

2015 年度スチュワードシップ活動報告

損保ジャパン日本興亜アセットマネジメント株式会社

目次

1. 2015 年度の活動報告にあたって	
(1) 持続可能なインベストメントチェーンの確立に向けて	2
(2) 当社の投資価値評価	3
(3) 建設的な対話の軸	4
(4) 対話形態毎の取り組み	5
2. 2015 年度の活動実績	
(1) 各種対話の実施状況	6
(2) 議決権行使結果	10
(3) 対話の成果(直近の中長期業績予測と投資価値評価)	11

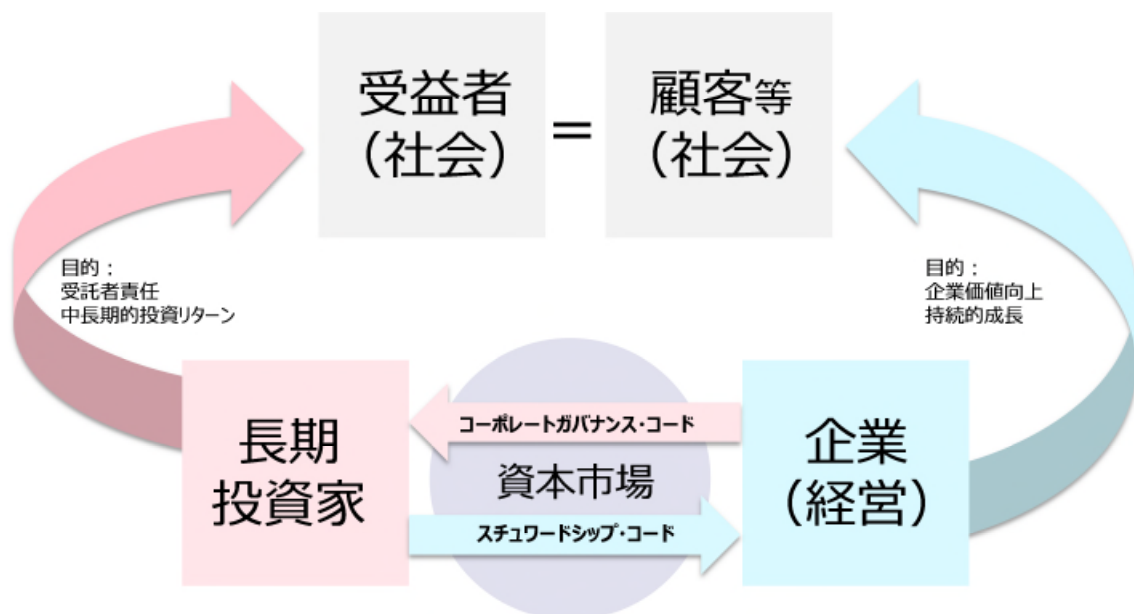
1. 2015 年度の活動報告にあたって

(1) 持続可能なインベストメントチェーンの確立に向けて

当社は 1986 年の創業以来、一つの投資哲学を掲げて資産運用を行ってまいりました。それは、『いかなる資産も本来の投資価値を有しており、市場価格は中長期的にはこの投資価値に収束する』という考え方です。この運用哲学のもとで行う当社のアクティブ運用においては、投資先企業の中長期的な価値向上と持続的成長がお客様に提供する投資リターンの源泉です。したがって、当社のスチュワードシップ活動は、お客様に良好な投資リターンを提供するために、投資候補企業を的確に把握し、その中長期的な価値向上と持続的成長に裏付けられた投資価値を適切に評価することを最大の目的とします。当社はこの活動方針を徹底することを通じて、お客様に対する受託者責任を果たしながら、投資先企業やその先にある社会・経済全体の持続的発展に貢献します。

2015 年度は、前年度の日本版スチュワードシップ・コードに続いて、コーポレートガバナンス・コードが制定されました。当社が創業以来続けている運用哲学、運用手法、リサーチ活動は、まさにこの二つのコードが有機的に作用し合う「持続可能なインベストメントチェーン」の確立に寄与することを目指すものです。長期投資家である当社にとってエポックメイキングな年となった 2015 年度のスチュワードシップ活動につきまして、以下のとおりご報告いたします。

【図表 1】 企業と長期投資家による持続可能なインベストメントチェーン



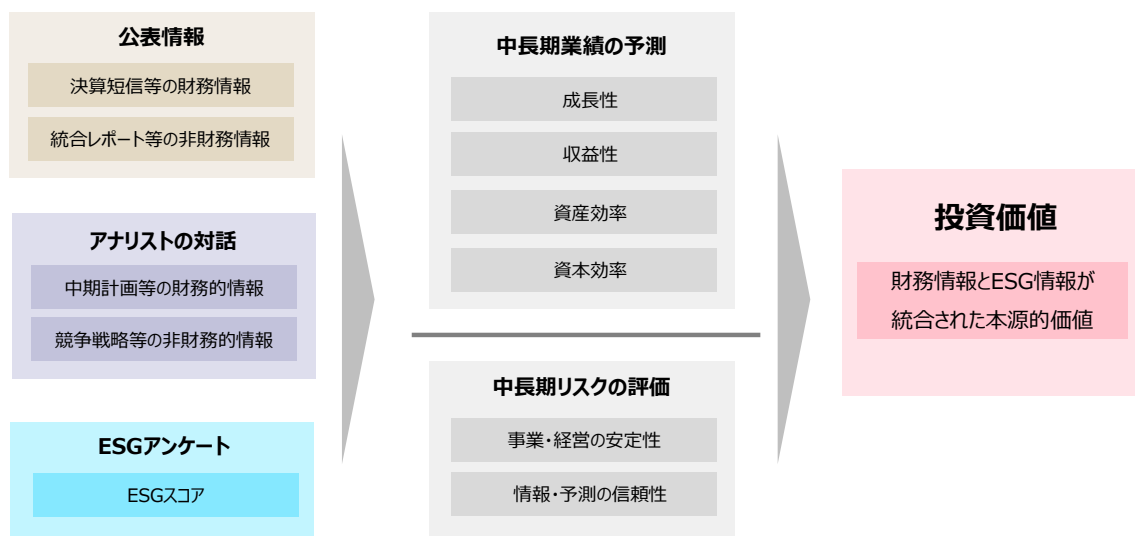
(2) 当社の投資価値評価

当社は、あらかじめ定めた投資候補企業について、現時点での投資先か否かにかかわらず常に状況を把握し、継続的に投資価値を評価しています。社内アナリストによる独自のリサーチ体制を整え、産業の競争環境、個別企業の独自性や競争優位性、各バリューチェーンの関係性や交渉力、それらを取り巻くマクロ経済などの確に把握し、詳細に分析したうえで各企業の中長期業績予測を行います。また、チーム全体でさまざまなクロスチェックを行い、業種間、企業間の整合性の確保に努めています。

2015年度においても、当社は700社の投資候補企業を選定し、各アナリストが企業との継続的な対話によって深まった理解を反映させながら、すべての銘柄の中長期投資価値の適切な評価を維持するよう取り組みました。月2回以上のペースでのメンバー全員によるディスカッションの場を設け、直近の重要な投資テーマなどに対する見解と今後の分析課題の共有を図りました。

2015年度は特に、インバウンド消費の急拡大による一過性影響と持続的影響、中国の経済成長率低下に伴う構造的影響と循環的影響、先進国の超低金利政策の長期化に伴う業績面および株価バリュエーション面の影響、為替や原油をはじめとする市況価格のリスクシナリオなどについて、対話を通じて把握した情報も参考にしながら、関連する業種、企業の投資価値を精査しました。

【図表 2】 的確な企業の把握に基づく投資価値評価



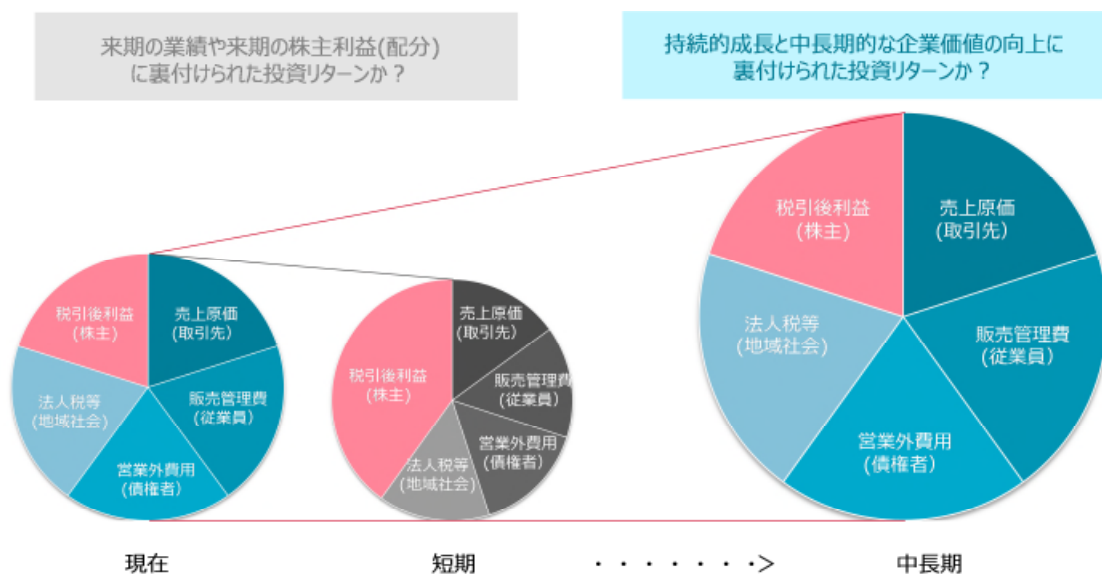
(3) 建設的な対話の軸

企業と投資家の間で建設的な対話を実現するためには、両者の関心事項が一致することが必要です。当社は、投資価値評価の基礎となる各企業の中長期的な収益力や財務・資本政策を的確に把握するため、企業の付加価値創造と分配のプロセスの理解に対話の重点を置きます。共通の目的である企業価値向上と持続的成長を対話の軸に据えることで、お互いの認識の共有を図り、課題解決に向けた建設的な意見交換を行います。

2015年度のリーサーチ活動では、中長期の企業価値に直結する経営戦略、ガバナンス体制、財務・資本政策や、足元の株価バリュエーションに大きな影響を与える情報開示や投資家リレーションなど、さまざまな論点の対話を行いました。M&Aを発表した企業との間では、当社が妥当と考える買収額(統合比率)についての意見交換も行いました。

個別の論点では、特にコーポレートガバナンス・コードの原則 5-2 が求めている経営戦略や経営計画の策定・公表に関する対話の機会を多く持ちました。多くの企業が中長期の株主還元方針を ROE と配当性向の組み合わせで示すケースが多い中で、当社としては中長期経営計画と統合的な DOE(自己資本配当率)基準が望ましいと考え、これに対する意見交換を積極的に行いました。

【図表 3】 企業と長期投資家の共通の関心事項(対話の軸)



(4) 対話形態毎の取り組み

当社のスチュワードシップ活動は、投資候補企業に対する日常のリサーチ活動を通じた対話をベースとし、投資先企業に対する議決権行使を通じた対話や、全上場企業を対象とする ESG アンケートを通じた対話など、複数の形態を通じて重層的に行います。ESG 調査は、環境リサーチ分野で国内有数の実績を持つ SOMPO リスクアマネジメント社が毎年実施しており、当社は各企業の中長期投資価値を評価するうえで、この ESG 調査結果を補完情報としています。

2015 年度の議決権行使では、上程議案の事前説明を希望される企業については可能な限り対話の機会を設け、当社の議決権行使ガイドラインに基づく考え方などを直接お伝えしました。一方、議案の意図や背景が不明瞭な場合には、当社から企業へ問い合わせさせていただきました。形式的・画一的な判断を避け、個別企業の事情や経緯を十分に理解した議決権行使を心がけました。

2015 年度の ESG 調査では、環境面に関して、気候変動がもたらす影響の深刻化について企業がいかに課題を認識し、必要な対策を講じているのか等の対話を行いました。社会面に関しては、少子高齢化による労働力不足が懸念されるなか、ダイバーシティや健康経営に関する取り組み等の対話を行いました。今日の企業経営を取り巻く ESG 課題を反映したアンケートとフィードバックを通じて、企業価値向上と持続的成長に向けた取り組みの必要性について相互理解を深めました。

【図表 4】 対話の形態

対話の種類	対話の対象と目的	対話の視点・内容（例）
ファンドマネージャー・アナリストのリサーチ活動を通じた対話	対象：投資候補企業 目的：財務情報と非財務情報を統合した中長期の投資価値を算出し、的確な投資判断を行うため	<ul style="list-style-type: none"> ・経営理念、経営目標、ビジネスプラン ・中長期経営計画、外部環境認識、競争戦略 ・資本政策、労務政策など、各種経営リソースへの分配方針 ・リスク管理、情報開示、IRなどの方針と体制
議決権行使を通じた対話	対象：投資先企業 目的：株主としての権利や利益を保護し、投資リターンを向上させるため	<ul style="list-style-type: none"> ・取締役、監査役の適格性、役員報酬制度・水準の妥当性 ・取締役会構成など、ガバナンス態勢の実効性 ・配当、自社株買いなど、資本政策の合理性 ・合併など重要な経営判断事項の妥当性
ESGアンケートを通じた対話	対象：全上場企業 目的：企業のESGに対する理解を促進し、その取り組み状況を評価するため	<ul style="list-style-type: none"> ・ESGに対する経営のリーダーシップ、コミットメント ・環境経営体制、環境情報開示状況、環境負荷削減実態 ・従業員や社会、各ステークホルダーへの対応方針、行動規範 ・倫理・コンプライアンスに関する内部統制、社内体制

2. 2015 年度の活動実績

(1) 各種対話の実施状況

2015 年度は、当社アナリストのリーサーチ活動を通じて、企業との個別対話を 575 件、説明会等への参加を 1344 件、計 1919 件の対話の機会を得ることができました。ミーティングの形式や相手方の役職に適した論点を設定し、焦点が明確で生産的な対話を心がけました。

議決権行使では、2015 年度に行使対象となった 389 件(※1)の全議案を議決権行使ガイドラインに則って個別に精査のうえ、賛否の判断を行いました。なお、当社が運用する国内株式プロダクトは、すべてアクティブ運用です。したがって、インデックス運用(パッシブ運用)を取り扱っている運用会社に比べて議決権行使の対象銘柄数は比較的限定されており、すべての議決権行使対象銘柄は当社アナリストが日常的にリーサーチし、投資価値を把握している企業です。

当社アナリストによるリーサーチ活動とは別に、上場企業を対象とする ESG アンケート調査をグループ企業である SOMPO リスケアマネジメント社を通じて毎年実施しています。2015 年度は 459 社(※2)からアンケートのご回答をいただき、回答内容をもとにした ESG 評価結果を回答各企業にフィードバックいたしました。

① 形態毎の対話件数

企業との個別対話:	575 件
説明会等:	1344 件
議決権行使:	389 件 (※1)2015 年 7 月～2016 年 6 月株主総会件数
ESG アンケート:	459 社 (※2)回答社数

②具体的な対話事例のご紹介

2015 年度に行った企業との個別対話の中から、いくつかの事例をご紹介します。これらの事例の中には、当社が企業の本質や株価値バリュエーションの観点から課題と考えた点が改善に向かったケースもありましたが、引き続き取り組むべき課題も多く残されていると認識しています。当社ではこれらの対話事例を社内で集約し、メンバー間で共有しています。今後も多くの経験を積み重ねることで、スチュワードシップ活動のノウハウを蓄積し、スキルを向上させてまいります。

○経営戦略に関する対話例

数年に渡って過大な投資を継続したにも関わらず、それがリターンを生みず、むしろ企業価値を損ねる結果になっている企業に対し、投資を含む経営資源の配分に関する戦略や基準の明確化を求めました。その後の説明会では、前回の中期経営計画について内省的なレビューがなされ、今期の投資計画には明確な基準を設ける方針が打ち出されました。この方針転換が今期に限るものではなく、中期でも維持されるように今後も対話を継続していきます。

多くの子会社を有する企業に対し、連結子会社を管理・監督する人材の確保や子会社間の機能の重複等について確認と課題の指摘を行いました。その後、グループ傘下で同様の事業を展開する子会社間の経営統合が発表され、グループ経営の効率性向上の措置が講じられました。

異業種への M&A を含む規模拡大を優先する経営方針が収益性の低下を招いている企業に対し、経営トップとのミーティングで連結経営の効率性の向上や連結 ROE 目標の設定等を要望しました。その後、規模拡大から収益性向上に経営方針を転換するとして中期経営計画および連結 ROE 目標が発表されました。

○ガバナンス体制に関する対話例

経営トップの在籍期間が長いうえ、取締役会メンバー全体の高齢化が進んでいる企業に対し、後継者育成の重要性や後継者選択の透明性が必要である趣旨を伝えました。その後、役員数の大幅な削減等を含む取締役会の改革が実行されましたが、後継者問題等は解決していないため、今後も対話を継続していきます。

取締役の人数が非常に多い企業に対し、取締役会の運営効率等に関する対話を行いました。会社側も同様の問題意識を持っており、執行役制の導入や委員会等設置会社への移行等を検討しているとの回答をいただきました。今後の取締役会改革を含むガバナンスの改善を期待しています。

○資本政策に関する対話例

もともと株主還元積極的にあった企業に対し、当社が重要視している DOE が同社経営目標においても重視されるべきである旨の対話を継続的に行ってきました。その後、中期経営計画発表時や年度末決算というタイミングではなく、四半期決算のタイミングで DOE 基準が株主還元の基準として採用されました。

大規模な株式の持ち合いを行っている企業に対し、当社が考える株主還元に対する基準を示したうえで、持ち合いの解消に向けた努力とこれに伴う特別利益（株式売却益）は株主還元の原資とすることが相応しいとお伝えしました。その後、一部の持ち合い株の売却と自社株買いは行われましたが、依然として一定規模の持ち合い株の保有を継続していることから、今後も対話を継続していきます。

低調な収益が長期間続いている企業に対して、当社が重視している DOE 基準で見た場合株主還元が継続的に低いという評価をお伝えしました。会社側は利益水準が低いながらも安定配当を維持していることで株主の期待に報いているという認識を持っていたため、議論は平行線となりました。また、政策保有株の保有意義に関する議論も行いましたが、これについては会社も見直す時期に来ているという認識を持っていたため、見解の一致を見ました。ただし、現時点ではいずれの点も企業の具体的な行動につながっていないため、今後も対話を継続していきます。

当社では非常に高い競争力を有するとの評価を下しているにもかかわらず、従前から株主資本コストに対する意識が低いために ROE が低水準に留まっている企業に対し、中期的な資本効率や株主還元の考え方について対話を行いました。会社側も意識が変わりつつある段階であった様子で、何かしらの目標を盛り込む方向で検討しているとの回答をいただきました。今後の方針の変更に期待し、引き続き当社の考え方をお伝えしていきます。

一過性の要因に伴う当期利益の変動が大きいにもかかわらず、配当政策の指標に当該期の配当性向を掲げている企業に対し、当社が重視する DOE 指標を導入するようお伝えしました。DOE の導入によって、過度なショートターミズムを排除できるとともに、短期志向に走りがちな株主・投資家の目線と、長期で物事を考えている経営陣・従業員の目線を合わせ易くなる効果が期待できるとお伝えしました。会社側は配当性向目標の導入時にこれほどの特損益が発生することは前提に置いていなかったとして、現時点では具体的なアクションを起こすには至っておりません。今後の改善に期待して、対話を継続していきます。

○情報公開に関する対話例

中期計画の発表後に前提としていた業界環境が著しく変化した企業に対し、複数掲げられている数値目標の中での優先順位を示したほうがよいこと、非現実的となった数値目標は取り下げ、外部環境の変化に合わせた修正目標値を設定したほうがよい等の指摘を行いました。その後行われた経営トップによる事業方針説明会の場で、各数値目標の優先順位付けについて詳細な説明が行われました。

トップが決算説明会に出席していない企業に対し、投資家にとって経営トップの顔が見えることの重要性をお伝えし、トップが出席する投資家向けミーティングの開催などを要請しました。この要請は依然として実現しておらず、今後も継続して要望していきます。

○その他の対話例

アナリストレポートの中に錯誤と思われる記載があったため、これを会社側に伝えるとともに事実確認を行いました。その後、会社側からあらためて本件に関して詳細かつ丁寧な情報発信が行われ、正しい認識が広く共有される結果となりました。

積極的な自社株買いを継続しているために、自己株式の保有比率が非常に大きな割合になっている企業に対し、現在の株価は将来的な自己株式の放出懸念を反映しており、自己株式を消却して株式市場の懸念を払拭したほうがよいとお伝えしました。当社の考え方を理解していただいたうえに、経営トップへの伝達が行われておりますので、今後とも対話を継続していきます。

企業合併を控えている企業に対し、買収企業側が申し出た時点の株価は当社の分析に基づけば著しく低価格であること、したがって、当社としてはこの株価を基準にした株式交換比率は受け入れ難いことをお伝えしました。その後、発表された株式交換比率は当初と変わらない水準であったため、議決権行使において否定的な意思表示を行いました。

(2) 議決権行使結果

2016年5月～6月に開催された株主総会においては、下記のように議決権を行使いたしました。

1. 会社提案議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任の議案件数

	賛成	反対	棄権	白紙委任	合計
a. 剰余金処分	186	62	0	0	248
b. 取締役選任	201	167	0	0	368
c. 監査役選任	220	73	0	0	293
d. 定款一部変更	96	2	0	0	98
e. 退職慰労金支給	2	5	0	0	7
f. 役員報酬額改定	92	9	0	0	101
g. 新株予約権発行	30	3	0	0	33
h. 会計監査人選任	6	0	0	0	6
i. 再構築関連(※1)	9	0	0	0	9
j. その他会社提案(※2)	92	35	0	0	127
合計	934	356	0	0	1,290

(※1) 合併、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、会社分割等

(※2) 自己株式取得、法的準備金減少、第三者割当増資、資本減少、株式併合、買収防衛策(上記a～iの議案を除く)等

2. 株主提出議案に対する賛成・反対・棄権・白紙委任の議案件数

	賛成	反対	棄権	白紙委任	合計
合計	4	75	0	0	79

3. 議決権行使結果の概況

2016年5、6月総会では、行使対象企業344社、会社提案1,290議案、株主提案79議案に対し議決権行使指図を行いました。そのうち、会社提案議案で反対票を投じた議案は356議案あり、反対比率は28%となりました。

会社提案議案で反対票を投じた主な内容は以下のとおりとなりました。

- ・大株主出身者等で独立性の観点から問題があると考えられる社外取締役選任
- ・大株主出身者等で独立性の観点から問題があると考えられる社外監査役選任
- ・ROE、DOEに照らして、著しく低い配当議案
- ・監査役、社外取締役が支給対象に含まれるなど、コーポレートガバナンスの観点から問題がある退職慰労金支給

今年度は、買収防衛策関連議案が32議案ありましたが、買収防衛策を継続する合理的な必要性があるかを個別に精査した結果、すべての議案に反対票を投じました。

また、株主提出議案では、取締役等の報酬の個別開示を求める議案等について、賛成票を投じました。

(3) 対話の成果(直近の中長期業績予測と投資価値評価)

2016年3月31日現在、当社は投資候補企業の中長期業績を(図表5)のとおり予測しています。10年後の配当性向は、足元の3割強から4割程度まで上昇することを見込み、配当額の伸び率は増収率や増益率を上回る水準になると期待しています。

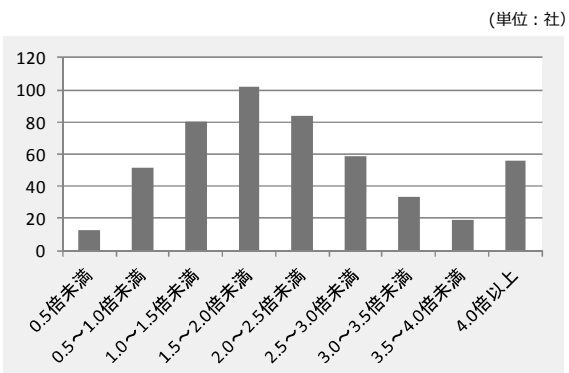
この業績予測に基づく投資候補企業全体の一株あたり投資価値は、2003年度末に比べて加重平均で約76%(年率4.8%)増価していると評価しています。ただし個別企業毎には、業容の拡大や財務体質の改善などを通じて、過去12年間で一株あたり投資価値が3倍以上に増価していると評価される企業がある一方で、投資の失敗や市場の縮小などから、半分以下に減価したと評価せざるを得ない企業もわずかながら認められます(図表6)。

【図表5】当社分析による中長期業績予測

(単位：兆円)

	2014年度 実績	10年後 予測水準
売上高	529.5	665.9
営業利益	35.0	52.1
当期利益	22.2	33.6
配当総額	7.2	13.5
総資産	740.7	922.0
自己資本	299.5	445.0
自己資本利益率 (ROE)	7.4%	7.5%
配当性向 (PO)	32.3%	40.1%
自己資本配当率 (DOE)	2.4%	3.0%

【図表6】2003年度末からの投資価値の変化



※2016年3月31日時点の投資候補企業のうち金融を除く640銘柄の単純合計値 ※2016年3月31日時点の投資候補企業のうち2003年度末と比較可能な496銘柄

これからも当社は、一貫した投資哲学のもとで中長期の投資価値を投資判断基準とするアクティブ運用の実践を通じて、投資先企業や投資候補企業全体の価値向上と持続的成長の一助となるスチュワードシップ活動を展開してまいります。最近では、ESGを含む非財務情報の重要性への認識が深まり、財務情報と合わせた「統合報告」や「統合情報」に対する企業の関心も高まりつつある状況を踏まえ、当社とSOMPO リスケアマネジメント社との共同リサーチ(対話)の機会を増やすことを検討します。今後も、国内外の先進的なアセットオーナーをはじめとするお客様のご期待や要望を受け止めながら、当社の運用哲学や運用手法に適したスチュワードシップ活動を、より洗練されたものに高めていく所存です。

以上