

## エンゲージメント活動（2025年：1月～12月）

2026年4月30日時点

ティー・ロウ・プライスでは、全て自社の運用プロフェッショナル、企業アナリストおよびコーポレート・ガバナンスやサステナビリティのスペシャリストがエンゲージメント業務を行っており、第三者機関のサービスは利用していません。

ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ（TRPA）とティー・ロウ・プライス・インベストメント・マネジメント（TRPIM）では、両社ともに企業発行体に対しては株式・債券を問わず同じアプローチを適用しています。一方、発行体が企業でない場合のエンゲージメントでは、投資規模、発行体との関係性、クレジットの状況（デフォルトの有無を含む）やその他さまざまな要因により毎回異なるアプローチを適用しています。

2025年におけるTRPAのエンゲージメント件数は、前年対比で約30%減少しました。当社では年間のエンゲージメント件数に関する定量的な目標は設定していないものの、2025年の活動水準が記録開始以来、最も低い水準となる可能性があることは年初の段階で認識していました。この主因は、2025年2月に米国証券取引委員会（SEC）が公表した新たなガイダンスにあります。同ガイダンスにより、従来のエンゲージメントの一部が、投資家の届出区分変更の契機となり得る活動として再分類される可能性が示されました。これを受け、その後の数四半期において、米国では発行体および投資家の双方がエンゲージメントの在り方を見直す必要性を検討し、対話開始にあたっての慎重姿勢が強まりました。

エンゲージメントの主要テーマについても、前年と比較して変化がみられました。環境分野では、「製品のサステナビリティ」が新たに上位5テーマに入りました。これは、消費者意識の高まりや倫理的ブランドへの需要増加、ならびに規制環境の進展を背景として、企業との対話を強化していることを反映しています。

社会分野においても変化が見られ、「人工知能（AI）」および「人的資本管理」が上位5テーマに加わりました。これらは、技術革新および人材に関連する課題がスチュワードシップ活動において一段と重要性を増しているとの認識を反映しています。

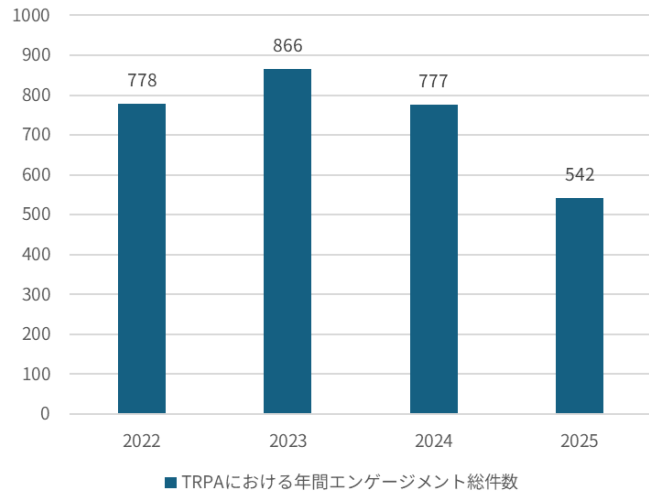
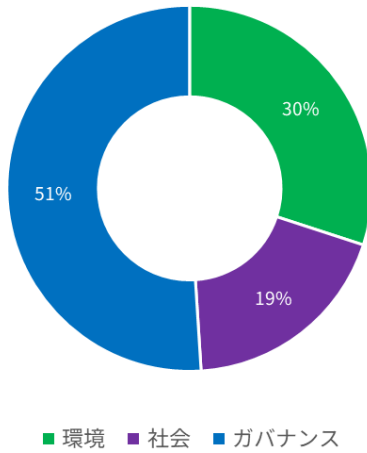
ガバナンス分野における重点テーマは概ね前年と同様でしたが、「ガバナンス構造および監督体制」が新たに上位5テーマに加わる一方、「コンプライアンス・プログラム」は上位から外れました。

地域別で見ると、2025年のエンゲージメントの約半数弱が EMEA 地域の企業を対象として実施され、残りは米州およびアジア太平洋地域の企業との対話となりました。

詳細については、当社の2025年スチュワードシップ・レポートをご参照ください。

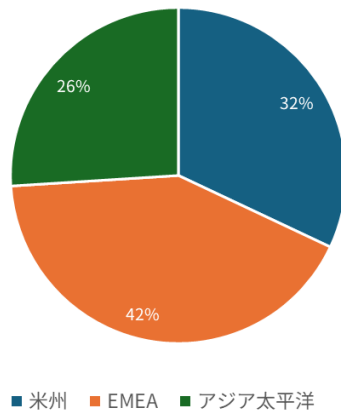
## 2025年のトピック別エンゲージメント

件数-TRPA



## 2025年の地域別エンゲージメント

TRPA



## エンゲージメントのトピック上位5つ (TRPA、2025年)

環境	社会	ガバナンス
1. GHG排出量**	1. 人的資本管理	1. 役員報酬
2. 環境関連データの開示	2. 従業員の安全と処遇	2. 取締役会構成****
3. サステナブルファイナンス***	3. 医薬品へのアクセスと薬価	3. 継承計画
4. 水資源管理	4. 社会関連データの開示	4. ガバナンス構造および監督体制
5. 製品のサステナビリティ	5. 人工知能 (AI)	5. ガバナンス関連データの開示

\*\* GHG削減目標、ネットゼロ目標、ファイナンスド・エミッションを含む。  
 \*\*\* ESGラベル債の発行を含む。  
 \*\*\*\* 取締役会の独立性、取締役会の多様性を含む。

## ケーススタディ：日本株式

### 東京海上ホールディングス（プライム市場／保険）

<b>フォーカス</b>	環境、ガバナンス
<b>企業の説明</b>	日本の保険会社
<b>エンゲージメントの目的</b>	弊社は、主として株式持ち合い解消に関するこれまでの進展に焦点を当て、東京海上とエンゲージメントを実施した。また、最近の保険料調整に関する問題や気候変動についても議論した。
<b>参加者</b>	東京海上：最高財務責任者（CFO）、IR担当者 T. Rowe Price Associates, Inc.：EMEA 及び APAC ガバナンス責任者、運用アナリスト
<b>エンゲージメントの結果</b>	<p><b>株式持ち合い</b></p> <p>同社は2030年までに株式持ち合いをゼロにするという目標を掲げている。しかし、現在の株式持ち合い比率は、弊社の議決権行使方針で定めている純資産の20%を超えるため、進捗状況を確認した。当初の計画では、2024年度に6,000億円の売却を予定していたが、顧客との協議が予想以上に進んだため、目標額を7,500億円に修正した。</p> <p><b>保険料の調整に関する問題</b></p> <p>業務改善計画は実施されており、四半期ごとの進捗報告が日本の金融庁に提出されている。エンゲージメント調査では、代理店との関係についての質問が取り上げられたが、これはすでに計画に含まれていた。背景として、同社は2025年4月から営業支援のための代理店への出向を廃止すると発表しており、数百人の従業員がその影響を受ける見込み。CFOはグループ監査委員会の委員を務めており、同委員会は2024年4月以降に開催された4つの会合の大半を改善措置に費やしてきた。監査委員会は2025年3月末に改善作業の評価に関する最新情報の提供を予定していた。業務改善計画のもう1つの要素は、第2線のコンプライアンス機能をさらに強化することである。</p> <p><b>気候</b></p> <p>同社は気候変動機会に関連する目標を設定しており、これを「脱炭素関連保険料」と呼んでいる。また、東京海上は、排出量の60%以上を占める60社との関与に焦点を当てたエンゲージメント・プログラムを拡大している。これらのほぼすべての企業が独自の脱炭素化計画を策定しており、東京海上は、その計画がパリ協定と整合しているかどうかを評価している。</p>

### 三菱地所（不動産）

<b>フォーカス</b>	環境、ガバナンス
<b>企業の説明</b>	日本の大手不動産開発会社および不動産所有会社。
<b>エンゲージメントの目的</b>	環境（気候戦略やグリーン・ビルディングなど）およびガバナンス（取締役会の構成など）に関するさまざまな課題についてエンゲージメントを実施。
<b>参加者</b>	三菱地所：サステナビリティ担当者、コーポレート・ガバナンス担当者、IR担当者  T. Rowe Price Associates, Inc.：EMEAおよびAPACコーポレート・ガバナンス責任者、責任投資アナリスト、運用アナリスト
<b>エンゲージメントの結果</b>	<p>弊社は、環境およびガバナンスに関するさまざまなトピックについて三菱地所とエンゲージメントを実施した。同社は、環境分野において進展を見せており、同業他社と概ね同水準にある。しかし、ポートフォリオ全体の物理的な気候変動リスクへのエクスポージャーの測定については、グローバルなベストプラクティスに遅れを取っているため、経営陣に対して提言を行った。</p> <p>三菱地所は、スコープ1～2温室効果ガス排出量<sup>1</sup>削減目標（2019年から2030年までに70%削減）において着実に進展しており、2030年目標の達成に向け順調に進捗していると思われる。同社はまた、同じ期間内にスコープ3の絶対排出量を半減するという目標も設定しており、エンボディド・カーボンが大きな割合を占めている。経営陣は、低炭素鋼材の供給不足や、地震が起こりやすい地域における建物の構造上の要件を考慮すると鋼材やセメントを木材に置き換えられないことなど、低炭素建築資材の課題について順を追って説明した。また、この目標は絶対的な排出量に基づくものであり、開発中のプロジェクト数に応じて年ごとに変化することも指摘している。そのため、三菱地所では、この変動を捕捉する方法を検討しており、欧州の同業他社と同様、原単位指標を用いたスコープ3排出量目標を修正する可能性がある。</p> <p>三菱地所は気候変動移行リスクへのエクスポージャーを測定する取り組みを文書化しているが、物理的気候変動リスク（洪水、津波、暴風雨など）へのエクスポージャーを評価していない点で同業他社に後れを取っている。同社は、複数のデータ・ベンダーと試験を実施しており、今後数年間でこの点に関する情報をさらに開示する予定である。2023年時点でポートフォリオの約60%がグリーン認証を取得しており、2022年の48%から増加している。経営陣は、このような不動産に付随する「グリーン・プレミアム」を分離して測定するのは困難だと述べたが、CBREの報告書を引用し、グリーン認証を取得した資産に5%のプレミアムが付くと述べた。</p> <p>ガバナンスに関して、三菱地所は3つの委員会を設置し、取締役会の50%が独立取締役で構成されている。しかし、監査委員会に2人の社内関係者が在籍しており、利益相反の疑いを避けるため、弊社は完全独立の委員会を推奨した。経営陣は、2人のメンバーの財務に関する専門知識が</p>

<p>有益であると述べたため、オブザーバーとして委員会に出席するよう提案した。三菱地所は、女性役員の割合を引き上げ、取締役会の規模を縮小しつつ、50%の独立性を維持する計画だと述べた。提案された変更に対するタイムラインは示されなかった。</p> <p>このエンゲージメントは、三菱地所の脱炭素化目標の達成状況とグリーン・ビルディングへの投資について学ぶ機会となった。また、業界のベストプラクティスに沿うよう、物理的な気候変動リスク評価について提言を行うこともできた。弊社は、三菱地所が2026年第4四半期までにポートフォリオ全体の物理的な気候変動リスクへのエクスポージャーを評価するよう注視していく。</p>
--

<sup>1</sup> Scope 1：自社または管理下の施設からの直接排出量、Scope 2：他社から購入した電気・蒸気・冷却の製造段階における間接排出量、Scope 3：その他すべての間接排出量

### オリンパス（ヘルスケア機器・サービス）

フォーカス	ガバナンス
企業の説明	日本の医療テクノロジー企業。胃腸内視鏡の世界的大手。
エンゲージメントの目的	不祥事による最高経営責任者（CEO）解任のニュースを受けて、CEOの選任プロセスをどのように実施しているか理解するために、オリンパスとエンゲージメントを実施した。
参加者	<p>オリンパス: CEO兼会長、最高財務責任者、IR担当者</p> <p>T. Rowe Price Associates, Inc. : ポートフォリオ・マネジャー、運用アナリスト、EMEA及びAPACガバナンス責任者</p>
エンゲージメントの結果	<p>オリンパスの前CEOであるシュテファン・カウフマン氏は、不祥事を受けて、2024年10月28日の同社取締役会で解任された。カウフマン氏は2003年にオリンパスに入社し、2019年から取締役を務め、2023年4月にCEOに就任した。カウフマン氏の解任後、カウフマン氏の前任のCEOだった竹内康雄氏がCEOと会長の両方を務めることとなった。今回のエンゲージメントでは、現在実施している新たなCEO探しに焦点を当てた。</p> <p>会長は、以前のCEO候補は常に内部昇進者だったが、今回初めて指名委員会が社外の候補者を積極的に検討しており、選任される候補者には、オリンパスを真にグローバルな医療機器企業へと変革するための、医療技術分野における深い専門性が望まれると述べた。CEO探しのプロセスは専門の調査会社が支援している。取締役会は指名委員会が推薦した候補について投票を行う。適切な候補者が見つかるまで、スケジュールは柔軟に調整される。</p> <p>このエンゲージメントを通じて、私たちは双方それぞれの見解を共有することができた。オリンパスが新CEOを任命するために実施しているアプローチに安心感を抱いた。</p>

## りそなホールディングス（銀行）

フォーカス	ガバナンス
企業の説明	りそなホールディングス（りそな）は日本の金融持株会社であり、その傘下には商業銀行を含む。
エンゲージメントの目的	株式持ち合いと取締役会の構成について、エンゲージメントを実施。
参加者	りそな：最高財務責任者（CFO） T. Rowe Price Associates, Inc.：ガバナンス・アナリスト、投資アナリスト
エンゲージメントの結果	<p>2025年度年次株主総会に先立ち、ガバナンス関連の2つの問題に関する進捗状況を明確にするため、同社とのエンゲージメントを実施。</p> <p><b>株式持ち合い</b>：純資産に対する株式持ち合い比率は、依然として20%を超えている。2025年度年次株主総会に先立ち、株式持ち合い削減に向けた進捗について、同社と協議した。このエンゲージメントにおいて、同社は株式持ち合いをさらに削減するという方針を改めて表明した。同社は、株式持ち合い比率を2026年度までに純資産の20%に引き下げ、2029年度までにさらに10%まで引き下げることを目指している。同社は2025年末までに着実な進展を見込むとしている。弊社は、株式持ち合い削減に向けた同社の取り組み姿勢と進捗状況を認識した。</p> <p><b>取締役会の構成</b>：同社は、2025年度年次株主総会で取締役会の人数を12名から10名に削減し、独立取締役の割合を70%、女性取締役の割合を30%とする方針を説明した。この決定は、指名委員会によって行われた。その目的は、取締役会の規模そのものを縮小することではなく、意思決定の効率性を高め、取締役会に必要なスキルセットを確保することにある。</p> <p>成果としては、同社は2027年までに株式持ち合いの純資産比率を20%以下に引き下げる方針である。弊社は引き続き同社を追跡し、進捗状況をモニターする。</p>

## トヨタ自動車（自動車）

フォーカス	ガバナンス
企業の説明	トヨタ自動車は、自動車のOEM（納入先商標による受託製造）企業。
エンゲージメントの目的	取締役会構成とガバナンス監督について、エンゲージメントを実施。

<b>参加者</b>	<p>トヨタ自動車：最高責任者、経理グループ</p> <p>T. Rowe Price Associates, Inc.：コーポレート・ガバナンス責任者（EMEA、アジア太平洋担当）</p>
<b>エンゲージメントの結果</b>	<p>監査役会設置会社から監査等委員会設置会社への移行により、監査委員会に移行する監査役は引き続き監督機能を果たすとともに、議決権も有することになる。新しい委員会は、社外取締役3名と米国法務責任者である社内取締役1名で構成される。社外取締役は、内部監査部門および外部監査人との会合をより頻繁に行うことで、内部統制の監視に対する監督機能強化を図りたいと考えている。</p> <p>取締役会の構成に関する重要なポイントは以下のとおり。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● 取締役会のメンバーは16名から10名に縮小する。</li> <li>● 新しい監査委員会には4名の取締役が参加する。</li> <li>● 新しい取締役会の構成割合は、女性20%、独立取締役50%となる。</li> <li>● 岡本氏が菅原氏の後任となり、日本政府機関・省庁での職務経験が引き続き反映される。</li> </ul> <p>弊社は、取締役会の構成とガバナンス監督体制の変更について、会社が提示した根拠を支持した。</p>

### セブン&アイ・ホールディングス（小売）

<b>フォーカス</b>	<p>ガバナンス</p>
<b>企業の説明</b>	<p>日本と北米でコンビニエンスストアチェーンのセブンイレブンを事業展開。</p>
<b>エンゲージメントの目的</b>	<p>リーダーシップの継承についてエンゲージメントを実施。</p>
<b>参加者</b>	<p>セブン&amp;アイ：筆頭独立社外取締役兼次期最高経営責任者（CEO）、最高財務責任者（CFO）、IR担当者</p> <p>T. Rowe Price Associates, Inc.：EMEAおよびAPACコーポレート・ガバナンス責任者、ポートフォリオ・マネジャー、運用アナリスト、ガバナンス・アナリスト</p>
<b>エンゲージメントの結果</b>	<p>2024年11月に実施したセブン&amp;アイとの前回のエンゲージメント以降、取締役会は大きな混乱を経験した。2025年3月、特別委員会のメンバーではなかった3名の独立取締役のうち2名が、個人的な理由で取締役会を辞任した。その2名が辞任したのは、子会社セブンイレブンのCEOを長期に亘り務めている人物が取締役を辞任した2日後であった。同社は、2025年の年次株主総会で4名の独立社外取締役を新たに選任することで、取締役会の強化を提案していた。3名の候補は独立</p>

社外取締役であり、そのうち1名は非独立社外取締役となる澤田貴司氏であった。澤田氏は、過去に株式を持ち合っていた伊藤忠商事に勤務していたという関係がある。ただし、取締役の選任時はセルソースのCEOであり、選任理由はグローバルかつバイリンガルな視点と起業家精神にあふれる姿勢とされている。社内からあと1名追加することで、2025年の年次株主総会後の取締役会のメンバーは13名となり、内訳は5名が社内、8名が社外となる。2名は女性の予定。

2025年の年次株主総会后、スティーブン・ヘイズ・デिकास氏がCEO兼社長に就任する。デिकास氏は、CEOの継承プロセスの実行のためにアドバイザー会社のEgon Zehnder (EZ)が指名されたと説明した。EZは、事業部門に対する面接で得られたフィードバックに基づいてプロフィールを作成し、そのプロフィールを指名委員会が承認した後に取締役会に送付した。このプロフィールでは、バイリンガルで二文化に精通、そして日本、米国、欧州の小売に関する深い知識、日本での事業再生経験などの基準に焦点が当てられていた。

EZは、プロフィールに適合する候補者探しを求められたが、社外でも社内でも誰も見つけられなかった。最終的に、指名委員の1人がデिकास氏に対して、基準を満たしているので応募するべきだと伝えた。同氏はすぐに、後継者審議から身を引いて候補者となり、2025年3月に正式に取締役役に就任。

デिकास氏は、本社での勤務時間を全体の3分の1から半分程度とする意向を示し、成長機会の大半は日本国外にあるとの認識を示した。2022年に取締役会に加わった同氏は、2023年に戦略委員会を設立した理由について、経営陣があまりに事後対応的であり、しっかりと将来を見据えていないと独立取締役が考えたからだと説明した。

戦略委員会では、具体的な取り組みを定義するグローバル・プロジェクトを実施しており、夏の半ばまでにマイルストーンと重要業績評価指標を特定する見込みだ。その結果、具体的なスケジュールとコミットメントを含め、中期計画が更新されるとみられる。

デिकास氏は、弊社が組織および文化的変化を必要とする4領域を正しく特定したことに同意した。その4領域とは、(1) 年功序列による昇進の結果としてのリーダーの平均年齢、(2) リターンよりも売上に過度に重点を置いたインセンティブ、(3) 会社がリノベーションを見出すために従業員に共同責任を負わせるべき場合においても部門間の縦割り思考があること、(4) デジタル・ノウハウの増加、である。同氏は、(5) 有望な個人を体系的に特定するための適切な人材開発と査定プロセスの必要性を、もう一つの優先課題として追加した。年初に取締役会で混乱が生じたとはいえ、弊社はデिकास氏を前向きな変革の担い手と見て、2025年の年次株主総会において同氏の再任に賛成票を投じた。

## リクルートホールディングス（プライム市場／サービス）

フォーカス

環境、社会

<b>企業の説明</b>	リクルートホールディングス（以下、リクルート）は、日本の有力な人材サービス企業
<b>エンゲージメントの目的</b>	当社はリクルートとエンゲージメントを実施し、マクロ経済要因が同社の社会的インパクトKPIにどのような影響を与え得るかを理解するとともに、ジェンダー多様性および温室効果ガス（GHG）排出削減目標の進捗状況を評価しました。
<b>参加者</b>	リクルート：サステナビリティ・トランスフォーメーション部門担当者、サステナビリティ開示規制および投資家・ステークホルダー対応責任者  ティー・ロウ・プライス：インベストメント・アナリスト、責任投資アナリスト
<b>エンゲージメントの結果</b>	<p><b>ソーシャルKPI</b></p> <p>リクルートが2030年までの達成を目指す、主要なソーシャル・インパクトに関する重要業績評価指標（KPI）は以下の2つである。（1）求職者の就業までにかかる期間を2021年の15週間から7.5週間と半分に短縮する、（2）世界中の労働市場において障壁（教育水準、犯罪歴、アクセシビリティなど）に直面している3,000万人の就業を支援する。</p> <p>2024年第3四半期のエンゲージメントでは、弊社は就業までにかかる期間に関するKPIがマクロ要因の影響を受けること、そしてこれらのマクロ要因を排除するために「調整済み」KPIの策定を検討できることを強調した。同社はこの点に関して、大きな進歩を遂げており、米国市場に基づく分析を公開している。同市場からは、労働参加率と退職率が就業までにかかる期間にどのような影響を与えるかが明らかになっている。これまで同社は、この分析を（データの可用性が比較的高い）米国市場でのみ行っており、影響を特定することはできるものの、それを完全に排除できるかどうかはまだ完全には明確でない。</p> <p>同社はまた、データの広範な分析から、Indeedの有料/プレミアム機能を使用している候補者と雇用主は、就業までの期間が比較的短いことが明らかになったと述べた。弊社は、リクルートがソーシャル・インパクトに関するKPIと財務実績を直接的かつ明確に結びつけていることに満足した。</p> <p>2つ目のソーシャル・インパクトに関するKPIについては、2024年度末時点で、これまでに雇用の障壁に直面している1,180万人の求職者の就業を支援した（2030年までの目標は3,000万人）。同社は主な障壁を明確に理解して、「スキルファースト採用」に重点を置いており、求人広告と候補者プロフィールの両方に記載されているスキルのマッチングを向上させたいと考えている。雇用主が必要な教育水準を記載して求人広告を投稿すると、その教育水準が本当に必要かどうかをポップアップで確認するよう求めるなど、雇用における無意識の偏見を克服しようと試みている。多くの雇用主は、このような「働きかけ」があった後に要件の削除や見直しを行う可能性がある。</p>

## ジェンダー・ダイバーシティ

リクルートは、管理職レベルでのジェンダー・ダイバーシティの向上で大きな進歩を遂げた。2025年度末には、2021年度比で、管理職に占める女性の割合が26.8%から35.0%に上昇し、経営陣に占める割合は9.1%から33.3%に上昇した。同社は引き続き、2030年までに社内のすべてのレベルでジェンダーの平等を目指している。

同社は2025年度のジェンダー・ダイバーシティ目標を達成できなかったが、これらは野心的な目標であり、HRテクノロジー部門の採用凍結によるマイナスの影響を受けた。

## ネットゼロ

リクルートは、Science Based Targetsイニシアティブ（SBTi）認定済みの目標を設定しており、2030年度までにスコープ1～2の絶対排出量の46%削減、スコープ3の排出量の30%削減を目指している（2019年度比）。<sup>1</sup>また、2030年までのバリューチェーン全体でのカーボン・ニュートラル目標を掲げている。カーボン・ニュートラルの目標達成にはカーボン・オフセットの活用が必要になる見込みだが、活用をできる限り少なく抑えることを目指している。近い将来において、この目標をネットゼロ目標に更新する予定はない。またリクルートは、2024年度までの3年間におけるスコープ1～2とスコープ3の排出量削減目標も設定しており、これは目標を大幅に上回って達成している。既存の目標が終了する来年には、新たに3年間の目標が設定される見込みである。

## ESG開示

気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）やサステナビリティ会計基準審議会（SASB）など、投資家にとって最も有用と考えられるESGの報告枠組みについて、弊社の見解を伝えた。リクルートは、自社の報告と（TCFDとSASBを組み込んだ）国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）との整合性を図り、2027年度から日本サステナビリティ基準審議会との整合性を図る（必須となった場合）予定である。

同社は、ソーシャル・インパクト目標の達成に向けて大きな進歩を遂げ、マクロ経済要因がその進歩にどのような影響を与えるかをより深く理解するために取り組んでいる。ジェンダー・ダイバーシティを大きく改善し、短期的なGHG削減目標の更新を進行中である。

<sup>1</sup> 自社または管理下の施設からの直接排出量、スコープ2：他社から購入した電気・蒸気・冷却の製造段階における間接排出量、スコープ3：その他すべての間接排出量。

**本資料はあくまで説明目的のものであり、いかなる投資判断に対する推奨または助言を行うものではありません。また、本資料に記載された個別の事項は情報提供のみを目的としており、いかなる勧誘を意図するものではありません。**