重大
	M	中位	中位	重大
	L	軽微	中位	中位
		L(軽微)	M(中位)	H(重大)
		自社の企業価値への影響		

対話（エンゲージメント）につながる議決権行使

議決権行使は「対話の起点」 — TMAMスチュワードシップ活動の基本姿勢

- ・議決権行使は「終点」ではなく、企業との建設的対話の「起点」
- ・反対票は「批判」ではなく、企業価値向上への「伴走者」としての意思表示
- ・行使結果のフィードバックから始まる継続的対話を通じて、企業の自律的な改善を促し、価値向上につなげるサイクル

議決権行使 → 建設的対話 → 継続的モニタリング → 企業価値向上のサイクル



議決権行使は「対話の到達点」であると同時に「新たな対話の出発点」—— PDCAとしての位置付け

事例

【不正会計事案】 通信E社

不祥事案
概要

同社の連結子会社・孫会社において不適切な取引の疑惑が浮上し、その後の調査の結果、決算発表の延期等を経て、複数年に亘る売上の架空計上の発覚および過年度決算の修正が公表されました。売上の架空計上は5年以上に亘って行われており、グループファイナンスなどを背景に規模が拡大、発覚直近時点では年間数百億円規模の売上・利益、不正期間全体での売上架空計上額は数千億円規模という巨額なものとなりました。対象事業の売上のほぼ全額が架空計上によるものであり、関連するごく限られた社員のみにより実行され、複数年に亘って、発覚を免れたというガバナンス・内部統制体制の不十分さも浮き彫りとなりました。

再発防止策
引責状況

本件不祥事を受けて、外部弁護士を中心とする調査委員会が設置され、当該連結子会社の主要な役員が辞任、主体となった従業員を解雇、その他監督責任を負う従業員についても処分が行われ、親会社においても、関連する主要役員の報酬の自主返納等が行われました。調査報告書を基に課題の洗い出しおよび再発防止策の策定が行われており、連結子会社においては主に取引先・与信管理基準の見直し、親会社においては子会社管理のモニタリング体制再構築、グループファイナンスプロセスと財務モニタリングプロセスの強化等が挙げられています。ビジネス特性の異なる事業会社が増加する中において、事業特性を考慮した新規事業に対するリスクやキャッシュフロー管理の不十分さも原因の一端として調査報告書において指摘されました。

行使判断
判断理由

当事案は、グループ全体の収益規模に照らせば単年度当たりの影響額は軽微であるものの、複数年に亘る不正によって、当該事業の売上のほぼ全額が架空のものであった点、純粋な会計上の売上取り消しのみならず数百億円にのぼる外部流出を招いた点は、グループガバナンスの欠如として問題は大いだと当社では評価しています。本件不正が2018年頃より開始され、2022年頃より規模が拡大し2025年まで継続されていた点を考慮すると、当該期間において代表取締役社長およびCEOを務めていた現代表取締役会長、および2020年よりコーポレート統括本部・経営管理本部長を歴任し2023年よりCFOを務めている現取締役CFOについては、グループガバナンス構築・モニタリングの責任を追及すべきものと判断し、両名の再任に反対しました。今後は、再発防止策への取組状況と進捗および子会社管理のモニタリング体制再構築等に関して当社の課題認識を共有するとともに、親会社との建設的な対話を通して確認していくこととしています。

議決権行使に関する方針、体制および概況

会社提案

		賛成	反対	総計（*4）	反対比率
会社機関に関する議案	取締役の選解任	8,070	1,654	9,724	17.0%
	監査役の選解任	608	44	652	6.7%
	会計監査人の選解任	17	0	17	0.0%
役員報酬に関する議案	役員報酬（*1）	412	54	466	11.6%
	退任役員の退職慰労金の支給	0	16	16	100.0%
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	723	15	738	2.0%
	組織再編関連（*2）	14	0	14	0.0%
	買収防衛策の導入・更新・廃止	3	24	27	88.9%
	その他資本政策に関する議案（*3）	42	0	42	0.0%
定款に関する議案		275	9	284	3.2%
その他の議案		0	0	0	-
総計		10,164	1,816	11,980	15.2%

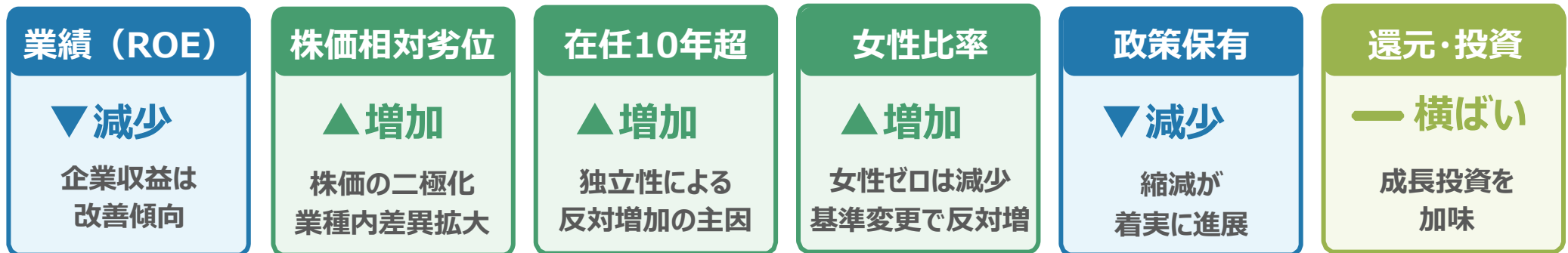
株主提案

	賛成	反対	総計（*4）	反対比率
総計	34	249	283	88.0%

（*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・改定、役員賞与等（*2）合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等
（*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、種類株式の発行等（*4）棄権・白紙委任については該当無し

2025年7月から2026年6月の当社の反対理由の変化

＜会社提案議案への主要な反対理由＞



主な会社提案議案に関する傾向

- ROEや営業赤字等の業績不振関連の基準に抵触する企業は減少し、企業収益の改善が確認されました。
- 他方で、急激な日本株市場の上昇の中で、業種内で劣後する企業が増えるなど、株価リターンの二極化も見られました。
- 独立性基準に抵触する社外取締役は微増となり、その大半は在任期間が10年超となったことによるものでした。
- 女性取締役0名の企業は減少したものの、当社が基準を引き上げたことで、女性比率を理由とした反対は増加しました。
- 株主還元の不足を理由とする反対は横ばいとなり、成長投資を加味して賛成した企業の数も昨年と同水準となりました。
- その他、社外取締役への株式報酬の付与議案がわずかながら増加、議決権行使基準日の変更議案が若干見られました。

買収防衛策

導入・継続
議案数

▲ 増加

<当社方針>

平時からの事前警告型買収防衛策
の設置には原則反対

▶ 有事の対抗措置が新たに出現

企業不祥事

不祥事認定
企業数

— 横ばい

<当社方針>

価値毀損の程度、責任の明確化、
事後対応等を個別に精査
社外役員等の監督状況も勘案

株主提案

議案数
対象社数

▼ 減少

<主なテーマ>

- 自社株買い・増配
- 取締役の追加選任
- 総会基準日の変更

特徴的な議案

- アクティビスト投資家等による被買収の蓋然性が高まった際における対抗措置などの新たな議案が散見されました。
- 企業不祥事の件数は横ばいとなりましたが、大規模な会計不正等の重大事象が複数見受けられました。
- 株主提案については、気候変動関連の提案が見られず、株主還元の強化とガバナンスの改善が中心テーマとなりました。

今後の取り組み

- 有事の対抗措置や議決権基準日変更などの新たな類型の議案について、ガイドライン化による規範的対応を検討します。
- 企業業績の改善に株価が追随せず、業種内相対株価の乖離が拡大している状況を踏まえた評価の在り方を工夫します。
- ガバナンスコードの改訂等も受け、成長投資と株主還元のバランスに関する議決権行使のより高次の実効性を追求します。

原則6

お客様への定期報告および情報発信

当社は、投資先企業との対話内容に加え、議決権行使結果等のスチュワードシップ活動について、原則として定期的にお客様に報告を行い、HP上に開示します。報告内容に関しては、有益と考えられる投資先企業との対話事例等、お客様の理解を促すうえで、より適切なものとなるよう工夫・改善を図っています。具体的には、年金基金のお客様を中心に、個別のご要請に応じてスチュワードシップ活動に関する報告会を年1回程度実施しているほか、「[議決権行使結果](#)」および「[スチュワードシップ活動の振り返りと自己評価](#)」を当社HPに掲載しています。また、スチュワードシップ活動のみならず、当社のサステナビリティに関する活動状況等をご理解いただくため「サステナビリティ・レポート」を別途発刊しています。

第2回『日経 機関投資家レポートアワード』グリーン賞受賞

サステナビリティレポート



「サステナビリティ・レポート2025」においては、スチュワードシップ活動や気候変動対応、TNFDに基づく生物多様性リスクの定量分析など、非財務情報の開示をさらに高度化させました。こうした多角的なサステナビリティ開示への先進的な取り組みが市場で客観的に評価され、第2回『日経 機関投資家レポートアワード』において「グリーン賞」を受賞いたしました。また、開示資料の拡充に留まらず、環境省等のワーキンググループ参画を通じて得た知見をもとに、ネイチャーポジティブや脱炭素の推進に向けた投資先企業との建設的なエンゲージメント（対話）を継続的に実施し、その進捗状況をアセットオーナーの皆様へ透明性高く報告しています。[「サステナビリティ・レポート 2025」](#)
([当社HPリンク](#))

振り返りと自己評価



議決権行使結果

The image shows a screenshot of the 'Domestic Shareholder Resolution Exercise Results' page. It includes a table with columns for 'Resolution Title', 'Resolution Content', 'Resolution Date', 'Resolution Result', and 'Resolution Rate'. The table lists various resolutions and their outcomes.

書籍の発行「気象予報士が教える 天気×業績予想・開示の実務」



スチュワードシップ活動の知見と成果を活かし、独自の高度な情報発信とリサーチ力の還元として、気象予報士資格を保有する運用戦略部サステナブル運用グループの夏目宏之が『気象予報士が教える 天気と企業業績・開示の実務』を中央経済社より2026年5月1日に上梓しました。

天候リスクへの対応は喫緊の課題となっています。本書では、「天気が企業業績に与える影響」という定量化が困難であった領域に対し、気象の基本的な仕組みから、影響額を算出。開示するための実務ポイント、さらには企業価値向上につながる天気の活用法まで網羅し、幅広い投資家の皆様に役立てていただけるよう、実践上のポイントを整理・解説しています。

- 第Ⅰ部 天気の仕組みを理解しよう
- 第Ⅱ部 天気に関するデータを活用して分析しよう
- 第Ⅲ部 分析結果をうまく伝えよう

原則7

07 スチュワードシップ活動のための実力養成

スチュワードシップ活動のための実力養成

2025年度 重点取組み

2025年度は、組織的な取組みとして、スチュワードシップ活動に関する社内勉強会の実施に加え、アナリスト、ファンドマネージャー、サステナブル運用グループメンバーが参加するスチュワードシップ会議の定期開催など、スチュワードシップ活動のサポート体制の充実を図っています。投資先企業との対話に関する能力向上が、スチュワードシップ活動における重要な要素と考えており、対話促進部会とスチュワードシップ会議において、投資先企業の価値向上や持続的成長に有効であったと考えられる活動を共有し、実効性のある事例を蓄積することで、知見を高めました。

当社は、責任ある機関投資家として、投資先企業との対話を、建設的かつ当該企業の持続的成長に資する有益なものとしていくために、スチュワードシップ活動を適切に行うための実力を、運用の現場において養成していくことが重要と考えます。アナリスト、ファンドマネージャー、サステナブル運用グループメンバーが日々研鑽を積み、投資先企業と緊張感を持った有益な対話が行えるよう努めます。



西東京市

当社従業員が西東京市環境審議会の副会長として2026年7月より活動しております。



当社従業員がなでしこ銘柄選定基準等検討委員会の委員として2026年7月より活動しております。

07 実力養成のための取組み（社内での取組み）

専門家との議論・意見交換を通じて得た知見をスチュワードシップ活動に反映するだけでなく、その知見を社内関連部署にも共有し組織的なナレッジとして蓄積することで、より効果的なスチュワードシップ活動とすべく取り組んでいます。

取組み事例 1 <サステナブル運用グループ内勉強会>

サステナブル運用グループでは、社内イントラネットを活用した部門横断の情報共有やスチュワードシップ会議における議論といった日常業務だけでなく、株主総会における議案傾向や、SSBJ等のサステナビリティ関連基準・規制の動向、東証改革や資本コスト等をテーマにグループ内勉強会を実施しています。



取組み事例 2 <運用担当向け勉強会>

外部有識者を招き、対話のテーマとなり得る内容について勉強会を開催することで、更なる実力の養成に努めています。一例として、人的資本経営に関する勉強会では、大学教授を招き、「人材への投資から企業がリターンを得る」という観点について、アカデミアにおける研究の視点と、当社の日々の分析・対話実務の両面から意見交換・議論を行いました。また、外部専門家から得た知見等を、業種担当アナリスト等に向けた勉強会の形で社内へ展開することで、企業価値評価や対話の質的向上を図っています。



取組み事例3 <全社員向け勉強会>

2025年度には、サステナブル運用グループのメンバーが、「投資家目線のサステナビリティ考」というテーマで、3回にわたり、全社員向け勉強会を開催しました。多くの社員が勉強会に参加し、実施後アンケートからは、「サステナビリティに対する理解は深まった」等、勉強会に満足する声が多く寄せられました。



2026年6月末現在で当社が参画している主なイニシアティブ

Signatory of:



地方創生 SDGs
官民連携
プラットフォーム



私たちは持続可能な開発目標 (SDGs) を支援しています。

当社は2016年から21世紀金融行動原則の運営委員かつ共同運営議長を務めており、署名金融機関が持続可能な社会の形成のために必要な責任と役割を果たせるように、会の運営に関与しています。2025年度は、組織の在り方に関する意見交換を行い、署名機関がコミットメントを高める仕組みの必要性について議論を行いました。具体的な施策として、地方での運営委員会の開催などを提言し、検討が始まっています。

当社は2023年6月に生物多様性のための30by30アライアンスに加盟しました。また、当社社員が2023年9月に環境省の「支援証明書モデル的試行ワーキンググループ」に委員として参加しています。同ワーキンググループは、2024年度に「支援証明書試行ワーキンググループ」となり、当社社員は継続して委員に任命され、30by30目標達成に資する制度設計の議論に貢献いたしました。

当社は、サステナビリティを幅広い視点で捉え、地方創生や経済安全保障、文化保全など多岐にわたる課題に取り組んでいます。特に地方創生においては、SDGsの国内実施を促進し、地域の社会課題解決に貢献するため、2025年6月に地方創生SDGs官民連携プラットフォームへ参画しました。

サマリー

スチュワードシップ活動の実施状況の自己評価

原則

取組内容

自己評価

原則1 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各種方針を策定・公表しており、公表した方針に沿ったスチュワードシップ活動を実践しています。また、スチュワードシップ責任をより効果的に果たすための機構改革を実施しました。

スチュワードシップ責任を果たすための各種方針を策定・公表し、公表した方針に沿ったスチュワードシップ活動を実践しています。議決権行使ガイドラインの適時適切な改定等、サステナビリティ課題に関しても、適切に対応していると評価しています。

原則2 利益相反の管理

「利益相反管理方針」を定め同方針に基づき、利益相反のおそれがある対象に関し、適切に管理を実施しています。

利益相反の管理は、社外取締役が議長として運用している責任投資モニタリング委員会において、問題がなく適切になされていると評価されています。

原則3 投資先の状況把握

企業の状況把握のための調査を行い、当該企業状況の的確な把握に注力しています。

投資先の状況把握に関して継続的かつ的確な調査が実施できていると評価しています。

原則4 建設的な対話

対象投資先企業、エンゲージメント項目、モニタリングの観点等を定め、中長期的な企業価値の向上を目的とした対話に取り組んでいます。またエンゲージメントの実績をモニタリングし、その結果を踏まえ次年度計画策定に活かしています。

対話成果が実現し、成果の見られた企業における企業価値の向上も確認されていることから、実効性あるエンゲージメントの実施ができていると評価しています。

スチュワードシップ活動の実施状況の自己評価

原則	取組内容	自己評価
原則5 議決権行使	議決権行使ガイドラインの改定（取締役会におけるジェンダー・ダイバーシティに関する基準の厳格化）を実施しました。議決権行使にあたっては、投資先企業の状況や対話・エンゲージメントを踏まえ、精査の上、賛否判断をしています。行使結果は原則として四半期ごとに責任投資委員会および責任投資モニタリング委員会に報告しています。	投資先の状況把握と対話等を踏まえ、基本方針やガイドラインに沿って、議決権行使が適切に行われており、また、責任投資モニタリング委員会からも問題がなく適切になされていると評価されています。
原則6 顧客・受益者への報告	スチュワードシップ責任を果たす取組みに関して、定期的にご報告・情報発信を行っています。議決権行使に関しては、当社HP上でガイドラインの開示、議決権行使結果の個別開示をし、議案の賛否判断に対する考え方をお伝えしています。これまでの情報発信・エンゲージメントの成果を踏まえ、2025年度は独自の高度な情報発信およびリサーチ力の還元として書籍を発刊しました。	当社のスチュワードシップ活動についてご理解を深めていただけるよう、お客様に対して適切に報告・開示していると評価しています。
原則7 スチュワードシップ活動のための 実力養成	また、外部有識者を招いた勉強会や日々のスチュワードシップ活動を含め得られた知見を、日常業務以外に加え、運用本部内や会社全体での勉強会等を通じ、社内でも共有し合うことで、組織全体の実力養成につなげています。	スチュワードシップ活動を通じて得た知見を組織的なナレッジとして蓄積しスチュワードシップ活動を展開することで、組織全体の実力向上に結実していると評価しています。

TMAMQuality

お客様の期待の一步先へ

<https://www.tokiomarineam.co.jp/>

