

投資先企業との対話（エンゲージメント活動）の概況 （2023 年度：2023 年 4 月～2024 年 3 月）

当社は投資先企業の中長期的な成長を促す観点から、企業と目的を持った建設的な対話（エンゲージメント）を行うことは機関投資家としての責務と認識しており、「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》の受入れを表明し、国連が提唱する責任投資原則（PRI）にも署名しています。

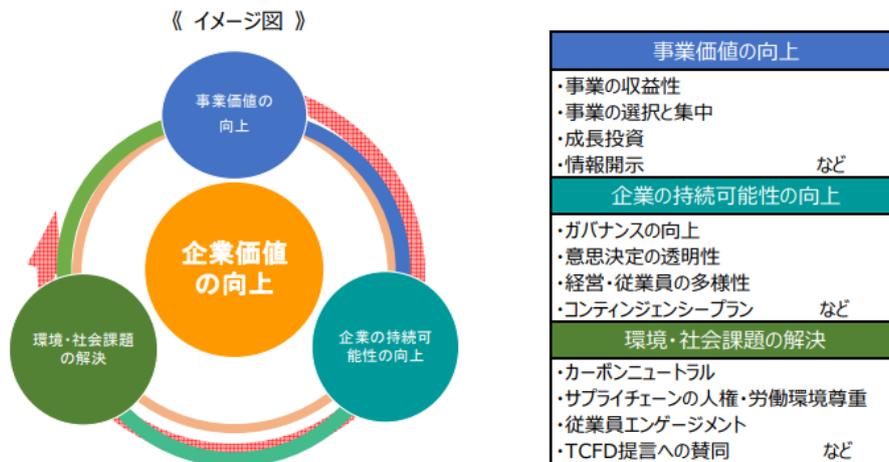
2023 年度は投資先（または投資候補先）企業の経営陣や IR 担当者等と、のべ 1,000 回を超える面談や、企業主催イベントへの参加を通じて、事業状況の把握や実態に基づいた建設的な対話を進める事が出来ました。また当社では、以前からエンゲージメント活動を重点的に行う重点対話企業を選定し、資産規模、人的資源に適した実効性の上がるエンゲージメント活動に取り組んでいます。重点対話企業の選定は、国内株式運用担当者、アナリスト、議決権担当者等で構成されるエンゲージメント会議で行っており、2023 年度は 26 社を重点対話企業に選定し、重点的に対話を行いました。

以下では、重点対話企業とのエンゲージメント活動についてご紹介します。

1. 重点対話企業とのエンゲージメントテーマ

投資先企業の企業価値の向上を目指して、「事業価値の向上」、「企業の持続可能性の向上」、「環境・社会課題の解決」の視点からエンゲージメント活動を行っています。

重点対話企業とのエンゲージメントテーマを決定するに当たっては、実効性の観点からテーマの優先順位や複数のテーマを設定する場合のバランスを取るように心掛けています。また、エンゲージメントの成果が企業価値向上の評価に繋がる時間軸も意識してエンゲージメントテーマを選定し、対話活動を実施しています。



2. エンゲージメント活動の進捗管理

2022 年度より企業との対話の取り組み状況を従来以上に把握するために、テーマごとに対話の進捗状況を「伝達」、「共有」、「計画策定」、「実行」、「達成」の 5 段階に分類して管理しています。

1	伝達	投資先企業が企業価値向上に向けて取り組むべきテーマ（課題）を当社が設定し、投資先企業に伝達
2	共有	当社が伝達したテーマ（課題）を投資先企業が認識
3	計画策定	投資先企業がテーマ（課題）への取り組みについて、具体的な計画を策定
4	実行	投資先企業がテーマ（課題）の解決に向けた施策を展開
5	達成	当社が投資先企業の施策を実効性のあるものと認識

（※投資先企業には、投資を検討している企業も含まれます）

3. 2023 年度の活動実績

2023 年度は重点対話企業 26 社に対して 67 のテーマについて重点的に対話を行いました（一つの企業に対して複数のテーマを設定している場合があります）。このうち「事業価値の向上」に関するテーマが 35 件（全体の 52.2%）、「企業の持続可能性の向上」に関するテーマが 17 件（同 25.4%）、「環境・社会課題の解決」に関するテーマが 15 件（同 22.4%）となっています。

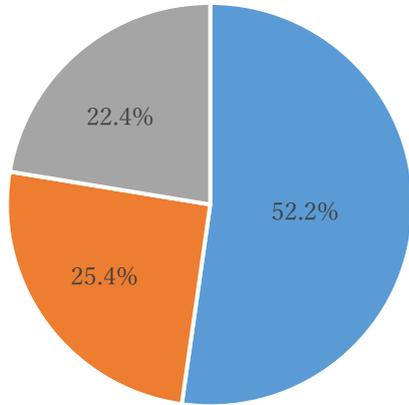
また、対話テーマを環境（E）社会（S）企業統治（G）の観点から分類すると E が 17.3%、S が 24.7%、G が 58.0%となっています（一つのテーマが複数の分野に関連している場合は、それぞれの分野でカウントしています）。

前年度実績と対比しますと、対話テーマ別では「事業価値向上」の比率が上昇しました。また ESG 分類別では「企業統治（G）」の比率が上昇しました。強い競争力や高い収益性を持つ事業を伸ばすために構造改革に取り組む企業との対話が進みました。

2024 年 3 月末時点の各テーマの対話の進捗状況は、「伝達」が 4.2%、「共有」が 41.7%、「計画策定」が 15.3%、「実行」が 16.7%、「達成」が 8.3%となっています。なお、対話を行っていく中で事業環境の変化などにより投資先企業が取り組むべきテーマ（課題）としての優先順位が低下したと判断したことにより、対話を中断したテーマが 13.9%となりました。

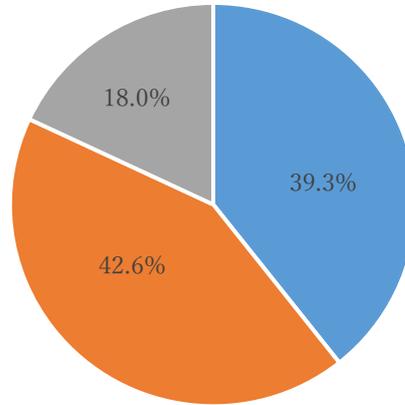
過去 1 年間では、企業に新たなテーマの伝達を開始する一方で、これまでに企業と共有したテーマのいくつかが計画策定・実行・達成のフェーズへと移行しました。東京証券取引所から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等」が要請された中で、政策保有株の削減や情報開示の拡充など企業価値を向上させるための取り組みについて対話しました。

対話テーマ別 2023年度



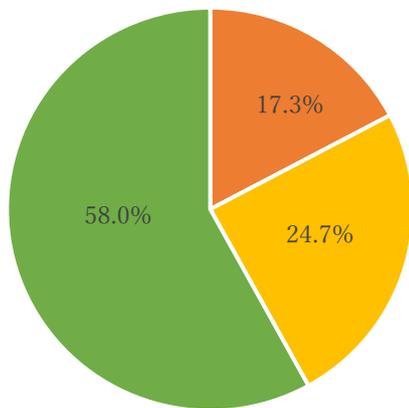
- 事業価値の向上
- 企業の持続性の向上
- 環境・社会問題の解決

対話テーマ別 2022年度(参考)



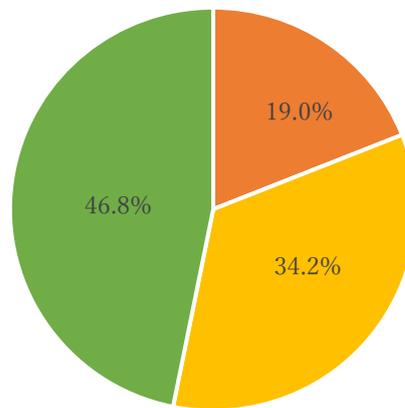
- 事業価値の向上
- 企業の持続可能性の向上
- 環境・社会課題の解決

ESG分類 2023年度



- 環境 (E)
- 社会 (S)
- 企業統治 (G)

ESG分類 2022年度 (参考)



- 環境 (E)
- 社会 (S)
- 企業統治 (G)

	伝達	共有	計画策定	実行	達成	中断
対話テーマ進捗比率 2023年度	4.2%	41.7%	15.3%	16.7%	8.3%	13.9%
対話テーマ進捗比率 2022年度 (参考)	3.3%	57.4%	8.2%	8.2%	14.8%	8.2%

(四捨五入の関係で合計が 100%にならない場合があります。)

4.エンゲージメント事例

《ケース①》

業種	その他製品
対話のテーマ	【テーマ（課題）】
	情報開示の改善、株式市場との対話の推進、事業価値向上
	【選定理由】
	コロナ禍でオフィス出勤率が激減した中でも新しいオフィスの在り方についての提案を増加させており、この企業の変革によりコロナ前を超える企業価値の向上が期待できると判断し、重点対話企業に選定しました。
対話の内容	コロナ禍において経営陣が交代したことをきっかけに、顧客オフィスの働き方改革支援や顧客社員のエンゲージメント支援を通じて、顧客企業の価値を高める取り組みを進めたことに着目しました。新しい事業価値を生み出していることを株式市場へ発信するために、情報開示の充実や四半期ごとの投資家説明会の開催を提案しました。コロナ禍からの経済再開だけでなく、持続的な成長を生み出す事業投資や、中長期的な株主還元のバランスについてどのようにキャピタルアロケーションをするべきであるかについて対話を進めました。
進捗状況 実行	決算説明会資料の拡充・事業成長の見通し・投資と還元のキャピタルアロケーションなどについて開示が充実し、エンゲージメントの中で議論した内容に対する回答が示されました。

《ケース②》

業種	化学
対話のテーマ	【テーマ（課題）】
	株主還元の拡充
	【選定理由】
	資本政策について明確な方針を打ち出していないことが企業価値を棄損していると考えており、対話を通じた働きかけによる企業価値上昇の伸びしろが大きいと判断して重点対話企業に選定しました。
対話の内容	統合報告書や中期経営計画の中で株主還元方針を明確化することを提案しました。また同業他社では政策保有株の縮減について積極化させる企業が見られるため、今後どのような方針を取るべきであるかについても対話を進めました。企業が目指す投下資本利益率を重視した経営についても、具体的な数字を用いた説明が見られるように対話を進めています。
進捗状況 策定	総還元性向と DOE を用いた、安定的な配当と機動的な自己株式取得を目指す株主還元目標が新たな中期経営計画の中で示されました。ただし中計 1 年目の計画では現状からの変化に乏しい還元計画が示されており、今後のロードマップについて一層踏み込んだ議論を進めます。

《ケース③》

業種	食料品
対話のテーマ	【テーマ（課題）】
	グループ会社の構造改革・政策保有株縮減などの資本効率の改善
	【選定理由】
	ROE など資本効率指標改善に向けて、SKU の削減や価格改定など従前見られなかった実効性ある取り組みが散見されるようになったため、さらなる資本効率性の改善に踏み込んだ取り組みを働きかけるべく重点対話企業に選定しました。
対話の内容	営業赤字や低収益性で低迷する連結子会社の構造改革を進めることで連結ベースの利益率改善に向けたロードマップ策定について提案しました。また政策保有株縮減など、パランスシート面からの資本効率改善についても、企業と対話を進めています。
進捗状況 策定	中期経営計画の中で、経営指標へのコミットメントや株主還元方針の明文化など、エンゲージメントの中で議論した内容について一定程度の回答を得られました。

《ケース④》

業種	小売業
対話のテーマ	【テーマ（課題）】
	低収益事業の見直しによる全社収益、資本効率改善
	【選定理由】
	低収益事業の撤退・再生により、収益性が高いコンビニエンス事業へ経営資源を集中することが企業価値向上に繋がると考えました。また、経営トップが投資家との対話に前向きな点も選定理由となりました。
対話の内容	国内低収益事業からの撤退・再生に向けた取り組みの加速、コンビニエンス事業のグローバル展開の推進、金融事業の成長戦略の明確化、株主還元の拡充について対話を行いました。百貨店事業はグループ外への売却、GMS（総合スーパー）事業は CVS（コンビニエンス）事業とのシナジー効果を考慮し、グループ内に残したまま構造改革による収益性改善を提案しました。金融事業は 2 社あるカード会社を百貨店事業の売却にあわせ 1 社売却し、銀行子会社と一体運営とし、再編後の成長戦略の提示を要請しました。
進捗状況 実行	百貨店事業はファンドへの売却が完了し、売却資金にて株主還元を行うことで、資本効率の改善が進みました。GMS 事業では地方からの撤退と首都圏への集中、希望退職者の募集が発表されました。コンビニエンス事業の海外展開では、オーストラリアでの買収が発表されました。金融事業ではカード会社の銀行子会社への売却が実現したものの投資家の期待が高まるような成長戦略については大きな進展が見られませんでした。課題事業については一定の進展が見られた一方、足元では収益源の日米コンビニ事業の売上に弱さが見られます。コンビニ事業を柱とした持続的な企業価値向上を実現するため、同社との建設的な対話を今後も継続する方針です。

《ケース⑤》

業種	非鉄金属
対話のテーマ	【テーマ（課題）】
	海外事業の収益性改善、財務体質の改善
	【選定理由】
	大規模な資金調達で事業投資を行った海外事業が低迷し、企業全体の収益性と財務体質を圧迫していることに着目し、エンゲージメントを通じて立て直しを働きかけることが急務であると判断しました。
対話の内容	海外事業を立て直す収益性改善ロードマップの策定を提案。高コスト化している損益分岐点の引き下げと、製品クオリティを改善して競争力を高める施策についての蓋然性について議論しました。また海外事業低迷が長期化していたことも背景に、マネジメントのコミットメントを促しました。
進捗状況 策定	DEレシオは当面の目標としていた1.2倍まで低下しましたが、将来的には更なる負債の圧縮が必要と考えており対話を継続する考えです。またマネジメントがコミットメントを見せた海外事業は黒字化にこぎつけましたが、まだ十分に資本コストに見合った収益性とは言えないことから、今後さらなる改善を期待して対話を通じて働きかける予定です。

《ケース⑥》

業種	化学
対話のテーマ	【テーマ（課題）】
	キャピタルアロケーションの見直し等による事業価値向上
	【選定理由】
	当社の営業利益は2019年12月期をピークに2023年12月期まで4期連続の減益、期初の会社計画に対しては5期連続で未達と、コロナ禍から経済活動が正常化する中でも業績低迷が続いていました。この間、同業他社の中には業績を大きく伸ばした企業もあります。当社では成長を続ける競合に比べ、海外展開や成長投資の面で大きく劣後しており、そのことが業績の長期低迷の一因となっていると分析し、株主還元偏っているキャピタルアロケーションを見直し、成長投資の拡大について対話を開始しました。
対話の内容	業績低迷の中でも連続増配を継続し、2018年以降2000億円の自己株取得を実施したものの、株価は海外投資家の株式取得と株主提案が報じられるまで低迷が続いていました。当社では、株主還元過多や成長投資不足が現在の厳しい状況を招いた一因ではないかとの見解を示し、経営陣やIR担当者との対話を継続しました。人材の多様性については、当社商品の購入者の多くを占めると見られる女性の社内取締役が選任されていないことは大きな課題であるとの認識を伝えました。
進捗状況 実行	2023年8月に構造改革と中期経営計画の見直しが発表されました。収益性が低下しているペーパー用紙おむつの中国生産から撤退、国内生産体制の見直し、転職支援による人員の適正化など、600億円の構造改革費用を2023年12月期決算で計上し、2025年以降、年間300億円の利益改善効果が見込まれています。また、当社が大きな課題と認識している海外展開についても、競争力のある商品の拡販に注力する方針が示されました。当社では構造改革の進展と海外での事業展開を見守りつつ、同社の企業価値向上に向けて建設的な対話を継続する方針です。特に、財務規律を持った成長投資の拡大、人材の多様性の推進について強く訴えていきたいと考えています。

以上