

## 参考資料

---

2024年4月18日



金融庁

Financial Services Agency, the Japanese Government

## I. スチュワードシップ活動の実質化関係資料

II. 社外取締役のことはじめ

III. ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見(詳細版)

IV. 企業インタビューにおける意見(詳細版)

V. 諸外国の動向

# GPIFが採用する「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドについて

- GPIFは、スチュワードシップ活動を通じた市場全体の底上げとスチュワードシップ活動のアプローチ方法の多様化・強化を目的として、スチュワードシップを重視したパッシブ運用モデル(「エンゲージメント強化型パッシブ」)を採用(通常のパッシブ運用とは異なる報酬体系)。採用された各社は、インデックスへのインパクトが大きい企業の絞り込みによる効率的なβの上昇や、トップマネジメントによる積極的な関与など、各社の状況に応じたエンゲージメントを実施。
- エンゲージメントの実質化に向けては、スチュワードシップ・コードの趣旨を踏まえ、自らの置かれた状況(規模・運用方針等)に応じた対応の促進が重要ではないか。

## 「エンゲージメント強化型パッシブ」ファンドによるエンゲージメントの特徴

<p>アセットマネジメント One</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2018年開始。</li> <li>✓ 20年以上の運用実務経験を擁するESGアナリスト、議決権担当者が運用部門のファンドマネージャー、アナリストと協働して18のESG課題についてエンゲージメントを実施。企業の問題意識を顕在化させ、投資先の企業価値向上に貢献する。</li> </ul>
<p>フィデリティ投信</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2018年開始。</li> <li>✓ アクティブ運用のアナリストの知見を活かし、インデックスへのインパクトが大きい企業に变革を促すことで効率的にβを上昇させることを目指す。企業価値創造の観点からエンゲージメント議題を特定、企業の競争力強化による収益性、成長性向上を目指す。</li> </ul>
<p>三井住友トラスト・ アセットマネジメント</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2021年開始。</li> <li>✓ トップマネジメント(会長、社長)もエンゲージメントに積極的に参画するマルチエンゲージメントモデル。ESGマテリアリティをベースにしたトップダウンアプローチと事業目線のボトムアップアプローチの融合によりエンゲージメント効果を最大限に引き出し企業価値増大に繋げる。</li> </ul>
<p>りそなアセット マネジメント</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2021年開始。</li> <li>✓ AIを活用した統合報告分析を起点にエンゲージメント。統合報告書の開示促進、質的向上を中間目標・トリガーとして投資先の企業価値向上を目指す。現在は分析対象を有価証券報告書等にも拡大し、TCFD分析などにも展開。</li> </ul>

# 協働エンゲージメントの取組み

- 協働エンゲージメントに関する取組みとして、国内における機関投資家協働対話フォーラムや生命保険協会による取組みや、英国におけるInvestor Forumによる取組みが存在。
- 各社の状況に応じた実効的なステュワードシップ活動を行うために、こうした協働エンゲージメントの取組みを活用することも有用ではないか。

## ● 国内における取組み

### 機関投資家協働対話フォーラム (IICEF)

組織概要

- 機関投資家の適切なステュワードシップ活動に資するよう、機関投資家が協働で行う企業との建設的な「目的を持った対話」(協働エンゲージメント)を支援する目的で2017年に設立

活動内容

- 協働エンゲージメントを行うための**機関投資家協働対話プログラム**を運営
  - ・ 参加投資家間で日本企業に共通する課題を議論しアジェンダを設定
  - ・ 事務局が対象企業との対話を主宰し、ファシリテートしながら、**企業と参加投資家との建設的な対話を支援**
  - ・ 主なアジェンダは以下の通り
    - ✓ 資本コストや株価を意識した経営の実現
    - ✓ マテリアリティの特定と非財務情報開示
    - ✓ 株主総会の高反対率議案への対応 等

参加者

- 企業年金連合会、第一生命保険、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(7社)

### 生命保険協会

- 生命保険業の健全な発達及び信頼性の維持を図り、もって国民生活の向上に寄与することを目的として設立
- 株式市場の活性化と持続可能な社会の実現に貢献するため、**ステュワードシップ活動ワーキング・グループ**を運営

- **ステュワードシップ活動ワーキング・グループ参加会社による協働エンゲージメントの実施**(2017年度より開始)
  - ・ 主なアジェンダは以下の通り
    - ✓ 株主還元の充実
    - ✓ ESG情報の開示充実
    - ✓ 気候変動の情報開示充実 等

- 朝日生命、かんぽ生命、ジブラルタ生命、住友生命、第一生命、大樹生命、大同生命、太陽生命、日本生命、富国生命、明治安田生命(11社)

## 🇬🇧 英国における取組み

### Investor Forum

- 対話を促進し、長期的な解決策を創出し、価値を高めることにより、ステュワードシップを投資の意思決定の中心に位置づけることを目的として2014年に発足

- 法的リスク等を整理した**Collective Engagement Framework**を策定し、**参加投資家の意見を代表する形式で協働エンゲージメントを実施**
- 投資家と企業の対話のためのイベントの開催
- ベストプラクティスの共有

- 54社(英国内外のアセットオーナー・アセットマネジャーで構成)

# 協働モニタリングの取組み及び個社による取組み

- アセットオーナーによる運用機関に対するモニタリングに関する取組みとして、企業年金連合会が協働モニタリングを実施予定。また、個社によるエンゲージメント支援の取組みも存在。

## アセットオーナーによる協働モニタリングの取組み

### 企業年金連合会

- 厚生年金保険法に基づき厚生年金基金の連合体として設立され、法律改正により2005年に企業年金連合会に改組
- 主に以下の事業を実施
  - ・ 年金通算事業
  - ・ 会員支援事業
  - ・ 国からの受託事務
  - ・ 年金給付等積立金の管理及び運用

スチュワードシップ活動の実質化に向け以下の取組みを実施予定

- **協働モニタリングの実施**
  - ・ 運用受託機関のスチュワードシップ活動を、各企業年金が協働してモニタリングする活動を実施(合同説明会や協働対話の実施等)
- **企業年金スチュワードシップ推進協議会の設置**
  - ・ 協働モニタリングの継続的かつ実質的な取組を目的として設置
  - ・ 協議会としてスチュワードシップ・コードの受入れを表明

- 2023年8月1日現在の総会員数は1,216(上記取組みの参加者は調整中)

## 個社による取組み

### MFA株式会社

- 資本市場と企業との間での本来あるべき生産的・創造的対話の成立を支援する媒介(エージェント)となることを企図して2022年に設立
- 以下をミッションとする
  - ① 「責任ある株主」のあり方の確立
  - ② 「エンゲージメント」モデルの確立
  - ③ 「実りある対話」の場の創造

- **機関投資家等から、株式保有先企業に対する「エンゲージメント」の代行・支援の受託を受け、実施**
- 代行・支援にあたり、以下を実施
  - ① 経営者・経営陣との対話
  - ② 課題解決に向けたプロフェッショナルサービスの提供
  - ③ 他の外部ステークホルダー(金融機関等)との対話

- 株主: 三井住友信託銀行、CDIヒューマンキャピタル、経営共創基盤、みさきフェデレーション、コーポレイトディレクション、京都銀行、きらぼし銀行

組織概要

活動内容

参加者

## スチュワードシップ・コード(抜粋)

### 指針4-1.

機関投資家は、中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話<sup>13</sup>を、投資先企業との間で建設的に行うこと<sup>14,15</sup>を通じて、当該企業と認識の共有<sup>16,17</sup>を図るよう努めるべきである。なお、投資先企業の状況や当該企業との対話の内容等を踏まえ、当該企業の企業価値が毀損されるおそれがあると考えられる場合には、より十分な説明を求めるなど、投資先企業と更なる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<sup>18</sup>。

15 株式保有の多寡にかかわらず、機関投資家と投資先企業との間で建設的な対話が行われるべきであるが、機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、自らがどの程度投資先企業の株式を保有しているかについて企業に対して説明することが望ましい場合もある。

### 指針4-5.

機関投資家が投資先企業との間で対話を行うに当たっては、単独でこうした対話を行うほか、必要に応じ、他の機関投資家と協働して対話を行うこと(協働エンゲージメント)が有益な場合もあり得る<sup>20</sup>。

I. スチュワードシップ活動の実質化関係資料

**II. 社外取締役のことはじめ**

III. ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見(詳細版)

IV. 企業インタビューにおける意見(詳細版)

V. 諸外国の動向

# 社外取締役のことはじめ

- 社外取締役の質の担保・向上に向けた取組みの一環として、経済産業省・金融庁・東京証券取引所は共同で、新任や経験年数の浅い方々向けに「社外取締役のことはじめ」を作成(2024年1月25日公表)。



## 社外取締役のことはじめ

社外取締役の皆様のご活躍が、企業の持続的成長と中長期的な企業価値向上の鍵となります。重要な役割を担う社外取締役としてご活躍されるにあたり、まずはじめに知っておいていただきたい内容について掲載しておりますので、是非ご参照ください。

### 1 取締役会の役割・責務を知る

企業戦略等の大きな方向性を示すこと

経営陣幹部による適切なリスクテイクを支える環境整備を行うこと

独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うこと

「コーポレートガバナンス・コード」【基本原則4. 取締役会等の責務】

### 2 社外取締役としての自身に期待されている役割・機能を知る

一般的に期待されている役割	具体的な行動の在り方
<ul style="list-style-type: none"> <li>① 経営方針や経営改善についての助言</li> <li>② 経営の監督</li> <li>③ 利益相反の監督</li> <li>④ ステークホルダーの意見の反映</li> </ul> <p style="font-size: 0.7em; margin-top: 5px;">「コーポレートガバナンス・コード」【原則4-7. 独立社外取締役の役割・責務】</p>	<p style="font-size: 0.8em; margin: 0;"><b>就任時</b> 会社側と協議の上、自らのミッションを明確に認識</p> <p style="font-size: 0.8em; margin: 0;"><b>就任後</b> 取締役会に対する能動的な働きかけ</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>① 適切なアジェンダセッティング</li> <li>② 活性化のための運営上の工夫等</li> </ul> <p style="font-size: 0.7em; margin-top: 5px;">「社外取締役ガイドライン」 P.25～45</p>

### 3 社外取締役としての5つの心得を知る

<p style="font-size: 0.7em; margin: 0;"><b>心得 1</b> 最も重要な役割は、経営の監督中核は、経営陣の評価と指名・報酬</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 必要な場合には、社長・CEOの交代を主導することも含まれる</li> <li>◆ 過度に細かい業務執行に立ち入らない</li> <li>◆ 経営陣の適切なリスクテイクをサポートする</li> </ul>	<p style="font-size: 0.7em; margin: 0;"><b>心得 2</b> 社内のしがらみにとらわれず、会社の持続的成長に向けた経営戦略を考える</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 社内の常識にとられない視点</li> <li>◆ 中長期的な視点</li> <li>◆ ESGやSDGsを含めた持続可能性を意識した経営の重要性</li> <li>◆ 各事業部門の利害にとられない全社レベルでの「全体最適」の視点</li> </ul>	<p style="font-size: 0.7em; margin: 0;"><b>心得 3</b> 業務執行から独立した立場から、経営陣に対して遠慮せずに発言・行動</p>	<p style="font-size: 0.7em; margin: 0;"><b>心得 4</b> 経営陣と、適度な緊張感・距離感を保ちつつ、信頼関係を築く</p>
<p style="font-size: 0.7em; margin: 0;"><b>心得 5</b> 会社と経営陣・支配株主等との利益相反を監督</p>			

「社外取締役ガイドライン」 P.11～24 (注)5つの心得は簡略化して記載

### 4 自身の役割を果たすために必要な知識・スキルを知る

不足を感じた場合は、研修・トレーニングも活用しながら、継続的に向上に努める。

全社外取締役に必要な知識・スキル	特有の知識・スキル
財務・会計・法務を含め、企業経営に関する基礎的な知識・知見等のミニマム・スタンダードとして必要な最低限のリテラシー	それぞれの役割・機能に応じて求められる資質・背景に依拠する知識・知見

「CGSガイドライン」 P.61～63 / 「社外取締役向け研修・トレーニング活用」の8つのポイント、P.18



### 5 就任先企業のことを知る


その役割・責務を実効的に果たすために、能動的に情報を入手する。

就任前/就任時	就任期間中
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 就任先企業からの説明(経営戦略、事業、組織・ガバナンス体制、具体的な事業環境・製品等、内部の諸規程・運営等)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ 就任先企業からの説明(事業環境・製品、旬なテーマ等)</li> <li>◆ 執行役員クラスまで含めた経営陣や事業部門とのディスカッション</li> <li>◆ 現地視察における意見交換、監査役等や内部監査部門との情報交換等</li> </ul>



「社外取締役ガイドライン」 P.44～45 / 「社外取締役向け研修・トレーニング」の活用」の8つのポイント、P.19～20

### 参照ガイドライン等へのリンク




**コーポレートガバナンス・コード**  

 株式会社東京証券取引所





※ プライム市場・スタンダード市場の上場会社は、コードの金原則について、グロース市場の上場会社は、コードの基本原則について、実施するか、実施しないものがある場合にはその理由を説明すること(コンプライア・オア・エクスプレイン)が求められます。


**コーポレート・ガバナンス全般に関する取組方法について知りたい場合**  


「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針(CGSガイドライン)」  
経済産業省


**研修・トレーニングを活用したい場合**  


「社外取締役向け研修・トレーニング」の活用の8つのポイント  
経済産業省


**社外取締役の在り方(位置付け、心得、行動の在り方等)について知りたい場合**  


「社外取締役の在り方に関する実務指針(社外取締役ガイドライン)」  
経済産業省

コーポレートガバナンスに関する各種ガイドラインについて

 経済産業省では、コーポレートガバナンス・コードを実践するための各種ガイドライン等を公表しております。理解を深める際や個別論点を検討する際等にご活用ください。  
 Q コーポレートガバナンス ガイドライン



# 目次

---

I. スチュワードシップ活動の実質化関係資料

II. 社外取締役のことはじめ

**III. ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見(詳細版)**

IV. 企業インタビューにおける意見(詳細版)

V. 諸外国の動向

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

- 日本のコーポレートガバナンスは、この10年で大きく進歩しており、全体として良い方向に向かっている。
- コーポレートガバナンスは全ての企業活動の基盤であり、金融庁の政策についても、全体的にポジティブに捉えている。
- 金融庁のアクション・プログラムを全面的に支持。当方も金融庁が優先事項としている資本効率や独立社外取締役の機能発揮について力を入れている。
- 一部投資家は改革の遅さに不満を持っているが、外国投資家は政府が着実にコーポレートガバナンス改革に取り組んでいることを評価している。
- 2014年に社外取締役を1/3以上置く企業はわずかだったが、現在は多くのプライム市場上場企業で1/3以上となっており、コーポレートガバナンスの形式面での進歩は評価。
- 企業の透明性は改善傾向にある。特にJPX日経400の構成企業は、ROEや配当について発信するようになっており、透明性が格段に向上した。
- 資本配分に関する議論が洗練されるなど、企業自身がコーポレートガバナンス改革の必要性を感じて取り組んでいる点を好感。
- コーポレートガバナンス改革は企業価値の向上を目的として進められてきたが、まだ日本企業はコーポレートガバナンス改革の意義を理解しておらず、形式的なものと捉えているように感じる。
- 日本企業の取締役会は、企業価値向上よりも、企業の存続可能性により重点を置いているように見える。
- 多くの会社は正しい金融リテラシーを持ち合わせておらず、同じ言語での会話ができない。
- 中小の上場企業ではアクション・プログラムについてこれない企業も多いのではないかと感じる。コーポレートガバナンス改革について頭では分かっているが、腹落ちしていない企業も多い。
- PBR1倍割れ企業が多いといった現状を踏まえると、日本企業のコーポレートガバナンスの改善の余地は多くある。指針などのガイダンスも良いが、当局には改革を実効的にエンフォースする仕組みが必要。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

- 日本企業のコーポレートガバナンス改善のためには、企業とより日常的にエンゲージメントを行っており、言語のハードルもない**国内の運用会社が、積極的に企業に対するプレッシャーを高めることを期待。**
- 投資先企業が企業価値を損ねる意思決定を行っても、外圧がなければスチュワードシップ活動を行わないのも問題。顧客からのプレッシャーが弱いのをいいことに、取締役に対抗票を投じない例が多数存在する。**自律的に顧客へのスチュワードシップ責任を果たそうという姿勢が欠けている。**
- 米国ではERISA (Employee Retirement Income Security Act (従業員退職所得保障法)) に基づき、運用会社は、顧客への**フィデューシャリー**として議決権を行使しないと**受託者責任違反**に問われるリスクがあるが、日本でこのような義務がないことも問題を深刻にしている。
- 日本企業からは**海外投資家からの評価でしか自社の潜在的な株式価値を把握できない**との不満の声を聞く。日本企業は、アクティブ投資家が入ってこないことによって、バリュエーションに**ジャパニディスカウント**が入ってしまうことを嘆いている。
- **日本の大手投資家は、ESG・ファンダメンタルズ・議決権行使の担当者が異なっている。** ESGアナリストが企業に対しEPSを毀損する提案を平気で行うこともある。
- **エンゲージメントの結果を議決権行使に生かせるか否か**が重要。また、エンゲージメントがうまくいかない場合には株主提案し、議決権行使を行うことが意味を持つ。
- 実現可能性の観点から、TOPIX500構成企業に対してエンゲージメントし、それらの企業の開示や取締役会の構成を含むコーポレートガバナンスが変革し、その他のプライム市場上場企業に浸透していくことを期待。TOPIX500に含まれない会社への対応は**アクティビストの役割も重要。**
- アクティブ投資家は会社に対し、事業再編等も含めて企業価値を上げるための変革を迫るが、一方でパッシブ投資家のエンゲージメントでは、会社側は危機感を感じておらず、経営陣にプレッシャーを与えられていない。これは価値を生み出す上であまりよくない状況。売却という選択肢がないのだから、**日本のパッシブ投資家はより価値を出せるようなエンゲージメントを行っていくべき。**
- **パッシブ投資家が全て同じではない**ということは申し上げたい。非常に影響あるスチュワードシップ活動を行っているパッシブ投資家もいる。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

- 機関投資家は、依然としてパッシブ投資に多くの資金を配分しているが、**パッシブ投資において、全ての会社にエンゲージメントを行うのは現実的でない。**
- 投資先企業の全てに毎年エンゲージメントしなくとも、議決権を行使し、改善がなければ反対するといった形でエスカレーションしており、また、**毎年ではなくとも2～3年に一度エンゲージメントを行うことを通じてガバナンスが改善すればよく、**資産運用会社の立場として、基本的にパッシブ投資の範囲を狭める必要はないと考えている。
- 全投資家は、エンゲージメントの**テーマ**やそれをどのように**優先順位付け**しているかを明確に示すべき。
- **中小型企业**のすべてにエンゲージメントを行うことは難しいため、**3年周期で面談**を行うこととしている。面談が無い期間でも、新たな重要な課題に対する運用会社としての考えやグッドプラクティスを共有している。6月上旬は重要案件にリソースが割かれ、緊急でない限り対話に応じることは難しい。
- 企業の規模に依らず、対話の依頼があった場合には、その目的を明確にするよう求めている。議決権行使助言会社が、企業のエンゲージメントを評価するために、株主と対話を行った回数をカウントするようになってから、特段のテーマが無いにも関わらず**企業は点数稼ぎのため株主に対話を申し込むようになった**が、これは両者にとってリソースの無駄遣い。
- すべてのファンドにとって、予算の問題は過去にないほど大きくなっており、指摘された各課題を解決する上でも**協働エンゲージメントは重要**。企業がノウハウを有していないテーマについて、投資家が課題解決のための提案をすることは企業からも好評であり、こうした投資家の活動が後押しされることを期待。
- パフォーマンスフィーが支払われないパッシブ投資家に**市場全体の底上げを期待するのであれば、何らかのメリットを付与する必要がある。**
- 協働エンゲージメントは、各投資家が**異なる観点**を持ち込み、考え方をシェアしたり、プレストをしたりすることができるため、非常に有益。

- エンゲージメントを行う際、投資家は経営者との関係性に配慮して、難しい質問をしようとしな<sup>い</sup>。そのため、集団的エンゲージメントを行うことが効果的であり、例えば、第三者や、投資家の間で指名された者が、主要な株主の意見を収集し、CEOや社外取締役と対話をし、課題を特定することによって、効果的なエンゲージメントを行う一助となる。
- 協働エンゲージメントについて、EUでは何をすべきなのか**明確なガイドライン**があるが、他の地域では明確ではない。
- 現状の法令でも協働エンゲージメントや他の投資家と話すことは問題ないようにも思えるが、一部の投資家はそうは受け止めていない。**セーフハーバー**を作ることは、投資家だけでなく、心配症なコンプライアンス担当にとっても安心感を与えるだろう。
- 協働エンゲージメントは企業の取締役会のレベルを引き上げるためにも必要であり、**共同保有者の範囲の明確化**を支持する。
- パッシブ投資家は長期投資家であり、1年のような短期スパンではなく、10年のような長期で何が起こるか考えるため、環境や社会的課題にも目を向ける。そのため、こうした投資家が**エンゲージメントを行うことは、小規模であっても意義がある**。どうやってエンゲージメントを行っていくかは世界的な課題であるが、協働エンゲージメントを行っていくのがよいだろう。
- **グローバルにポートフォリオを持つ投資家は協働エンゲージメントを活用することが有用**。
- 経営陣の保身を防止し、株主総会で少数株主の意見を通りやすくするためには、**ETFを保有する日銀のスチュワードシップ活動も重要ではないか**。
- インデックス投資家にとっても、議決権行使は顧客に対するフィデューシャリーデューティの一環。このため、**日銀が保有するETFについて議決権を棄権(ないし不行使)すべき**という主張は適切とは思えない。

- 公開買付けでは、買収事案ごとに異なる問題が発生するため、細かなルールを定めるのは難しく、**公平性の概念** (notion of fairness) に基づく原則を定めるのがよいのではないか。
- 公開買付けについては**英国の規制**を参考にすべきではないか。
- **市場内買付けとそれ以外の手法**を同一の規制対象にしないロジックは理解できない。
- **部分買付けを悪用**し、低い価格で応募を強いられるケースが現れることを懸念。
- **子会社の非公開化**においては、親会社は、買収に有利となる子会社株が安くなるタイミングを容易に予測可能であり、情報の非対称性により少数株主が害されるリスクが大きい。
- 公開買付規制について、**部分買付け**が許容されているが、例えば30%超買い付けたら全部買付けしなければいけないといったルールに見直せないか。
- 米国でも**部分買付け**は可能だが、株主の公平な取扱いに反するので実際には行われない。
- **部分買付け**には規制を設けた方が良く、**MoM**の要件を入れることは良いと思う。上場子会社は、親会社により少数株主が害される危険があるし、資本効率性が悪いことが多い。
- **支配株主である買収当事者**は、買収決定に関する議決権を持つべきではない。
- 企業にとって都合のよい提案は優遇し、他の提案は冷遇するなど、**MoMは悪用のリスク**もある。
- 関東財務局へ提出する書類の**ペーパーワークが煩雑**。また、財務局の審査に時間を要し、審査中のリークの発生を懸念。
- 公開買付制度の見直しについて、まず、市場内取引等を対象にすることや、**欧州型への移行の方向性**について支持。欧州では部分買付けが許容されておらず、こうした方向が望ましい。

- 大量保有報告制度における**重要提案行為の明確化**は重要。
- 大量保有報告制度の適用を明確化することは、**投資家と企業の対話の透明性の向上**につながるとともに、国内の株主が投資先の会社に対してよりオープンな形で建設的な懸念を伝えることを可能にするものとして前向きに捉えている。
- 重要提案行為に該当する範囲(ブラックリスト)よりも該当しない範囲(**ホワイトリスト**)の方が広くなることを期待。また、気候変動関係の取組みも活発になっているところ、こうした点にもホワイトリストが拡大されるとありがたい。
- **共同保有者の範囲の明確化**は、グローバルの投資家コミュニティ全体にとって重要な話である。
- 共同保有者について、エンゲージメント担当者に関心がなかったとしても、**運用会社のコンプライアンス部門は大きな懸念**を持っている。セーフハーバーは、協働エンゲージメントを自由に行う上で重要。
- 海外投資家は**カストディアン**が名義株主となっており、誰が実質株主であるか把握するのが困難。実質株主が明らかになれば、他の投資家にとっても議決権行使等に際して株主にアクセスすることが容易になる。
- 実質株主の透明性について、**特定の投資家の保有状況が開示されることによって**、当該投資家が投資先企業に影響を与える可能性がある株式取得を行っているとの、**誤ったメッセージを与える**ことになるおそれがある。その結果、長期投資家が徐々に投資を増やしていくことを阻害する懸念がある。
- 会社との対話等の観点から実質株主の透明性に関する規制を入れたいという趣旨は理解するが、米国ほど株式の流動性が高くない日本において、保有株式数を開示すると、株式の取引に対してセンシティブになることもある。
- グローバル投資家にとって、実質株主の透明性は非常に重要。

- **企業価値の最大化と少数株主保護を使命**とする社外取締役を確保し、取締役会の独立性を確保することが、まずは重要。
- コーポレートガバナンスの実質化にあたっては、特に**社外取締役のスキル、独立性が重要**。
- **独立社外取締役を過半数以上**とすることや、指名委員会等設置会社とすること等は、適切なコーポレートガバナンスのカルチャーの形成を促進するものである。
- 取締役会の経営陣からの**独立性を確保する上で、社外取締役3分の1では不十分**。
- 次のステップは独立取締役の過半数の選任。長期投資家としては、指名委員会等設置会社であり、取締役の過半数が独立取締役で、資本政策などに関する**意思決定の透明性が高い企業**が魅力的である。
- 監督と執行は分離している必要があり、**独立社外取締役の比率は過半数を求めたい**。長期的に企業価値を上げるためには、問題のある経営者を辞めさせることができるガバナンスが必要。
- 多くの日本企業では、CEOが取締役会議長を兼任しているが、取締役会の議題をコントロールする人とビジネスを執行する人は異なるべきであり、**議長は独立社外取締役とすべき**。
- 指名委員会等設置会社以外においても、**指名委員会・報酬委員会の権限・責任が明確になるような法整備**が必要。
- 米国で一般的な**取締役会レベルのリスク委員会**の設置が必要ではないか。
- 社外取締役が、会社の業績や、株主提案、M&Aの提案に対して率直な議論をできるよう、**社外取締役のみの会議を行うことを市場慣行とすべき**。また、こうした会議についてコーポレートガバナンス報告書に記載することを奨励することも一案。
- **持合先企業**から独立社外取締役を選任している企業もあるが、独立社外取締役の実効性が害される。
- **東証の独立性基準は改善の余地がある**のではないか。例えば政策保有株を保有する銀行から送り込まれた人材は独立性要件を満たさないと考える。



# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題

取締役会の実効性向上（独立社外取締役の機能発揮）

- 社外取締役候補者の経験について、しっかりと開示させることが重要。
- 社外取締役は取締役会の議案に基本的に賛成する傾向にあるように思われる。また、独立社外取締役は、弁護士、会計士、学者が多く、実務家が少ない。
- 社外取締役が、取締役会の議論で実質的な発言力と影響力があることが重要。
- CEOや社内を見て働いており、株主の利益を代表していない社外取締役が存在している。社外取締役が株主の利益を追求することが重要。
- 取締役は、経営陣を尊重しつつも、決定が株主の利益に本当に合致しているかどうか検討し、経営陣に異議を唱えることを厭わないことが重要。
- ジェンダーダイバーシティは大事だが、それよりも「意見のダイバーシティ」が重要であり、会社の発展のため、経営陣に対して異議を唱えられる社外人材を確保することが重要。
- 取締役会は戦略的な議論に集中するため、権限を執行部門に降ろし、取締役会の頻度を月1回から年4回に絞るべき。外国人取締役が毎月来日するのは現実的ではない。
- 社外取締役が自社のビジネスを理解できるような研修を用意することは企業の義務である。
- 取締役への研修は重要。取締役研修の開示については、方針ではなく実績を開示させるべき。
- エンゲージメントにおける独立社外取締役の役割は重要。社外取締役と株主が容易にエンゲージメントを行えるようにするのがベストプラクティス。
- 社外取締役自身も投資家との面談を熱望しているのに、会社がゲートキーパーとして面談を阻害していることもある。
- 社外取締役に株式報酬を与えることは、企業価値の向上や株価を意識した経営を行うために重要で、導入を検討すべき。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題

収益性・成長性を意識した経営

- **資本コストや株価を意識した経営**について政府が取り上げたことは評価。PBR1倍割れ問題が取り上げられて以降、海外投資家は日本の市場にかなり注目しており、**日本株復興のチャンス**。
- 海外投資家による投資は、様々なリスクを加味すると、ROEが12%くらいはないと割に合わず、日本のリスクアセットを売り込もうとしても、ROEが8-9%だとなかなか魅力を感じてもらえないのが現実。**米国の平均的ROEを出せる企業は、日本の上位10%程度**に過ぎず、必然的に日本への投資に回ってくるお金のパイが限られてしまう。
- 多くの日本企業はなぜ、**コングロマリット・ディスカウント**を招くにもかかわらず複数の事業を持ちたがるのか。事業ポートフォリオの見直しにより市場の評価があがった企業もあり、検討すべき課題。
- 日本企業の経営者の多くは**現状維持を好む傾向**があり、例えばPBR1倍以上であれば、不採算事業を抱えていたとしても、コアビジネスに集中して更に企業価値を高める努力をすることはしない。
- 利益ではなく売上高を重視するあまり、会社にとって戦略的に採算性の低い事業・セクターを分割・売却出来ないことが多く、新陳代謝を阻害している。企業が得意分野への選択と集中を行わなければ、高付加価値の新産業の創出は困難。また、そのためにも**経営者の資本コストに関する教育・啓発**が重要。
- 売却資金を他の事業への再投資に回す目的で実施される**カーブアウト**は重要。投資家としては、ポートフォリオの再編が見ていて一番面白いし、ベストオーナーであるかを問いかけることで株主がプッシュできる部分でもある。
- 多額のネットキャッシュを抱える企業は問題。**内部留保**が積み上がっている企業に対しては、PBRが1倍を超えていても、アクティビストが目をつけて要求を強めている。
- PBR以上に、キャッシュフロー倍率が割安になっていることが問題。調達した資金を効率的に配分せず、遊ばせた状態になっている。こうした状況を脱却し、企業価値を向上させるには、例えば**内部留保課税**のような、キャッシュの貯め込みを抑止する立法措置が必要。
- 企業がPBRを改善するために、**短期的に自社株買い**を行っているが、必ずしも望ましいものではない。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題

収益性・成長性を意識した経営

- 日本企業の課題としてリスクを取ることに抵抗があり、**アップサイド・リターン**の機会を逃していることが指摘されている。そのため、株主へのリターンや総株主価値の向上等に優先的に取り組むべき。また、イノベーションへの投資も重要な課題。
- 日本企業の経営者は**投資における「時間」**の概念を忘れている。投資において複利を生むのは「時間」であり、いまやるべきM&Aを取りに行くことが重要な場合があり、時間を優先する・今やるべきであるとの発想で議論をすることも重要。
- 日本においては、**多様なステークホルダーの利害等諸々に配慮しすぎている**ことが、日本経営者の株価意識を希薄にし、株価上昇を阻んでいるように思われる。
- 会社の所有者は株主であるにもかかわらず、多くの日本企業は、マルチステークホルダー資本主義の名のもと、経営陣>従業員>顧客>サプライヤー>株主の順に利害関係者の利益を優先し、**株主は蔑ろ**にされてきた。
- 日本企業は大企業であっても、資本コストや基本的な**コーポレートファイナンスに関する知識**が不足しており、どうしたら資本政策・ROICが改善するのか分からないのではないかと。
- 資本コストや株価の改善に向けた東証の要請への対応に関し、ROEや資本コストを計算するのが難しいことだとは思えないが、**中小型銘柄の企業では好事例がなかなか見当たらない**。
- 会社がROEや資本コストについて分からないのであれば、その会社の筆頭外国人株主に尋ねることも考えられる。日本企業から、経営改善に繋げるために**外国投資家にアプローチする動き**が出れば、投資家から見て非常にポジティブなシグナルになる。
- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて企業と投資家がこのテーマについて対話するためにはROE・ROIC・資本コスト等について、両者が同水準の理解を有していることが必要にもかかわらず、多くの企業、特に中小規模の企業においては、**自社の資本コストすら認識できていない状態**。企業に対して資本コスト等に関する情報を提供するプラットフォームを設けることが有用ではないかと。
- **大企業でも、資本コストの理解が不十分**なことは多い。日本企業は、経済不況の間に財務的な面について非常に保守的になってしまっており、ポートフォリオや資本コストについてよく理解した洗練された取締役会を持つ会社もあれば、そうではない会社もある。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた課題

収益性・成長性を意識した経営

- 海外投資家から見て特に感じるのは、日本には**専門的なCFO**がいないこと。CFOはキャピタルアロケーションや投資家との対話まで出来る必要があり、人材育成が必要。
- 東証の要請に対しては、資本コスト・価格決定力や不採算事業からの撤退、M&Aといったビジネスモデル、企業価値向上を実現するためのリソース等、**投資家が望む切り口・水準の開示の枠組み**を作るべき。
- 日本企業のROEの底上げを図る中で出てくる**落ちこぼれ企業**を少しでも退場させることができれば、日本が本気で動いていると理解されるのではないか。
- 東証の資本コストに関連した要請は、**最終的にはPBR1倍割れ企業の上場廃止に繋がらないと、改革は活性化しない**。
- 日本の経営者は、株主だけでなく**全てのステークホルダーに対して無責任**。上場会社である以上、経営者は株主だけでなく全てのステークホルダーに対し、ESGを含む責任を果たすべく行動すべき。
- 責任を果たさない経営者には報いを受けさせるべきで、上場を廃止させる、取締役会の独立性を高め**経営者が解任される可能性を高める**といった**強力なエンフォースメント**が必要。
- 企業自身が自律的にアクティブに取り組む形にしていかなければ、PBR1倍、ROE8%に達したらそれで終わりになってしまう。そのためにも、**成果を出せない経営者が解任される仕組み**を設け、経営に対する緊張感を高めることが必要。
- 日本企業の**経営者の多くが自社株を保有しておらず**、株価を高めるインセンティブが働かないため、自社の株価に興味を示さず、長期的な企業価値についても注意を払わない傾向にある。
- 経営者に対しては、「ムチ」だけでなく「アメ」も必要で、**経営者にその能力と責任に見当たった水準の十分なインセンティブ**を与えることが重要。
- **経営陣に対する経済的なインセンティブ**が日本では足りていない。これまでのように企業の自主性に任せると現状から変わらない懸念があり、海外投資家はより高いスピード感を求めている。
- 経営陣のインセンティブを上げるために、**経営陣に株式をもっと保有させる**ことも考えられる。これは業績連動型金銭報酬よりも効果が高い。

- **TOPIX500構成会社を中心に**、日本企業からのエンゲージメントの要求は徐々に増加傾向にあり、コーポレートガバナンスの改善として評価している。
- 1対1の対話であれば応じてくれるが、**投資家グループとのミーティングには応じてくれない企業もあるのが現状**。
- 日本企業の投資家対応を見ていると、海外投資家の目線とのギャップが大きいと感じる。例えば、プライム市場上場企業であっても、対話の機会すら持てないケースが未だに存在することは大変残念。日本には、投資家との**対話を拒絶する企業に対する介入措置**が存在しない。
- 特にサステナビリティ課題について対話をしようとする、コンタクトが困難な企業も存在。社外取締役だけではなく、経営陣やIR担当者にすら会えないこともあり、企業に対し、**機関投資家からのコンタクトに対して応答すること**を促してもらいたい。
- 定時株主総会が非常に短い期間に集中することで、投資家側が**中小型企業に目を向ける余裕がない**という課題に進展が見られない。**開催時期を分散させること**がコーポレートガバナンス改革の重要な優先事項。
- 日本の大部分の上場企業は、**定時株主総会に先立つ有価証券報告書の提出に消極的**。株主が1年前の年次報告書をもって株主総会に臨まなければならないのは、先進国では日本だけである。
- 株主総会前に有価証券報告書を開示をすることはgood practice。株主総会のタイミングはそこまで問題ではなく、**総会前にタイムリーな情報開示が行われることが重要**で、仮に総会が7月開催になっても特に問題はない。
- 株主総会前に有価証券報告書を開示するために、総会の**開催時期を7月末に移動**させることは、海外投資家の観点からは、投資先会社の最新情報を理解・分析する時間を確保できるため、歓迎。
- 欧米のように**決算期を12月に変更**すれば、3月末までに有価証券報告書を作って、5月の連休前に株主総会を行えるのではないか。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

## 企業と投資家との対話に係る課題

### 対話の基礎となる情報開示の充実

- 開示には、投資家が企業を評価する道具としての役割と、**企業の行動を変容させる手段としての役割**があり、非常に重要。一方で、開示にはコストがかかり、開示されたデータの集計・分析もコストがかかるため、コスト・ベネフィットを意識する必要がある。
- 米国の開示と比べ、日本企業の有価証券報告書や統合報告書は紋切り型でどこの企業も似通っており、**経営者のメッセージ**が伝わらない。また、EDINETでは開示しているにもかかわらず、自社のHPの更新ができていない企業などもあり、不親切。
- IRも非常に大事で、IRが奏功している企業は**海外の投資家を惹き付ける**ことに成功している。経営陣がどう改善するつもりなのかしっかりと海外投資家に説明すれば、非常に簡単に投資を得ることができる。
- CEO等が発する**レター**にも注目している。
- 英国では、上場企業が株主総会議案に**20%以上の反対票**を受けた場合には、英国投資協会(The Investment Association)の監視リストに入り、**6か月以内に今後の対応策等を公表**する必要がある。これは非常に効果を発揮しており、日本でも導入する必要があるのではないかと。

### グローバル投資家との対話促進

- **日本は横並び意識が高いため、良いケーススタディを提示し、適切なインセンティブを設定**することで、コーポレートガバナンスの実質化が進むことを期待。
- 「見える化」に意味はあるだろうが、基準の項目を増やしすぎると形式だけ遵守しようとする会社が多くなる懸念がある。**基準項目を絞り込みつつ、厳格にこれを適用**することで、実質面を確保できる会社を増やすことが重要。
- JPX ESG Knowledge Hubのように、取締役会の実効性や資本政策に焦点を当てた**Knowledge Hub**を設け、ベストプラクティスを掲載することで、真のコーポレートガバナンスがどのようなものか理解を深めることができる。
- 英文開示を行う企業は徐々に増えているが、**中規模企業の英文開示**は進んでいない。
- 英語での開示を日本語と**同じタイミングで行う**ことが重要。
- 日本語による情報開示と英語による**情報開示との間にラグ**がある。また、日本の場合、有価証券報告書のうち英語で情報提供されている部分が少ない。海外投資家にとって**タイムリーな英語での開示も重要**。

# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

- 政策保有株式は、**過去40年間で劇的な変化はない**。解消に向け日本企業が取組みを進めることを望む。
- 政策保有株式に関して、保険会社をはじめとする国内の投資家が増える必要もある。政策保有株式を減少させれば、コーポレートガバナンスだけでなく、**企業買収を促進**することにもつながるだろう。
- 政策保有株主が多く存在したために株主提案が否決されるなど、政策保有株式によって**経営陣が守られている**。政策保有株式を有する会社は、**ポイズンピル**を有しているようなものである。
- 株式持ち合いに関し、保有株式から十分なリターンが出ていないにもかかわらず全然減っておらず、新規に保有する例すらある。新規に保有する意義について、投資先企業との関係性の維持としか言わず、**合理的な理由を説明できていない**。
- 政策保有株式がガバナンスの改善を妨げていることが多い。政策保有株式がもたらす**ガバナンス上の(負の)影響**について、保有者に開示・説明を求めるべき。
- **特定のセクター**では、取引解消されるリスクを恐れ、持ち合い解消を話題に出すことすら出来ないと聞く。
- 政策保有株式については、資本効率性やガバナンスに非常にネガティブである。政策保有株式を持たない取引先企業を差別的に取り扱うことがあるのであれば、何か規制できないのか。
- 取引先と相互に株式を保有しないと取引が継続できないというロジックは理解できない。**海外投資家の目から見ると率直に言って投資しにくい市場**になっている。
- **今残っている政策保有株式は岩盤**で、相手方を言い訳にして保有し続けている事例があると思われる。
- 政策保有株式について、企業が議決権行使方針に従って議決権行使しているのか明らかではなく、**議決権行使結果を開示すべき**。
- 集団で会社に反対票を投じても通らないという状況が生まれており、この問題への対処は非常に重要。政策保有株式を手放したくない企業に対し、どのように縮減を加速化させていくのか。

- 80社以上が、保有する株式の分類を政策保有から純投資に変更しているということが分かっている。
- 銀行の中でも政策保有株式解消のペースは区々であり、持ち合い株が資産の半分を占めているところもある。上場会社である以上、投資家が納得できるようきちんと透明性を高めるべきである。
- 政策保有株式が残り続ける限り、日本投資の経験のない投資家にとっては投資できないと言わざるを得ない。このような会社はプライム市場に上場すべきでなく、政策保有株式を無くさない会社は上場廃止とすべき。
- 持ち合い株は非常に問題。政策保有株を持つリーディングカンパニーに対して政府がどのように対応することも重要。こうした企業が変わると、日本企業全体が変わるきっかけになる。
- 日本企業の企業価値が向上しない理由の一つが、支配権市場が存在しないことと理解。
- 日本のコーポレートガバナンスを改善させる最も効果的な手段は、買収提案や対抗提案を通じて株価があがるという市場メカニズムを適切に働かせることである。
- 日本は上場会社が多すぎるという問題がある。
- 親子上場については、東証は上場させることにインセンティブがあるので、東証ではなく、政府がイニシアティブを持つべき。
- スタンダード市場やグロース市場の問題についてどう考えていくのか。ゾンビ企業だらけになってしまっていないか。
- デュアルクラスシェアは問題。一つの株式につき一つの議決権という原則は崩すべきではない。香港では、テック企業を集めるため、2018年にデュアルクラスシェアを認めるルール変更を行った。当初は多数の中国企業を獲得したが、すぐに市場はうまく機能しなくなってしまった。



# ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見 詳細

- 日本企業の情報開示の取組みは評価しており、サステナビリティ開示に関して、**米国よりも先行していく可能性が高い**と考えている。
- **ESGは企業が直面している重大なリスクの一つ**であり、投資分析を行う上で、企業の認識とリスク管理について企業の開示が必要。
- 日本企業は**Carbon emissionに関するデータ収集や開示に上手く取り組んでいる**。Carbon emissionの水準が低ければ、効率的な経営を行っているとして、企業をより高く評価することになる。
- **従業員の幸福を重視する企業は、持続可能性が高い**といえ、企業価値とEやSの要素は相関しており、両者を別個独立のものとして考えることは適切ではない。
- **ISSB基準がグローバルスタンダードになることは**、特定のテーマ、特にサステナビリティの観点のテーマについての投資家の見方を一致させるものであり、協働エンゲージメントを進めるにあたり有益である。
- サステナビリティ開示について、**国際的に比較可能な形が望ましく**、ISSBのタクソノミーと、日本のタクソノミーを統一してほしい。
- サステナビリティ情報の開示が**どれだけ投資家に価値があるのか疑問**。「2050年までに達成する」と開示しても、技術の進歩により状況は変わりうるし、経営陣も交代しており説明責任を果たせない。
- CSRDでは奴隷防止・環境破壊への対応等に関する開示項目もあるが、それらは**政府が介入すべき分野**であり、権限も手段もない投資家に企業への制裁を期待すべきではない。
- **金融庁が人的資本に重点を置いていることについて関心**がある。直接レターを送り、ISSBに人的資本の重要性を訴えたというのは素晴らしいこと。今後、金融庁が人的資本についてどのように取組みを進めていくのか知りたい。
- 日本の取締役会のダイバーシティ、**特にジェンダーダイバーシティ**は、改善に向かっているものの、**他国に比べても著しく低い水準**であり、更なる改善を期待。

- 性別にかかわらず適切な人材が昇進のメリットを受けべき。
- 日本には、女性取締役、社外取締役の**人材プール**が少ない。経験豊富な人材は少なく、アカデミック、弁護士に偏っている。海外は実務経験のある人材が豊富であり、外国人取締役を選任すべき。また、従業員レベルでも、海外から優秀な人材を採用すべき。
- 女性役員を2030年に30%にする目標は日本の現状を踏まえると**野心的**。外部から適切な人材を採用するのも、内部ですぐに昇進させるのも難しいため、**至急で動く必要**がある。
- 2030年に女性役員を30%とする目標については、**候補者が確保できない可能性**もあり、高いハードルを課しているように見える。他方で、外国人女性のプールは豊富にあるため、そのようなプールを活用することも一案。
- コーポレートガバナンスの**実質化を進めるためには、それを担う人材が必要**。特に中小企業で、女性社外取締役人材や、IR・財務部門の専門家が不足していることを憂慮している。
- 取締役会の多様性は確かに重要ではあるが、**取締役が必要なスキルセットを有しているかが本来的には重要**。
- 多様性の確保の名のもと、ボックスティック的に、異なる人種・性別・アイデンティティをもつ人材を取締役に選任することにも繋がっているが、**会社にとって、ベストなスキルを持つ者を取締役とすべき**。
- 取締役会に独立社外取締役を増やす取組みやジェンダー多様性の取組みも重要だが、これは取締役会に求められる役割の変化に伴って求められてきたものである。**取締役会の役割**というものをよく考えることが重要。

# 目次

---

- I. スチュワードシップ活動の実質化関係資料
- II. 社外取締役のことはじめ
- III. ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見(詳細版)
- IV. 企業インタビューにおける意見(詳細版)**
- V. 諸外国の動向

# 企業インタビュー 詳細

- 株主との対話は、基本的に代表取締役社長が担当。IR部は、対話の場への参加に限らず、取締役会・経営会議・サステナビリティ委員会の各事務局であり、株主総会業務にも関与。開示資料もIR部中心に作成し、**IR部が戦略策定と開示に基づく対話、双方の事務方を担っている。**
- エンゲージメントの対応者については、**会社の大きな方向性がテーマになるときはCEOやCFOが対応している。対話テーマに関する質問に回答できる者が対応することを重視し、**例えば、ESGがアジェンダになっている場合はESG担当部署、人的資本の場合には人事部の部長級が対応している。
- 当社の対話はほぼ全て**IR担当取締役が担当。**東証の要請に基づいて開示した内容は、「この程度の開示が必要だろう」と考えて代表的なものを開示したくらいの感覚であり、（東証の事例に取り上げられる等）対外的にそこまで評価されるとは考えていなかった。
- エンゲージメント担当役員のもと、SDGs推進室、法務室と財務経理部が対話に参加。対話先は主に国内機関投資家で、保有割合が大きいところを選定。対話テーマとしては、ESGが多く、特に投資家からはEとSの関心が高い。創業者の**サクセッション**についても高い関心が寄せられている。
- エンゲージメントの主な対応者はCEO及びCFO。IRは従来2～3名の陣容であったが今期5名に**増員。**これまでアプローチできていなかった投資家にアプローチしたり、応じられていなかった投資家からの対話要望にも応じたりすることで、対話件数を増やし、企業価値の向上につなげていきたい。
- 投資家に当社を知ってもらうことが基本。**開示が不十分であることでリスクと評価されることが問題であり、投資家に安心感を持ってもらうことが必要。**ROICやWACCを重視する考えを、取締役も事業責任者も理解して、投資家の期待に応えることを意識している。
- ここ数年間で少しずつ対話の回数を増やしつつ、形式も工夫。重要なステークホルダーの一つであるし、金融庁や東証からのコーポレートガバナンス改革の要請といった必要性も加わり、**投資家等との情報の発信・受信、**そして投資家からの要請を**役員や一般社員を含む社内**にフィードバックを行うようになった。
- 外部視点を経営に活かすためだけでなく、当社は事業が多様であるため、当社の事業や成長性に対する投資家の理解を促進するためにもIRに力を入れている。当社の株主構成は、日本企業の中でも外国人・金融機関といった機関投資家の比率が大きく、6割程度は外国人。NYとロンドンにIR拠点を設けていることにより、**北米や欧州の投資家ともタイムリーにコミュニケーション**が取れている。
- 経営陣の説明で投資家の理解が得られたポイントとしては、様々な投資家がいる中で、我々の事業モデル、更に基礎的な話ではメーカーの事業モデルをよく知らない方もおり、トップから平易な言葉で説明されることで理解が深まるということはある。IR部門から見て、**トップが説明するのはやはり投資家にとって重みが違う**と感じる。

# 企業インタビュー 詳細

- 当社の場合、対話は必ず業績進捗から入り、事業構造改革後の成長戦略とセットで必ず聞かれる。業績が厳しい時期が続き、コロナ禍もあった中、再生プランで事業構造改革を遂行し、ようやく営業黒字化したという当社固有の事情をよく理解し、その前提でアドバイスをいただける場合に、非常に良かったと我々自身が思えた。「**今の状況でも、こういう工夫だったらできるのではないか**」というようなアドバイスをいただける対話は非常にありがたい。
- 企業価値向上に資する気づきがあれば、耳の痛い指摘であっても有益。例えば、経営計画においてROE10%以上を目標として掲げているところ、ここ数年10%を超えており、海外を含む投資家から「**目線が低すぎないか**」等の指摘を受けた。そうした対話を踏まえて、直近の経営説明会資料において、「ROE目線の引き上げを検討中」と謳っている。
- 総還元性向は30~35%であったところを、数年前から50%にした。投資家との対話では、50%くらいを目指せるのではないかという声が多かった。財務的にも可能であったため、これを取り入れた。また、同時に累進配当も始めた。従前も事実上累進配当であったが、インカムゲインを重視して投資している投資家が多いと認識し、方針として示した。その後、投資家からのフィードバックで、これは予想以上に評価された。実際に行っていることと、方針として開示することは大きく違う、**開示することは経営の自信の表れ**であり、これを大きく評価するとのことであった。
- 投資家からは原材料調達の持続可能性について懸念が示されることが多い。この点、ある投資家からは、持続可能な原材料調達を実現するため、環境NGOを紹介してもらったり、他社での取組事例等を紹介してもらうなどして、当社にとって原材料調達がリスクとなり得ることから、これに対応するための取組みを勧められた。こうした投資家の影響を受けて、当社では2年間にわたって持続可能な原材料調達のトライアルを実施した。他社事例は、ベストプラクティスだけでなく、中間的な段階での取組みも紹介されており、**最初のステップとして始めやすい取組みを提言**してもらっている。こうした資料には、各投資家が重視しているポイントや、各投資家の方針も色濃く反映されており、参考になる。
- ある投資家は、**独自のESGスコアを発行体に対して付与**しており、そのスコア等を独自の仕組みで発行体の非財務情報を収集・分析・評価し、レーダーチャートにして当社に示してもらっている。これが**毎年アップデートされ、データをもとに説明**してもらえるので、当社にとっても納得感のある対話が行えている。その他にも、Sに関して、調査会社が提供するロコミデータを収集した上で、世間ではこのように評価されているが実際の働き方はどうなのかと質問されることもある。こうしたデータはなかなかマネジメントには伝わらない情報であるため、率直に投げかけてもらえると、それをヒントにまた社内で取組みを進めて、翌年にその進捗について対話をすることができ、非常に有意義。
- ある程度は**業界や当社のことを勉強**いただいた上で来て下さる投資家も多くおり、そういった場合には地に足の着いた対話ができる。外からだと内情が見えず、おっしゃる通りだけど現実的には難しいといった話もあったりするが、我々の**開示をよく読みこんでくださっている方とは実りある対話ができることが多い**。開示を読み込んでくる投資家の属性傾向として、**ロングオンリーの長期目線の投資家**が多い。開示を基に定期的に面談いただき、定点観測のような形で対話を続けている投資家が多い。

# 企業インタビュー 詳細

- ここ3、4年で当社としての取組みが増えたので、多くの事項がエンゲージメントのテーマになった。CO2削減に係るロードマップや人権デューディリジェンスの進め方、人的資本の開示等。また、配当性向についても、昨年、純利益比での目安を引き上げた。もともと低いという意識は社内であったが、投資家の要請も確認しながら、**我々としても変化している**。
- ある投資家は、統合報告書を精読しており、細かいフィードバックがもらえている。現在の担当アナリストが、前職時代から当社の工場見学をするなど、**長いスパンで当社を評価**していた方であり、当社の経営戦略や足下の事業ポートフォリオについても踏み込んだ議論ができている。このように当社や当社の属する**セクターを長く見ていた担当者**の方がより良い対話が行える。
- 当社では、投下資本収益性のハードルレートを10%に設定しているが、それがどのような考え方に基づくものなのかといったことや事業ポートフォリオの考え方について質問されていた。社内では事業別ROIC(事業ROA)の考え方は10年以上前から採用してきたが対外的には開示していなかった。2022年にポートフォリオマネジメントの考え方に沿って、投資配分の判断基準を6象限で表現した図を開示したところ、投資家からは好評であった。また投資家からの示唆を踏まえて、2023年からは当社の製品がこの6象限のどこに位置づけられているのか分かるようプロットしている。投資家からは、更にこの図に掲載されていない製品については、どこにプロットされるのかも質問されている。このように**開示のレベルを徐々に向上させていった結果、投資家からは具体的な議論が行いやすくなったと評価**された。他にも、各事業に対する資本コストがどのくらいか、それを上回るリターンはどうあるべきか、ROICの数値が悪い場合には今後どう改善していくのかといったことについて、具体的な議論が行いやすくなるので、セグメント別のROICを開示して欲しいという要望を受けることが多くっており、その開示についても今後検討が必要。
- ある投資家からは、**非財務情報と財務情報の連関**について、IR資料を含めた開示例を共有してもらっている。当社としては定量的分析が不足していることを課題に感じており、CFOも問題意識を持っているので、社内でも対応しているところ。同社からは、非財務情報と財務情報のリンケージについて、長期思考のバックキャストや立ち位置の開示状況、現状実施している施策、どのようなKPI/KGIを設定しているのか、投資家との対話内容といった点について、他社の事例を説明していただいた。各社のIR資料の当該ページを繋げて見せてくれるイメージ。
- **投資家も**サステナビリティの取組みがどう業績に影響を与えるのかその**コネクティビティを模索**しているのだと思う。それをどう論理付けて体系化するのか、**一緒に考えてくれる方との対話はこちらとしても気づきがあり、有意義**と感じる。

# 企業インタビュー 詳細

- 意義のあったエンゲージメントで共通しているのは、**外部目線でこうした方がよいという話**。投資家は社外取締役のような目線で、事業を客観的に見ていただいている、社内にはないような様々な知見を持っている方だと思っている。必ずしも当業界や弊社の仕組みの中で馴染むとは限らないが、そういった目線は当社で専門的な仕事を行っている中では欠落していることもあり、ありがたいと思っている。
- **具体的な提案を持ってくる投資家**とは良い対話ができていると感じている。内容は多岐に渡るが、大きなアジェンダで企業価値全体について議論したいという投資家があり、**どういうエクイティストーリーを辿って企業価値を高めていくか、ファイナンスも関連させて、データも含めて体系的に示していただける**投資家については実のある対話ができる。そういった対話の中では、彼らとの考え方の相違がどこにあるのか、極めて明らかになり、こちらも考え方をダイレクトに伝えることができる。
- **対マネジメント**という観点では、セクター知識も重要ではあるものの、**組織論のような視点からどう見えているのか**教えてもらえる方が、有意義な対話ができると感じている。自分で運用会社を経営している方の中には、経営者の目線で組織をどのように変えていけばいいのか、実体験を基に対話ができる方がおり、マネジメントとしても100%確信を持った上で取組みを進められているわけではない中、同じ立場の方から意見をもらえたり後押しいただけたりするのはありがたい。**対応者同士の目線があうということが大事**で、トップとの対話になればなるほど厳しい指摘をいただくことが多いが、過去の対話の内容も基に、以前こういった対話をしたが、できているのか、進捗はどうか**厳しく指摘いただける投資家は大事にしたい**と思っている。
- 弊社は、23年度から**事業別のROICを開示**している。これは投資家と対話する中で事業別の資本効率のKPIがないと判断が難しいという示唆を踏まえてのもの。元々社内でも検討していたが、**決断の後押し**になった。当社のメインはBtoCだが、当業界では珍しくBtoBの事業も持っている。当該事業をなぜ持っているのか問われることもあるが、BtoCとのシナジー効果や(ケミカル)事業から生まれたプロダクトについて丁寧に説明すれば、投資家に理解してもらえる。弊社に詳しくない投資家だと**コングロマリットディスカウント**に繋がるのではないかと懸念を持たれるが、研究では繋がっているという話や、原材料のコスト低減につながることを説明している。

# 企業インタビュー 詳細

- 対話が噛み合わなかった実例として、ある担当者は、目線が合わず、先方の別担当者が割って入り、その場を収めるほどの状況だった。長期ビジョンについての問いかけで、普通は事業会社が考える将来のあるべき姿があって、その姿と実現のための計画が開示され、対応する施策について出来ているのか否かを説明してもらわないと、長期投資家として判断できないという**理想論を掲げた厳しく追及**だった。当社は営業赤字の体質からようやく脱却して、黒字化を定着させた段階であり、理想像がそこにあるのはわかっているが、今フェーズの立ち位置はそこではない旨を申し上げた。当該ミーティングに限っては、「何故答えられないのか」と一方的に叱責され、相当の勢いで迫られてしまった。それ以上言われても「今はできません。やっていません」としか答えられないので、対話にならなかった。当社事情をあまり理解されずに、高度なIR/SR活動ができている大企業を基準にして、ここがまだ出来ていないと追求されても返しに困ってしまう。
- 投資家からエンゲージメントについて**委託を受けて対話を申し込んでくるコンサル的な人は、当事者意識がなく評論家的な対話**であり、あまり対話の意義を感じない。国内投資家は、こうしたコンサルはほとんど使っていないと思うが、海外投資家が委託しているケースがある。
- 正直言ってあまりない。多数の者と対話しており、投資家によっては、他の投資家と真逆の意見をもっている。その中で、資本市場の最大公約数的な意見を把握するようにしており、何か違う意見があっても、そういう意見もあるのだなという受け止めであり、無駄だった対話はない。形式的なチェックを受けることもあまりない。私が課長のときから、毎回エンゲージメントを担当しており、毎年同じ人同士で対話している。**議論の積み重ねを行っているので、対話が形式的になっていることはない**。自分は、現在のポジションが取締役になったが、取締役が対話することで社内へのフィードバックが容易になる面はある。ただし、面談数が多くなっているため、段々と役割分担を始めている。誰がエンゲージメントを行うかによって、社内への影響力は変わり得る。
- 強いて言えば、「外国人取締役がいない」、「社外取締役が過半数になっていない」、「配当性向が何%に達していない」といった、**形式的な数値基準で議論**されると対話がやりづらい。外国人取締役で言えば、グローバルな知見を得ることが目的であって、日本人でもグローバルな知見を有している方はいるので、必ずしも外国人である必要はないし、形式的に**外国人を取締役にすればグローバルな知見が得られるわけでもない**。



# 企業インタビュー 詳細

- やや不満を感じるのは、その投資家が基準としている**株主還元**などの水準を上回っていないと、何故これを上回らないのかというような**通り一遍の質問**しかしてこない投資家。東証から資本コスト等を意識した経営が要請されているのは、本来的には収益性・成長性の改善が期待されているものであるが、当社の事業は今後需要が伸びる成長産業であることから、将来のリターンを増やすために更に成長投資を行うべきという意見の投資家と、株主還元を増やすべきという投資家に二分されている。海外投資家で株主還元の要求水準が高いところは株主還元の増加を求めてくるが、成長投資を増やしてほしいというヘッジファンドもあり、必ずしも投資家の属性で区分できず、ファンドごとの考え方によって分かれているものと推察される。
- **有意義な対話の中でも、投資家と企業という立場で目線がずれるテーマ**は存在し、説明を尽くしても平行線で終わることがある。一つは、**コングロマリット**に対する考え方。投資家は分散によるリスクマネジメントは投資分散で行いたいという考え方。企業は企業内部でのリスク分散を考えなくてはならず、リスク分散を踏まえた事業ポートフォリオマネジメントを行っている。**コングロマリットについてはネガティブ評価をされがち**で、シナジーも含めた説明に注力しているが、有意義な対話をした後でも意見が平行線となることが多い。また、どのくらいのレバレッジでビジネスを行うべきかについても、意見が分かれ得る。エクイティ投資家からするとレバレッジが高い方が良く、レバレッジを上げて欲しい(裏の意味としては自社株買いをして欲しい)という意見をもらうが、どの程度の財務健全性が望ましいかはビジネスによって異なる。公共事業や国内案件中心の安定的なビジネスであれば、レバレッジを上げることが比較的可能であるが、海外事業が多くボラティリティの高いビジネスを行う企業は、取引の相手方も財務健全性を重視することが多く、レバレッジを上げにくい。**企業としては、財務健全性を高めることが中長期的な企業価値向上に繋がると考えているが、短期的目線からレバレッジを上げて欲しいと主張する投資家も多く、最終的には平行線で終わることが多い。**もっとも、こういうテーマであっても、深めて議論をすると得るものがあり、**対話として無意味ではない。**結果として、投資家からの意見をビジネスの方針として反映している点も多い。コングロマリットのシナジー効果に関して投資家に理解を促すために、自分達がどういう風に腹落ちしているかを説明することにしている。現在は、いくつかの事業がグループ化されている。各事業のコア・コンピタスは、本来的には、各々の対象市場があるが、各コア・コンピタスは、各市場の中で顧客のニーズ等に併せて発展していき、結果として他の市場で使われるようになるなどして、元となるコア・コンピタスが他のビジネス面とリンクしている。このような経緯を、事例を踏まえて説明している。特定の事業において、特定のコア・コンピタスがどのくらい貢献をしたかを定量的に表すことは難しい。この事業がなければ、次の事業には発展しなかったという定性的な説明はするが、定量的な説明を欠く点が、説得力を欠く原因かも知れないとは感じている。

## 企業インタビュー 詳細

- 対話先によって印象がかなり異なる。有益で双方向な議論ができる対話先もある一方で、用意した質問をするだけの投資家もいる。質問に回答しても、その後の議論をせず、次の質問に移っていくだけの対話は、意義があまりないと感じる。当社は中長期的な企業価値(株主価値)の向上を一番重要と考えている。大多数の投資家も中長期的な目線を有しているが、まれに、短期目線の質問や、(答えられるはずもないが)自社株買いをする予定あるかななどの質問をされるなど、個々の表層的なところだけ質問されることがあり、このような対話はがっかりする。そのような対話は全体の3割程度。
- チェックシートを埋めるようなヒアリングはあるが、だからといって役に立たないわけではなく、当社としても投資家がチェックしている項目を知ることができるので、無駄には感じない。その前提だが、ある機関投資家は、社内ルールでヒアリングに際してチェックシートを用いることになっているそう。今後は、チェックシートを埋めるのは事務局が対応し、経営層との実質的な対話に時間を割けるようにしていただきたいと考えている。チェックシートは排出量やサプライチェーンの項目等については、おそらく業種ごとにチューニングされているものと思料。
- 形式的なエンゲージメントはあまりない。他方、事前質問票に対する回答を送付しても、実際のヒアリングの場でも同じ質問を聞いてきて、更問が来ないような投資家は、単に質問したという事実を得たいのだろうと思う。そういった投資家は10人に1人くらいいる。また、非財務情報や人的資本について、突っ込んだ質問がされないと、形式的に聞かれているのかなという印象を受ける。形式的対話を行う投資家の属性は、どちらかという、パッシブ投資家。パッシブは個別企業の中身まで詳しくエンゲージメントしなくてもよいのかもしれないが、やらなければいけないから対話しているのかなという印象を受ける。
- 意義が乏しいと感じたことはない。当社の意見が全ての投資家と合致することはあり得ないのが当然。意見が一致せず緊張感のある対話も存在するが、もともと投資家と意見を一致させることが目的ではなく、対話することが目的。アジアのヘッジファンドは短期的な業績の確認が中心にはなるが、そういう場合であっても、どこに関心を持っているのか分かるので学びにはなる。
- 対話をしていて投資家とギャップを一番感じるのは時間軸。当社は長期的に価値創造をするという、長期目線の経営を指向しているが、特にヘッジファンドは来年の利益はどうなるのかといった短期の時間軸で議論してきて、時間軸の目線があわないことはある。当社をコングロマリット企業とみている投資家からは、「なぜそんなに多角的に事業を行うのか」、「ポートフォリオは投資家サイドで組むので、企業は単一事業(Pure Play)であるべき」と言われることもある。しかし、長期の時間軸の中で複数の事業を持つ意義はあるとの考えをしっかりと説明するようにしている。
- アクティビストからのエンゲージメントについても、他の投資家と同じ様に、意見として受け止めることとしている。

# 企業インタビュー 詳細

- まれなケースではあるが、**当社の開示を全く見ずに説明を求められる**ことはある。全く初めてで、株価が低水準なのでチャンスかと思ってお声がけしたと言われると、企業側としては何とも言い難い気持ちになる。
- **ESGの観点のエンゲージメント**について、時々形式的と感ずることがある。**業績との関係性**があいまいであり、ESGのテーマと我々の短期的な業績は時間軸の目線もかなり違う。**完全に切り離して点の議論に終始してしまう**こともある。もちろんESGに取り組むことは将来の価値を生む取り組みであり、またESGに取り組んでいるという理由で集まる資金があることやポジティブに紹介されブランドイメージに繋がることは理解しているが、財務目標と1対1で関係を明示することは難しく、個別具体的なところに入りがちである。今はまだ過渡期なのかもしれない。形から入るのが重要ということで、意味づけはそれに伴って行われるものもあることは理解しているが、**ともすれば短期的なコスト増など、財務成果と相反するようなもの**もあり、そういったものとの折り合いをどうつけるかは、我々も模索しているが、苦労が絶えないのが正直なところ。
- マーケットのプレイヤーの多様性を考えるとどれも大事な対話だと思っている。ただ、どうしても、**足元の業績の確認に終始するような対話**は、我々も言える範囲に限りがあり、意義があると言われると難しい。ただ、数は多くなく、ごく一部。
- **チェックリスト的な対話**はある。ただ、個人的には嫌な気はしない。**調べ、準備した上で、コンパクトに質問していただくというのは、見てくれているという証拠でもあり、全く問題ない**。最悪なのは勉強していないことで、決算発表ど真ん中で説明しているようなことを、(議論の過程や社内の受け止め等ならよいが、それそのものを)聞かれるのはいかがかと思う。これは、仕方がないことだとは理解するが、新しく投資対象として当社を検討しているような人が多い。
- 形式的な対応を行う投資家は、やはり一定数はいる。投資家にも市場における様々な役割があり、そういった存在を必ずしも否定するつもりはないが、**IRサイドからすれば企業価値向上につながらないと思う対話は存在する**。弊社の感覚として、個人が運営しているようなヘッジファンドは短期の業績にしか興味がなく、自分たちのモデルの検証が主で、置いている数字があっているかなどの確認に終始してしまい、企業価値の向上にはつながらない対話になっている。
- 理想像だけを突きつける対話に関して、完全に外れているということはないが、例えば、研究開発費を効率的に使うためにはラインナップを絞り込むのが効果的だが、その製品を生活の一部として使っていただいているお客様もいる以上簡単に製造をやめることはできない。**理念は分かるが、顧客の視点が欠けており**、事業会社としてはバランスを取ってやっていく必要がある。

# 企業インタビュー 詳細

- 国内大手機関投資家からも社外取締役との対話を求める声があったことや、M&Aについての取締役会での議論に対する投資家の不安を払拭するためにも開催した方がよいとアナリストから薦められたこともあり、株主総会前に**社外取締役とのスモールミーティング**を開催し、その内容を広く伝えるために統合報告書にも模様を記載した。企業価値の向上に向けて、投資家の声をどのように活かすのかを考えたときに、今回は社外取締役とのスモールミーティングがポイントになったということ。スモールミーティングの開催にあたっては、証券会社のアナリストからも是非やりたいという声があったので、当該アナリストにファシリテーションを依頼し、証券会社主催で開催することにした。スモールミーティングの場では**社外取締役に自由に発言してもらった方が、様々な意見を踏まえて当社では意思決定されているということが投資家にも伝わると考え**、ミーティングに参加した社外取締役には忌憚のない意見を言ってほしいと伝えていた。経営経験者で投資家との対話の経験もある方々なので問題となる発言はしないだろうという信頼もあった。投資家からは、スモールミーティングの開催は評価されている。特に、**社外取締役のみ、且つ、全員が参加するものであったことも大きな評価**につながっている。
- 当社では、社外取締役が積極的に取締役会で意見を述べており、社外取締役の意見によって否決されることもある。創業者が経営する会社であるため、取締役会が本当に機能しているのかイメージできていない投資家もいるが、そうした投資家に対しては、**当社の社外取締役の実態を伝えて取締役会の実効性を確保**している旨を説明している。
- これまで社長が国内外の多くの投資家と対話をしてきたが、社外取締役との対話要望も多く寄せられており、今後はスタイルを変えて、**社外取締役が対話の場に参加する機会を増やそう**と考えている。また、社長だけではなくビジネスカンパニー長が投資家と直接対話する機会を増やそうと思っている。
- **各事業の部門長が事業説明会**をすることもあり、また、**社外取締役のパネルディスカッション**も実施。参加メンバーを増やしながら情報の発信を行っている。
- 海外投資家、**特に欧州の投資家**からは、社外取締役と直接の対話を行い、ガバナンスや取締役会の実効性、環境課題に取締役会がどう関与しているか聞きたいとの要望が増加している。一方で、社外取締役の効果的な投資家エンゲージメントのやり方は検討課題。

# 企業インタビュー 詳細

- 経営層に対しては毎月開催しているステークホルダーコミュニケーション委員会にて、取締役会に対してはCFOによる業務執行状況報告の中で、投資家との対話内容や議決権基準のアップデート等の有益な意見をフィードバックしている。投資家の声を実際に経営に反映するかどうかは経営の判断であるが、単に声を取り上げるのではなく、**データ等も付加して補強することで納得性を上げるよう努力**している。また、社外取締役は、投資家同様外部目線で積極的に意見されるので、業務執行状況報告以外の場でも必要に応じフィードバックを行っている。
- **取締役が対話することで、社内へのフィードバックが容易になる面はある。**
- 投資家の意見を取締役にフィードバックし、その結果、取締役会がどう動いたのかを投資家にフィードバックすることで双方向のコミュニケーションとなり、エンゲージメントの質が毎年改善している。**投資家も、自身の意見が取締役にフィードバックされると思うと本気になってくれる。**
- ESG関連のテーマは新しいことが多いため経営陣に浸透させるのには時間を要したり、対応にはコストがかかるため社内からは言いにくかったりする。しかし、**エンゲージメントを通じて将来の展望を含めた投資家目線の意見を述べてもらうことで、その概要を経営陣や取締役会に報告し、それを踏まえて今後の施策について取締役会で方向性を議論してもらうという、よいサイクルができています。**
- 資本市場との対話含め、社内外への発信を心掛けている。社長自身も**社内への対話を重視**しており、社長自身が各工場に行って現場を訪問し、対話を行うこともある。また、社内外に向けて取締役がESG説明会を行うこともある。社内向けにも説明を行い、理解してもらうことが**従業員エンゲージメントの向上**にも役立つと思っており、その一環で投資家との対話内容のフィードバックを行っている。社外から褒められるのは非常に嬉しく感じるよう。また、社員が、顧客からの評価や資本市場の声といった社外の評価を気にしていることがあらためて分かった。執行側の役員に対してもフィードバックを行う等、各層に対して取組みを行っている。
- 資本市場からの評価は当然経営に影響を与えている。資本市場の評価を経営に取り入れるための工夫として、対話の結果を含め、一般的な資本市場の動きについて、2022年度より、取締役会メンバーに年2回(2月・8月)報告しており、今後も続ける予定。PBRについては現状も1を下回っているが、以前は相当低かった。そのような**市場からの評価を取締役会のメンバーに理解してもらい、そのうえで経営施策を考えている。**
- 決算直後や投資家の評価は取締役会も最低四半期毎に報告している。**当社として何が不足しているかという点は、社外取締役が特に気にしている**ので、丁寧にフィードバックしている。
- 社長自ら投資家との面談結果を取締役会で報告し、議論している。取締役会での議論の活性化のためにアジェンダ設定も工夫しているが、例えば今年度は新体制に代わっているが、**着任した新CEOが投資家と積極的に面談を行い、投資家の反応を取締役にフィードバックした。**特に今回は、投資家が中長期的な成長への関心が高かったため、その点のモニタリングを強めるよう、取締役会のアジェンダを設定した。

# 企業インタビュー 詳細

- (SDGs推進室の観点からは、)パッシブ投資家や、アクティブで投資家の中でもESGを重視しているところを選んでいる。リソースとの関係で対話先は無制限には増やせないところ、事前に投資家が送付してくる質問内容を検討し、厳しい意見でも当社の課題を見抜いているような投資家からの対話依頼を受けるようにしている。
- 当社では、事前に株主判明調査を活用して、どの投資家と対話をするのが有効なのか検討し、当社をよく理解した上で厳しい意見を述べてくれる投資家を選んで対話を行っている。機械的・形式的に判断するような投資家は、当社にとって意義のある対話ができないので、最初から対話対象から除外している。
- 海外の投資家との対話について、IRターゲティングとして約80社に的を絞り順次声を掛け、数社と対話をしている。それで先方が関心を持ってくれば、引き続き関係性を持つこととしている。改善目的というよりも拡充目的の意味合いが強い。選任議案に反対した海外株主に理由を確認することもある。反対の理由が分かれば、その点を改善できるかもしれないと考えている。
- これまでは受け身で回答していたが、最近は対話の最後に逆質問をするようにしている。投資家には株価の上昇を期待してもらわないといけないので、何が買い増しをするカタリストになるのか、株価の状況について質問する等している。他の企業でも社長レベルが質問をしてることが増えているようで、投資家もしっかり答えてくれることが多い。確認したい事項や当社についてどう思っているのか、予め考えてくれている。新しい気づきを得ることもあるし、当社が課題に感じていることについては、投資家も似た考えを持っている。また、株価水準の推移の評価は投資家によってまちまちなので、投資家に直接聞いてみた方がよいと思っている。
- マネジメント層の対話相手には、主に長期的な視点での議論ができる投資家を選んでいる。
- 決算発表後に投資家やアナリストと対話するだけでなく、経営方針説明会の前に資本市場が当社のどこに関心があるのか聞く対話も行っている。このような対話は、そこで得られた意見を経営に活かすだけでなく、投資家のエクスペクテーション・コントロールにもなり、エンゲージメントの改善にもつながる。
- 我々は対話を取捨選択できる立場ではなく、申し込まれた対話はスケジュールが合う限りお会いしているのが実態。対話の内容は聞かれたことに答える形が主になるので、聞かれたことにフラットにお答えしている。一方で、カンファレンスに参加する場合や、海外に出向いてロードショーを行う場合は、できるだけ厳選し、こちらが希望する投資家との面談が組めるように、証券会社を通じて要望をお伝えし、可能な限りそれに沿ったアレンジをしてもらっている。

# 企業インタビュー 詳細

- 面談に入るまでにコントロールはしている。トップマネジメントと対話したいというリクエストは多くあるが、理解が足りない投資家については、IR部長クラスで対応しており、**意義の少ない面談は最小化**している。
- 当社のガバナンスや開示が向上するにつれ、エンゲージメントの質が上がってきたという実感がある。**これまでの担当者が積み上げてきたベーシックな信頼**というのは効いていると感じる。それがあからこそ、何かを変える際に強く言われることは少なく、アドバイスを多くいただくことができる。**過去の信頼度により、投資家の見方は大きく違い**、それは一度株を売却されても続くのだと思う。
- IR部では**アジェンダをクリアにしてから面談を行う**ようにしている。特にトップとの対話では、投資家がどこに関心があるのか、こちらが対話したいテーマがある際は、事前にそのテーマを明示した上でアポイントを取っている。これは投資家側にとっても歓迎されており、地味だが非常に効いてくる。
- どの企業もそうだと思うが、正しく公正な情報開示を心掛けている。また、基本的には希望された投資家には調整がつく限り全て面談しており、オファーを断ることはしない。他方、ターゲットを絞り、優先度を上げたり、対応者を変えたりすることもある。**深い議論ができる方にはより高い職位のもので対応し、数字を中心に追われる方に対しては、スタッフで対応**しているといった濃淡の付け方をしている。
- 昨年度より**事業部毎の説明会**を充実させるようにしている。これは投資家から基礎的なことも含めて教えて欲しいという方がいたため、事業部のトップが、事業モデルや事業毎の中長期での戦略などを説明している。なるべく投資家が**中長期の投資判断を行う上で助けになると思われる情報を提供**することを心掛けている。また、**できる限り多くの声を拾う**ようにしている。短期的な視点で発言力のある投資家やアナリストだけでなく、長期的な意見を言っていただけの方の声を含めてマネジメントにはフィードバックするよう、IRとしては心掛けている。

# 企業インタビュー 詳細

- **資料を事前に読んでもらうための工夫**として、古く見にくかった**自社のサイトを約1年かけて改修**した。改修への取組みは直接的に対話で得られたものではないが、対話を重ねる中で得た自発的な気づきだった。IR/SRミーティング開催前に、目を通して欲しい資料のURLを投資家に案内するようにもしている。
- 決算説明会当日の夕方に説明会の内容を書き起こして、**開示プラットフォームを活用**して公表している。実際に決算説明会において社長がどのような説明をしたのか、どのような質問があって、どのように答えたかも具に分かる。これは一例だが、全て可能な限り開示していくという姿勢で臨んでいる。
- 東証が進めている英文開示の拡充を睨んで、重要な書類から英訳開示を始めている。有報や決算説明資料、PBR改善計画等、主たる資料について、少しタイムラグはあるものの既に英文で開示している。掲載するサイトも、**原則ミラー方式で、日本語サイトをワンクリックすれば、同じ英語サイトに切り替わる**ように改修を進めており、その対応で英文開示も一歩進む。
- 投資家との**対話の中で質問の多いM&Aに関する分析**等について、統合報告書で開示した。大型M&Aでうまくいかないケースがあったため、全てのM&Aで失敗しているわけではないにもかかわらず、当社はM&Aが上手ではないと資本市場に固定観念を抱かれており、今後M&Aを実施するにしても大丈夫かと投資家から心配されていた。そのため、M&Aでうまくいかなかったことと、成功したことをきちんと整理して説明する必要があると感じ、統合報告書に盛り込むことにした。他にも、**ROIC経営**をどのように行っているのかなど、**投資家から比較的質問の多い項目については、投資家にしっかり伝わるよう**と統合報告書に盛り込んでいる。
- 当社は時価総額が小さく、流動性の観点から、投資対象にならないということがある。米国の投資家には、日本の小型株まで手を広げないという投資家もいる。**時価総額を上げていかないといけなく**と考えており、**地道にアピール活動**していかないといけなく。米国のメインストリームの投資家はパッシブ運用では購入しているが、アクティブ運用では購入していない。当社として、アプローチ方法を**試行錯誤**をしている状態。
- 資産運用会社の内部では、議決権行使判断と投資判断を行う者が分かれている。そのため、**議決権行使をする者が着目する点だけ集めた資料**「ガバナンスとサステナビリティの取り組みについて」を従来から作成している。
- **事前に投資家に資料を渡す**ようにしている。総会前の対話であれば、総会議案に関する資料やスキル・マトリックスの他、実効性評価の結果も出ているので、その結果と課題に関する資料も示して、投資家から意見をもらっている。
- 統合報告書を発行し始めてから4～5年が経つが、マネジメントの協力も得ながら、**どのように言葉をつなぐと投資家の琴線に触れるのか**考えながら、ブラッシュアップを行っている。



# 企業インタビュー 詳細

情報開示の充実・グローバル投資家との対話促進

- ESGテーマでの対話の際には、PPTで20～30頁の資料を用意し、直近の進捗状況を30分程度説明した後に議論をしている。統合報告書で開示していることを繰り返し説明するのではなく、**投資家の意見を踏まえて変革していることに重点を置いて説明している。**
- 実りのある対話を実現するため、**当社がどのステージにいると認識しているのか**、統合報告書などで分かりやすく発信していく必要がある。
- 海外投資家の特徴について、必ずしも地域的な要因だけによるものではないが、**地域や投資家のタイプによって、特色**はある。北米の投資家は、個別の事業への関心が高く、しっかりと成長投資をして事業を成長して欲しいとの意見をいただく。他方、欧州の投資家は、グロース系に加えてバリュー系投資家も多く、株主還元について聞かれることが多い。また、欧州の投資家は、財務指標だけではなく、アクティブファンドのマネージャーが自らサステナ、環境、ガバナンスに関してもよく質問してくるが、北米のアクティブ投資家はそういった項目については質問することはほとんどない。
- 日本の機関投資家もESGインテグレーションとして、非財務価値も考慮して投資判断をしていると思うが、**欧州では非財務価値の評価もファンドマネージャーが行っている印象**。欧州では、サステナビリティの中でも特定のテーマ（例えば「水」など）でスモールミーティングを開催して欲しいという要望があるなど、**サステナビリティに絞ったテーマで対話したいとの要望は圧倒的に欧州の投資家が多い。**
- **開示は対話の基本的なツール**であり、当社では開示の拡充に取り組んでいる。投資家側のチェック項目が開示情報では埋まらなかったときに、チェックシートを埋めるような対話が行われるのかもしれないが、当社ではチェックシートを埋めているだけというエンゲージメントは経験がない。

政策保有株式について

- 対話を踏まえて政策保有株式を50%縮減する方針を表明した。社内では大胆な決定と受け止められながらも、3年間で50%の政策保有株式の縮減を行う方針を表明したのは、投資家と対話していく中で、これくらい縮減しないと投資家の理解を得られないと考えたから。ある投資家からは、それでも50%残るとの指摘があったため、その後の削減方針も追加で表明した。社内の営業等からは反発もあったが、**会社の方針としてトップダウン**で決めた。投資家との対話で日々感じることは、黙って行動しても評価されないということ。**方針が固まったのであれば、方向性まで含めて開示することが大事。**
- 投資家によっては、例えば政策保有株式について投資家が独自に定めている数値基準を示されてそれを満たさないとダメだと言われることもある。**政策保有株式の縮減には時間がかかるので、今すぐに縮減しろといわれても難しい部分がある。**

# 企業インタビュー 詳細

- 特にSRミーティングに参加する機関投資家には、少しでも開示資料、特に事前案内したものをさっとでも目を通していただき、目線があった状態で対話をスタートできるとより有意義になると思う。その上で、個々の状況を加味して、常に理想像から質問するだけではなく、寄り添ってアドバイスいただけると、充実した対話になるはず。アドバイスをもとに改善して、次の対話で報告し、追加のアドバイスがもらえるとなれば理想。
- 事前に伝えてもらえているケースの方が多いが、ESG等が対話アジェンダに含まれる場合は事前に伝えてもらえると、担当者のアレンジがスムーズに行える。
- 運用スタイルの違いもあるのか、国内外を問わず、同じ運用会社の中でも、別々の運用チームからそれぞれ対話を申し込んでくるケースがあり、業績・中計といった重複した内容の対話をしているのが実情である。社内で調整してくれと言っているものか分からないが、運用チームが違う以上、別の投資家と考えて対話に応じている。
- 投資家から追加の開示のリクエストはたくさんあるが、当社としてもぎりぎりのところまで情報を出しており、これ以上に開示をすると事業の実態やビジネス上の機微情報に触れてしまい、競合他社にも見られることを踏まえると、これ以上は開示できないと断ったり、ぼやかして説明することで勘弁してもらっている。投資家にとっては、細かい情報を出した方がよいのだろうが、競合他社に情報が洩れることにもなるので、せめぎ合いがある。投資家もこの点は理解しており、ぎりぎりを探りながら少しでも情報を出させようとしているのだろう。
- 他社の好事例や業績改善や企業価値向上につながった事例を紹介してもらえると、経営陣・取締役への説明・説得がしやすくなる。投資家の意見は、当初は突拍子もなく感じるが、5年後にはその通りになっていることが多い。そのため、自分たちと視点が異なる意見であってもネガティブに捉えないようにしている。個人単位で見れば、けんか腰で対話に臨んだり、〇×だけで対話が終わる人もいるが、当社ができていないことについて、どうやったらできるようになるのか、など他社事例も踏まえて前向きに議論できるとよいと思っている。
- 新たな投資家から強い要望があれば対話に応じることもある。その場合は、投資家側も当社の事情が分からないので最初は形式的なコメントや、創業者経営に対する厳しい見方を感じる。しかし、対話を重ねるにつれて、当社独自のやり方や良さを理解してもらえて、その上でアドバイスがもらえるようになるなど、対話を通じて投資家との関係を深めている。
- 株主還元の水準は会社の成長ステージによって変わるものであり、還元ではなく成長投資に回すべきタイミングもある。会社のステージを踏まえた上で、還元を抑えて成長投資に回すべき、そろそろ還元を増やすべきという形の方が、議論が噛み合う。

# 企業インタビュー 詳細

- **サステナビリティ開示が投資判断において本当に必要・有益なのか**、投資家にも聞いてみたい。企業の開示の質を高める必要はあるが、投資家に対しては、画一的な質問や、株主還元等の水準を単に求めるだけの対話ではなく、**当社の状況を理解した上での深い対話を期待する。**
- コーポレートガバナンスについては、形式面は整いつつ、実質面の実効性を上げていくということと思うが、**スチュワードシップについても形式的な対応にとどまる投資家と本質的に取り組もうと考えている投資家の二極化**が進んでいると感じる。エンゲージメントは双方向的に行い、同じ方向性を持って、中長期的な企業価値向上を目指したいと考えており、少しでも実質的な深みのある対話が増えれば良いと考えている。
- 例えば、気候変動に対して社会はこうあるべきなので、当社もこうすべきと言う投資家もいる。そういう意見も含めて意見なのだが、我々としては企業価値を高めることがベースにあり、その中で社会的要請に基づいて行動しているということを理解いただければと思う。個人株主、機関投資家、国内投資家、海外投資家それぞれが様々な考えに基づいて行動しているが、それはそれでよいと思っている。当社の**価値を高めるためという基本的なスタンスはどの投資家にも共通しているはず。**
- 現状、中長期目線で企業のリターンに繋がるような対話は多くない。ヘッジファンドとまでは言わないが、**短期的視点を持った投資家がまだ多い印象**なので、より建設的な対話ができるとうよいと思っている。有益な助言もどんどんいただければと思う。
- **投資家と意見を合致させることが対話の目的ではないが、時間軸として長期経営の目線も持って欲しい。**ここ数年の傾向として**資本市場の目線がより短期にシフトしている印象**を受ける。マクロ状況にも影響を受けていると思うが、**長期経営に対する評価**はしてもらいたい。
- 「ポートフォリオは投資家サイドで組むので、企業は単一事業(Pure Play)であるべき」との意見を言われることがあるが、**ファンドがポートフォリオを組み替えることと、事業会社が事業ポートフォリオを組み替えることは別次元の話。**株式であれば簡単に売買ができるが、従業員を抱えている事業会社が簡単に事業を手放せるものではない。事業会社が多様なポートフォリオを持つことによる価値創造について、財務的・短期的な視点だけではなく、長期的な視野にも立って評価して欲しい。
- 短期的な業績が重要であることは理解しているが、直近の業績だけでなく、**業界や事業の特性について理解**を深めていただいた上で、外からの目の気づきを与えてもらえると嬉しい。特に、当社の商材は、特殊で、耐久消費材の中でも異質なのかもしれない。投資家は様々な業界をフラットに見ているのだと思うが、そういったことにもご理解いただいた上で御意見をいただくとありがたい。万人がお客様になり得る商材ではなく、だからこそ生じる業界特性もある。銘柄として企業を見ている投資家にはなかなか理解いただくのが難しいと感じている。

# 企業インタビュー 詳細

- 最近日本株が注目されていることもあり、新規の投資家は数的には増えている。ただ、**新規であっても力量に差**がある印象。新しい方でも、他の業界の分析で知見のある方は鋭い質問をしてくる。単純に教えて欲しいというスタンスなのか、事業の価値を見極める上で分からないことを質問してくるか、投資家の能力が明確に違うと感じる。
- スチュワードシップ・コードができてしばらくは形式的なエンゲージメントも多かったが、**ここ数年では随分と改善された**。ただ、ESGという観点での面談や、責任投資の部門から面談を受けるときもあるが、テンプレートに従ってエンゲージメントをされていると感じるケースはあるのは事実。企業側としては、より突っ込んだ、我々が行うべき取組みやその方針を提案いただいた上で議論いただけるとありがたい。**他社の事例を伝えられるだけもあるが、それが自社でうまくいくか疑問であることも多く、一律で伝えられてもしんどい**。具体的には、女性管理職比率のテーマがよく挙がるが、業界全体としてどうすべきで、それに対し当社がどう取り組むべきかもセットで示していただけるとありがたい。
- 企業側も開示を工夫する必要もあるが、本当に見てもらっているのか疑問に感じる投資家も多い。統合報告書、コーポレートガバナンス報告書、有価証券報告書、事業報告等、様々出している中、**既に開示しているような話を改めて聞かれるとむなしさを感じる**。
- 機関投資家のIRイベントに関する要望は高まっている。評価される会社のイベントとしては、社長とのスモールMTGは年最低2回を行い、加えてCFOスモールMTGを行い、できれば社外とのスモールを開催し、IR部やR&D部での説明会をやり、工場見学・研究所見学といったイベントを行えば素晴らしいといった感じで**イベントの数で評価される面**がある。それぞれの優位性は分かっており、できればやりたいと考えているが、今は大体のイベントがハイブリッド開催だが、ハイブリッド開催は主催側の負担が増える。**IR側のリソースにも限界があることをご理解いただきたい**。また、イベントは非常に労力をかけて開催しているため、機関投資家の方にも質の高いフィードバックをお願いしたいと思っている。相互に高めあっていきたい。

(議決権行使助言会社に対して)

- 欧米では一般化している会社であり、格付業者のようなものと考えている。こういう企業が民間から出てくるのが、欧米の素晴らしいところ。敢えて付言するのであれば、A社は忙しすぎて会ってくれない。いつ声をかけても対話できない。影響力の大きさと体制のバランスがとれていない。B社は会ってくれるし、定期的に対話している。対話できるのであれば、反対・賛成についての本音や今後の方向性が聞きたい。株主提案や委任状勧誘合戦になったらどうなるのかなども踏まえると、**普段から対話しておきたい**と考える。
- 公平性の観点から、杓子定規に賛成・反対推奨の判断がなされているが、**もう少し柔軟性を持ってくれれば**と思う。
- 議決権行使の話だけで言えば、**助言会社により見方が違うのは事実**であり、どちらを向いたらいいのか悩ましいと思うことはある。

# 企業インタビュー 詳細

- 東証等から要請が出ると、一瞬ドキッとするが、一方で公に出していただいた方が、要請が出たからやらなければいけないとなり、**社内を動かしやすくなる**。**要請をテコに進めていける**ので、それはそれでありがたいが、コンサル等の外部の手を借りないといけないような大規模な取り組みが要請として出てしまうと、当社のような中小型株の会社は戸惑う。そういう場合には、各社が個々の状況に応じて取り組みやすいように、**期限の緩和措置・時間の猶予があると助かる**ので、引き続き配慮いただきたい。
- 当社開示が、東証事例集に「株主・投資者との対話が優れている社」として選出されたことが社内ニュースで取り上げられ、少し話題になっている。IR部の**取組みの方向性が間違っていなかったことが客観的に証明され安堵**している。
- **英文の同時開示**もハードルは高い。当社はどうしても翻訳会社に外部委託しなくてはならないが、**翻訳会社側も、ドラフトを受け取った当日中に仕上げることはできない**。根本的な取り組みから変えていかなければいけないし、翻訳会社側の体制の問題もある。小さい規模の会社にとっては負担が大きいのは事実。ただ市場が求めることであれば、やると決めて実行するだけなので、**十分な時間さえいただければ最終的にはできる**と思っている。
- **有報の開示項目が増えているが、今後、自由演技的な意味合いの強い統合報告書との関係は**どうなっていくのか気になっている。
- **日本市場をもっと活性化して欲しい**。新NISAが始まって、個人資産がアメリカに流れることはさみしい。今がチャンスでもあるので、もっと取り組みを進めてもらった方がいい。海外投資家は、日本に何%という形でアロケーションを考えているので、日本の%を上げてもらわないと、中小型株におこぼれは回ってこない。日本の株式市場の地位を高めないと難しいとも感じるため、積極的に取り組みを進めて欲しい。
- 有報、CG報告書など、開示事項は年々増えて、作業も増えている。重複もあるため、本当に大事なことだけ書くということを進めて欲しく、**不要な開示は減らすことも考えて欲しい**。
- 投資家の意見が5年後に実現しているのは金融庁・東証が取り組んでいるからだと思う。まず、ソフトローであるコーポレートガバナンス・コードに落とし込んだ上で、最終的に開示基準に落とし込むという方法は日本人に合っている。日本人は真面目なので、1年前までは30%しか開示していなかったのに、今年は80%が開示するということもある。**日本人の勤勉性を活かした施策**をしてほしい。また、**制度等を変えるときは、中途半端に段階的・経過的に変更するよりも、思い切って変えてくれたほうが、こちらとしてもやりやすい**。
- サステナビリティ開示をはじめ、企業に対する開示の負荷が高まってきている。ガバナンスに関して、企業間の差が広がっていると指摘されているところ、**開示の負荷が高まると相応の人材がある企業であれば対応できるが、そうでない企業には対応が難しく、ますます企業間の格差が拡大してしまうことが懸念**される。

# 企業インタビュー 詳細

- 金融審議会公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループにおいて、機関投資家の行動原則としてその保有状況を発行会社から質問された場合にはこれに回答すべきであることを明示することや、将来的に、そのような回答を法制度上義務づけることが提言されており、歓迎する。投資家が企業に要望する上でも、株を保有しているのかどうかくらいは表明すべき。
- 行政等の要請を受けて取組みを進めているわけではないので、意見することが難しい面がある。投資家からも、どこをベンチマークにすべきかとの話になった際に、海外企業をベンチマークとすべきでないかとの示唆を受けることもあり、東証の上場企業だけと比較している訳ではない。要望ではないが、グローバル・エクセレント・カンパニーを目指す企業が多くなると良いと感じる。
- 開示の内容は開示するためだけに作っているわけではなく、企業内部で整理するためにも情報として取りまとめているので、開示が求められているからといって、手間があるわけではなく、開示項目が過剰とは思わない。もし、開示が重複して求められるのであれば、見直していただければと思うが、既に有報や短信の議論がなされていると承知しており、追加で対応を求めたい事項はない。
- ここ4、5年で、上場会社に対する要請が増えており、会社としても要請に対応できるようリソースを投入している。制度に対応した規定演技をしつつ、自由演技で競うようになっており、横を見ながらやらなければいけない点はプレッシャーに感じている。何千社という企業がある中で、我々の実情を理解してもらいたいという思いもある。サステナビリティ開示についても、不確定要素もある中で、どのように企業価値を高めるかが重要。投資家自身も分かっていないことがあると思うので、企業・投資家がお互い議論して勉強し、望ましい姿を作っていければと思う。
- コーポレートガバナンス改革・活性化に向けてやっていかなければいけない課題はあるが、様々な情報開示が要請されている中、それに全て対応するとすると、労力も時間もかかる。色々な基準が乱立すると対応が難しいので、大枠だけ決めてもらって、自由に動ける部分があれば有難い。業態ごとに重要なテーマは異なるし、細かく規定されると対応が難しい。また、ルールが徐々に規定された後、実際に開示に至るまでの間に一定の時間的猶予が欲しい。グループ数十社のデータを取ろうとすると、システム構築も必要となってくる。様々な分野において、上手く対応できている会社の好事例集を参考にしたい。
- サステナビリティ・気候変動の開示について、日本と海外で要請がオーバーラップしており、企業の負担が高まっている。様々なESG評価機関がある一方、評価機関が調査すべき対象が多いことで、適切に全てをチェックした上で評価できていない。開示基準が国際的に統一されて何を見れば必要な情報が得られるのか明確になるとよい。また、欧州の投資家からこの基準を満たさないと今後は投資できないと言われることもあるが、全ての基準に適合させることは困難なので、基準が統一されることを期待。

# 企業インタビュー 詳細

- 株価に対する意識は我々も高く持っているが、我々ではどうにもならない要素もある。本質的には業績を向上させることができる最大の努力だと理解しており、ROEにしても分子を高めていくことが我々の使命だと考えている。還元を強化して株価を下支えしようという話にはならないようにしていただきたい。
- グローバル投資家と日本の投資家で議決権行使基準が違うが、外国人が株主として多いと反対が増えるというのは何か違うのではないか、と思う。日本企業がどうなれば国内外の投資家や我々の年金を運用するGPIFなどの幸せに繋がるのか、常々経産省などとも議論いただいていると思うが、これを継続いただきたい。企業も投資家も考える必要がある。資本コストやサステナビリティの取組みを主導いただいていることはありがたい一方、企業も一律で対応できるものではない。今後ともディスカッションを続けていく必要がある。
- 金融庁への要望として、一部のアクティビストがメディアに登場する機会が増えており、彼らの主張で正しいと思われる部分のみを切り取り肯定されるという風潮が生まれ始めていると感じている。アクティビストと対峙する企業側としては、彼らの意見はやはり短期の目線であり、自身の利益を創出するためのものであると感じており、過度にメディアに露出して良い意味でも悪い意味でも注目度を高めるのはいかがなものかと思っている。是非当局には、そういった風潮から線引きしていただき、必要に応じてうまくコントロールいただきたい。
- 東証への要望として、TDnetのCG報告書の入力サイトについて使い勝手が悪く、体裁が思い通りにならないことがある。改善はされてきていると感じるが、もう少し自由度の高いシステムにならないか。
- 金融庁・東証への要望だが、四半期報告書・決算短信の整理については進んできたが、有価証券報告書、株主総会招集通知、コーポレートガバナンス報告書などで同じような情報の開示が求められている。開示すべき事項も増え、有報のカラー化も進んでおり、有報の統合報告書化が進んでいる。発行会社としても整理する必要があると思うが、そもそものルールで整理していただけないか。有報の早期開示も求められているところであり、我々のマンパワーにも限界があるところ、その点の整理については是非お願いしたい。

# 企業インタビュー 詳細

総論

取締役会の実効性確保について

企業価値向上に向けた取組み

- 取締役会議長が社外になると、取締役会前の事前ミーティングに当然議長にも参加するので、その時点から社外の知見が入ってくる。例えば、他社での経験を踏まえたアドバイスも事前にいただいて当日に臨める。取締役会当日も社外取締役の議長が自ら議事を捌くので、社内の取締役が議長をやっていた時代に比し、緊張感が一段上がった形で会が進む。個人個人のスタイルや資質によっても異なると思うが、当社の場合は、**社外の方が議長をやることで、議論の客観性と透明性が向上した。**
- 社外取締役については、プライム企業ではいずれ過半数が求められるようになっており、早めにやっていただいた方がいいと考えて取り入れている。昔は一人であったが、2年前に過半数にした。一人であった時期は遠慮されていた面もあったが、発言は二人になるとしやすくなったと思う。これは増えれば増えるほど発言しやすい。**過半数にすると社内取締役が少数になったので、社外取締役の意見を自ずと重視するようになった。**取締役会が内向きな姿勢から、外を意識するようになることにおいて、大きな効果があった。
- 役員のスキルマトリクスにおいては、そのスキルをなぜ重要と考えているかとのロジックをはっきり示すべきと言われた。投資家の要請を受け入れ、なぜそのスキルが必要かを文章で示すようにしている。**スキルマトリクスで、全員に丸がついている部分は、全員に丸がついていないと一緒。**その観点から、グローバル経営の項目に○をつけるのは、経営トップ経験者に限るなどのメリハリをつけている。
- **役員報酬**については、多くの会社と同じように利益を基準としていたが、多くの投資家から**資本効率の観点も重視すべき**と言われた。そのため、**ROEやROICの観点も取り入れ**、これも評価されている。
- 企業風土や経営トップの感覚も大事。社外取締役に何が分かるという経営者もいるが、**経営トップの姿勢が大事であり、トップの感覚が他の役員や社員に伝播する。**
- 多様性を考えると、取締役に女性が一人しかいないため、改善しなくてはいけないと考えている。**一人いるだけでも違うが、社外取締役と同様に数が増えると更に変わると**考えている。
- エンゲージメントで**取締役の多様性を重視**していることがひしひしと伝わってきており、当社も2025年に女性役員30%という目標を掲げているが、**取締役会に働きかけていく必要**があると実感できた。これは、投資家が何を重視しているか、今後どういった流れが来るか感じる事ができたエピソードだと思っている。



# 企業インタビュー 詳細

総論

取締役会の実効性確保について

企業価値向上に向けた取り組み

- 取締役会をいかに実のあるものにするのか、という点に事務局として一番気を使っており、取締役への事前説明もさることながら、事務局としては、スケジュールやアジェンダの設定が一番大事だと考えている。当社の取締役会は、社外取締役の意見もあり、モニタリングモデルに少しずつ移行しているところ。中計や企業の大きな方向性に関する議論に時間を割くために、2~3年前から執行サイドに権限を委任している。
- 社外取締役は多く意見を出してくれており、取締役会実効性評価のアンケートの他、取締役会の場においても、「もっとこういう議論をすべき」、「こういう資料・数字がないと深い議論ができない」といった意見をいただき、日々、アジェンダ設定や説明の方法を改善している。実効性評価では、成長戦略に関する議論の充実や、重要議案に関する適切な審議時間の確保等が課題としてあげられているが、状況は少しずつ改善しており、現在は取締役会の時間の約7割を、戦略的議論（中計、人材育成、M&A）と職務執行報告に充てている。その他に個別の投資案件等の決議事項もあるが、全般として、報告・審議事項が多く、意見交換・議論する時間が大部分を占めるようになっている。
- 機関設計として監査役会設置会社を継続している。こだわりがあるわけではないが、機関設計については取締役会の実効性評価の中でも議論している。現時点では、取締役会の実効性を高めるための仕組みがワークしており、監査等委員会設置会社に移行することにメリットを感じていない。当社にはガバナンス委員会があることが特徴。コーポレートガバナンス・コード対応のほか、実効性評価の内容の検討や課題への取組みについて、社内の状況を踏まえてどういった体制が当社にとって適切か議論を重ねている。
- 取締役会の直後に毎回、必ず社外役員だけでレビュー会を行い、その結果を翌年の議論する事項に反映している。レビュー会では、運営面やアジェンダ設定が適切であったか評価をし、また自身の議論についても自己評価していただいている。レビュー会の結果は、短期的に改善が必要なものは事務局が請け負った上で、関連部署や執行にフィードバックしている。中期的に考えるべきものは、年間を通して総括した上で、翌年のアジェンダに反映するよう検討し、コーポレートガバナンス委員会で議論した上で翌年の取組みに反映している。
- 当社はOECDのコーポレートガバナンス原則の策定当時から準備会合に参加するなど、以前からコーポレートガバナンスのスピリットが根付いており、脈々と受け継がれている。それが一番現れているのが、企業理念だと思っている。これをどうグローバルに理解してもらうか、議論を常におこなっている。他方で、時代によってカルチャーが変わっているのは事実であり、どうコーポレートガバナンスを深化させていくかは議論を続けている。

# 企業インタビュー 詳細

- ガバナンス基本方針に「**ボード・カルチャー**」を明文化した。迅速かつ自律的な意思決定を促す権限委譲と業務執行における透明性の確保の両立を図ること (Empowerment & Transparency) や、大局的な観点で意見することなど、取締役会に臨む姿勢を明示したものである。ガバナンス委員会において、新任の取締役に対し、スキルマトリックス上のスキルだけではなく、取締役会の機能発揮のためにどのようなボード・カルチャーのもとで取締役会に参加すべきか、その心得を示し、その考え方を外部に発信すべきとの議論がなされ、ガバナンス基本方針に取り入れた。
- 有益な議論が取締役会で行われることを目指している。実効性を上げるために、**取締役会も変わっていき**ているし、**実効性の評価結果についても時間をかけて取締役会の中で議論**している。社外取締役は投資家との対話に積極的に参加しており、対話には、議長だけでなく、その他の社外取締役も参加することを計画している。社外取締役も非常に前向きに取組みを進めており、更に当社を発展させて次へ繋ごうという考えを持っていただいていると感じている。
- 執行側の立場としては、取締役会に情報がきちんと伝達されず、結果的に取締役会が空回りしてしまうことが良くないことと考えているため、取締役会に情報を渡した上で、**情報を咀嚼する時間**を設けるようにしている。具体的には、**取締役会の前に、社外取締役だけで討議をするような社外取締役会議**を設けている。社外取締役会議では、取締役会の審議事項について、必要に応じて関連する執行役員を伴って議論を行うこととしており、議事録はとっていない。疑問点の解消やざっくばらんな議論をして、問題の本質把握に役立てる様にしている。
- **人が変わっても、仕組みとして根付いた取組みは継承**されている。新たな体制の下ブラッシュアップをしながらも魂は引き継いでおり、一度軌道に乗ったものは人が変わっても変わらないと実感している。
- **ICGN**に加盟して、国際的に求められていることを吸収していく中で、取締役会は単なる監督だけでなく、場面によってはリードしていく役割を担っても良いのではないかという議論もしている。例えば、ESGに関しては、単に執行からの報告を受けてモニタリングするだけでなく、方向性をどのように考えるかなど、リードする役割も果たすようにしている。**ESGにおいて、取締役会がリーダーシップをとるという視点を得るきっかけがICGN**であった。ESGに関わる要素を執行報酬のKPIにしているところ、このあたりもICGN等が国際的標準としているところを採用している。ESGに関しては、サステナビリティ委員会を設置しており、委員のメンバーは執行側であるが、全社外取締役が陪席をしている。同委員会での内容を取締役会のたたき台にしており、四半期に一度は、サステナビリティ委員会の議論に加え、委員会とは独立した取締役会の議論もなされている。
- 取締役会の実効性を確保するために、**取締役会事務局が重要な役割を果たしている**と感じている。その点においては、他の企業の事務局がどのような取組みを進めているかについて、**他の企業とも議論してみたい**と思う。

# 企業インタビュー 詳細

総論

取締役会の実効性確保について

企業価値向上に向けた取組み

- 取締役会の他、社内・社外取締役をメンバーとした**オフライン会議(自由討議の場)**を設けており、2年ほど拡充している。市場での声や法制度の動き等のサイド情報を踏まえながら、**テーマを決めて定期的に意見交換**を行っている。取締役会の実効性評価において、**より突っ込んだ議論がしたいと社外取締役が提案**したことがオフライン会議のきっかけ。年間で取り扱うテーマは予め決めておき、概ね毎月実施している。また、2024年4月から**サステナビリティに関わるテーマに特化した経営会議を、通常のオフライン会議の外に設置**する。オフライン会議での議論をベースに取締役会メンバーで議論できればよいと思ひ、今春より始める。なお、実効性評価に際してはコーポレートガバナンス委員長が全取締役に対してヒアリングを実施している。コーポレートガバナンス委員会を取締役会の諮問委員会として設置しており、そこで翌年オフライン会議で取り扱うテーマについて議論され、取締役会メンバーの意見を踏まえ決定される。コーポレートガバナンス委員会の構成員は、社外取締役の方が若干多く、委員長も社外取締役であるが、社内・社外取締役それぞれの思いを言ってもらったうえでテーマが決まる。最近は、人的資本や新規事業開拓、内部統制、特定の事業がテーマになった。取締役会は重要な意思決定機能やモニタリング機能を持っているが、**取締役会での議論のみだと情報としても不十分な中で意思決定**しなければならなくなる。**オフライン会議の実施比率を増やすことで、取締役会での議論活性化に繋がるもの**と思料。また、社外・社内取締役に工場見学をしてもらい、現場を理解してもらう他、監査等委員には海外拠点にも赴いてもらっている。こうした取締役会以外の活動は負荷が大きいという話も聞かすが、かなりやってもらっており、意義が大きいと思っている。
- 取締役会の実効性確保の手段として、マーケットの見方のフィードバックを行う他、年1回全取締役に対してアンケートとヒアリングを実施している。その結果を踏まえて、今後取り上げるべき経営課題の優先付けを行い、取締役会のアジェンダに反映している。TCFDに関連して機会とリスクをどのように捉えているのか、どういう会社になりたいのかといった話題が出る。執行は短期目線に行きがちであり、取締役だからこそできる会話もある。取締役会に上がる議題が多く、ゆっくり議論することはできないが、中期経営計画として出すまでには時間があるので、**長期戦略構想について議論**するようにしている。
- 当社の取締役会は、**多様性に富んでおり、アクティブで様々な意見**が出てくる。執行と監督を明確に分離し、取締役会はモニタリングボードとして独立性と監督機能を強化するとともに、業務遂行に関する権限は取締役会から経営陣・執行側に大幅に委譲されている。そのため、投資家との対話状況は取締役会で毎回報告しているわけではないが、資本市場の関心事や、IRの状況、アナリストの評価は適宜取締役会にも共有している。また、取締役会の議論の場でも、**例えば事業計画や業績見通しについて議論している際に、資本市場からはどう見られているのか社外取締役から質問**されるなど、資本市場の意見が取締役会での議論に有効活用されていると思う。

# 企業インタビュー 詳細

収益性と成長性を意識した経営・東証要請の受け止め

企業価値向上に向けた取組み

- リソースに限りある中で、東証からの要請等に**正面から取り組んで、愚直に実行**するようにしている。要請等をテコにして、社内のできていない部分の改革を進めている。開示したPBR改善計画には、ROE、DOE、ネットキャッシュアロケーション等について明確な数値が記載されている。当該数値はIR/SRミーティングでの対話を通じて作り上げたと言っても過言ではない。具体的な数字の水準について、どの程度であれば投資家に満足してもらえるのかは対話を通じて把握できるので、ROEであれば最低8パーセント、将来的には10パーセントは期待します等、**関連する対話を積み重ねる中で設定**された。対話の中で得られたものを、**そのまま戦略及び計画策定にも生かした**事例になる。
- PBR改善計画を出したきっかけは、前期の株主総会にある海外機関投資家が出席し、「東証からの要請が出ているが、御社はいつ開示するのか。投資家としては、このような開示がない限り、正しい議決権行使判断ができない」と直接質問があったこと。当然やらなくてはいけないことは認識していたが、この質問を受け、ターゲットを定めて具体的に動き出そうとなり開示に至った。**株主総会での質問**だったため、社外取締役も含めて役員全員が壇上で聞いていたため、全員やらなくてはというマインドになった。結果的に、その後の社内調整はやりやすかった。
- 当社は、まだPBR1を超えていない。業種的にPBRが低いが、他社も低いから、このままで良いとはならないため、改善する必要がある。また、東証・政府の取り組みの流れや、世の中の流れも分かっており、社外取締役の在り方など欧米型に近づける流れを感じている。これは、株式売買のかなりの部分が外国人により行われていることを考えれば、**当然の流れ**。この先進む方向が分かっているのであれば、**最初からやっておいた方が、市場からも評価されるため**良いと考えて、取り組みを進めている。
- 東証の資本コストを意識した経営の要請は素晴らしく、株価が上がっているのもその影響があつてのもの。資本コストを意識した経営については、株主総会前の対話の場でもESGテーマの対話の場でも質問されることが多く、財務経理部のゼネラルマネージャーに同行してもらい、説明している。**資本コストを意識した経営はまだ日本に浸透しきっていないと感じる**。当社で言うと、年間1,000億円以上の設備投資をして、どちらかと言えばPLにフォーカスした経営を行っているが、投資家からは、**よりBSを重視した経営にシフトすべき**という意見もいただいております。まさに勉強をしている段階。この点については、ここ数年株価も上昇傾向で業績も悪くないので、投資家からそこまで厳しい指摘を受けているわけではないが、社外取締役から厳しく指摘されている。
- 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」は、まだまだ我々としてできていないことの一つであり、海外の投資家からは対応してくれと言われる。**日本企業がどこまで本気でガバナンスの向上に取り組むのか注目されており、昨今の株価上昇はその期待も込められている**のだろう。当社は開示には至っておらず、劣後している状況。3月の取締役会から議論を開始し、7、8月までに統合報告書に開示する予定。数字自体は計算して社内にも共有されているが、投資家の計測手法との整合性を取る必要がある。

# 企業インタビュー 詳細

(人的資本について)

- 今年の5月以降に公表する資料において、従業員エンゲージメントスコアはKPIとして開示する予定。グローバルとして調査しており、支店によって低い・高いもあるため、指標にもなる。海外拠点の声を集める際、国によっては回答率が低くなるため、英語以外の多言語で質問票を作成するなどの工夫もしている。これも横比較すると回答率が低い原因も分かりやすい。回答率を上げることもKPIの一つ。
- 当社は、女性管理職比率等、女性活躍に関し野心的な目標を設定している。女性が主たるターゲット層である事業であるため、女性管理職・役員をいかに充実させていくかが当社の課題。女性従業員同士で対話をしてもらい、そこで出た意見を吸い上げて施策に活かしている。当社は全国に支店があり転勤が多いが、結婚後は転勤しづらいという声があったため、マイエリア制度を設けて、雇用条件を落とすことなく希望する地域内のみで勤務できるようにしたり、逆に地方への転勤が可能という従業員への手当を厚くしたり等、働きやすい環境を作っている。
- 人的資本経営のビジョンを描く上で、個別の開示項目については数字目標を決めているが、数字を目指すだけではなく、本質的に目指すべきところについても議論している。その観点からは、グローバル・エクセレント・カンパニーと呼ばれる企業が、本質的な目標をどこに定めているかを目線としなくてはいけないと考えている。人的資本経営に対する考え方や開示が求められている男性育休取得率など、通常以下とは思わないが、しっかりと考えを持ってリードするまでには至っていないという認識で、そこに対応しようという考えは取締役と執行側の共通認識。
- グローバルに活動している海外子会社を買収する機会もあり、海外子会社も参考にすることもある。今の議論の中心は、ジョブ型雇用等の考えを整理していかないといけないということであり、海外企業を分析すると、個人が各人のキャリアアップを志向する中で、それを実現できるキャリアに人的リソースが集まっている。結論は出ないが、社内異動も個人で考えて、自分でキャリア形成を図っていくようなことなどの仕組み作りを検討している。
- 人的資本の開示については、投資家からここまで開示せよという要望よりは、先方の関心事項を示されたうえで、従業員エンゲージメントを示す数値や、女性活躍に対してどのようにアプローチするかといった話が多い。なんでもかんでも出せというよりは、当社に寄り添い、将来的に実現すべき内容を提示してくれる。
- 人が関わらないと回らず、かつ様々な職種が必要な事業なので、人的資本をマテリアリティとして重視している。それはストーリーとしては分かりやすいのだが、人的資本が企業価値向上にどのように結びつくのかだけでなく、数字としてどのように表れるかまでは踏み込めていない。早期には達成できないので、根気よく取り組んでいく。
- 人的資本経営に関しては、世界中のグループ会社の人事情報が、必ずしも本社側で全て把握できていないのが実態。人事に係る情報は、各国の制度や業界慣習などローカル色が強いこともあり、情報集約には苦労している。一部投資家からは、会社として人材の多様性を重視しているのであれば、その点をもっと発信して欲しいという声はよく聞く。

サステナビリティを意識した経営

企業価値向上に向けた取り組み

# 企業インタビュー 詳細

(非財務情報管理の高度化について)

- 非財務的活動の強化に取り組んでいる。CFOが、投資家との対話の際に、非財務的活動が今後より重要になるとの指摘を受けたことから、当社では比較的早い時期から非財務的活動について取り組み、社内プロジェクトとして数年かけて回帰分析モデルの検証を行ってきた。社内の経営ダッシュボードにおいて、財務的活動・非財務的活動がどのような財務指標に結びついて企業価値向上につながるのかを可視化して、計画と実績を管理している。当初は、仮説として始めたものであったが、更に高度化・進化しようとしているところ。投資家からは、役員報酬に非財務的活動(CO2排出量、エンゲージメント、女性管理職比率等)が紐付いていないことを指摘されており、この点は検討中。非財務的活動の情報開示体制も昨年から見直している。当社では経営会議の下部組織として情報開示委員会があり、従来は法定開示書類の財務情報のレビューをしていた。しかし、昨今の非財務情報の開示要請の高まりを受けて、サステナ部門や人事部門、知財部門の人員もメンバーに加えて、非財務情報の開示強化・レビューにも取り組むようにした。
- CO2削減ロードマップの数値目標そのものについて、人によっては整合性の観点から踏み込んで聞いてくることもある。しかし、それよりも、削減目標達成に向けたロードマップに含まれる様々な選択肢やタイミングについて、投資家からは、投資額やそのリターンを明示してほしいと言われることが多い。不確定要素が多く、こちらとしても規制など外部の動向を注視しているところではあるが、目標にいたる道筋の検討をし、検討の過程をできる限り開示してほしいという要望が多い。
- 環境への対応として、ネットゼロの手段を開示している一方、財務インパクトについて具体的に開示できていない。これらは変動要素も多く、ミスリーディングになりうる数字は開示していない。他方、本年から排出量規制が明確に規定されるので、直近の課題となっている。

(レジリエンスについて)

- レジリエンスといった表現は、専門家を含めたミーティングを踏まえ、サステナビリティ委員会の中で議論をして決めた。サステナビリティ委員会は、社外含めボードのメンバー全員が参加している。何か問題があったときは、商社は情報を持っているので、顧客のサプライチェーン維持に貢献することも一つの機能。このような機能がなければ商社として役に立たないという考えもあるので、レジリエンスは重視している。
- 経営方針でレジリエンスにも言及している。コロナ禍で業績も資本市場も不安定となったとき、当社には事業の多様性があり、全体として安定感があることが強みだと感じた。また、サステナビリティの観点からもレジリエンスは重要であり、経営方針でも言及した。
- サプライヤーとの関係づくりが事業のサステナビリティに繋がり、調達としてのレジリエンスにもつながる。

# 目次

---

- I. スチュワードシップ活動の実質化関係資料
- II. 社外取締役のことはじめ
- III. ジャパン・コーポレート・ガバナンス・フォーラムにおける意見(詳細版)
- IV. 企業インタビューにおける意見(詳細版)
- V. 諸外国の動向**

# 「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」改訂の概要

## 背景等

- 気候変動やCOVID-19ショック等に伴う経済・社会環境の変化を踏まえ、OECDコーポレートガバナンス委員会（議長：神田財務官）は、「G20/OECDコーポレートガバナンス原則」の見直し作業を開始。2021年10月、G20ローマ・サミットにおいて原則見直し作業の着手が承認。2022年11月、G20バリ・サミットにおいて作業の進捗が歓迎。市中協議（2022年9-10月）及びコーポレートガバナンス委員会での採択を経て、2023年6月、OECD閣僚理事会にて原則改訂案を採択。2023年7月にG20財相・中銀総裁会合、2023年9月にG20ニューデリー・サミットにて承認。
- 同原則は、G20首脳に承認された企業統治分野における唯一の国際基準であり、G20メンバー国やOECD加盟国を含む世界中の先進国・新興国53カ国が準拠。金融安定理事会や世界銀行も金融分野の重要な基準として各国の企業統治の規制枠組みを評価する際に利用。

## 改訂の目的

- ✓ **企業による株式市場へのアクセスの改善**  
株式市場は企業の資金調達や資本の効率的配分に不可欠。近年上場企業数が減少する中、投資家保護を促進しつつ、企業の資本へのアクセスの改善や家計に対する投資機会の提供に資する各法域の努力を支援。
- ✓ **企業の持続可能性と強じん性の向上に資するコーポレートガバナンス**  
COVID-19ショックを踏まえ、変化する環境に事業戦略を柔軟に適合させ、事業価値を長期的に向上させるという課題に企業が対応するためのコーポレートガバナンスの枠組みを提供。

## 改訂の主な内容

- ✓ **サステナビリティ**  
サステナビリティに関する国際的な開示基準が策定されつつある中、改訂された原則では新章として第6章「Sustainability and resilience」を追加。情報開示やコーポレートガバナンスの枠組みに関する新たな原則を追加。
- ✓ **機関投資家のスチュワードシップ活動**  
機関投資家の資産運用額は増加を続け、多数の国で上場会社の最大株主となっている。特に大手機関投資家によるインデックス型投資が増加しているが、この投資戦略はエンゲージメントを行うインセンティブが相対的に低い。機関投資家による説明責任や企業へのエンゲージメントについて原則の内容を改訂。ESG評価・データ提供機関についても文言を追加。



# 英国コーポレートガバナンス・コード等の改訂

- 英国FRCは、2024年1月22日、コーポレートガバナンス・コードを改訂。内部統制の重要な問題に対処するための限定的な改訂であり、主な改訂内容は、リスク管理及び内部統制の枠組みのレビューについて、年次報告書においてその実施方法や結論の説明を求めたこと。
- 2024年2月27日、英国FRCはスチュワードシップ・コードの見直しに着手したことを公表。今夏の株主総会シーズン後に市中協議を開始し、翌年初頭に改訂を実施する予定。

## コーポレートガバナンス・コードの主な改訂内容

- 内部統制について定めたSection 4 Provision 29に、以下の青字部分が追加された。
  - 29. 取締役会は、会社のリスク管理および内部統制の枠組みをモニタリングし、少なくとも年に1度はその有効性のレビューを実施すべきである。モニタリングおよびレビューでは、財務、業務、報告およびコンプライアンスの統制を含むすべての重要な統制を対象とすべきである。取締役会は、年次報告書で次の事項を提供すべきである。
    - 取締役会がどのように枠組みの有効性をモニタリングし、レビューしたかについての記述
    - 貸借対照表日現在の重要な統制の有効性の宣言
    - 貸借対照表日現在で効果的に運用されていない重要な統制、それらを改善するために取られた、または提案された措置、および以前に報告された問題に対処するために取られた措置の説明

## スチュワードシップ・コード見直しの観点

- 英国FRCは、スチュワードシップ・コードの見直しに当たって、以下に焦点を当てることとしている。
  - 適切な投資家・発行体間のエンゲージメントを通じた長期的な価値創造を支援し、発行体の見込み (prospects) と業績 (performance) を向上させているか。
  - コードの署名者及び発行体に報告の負担を生じさせているか。
  - 発行体の目標 (targets) や見通し (outlook) が短期的なものになるなど、意図しない結果をもたらしていないか。