

【資料①-1】対話及び議決権行使の事例集

＜ 目 次 ＞

対話・議決権行使事例の一覧.....	1
(1) 対話の事例.....	6
経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンス	6
(1) 経営・財務戦略（成長投資・資本効率）	6
成長投資	6
人的資本	7
個別課題（保有額が大きい企業との対話）	8
収益性・資本効率等	12
その他.....	15
(2) コーポレートガバナンス	19
エフェクティブ・ボード.....	19
ガバナンス体制	20
サステナビリティ	21
気候変動	21
自然資本	22
人権	23
その他.....	24
社外役員との対話	25
国内社債の対話事例	27
(2) 議決権行使の判断事例	28
(Ⅰ) 取締役選解任・監査役選解任議案.....	29
(Ⅱ) 会計監査人選解任議案.....	33
(Ⅲ) 役員報酬議案.....	33
(Ⅳ) 退任役員の退職慰労金支給議案	34
(Ⅴ) 剰余金処分議案.....	35
(Ⅵ) 組織再編関連議案	35
(Ⅶ) 買収への対応方針・対抗措置議案.....	36
(Ⅷ) その他資本政策関連議案	37
(Ⅸ) 定款一部変更議案	38
(Ⅹ) 株主提案議案.....	38

※主に 2026 年・2025 年の対話事例を掲載。2024 年以前の対話事例は、当社ホームページに設けている「日本版スチュワードシップ・コードに関する取組」に掲載の“2024 年度以前の対話の事例集”をご参照ください。https://www.nissay.co.jp/kaisha/csr/shisan_unyou/ssc/

対話・議決権行使事例の一覧

	テーマ		番号	事例タイトル	ページ
対話	経営・財務戦略（成長投資・資本効率）	成長投資	1	持続的な成長に向けた中長期のキャピタルアロケーションと成長戦略が開示された事例（2026年）	6
			2	資産売却により創出した資金を、人的資本を含む成長投資に活用した事例（2026年）	6
		人的資本	3	経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針の開示を要望し、経営資源配分の中で人的資本投資額が開示された事例（2026年）	7
			4	他社好事例の紹介を通じて人的資本に関する取組みの方向性について課題意識を共有・改善意思が確認でき、経営戦略と連動した人材戦略が開示された事例（2025年）	7
		個別課題（保有額が大きい企業との対話）	5	成長戦略や資本構成のあり姿について意見交換し、資本政策に対する企業の意識や取組みに働きかけた事例（2026年）	8
			6	成長投資としての完全子会社化や不振事業の撤退等、事業ポートフォリオの選択と集中を後押しした事例（2026年）	8
			7	事業性資産の収益力向上（ROIC）や非事業性資産の圧縮余地、事業ポートフォリオマネジメント等に関する対話を実施した事例（2025年）	9
			8	PBR向上に向けた対応について意見交換し、対応を後押しした事例（2025年）	9
			9	企業に寄り添いながら、複数年にわたる企業の取組みを後押しした事例（2025年）	10
			10	収益性・資本効率に関する開示のポイントを紹介し、企業の開示充実に向けた対応を後押しした事例（2025年）	10
			11	株式市場の評価向上に向けた対応・開示について意見交換した事例（2024年）	11
			12	資本効率を意識したKPIの設定・開示について意見交換した事例（2024年）	11
			13	保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話の事例（2023年）	11
			14	保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話の事例（2023年）	12
		収益性・資本効率等	15	PBRの理論式を基に現状のPBRの水準に対する仮説を提示し、開示充実に関する意見交換を実施した事例（2025年）	12
			16	ROE向上に向けた資本政策の重要性を伝達し、ROE向上に向けた対応・開示を後押しした事例（2025年）	12
			17	収益性・資本効率に関する他社事例を紹介しつつ意見交換を行い、ROE向上に向けた対応・開示を後押しした事例（2025年）	13

	テーマ		番号	事例タイトル	ページ
対話	経営・財務戦略（成長投資・資本効率）	収益性・資本効率等	18	収益性・資本効率に関する他社事例を紹介しつつ意見交換を行い、ROE 向上に向けた対応・開示を後押しした事例（2025 年）	13
			19	大口顧客依存の経営から脱し、コロナ禍も乗り越えて業績回復を実現した事例（2025 年）	14
			20	複数年にわたる対話を通じて、株主還元を含む資本政策の見直し・対応を後押しした事例（2025 年）	15
			21	企業の成長段階を踏まえて成長投資と株主還元を両立する資金配分について意見交換を実施し、対応を後押しした事例（2025 年）	15
		その他	22	複数年にわたる対話を通じて企業の情報開示充実を後押しした事例（2026 年）	15
			23	バランスシートマネジメントも意識した成長戦略の開示を後押しした事例（2026 年）	16
			24	企業にとって初となるキャピタルアロケーションの開示を後押しした事例（2026 年）	16
			25	中期経営計画やキャピタルアロケーションの策定を後押しした事例（2026 年）	17
			26	ROE 向上に向けた RORA 活用の検討を後押ししている事例（2026 年）	17
			27	個別企業の状況を踏まえながら株式市場の目線を伝えることで、財務健全性の維持と株主還元拡大の両立を促した事例（2026 年）	17
			28	中期経営計画の策定に向けて開示のポイントを紹介し、企業の開示充実を後押しした事例（2025 年）	18
			29	中期経営計画の策定に向けて開示のポイントを紹介し、企業の開示充実を後押しした事例（2025 年）	18
	コーポレートガバナンス	エフェクティブ・ボード	30	社外取締役との対話を通じて、収益性改善に向けた構造改革等の取組みに対する社外取締役としての評価を確認し、情報開示充実を要望した事例（2026 年）	19
			31	事業戦略の方向性と取締役会におけるスキル構成のギャップについて対話した事例（2026 年）	19
		ガバナンス体制	32	企業価値向上の観点から、取締役会の多様性が重要であることを伝達し、女性取締役の選任に向けた対応を後押しした事例（2025 年）	20
			33	女性活躍推進の取組みが経営戦略と連動していることの重要性を伝達し、女性取締役の選任に向けた対応を後押しした事例（2025 年）	20
	サステナビリティ	気候変動	34	複数年にわたり対話を継続し、削減ロードマップの開示につながった事例（2026 年）	21

	テーマ		番号	事例タイトル	ページ
対話	サステナビリティ	気候変動	35	サプライチェーン全体の排出量削減に向けた取組みが開示された事例（2025年）	21
		自然資本	36	自然資本を企業価値に影響を及ぼし得るリスク・機会と位置づけ、自然資本に係る取組みを深化させていることが確認できた事例（2026年）	22
			37	自然資本に係る対話事例（2025年）	22
			38	自然資本に係る対話事例（2025年）	22
		人権	39	サプライヤーとのエンゲージメントを通じ、サプライチェーン全体の人権課題の改善に取り組んでいることが確認できた事例（2026年）	23
			40	人権尊重を重要課題と位置づけ、人権デューデリジェンスの取組みを高度化していることが確認できた事例（2025年）	23
			41	人権デューデリジェンスの取組みを後押しした事例（2025年）	24
		その他	42	地域の持続性と企業価値向上について意見交換した事例（2026年）	24
			43	従業員エンゲージメントのあり方について対話し、取組内容を横展開することで他企業の対応を後押しした事例（2025年）	24
	社外役員との対話		44	不祥事案が発生した企業において、指名・報酬諮問委員会の委員長である社外取締役と対話を行い、取締役候補者の選任プロセスを確認した事例（2026年）	25
			45	事業戦略とサステナビリティ開示のあり方について独立社外取締役と対話を実施した事例（2026年）	25
			46	新規事業の収益化に向けた道筋について独立社外取締役と対話を実施した事例（2026年）	26
			47	独立社外取締役と対話を行った事例（2021年）	26
			48	独立社外取締役と対話を行った事例（2020年）	26
			49	独立社外取締役と対話を行った事例（2020年）	26
			50	独立社外取締役と対話を行った事例（2018年）	27
			51	独立社外監査役と対話を行った事例（2019年）	27
	国内社債		52	（国内社債）ニッセイ・インパクト投融資枠の認定に繋がった事例（2026年）	27
			53	（国内社債）脱炭素に向けた取組み・情報開示の充実から投資実行に繋がった事例（2025年）	27

	テーマ	番号	事例タイトル	ページ
議 決 権 行 使	取締役・監査役	1	業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2021年）	29
		2	業績不振の基準で精査し、反対した事例（2020年）	29
		3	業績不振の基準で精査し、反対した事例（2019年）	29
		4	配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2026年）	29
		5	社外取締役の独立性の基準で精査し、反対した事例（2026年）	30
		6	社外取締役の出席率の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	30
		7	社外取締役の出席率の基準で精査し、反対した事例（2022年）	30
		8	少数株主利益の保護の基準で精査し、反対した事例（2026年）	30
		9	不祥事の基準で精査し、賛成した事例（2020年）	31
		10	不祥事の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	31
		11	不祥事の基準で精査し、反対した事例（2025年）	31
		12	不祥事の基準で精査し、反対した事例（2019年）	32
		13	不祥事の基準で精査し、反対した事例（2018年）	32
		14	過去の不祥事において策定された再発防止策を逸脱していると判断し、反対した事例（2022年）	32
		15	取締役会構成がバランスを欠くと判断し、反対した事例（2022年）	32
	会計監査人	16	会計監査人の変更について正当な理由が提示されず、反対した事例（2019年）	33
	役員報酬	17	業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2020年）	33
		18	配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	33
		19	業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	33
		20	配当性向の基準で精査し、反対した事例（2020年）	34
		21	配当性向の基準で精査し、反対した事例（2018年）	34
		22	新株予約権の付与対象者が社外者であったことから精査し、反対した事例（2022年）	34
	退職慰労金	23	業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	34
		24	配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2018年）	35
		25	業績不振の基準で精査し、反対した事例（2020年）	35
	剰余金処分	26	配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	35
		27	配当性向の基準で精査し、反対した事例（2019年）	35
	組織再編	28	企業価値に与える影響の観点で精査し、賛成した事例（2019年）	35
		29	企業価値に与える影響の観点で精査し、反対した事例（2018年）	36
	買収への対応方針・対抗措置	30	業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2019年）	36
		31	業績不振の基準で精査し、反対した事例（2022年）	36
		32	企業価値に与える影響の観点で精査し、反対した事例（2019年）	36
	その他資本政策	33	第三者割当増資（有利発行）の妥当性について精査し、賛成した事例（2019年）	37
		34	資本金の額の減少の妥当性について精査し、反対した事例（2019年）	37

	テーマ	番号	事例タイトル	ページ
議 決 権 行 使	その他資本政策	35	財団法人等への有利価格での自己株式の処分について精査し、賛成した事例（2026年）	37
		36	財団法人等への有利価格での自己株式の処分について精査し、反対した事例（2024年）	37
	定款変更	37	場所の定めのない株主総会の開催を可能とする定款変更について精査し、賛成した事例（2022年）	38
		38	剰余金処分の取締役会授権に関する定款変更について精査し、賛成した事例（2024年）	38
	株主提案	39	買収への対応方針廃止の株主提案について精査し、賛成した事例（2023年）	38
		40	取締役選任の株主提案について精査し、賛成した事例（2019年）	38
		41	剰余金処分の株主提案について精査し、賛成した事例（2022年）	39
		42	剰余金処分の決定機関に係る株主提案について精査し、賛成した事例（2024年）	39

(1) 対話の事例

経営・財務戦略（成長投資・資本効率）、コーポレートガバナンス

(1) 経営・財務戦略（成長投資・資本効率）

成長投資

<対話事例1> 持続的な成長に向けた中長期のキャピタルアロケーションと成長戦略が開示された事例(2026年)

- ・ 鉄道会社である当該企業は収益性の高い事業を手掛ける中、更なる成長に資する新規事業の創出に向けて投資規模が大きい長期プロジェクトを推進中。成長投資と株主還元等への経営資源配分について複数年にわたって対話を継続。
- ・ 2022～2023 年度：既存事業で創出したキャッシュを成長投資へ優先して配分し、株主還元も意識するという方針を対話で確認できていたため、当該企業の成長に向けた道筋に関する投資家の理解を促すべく、経営資源配分に関する定量的な開示の充実を要望。当該企業からは「中長期的な定量面の開示の必要性は認識しているが、開示した目標を優先することで鉄道事業の安全投資が疎かになってはいけなため開示は慎重に考えている。一方、開示充実課題であるため、経営理念を踏まえつつ工夫して開示したい」との回答あり。その後、当該企業は成長投資や株主還元等を含むキャピタルアロケーションの定性的なイメージを開示。
- ・ 2024 年度：経営資源配分に関する定量的な開示充実の要望に加え、既存事業の稼ぐ力を強化し、獲得したキャッシュを成長投資につなげる好循環を構築している点を工夫して発信する必要性を伝達。当該企業からは「投資規模が大きく、長期にわたるプロジェクトであるため定量面の詳細を示すことが難しい部分もあるが、経営資源配分をステークホルダーに分かりやすく示す必要は認識している。まずは定性的なイメージから開示したが、引き続き開示充実を検討したい」との回答あり。
- ・ 2025 年度：当該企業は今後 10 年間にわたる新規事業創出に関する定量的なキャピタルアロケーションを開示。当該企業との対話を継続し、新規事業創出に必要な投資金額が大きく、収益化まで時間を要することで、新規事業が当該企業の収益力や成長性の向上に資する重要な取組みであることが投資家に正しく伝わっていない点を伝達。当該企業からは「新規事業の開始直後は減価償却費を主因に一時的な利益の低下が生じるため、キャッシュフローベースの開示等、中長期的な企業価値向上に貢献している姿を示したい。また、新規事業は日本の国土強靱化・国際競争力強化に資する点についても経営トップ自ら発信していきたい」との回答あり。
- ・ 今後も成長投資に関する取組みの進捗をフォローし、企業の取組みを後押ししていく。

<対話事例2> 資産売却により創出した資金を、人的資本を含む成長投資に活用した事例(2026年)

- ・ 当該企業は自動車部品メーカー。長期にわたり ROE が低迷しており、収益性向上と資本効率改善に関する対話を複数年にわたって継続。2025 年は経営資源配分方針について意見交換を実施。
- ・ 原材料価格やエネルギー価格高騰の影響を受け、本業の収益性改善が容易でない中、バランスシート効率化も企図して余剰資産を売却。余剰資産売却で得た資金が設備投資や研究開発投資、人的資本投資といった成長投資に配分されているという当社の見方を伝え、経営資源配分方針について意見交換を実施。当該企業からは、「御社の見方のとおり、資産売却で得た資金を基に原価低減・品質向上に資する最新設備の導入などの成長投資を推進している。また、生産の中心を担う人材を採用競争が激しい中で適切に確保するためにも労働環境改善は不可欠

であるため、賃上げの他、工場の環境改善に資する投資等、人的資本に関する投資も行っている」との回答あり。

人的資本

＜対話事例 3＞経営戦略と関連付けた人的資本に係る投資方針の開示を要望し、経営資源配分の中で人的資本投資額が開示された事例（2026 年）

- ・ 当該企業は航空会社であり、対話の中で人的資本のテーマについても取組みを確認。
- ・ 2021～2024 年度：当該企業は人的資本と経営戦略のつながりを段階的に明確化する形で開示を年々充実させており、当社がこれまで要望してきた「業種・個社の経営戦略に応じた取組み」や「中期経営計画などの経営戦略と一体となった人材戦略の策定・開示」の点で優れた開示事例であり、具体的な取組内容・方針を対話にて確認しつつ、他社への横展開も実施。
- ・ 2025 年度：インフレによる人件費の負担増が経営課題となる中、経営戦略に連動した人材戦略に加え、生産性向上に資する人的資本への投資が重要であるとの認識を伝え、キャッシュアロケーションの中で投資額やその位置付けを開示することを要望。当該企業からは、「今後の人件費上昇を踏まえ、現場レベルの取組みにとどまらず全社的なシステム投資も含めて、事業構造改革と人員の成長領域へのシフトにより生産性を向上する方針。こうした取組みを進める上での人的資本への投資は、DX 教育関連投資や高度専門人材育成等の研修費等を想定している」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は経営戦略と関連付けた資源配分の一環として人的資本に係る投資方針・投資額を新たに発表。

＜対話事例 4＞ 他社好事例の紹介を通じて人的資本に関する取組みの方向性について課題意識を共有・改善意思が確認でき、経営戦略と連動した人材戦略が開示された事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、資源開発会社であり、人的資本に関する取組みの充実を検討中であった。
- ・ 2022 年度：当社より、人的資本に関する企業の取組みは、①全企業共通の取組み、②業種に応じた取組み、③個社の経営戦略に連動した取組みがあり、投資家としては③の取組みを最も確認したいことを伝達。当該企業からは、「③の取組みとして、再エネや水素といった新事業領域の専門人材確保に向け、中途採用、社内公募等の制度を整えていく方針」との回答あり。
- ・ 2023 年度：当社より、人的資本の取組みについては、経営戦略と人材戦略が連動していること、育成・獲得・配置・活用が人材戦略に含まれていること、具体的な KPI が示されていることの 3 点を重視しており、これらを全て満たす他社好事例を紹介。当該企業からは、「人事部としては、社内副業制度導入等の新たな取組みを進めているつもりだが、中期経営計画との連動性という観点では他社事例と比較して取組みや開示が不十分だと感じた。ご紹介いただいた他社事例を参考に、人事部として、弊社らしい人材戦略が打ち出せるよう、社内で議論を進める」との回答があった。その後、当該企業は事業環境の変化を踏まえて求める人材像を再定義し、人材戦略方針を公表。
- ・ 2024 年度：注力する事業領域における人材戦略や人材戦略に関する具体的な KPI の設定に向けた取組状況を確認し、更なる開示充実を要望。当該企業からは、「注力事業における人材戦略の中には定量化が難しいものもあり、KPI の設定・公表に向けては悩みが多い。人材戦略方針の中には従業員が挑戦する姿勢を後押しするような組織風土の醸成等といった特定の領域に限らず全社的に重要な取組みもあるため、KPI の設定は様々な観点から検討し、段階的に開示も充実させていきたい」との回答あり。その後、当該企業は人材戦略方針の取組状況を確認する KPI として、従業員エンゲージメント等を新たに公表。

個別課題（保有額が大きい企業との対話）

<対話事例 5> 成長戦略や資本構成のあり姿について意見交換し、資本政策に対する企業の意識や取組みに働きかけた事例（2026 年）

- ・ 当該企業はグローバルに事業展開する機械関連メーカー。コロナ禍における巣ごもり需要増等を背景に利益規模が拡大するものの、その後は一時的な需要増の剥落等により利益規模が縮小。あしもと利益規模が拡大する中でも、株式市場から評価されない状況が継続。
- ・ 2023～2024 年度：当該企業の収益性が回復する中においても株式市場からの評価が高まらない点について、当該企業の売上高の大宗を占める海外売上高が伸び悩んでいることで、当該企業に対する株式市場の成長期待が低下しているという当社の見方を伝え、他社事例を紹介しつつ、成長戦略の開示を要望。当該企業からは、「現状、開示できるものはないが、指摘も踏まえて検討するようにしたい」との回答あり。その後、当該企業は注力事業における取組みを含めた成長戦略の方向性を開示。
- ・ 2025 年度：当該企業の海外売上高の成長や収益性は回復する一方、株式市場からの評価が低い状態が継続。海外売上高の成長や収益性向上等の取組みに加え、バランスシートマネジメントが必要である点を指摘し、株主だけでなく様々なステークホルダー間のバランスを踏まえた資本構成の開示を要望。また、開示後も機関投資家との対話を通じて、当該企業として考える資本構成のあり姿を継続して検討することが重要である点を伝達。当該企業からは「資本構成のあり姿等について理解を深めることができた。利益成長と資本拡大のスピードを意識しながら適切な資本配分を行っていきたい」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は、本決算において、資本構成のあり姿や、事業上必要となる現預金の水準も踏まえた、成長投資・株主還元等へのキャッシュアロケーションを含む中長期的な成長戦略・資本戦略を公表。
- ・ 今後も対話を通じて、資本収益性改善の取組みを後押しする方針。

<対話事例 6> 成長投資としての完全子会社化や不振事業の撤退等、事業ポートフォリオの選択と集中を後押しした事例（2026 年）

- ・ 当該企業は大手総合商社。あしもとの数年間において過去最高益を更新し、当期利益に加えて ROE の水準も過去と比べて高水準にある等、業績は堅調に推移する一方、株式市場からの評価は競合他社に引けを取る状況。
- ・ 2022～2023 年度：当該企業固有のリスクプレミアムと思われる不振事業について、収益改善策の状況、撤退も含めた今後の方向性を確認し、情報開示充実を要望。また、事業セグメント別の ROA の推移を基に、特定のセグメントにおける資産収益性の低下や利益規模の縮小について指摘。当該企業からは「当該赤字事業の撤退は様々なステークホルダーへの影響もあるため容易ではない。指摘されたセグメントについては、新規事業の立ち上げに伴う赤字の影響が大きく、利益規模が大きい上場子会社を中心とした他の事業会社の業績は堅調」との回答あり。
- ・ 2024～2025 年度：不振事業に起因する固有のリスクプレミアムの低減に加え、当該企業の成長期待を高める視点も意識して対話を継続。中期経営計画における成長戦略の 1 つとして、当該上場子会社を核とする事業群の成長が位置づけられている中では、意思決定の遅れによる成長機会の喪失等、親子上場の関係が当該企業の成長の制約になり得る点を指摘。当該企業のキャッシュフロー・アロケーション、財務健全性等も踏まえた、完全子会社化に伴う財務影響の試算結果を伝達し、完全子会社化を通じた成長戦略の推進について意見交換を実施。当該企業からは「成長領域における中核を担う当該上場子会社との最適な関係性は、経営層でも議論している。議論

の結果、出資比率の見直しを行う可能性もあり得る」との回答あり。

- ・ その後、当該企業は、当該上場子会社の完全子会社化を公表。同年度の本決算において、過年度から赤字が継続していた不採算事業の撤退を公表。

<対話事例 7> 事業性資産の収益力向上 (ROIC) や非事業性資産の圧縮余地、事業ポートフォリオマネジメント等に関する対話を実施した事例 (2025 年)

- ・ 当該企業は総合電機メーカー。長期にわたり ROE は低下基調にあり、要因を分析すると、利益率、総資産回転率、財務レバレッジの 3 要素についていずれも低下。
- ・ 2022 年度：当該企業が中期経営計画で設定した ROE 目標の達成には、事業ポートフォリオ管理の強化を通じた利益率及び資産効率の向上が必要であると伝え、特に赤字が継続する低収益事業の構造改革を要望。その後、2023 年 5 月に当社が公表した経営戦略の説明資料では、新たに各事業の経営管理指標に ROIC を導入し事業ポートフォリオ管理を強化するとともに、当社が課題と考えていた低収益事業の分社化を公表。
- ・ 2023 年度：資産効率向上に向けた対話を継続し、棚卸資産等の事業性資産、政策保有株式等の非事業性資産のそれぞれについて効率改善・資産圧縮余地等を確認。当該企業から「棚卸資産の圧縮は各事業共通の課題であり、経営としても大きな課題として認識している。非事業性資産の見直しも進めており、政策保有株式は全て売却する方針」との回答あり。
- ・ 2024 年度：事業性資産の収益力 (ROIC) と資産効率性に関する指標 (キャッシュコンバージョンサイクル (以下、CCC) 等) の推移を提示し、収益性・資産効率改善に向けた取組状況を確認。当該企業から「CCC の長期化が課題であり、ビジネスモデルの見直しを含めた抜本的な改革に取り組む中、在庫圧縮を重要な KPI として経営管理を行っている。また、現預金も滞留しており、成長投資、財務健全性、株主還元の様々な要素を踏まえて資金使途を検討する必要があるという課題意識もある」との回答あり。加えて、事業毎の収益性 (ROIC) が事業毎に想定される資本コスト (WACC) を上回っているかという視点で、事業ポートフォリオマネジメントの状況を確認。特に、競争環境が厳しい不採算事業については、ベストオーナーとして当該企業が事業に取り組む意義や当該企業の強み・差別化要因等の説明が不十分である点を指摘。当該企業から「この事業を持ち続けることが妥当なのかという株主からの意見を経営陣に伝え、経営陣と課題意識を共有している」との回答あり。
- ・ 今後も対話を継続し、企業価値向上に向けた取組みを後押しする方針。なお、当該企業からは「頂いたアジェンダを拝見して、我々が経営において意識していることも含め、弊社のことをかなり詳しく分析いただいているという印象を受けている。当アジェンダは CFO にも連携し、社内で共有している」とのコメントあり。

<対話事例 8> PBR 向上に向けた対応について意見交換し、対応を後押しした事例 (2025 年)

- ・ 当該企業は、ヘッドランプを中心とした、自動車・バイク用照明製品を主力とするメーカー。PBR が低下傾向にあり近年は 1 倍未満の水準にとどまることから、継続的に対話を実施。
- ・ 2022 年度：PBR が 1 倍未満にとどまる現状について、当社から ROE と PBR の長期推移を基に、ROE の低下が PBR 低下の主因である可能性を伝達。近年の ROE 低下は、収益性の低下に加え、自己資本比率の上昇による財務レバレッジの低下も要因であることを指摘し、当該企業が目標とする自己資本比率の水準について確認。当該企業からは、「製品販売の契約期間が長期に及ぶという業界特性を踏まえると、財務健全性は不可欠である。業界平均より自己資本比率は高いが、現状の水準が望ましいと考えている」との回答あり。
- ・ 2023 年度：当該企業が見直しを行った中期経営計画を基に、ROE 向上に向けた取組みを中心とした対話を継続。足元で現預金の水準が高まっている点を指摘し、資金使途や目標とする自己資本比率の水準について確認。当該企業からは、「事業環境の変化に対する備えとして現預金を確保していたが、必要以上の水準になっていることは否めない。そのため、事業遂行に必要な現預金、財務健全性、今後の成長投資のバランスを踏まえ、中期経営

計画の見直しでは目標とする自己資本比率の水準を引き下げた」との回答あり。

- ・ 2024 年度：当該企業は中長期的な株主還元方針を新たに公表。株主還元方針、今後の経営計画の方向性を中心に意見交換を実施。当該企業から、「御社との対話が始まった頃に現社長が就任して以降、投資家目線での改革を意識しており、株主還元方針の見直しについても、投資家との対話を踏まえて実施した。御社と継続して議論している自己資本比率の目標水準についても、昨年見直した水準から更に引き下げる余地があるのか検討を続けている」との回答あり。

＜対話事例 9＞ 企業に寄り添いながら、複数年にわたる企業の取組みを後押しした事例（2025 年）

- ・ 建設設備関連事業を営む当該企業が創業 100 周年に向けた 10 年間の長期ビジョンを策定し、複数の中期計画を通じて長期ビジョンの達成を目指す中、当社は複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019 年度：東京オリンピック・パラリンピック開催を控えた建設関連需要を背景に業績は計画を超えて進展する一方、PBR は 1 倍にとどまっている状態。当該企業が ROE 向上に向けて株主還元も強化する中、当社からは、人的資本投資を含めた成長投資の拡大による利益成長と株主還元のバランスが重要であることを伝達。
- ・ 2020～2022 年度：新型コロナウイルスの影響による営業活動の停止、世界的なインフレ等の影響を受け、一時的に利益水準が落ち込む中、長期視点での企業の取組みを後押しすべく、当社からは短期的な業績改善よりも中長期の収益性改善を要望。当該企業からは、「収益性を意識した選別受注に加え、追加費用の発生を防ぐために工程管理もきめ細かく行うことで業績改善に努めている」との回答あり。
- ・ 2023 年度：一時的な利益水準の低下から回復する中、資本政策の観点から、ROE 向上に向けた取組みの状況を確認。当該企業からは、「長期ビジョンの目標に向けて株主還元を積極的に行う中でも一定規模の自己資本を維持することで財務健全性を保ちつつ、財務レバレッジを効かせるために負債を活用して成長投資を行っている」との回答があり、長期ビジョンに沿って取組みが行われていることを確認。
- ・ 2024 年度：収益改善策の取組みに加え、成長投資と株主還元のバランスを意識した上で自己資本比率のコントロールが行われていることを確認。イメージ図を活用し、成長投資、株主還元、政策保有株式の縮減方針等も踏まえたキャッシュアロケーションの方向性が開示されている中、当社から更なる開示充実に向けて、資金使途毎に具体的な金額を明記し、定量的な開示の充実を提案。当該企業からは、「ご指摘の点は議論している最中であり、開示充実に向けて検討を進めている」とのコメントあり。
- ・ その後、当該企業は 10 年間の長期ビジョンを 1 年前倒しで達成し、新たな中期経営計画では当社要望に沿ったキャッシュアロケーションを開示。ROE は計画当初の 2 倍以上となり、株主資本コストを上回る水準まで上昇したことに加え、PBR も 2 倍を超える水準まで上昇。

＜対話事例 10＞ 収益性・資本効率に関する開示のポイントを紹介し、企業の開示充実に向けた対応を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、住宅向け建材を中心とした合成樹脂製品メーカー。主力の住宅向け建材需要の低迷等から、ROE が 5%を下回り、かつ、営業利益率が業界平均以下で推移していたことから、2017 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2022 年度以前：当社は、対話を通じ業績に関する課題意識を表明すると共に、デュポン分解を活用しながら ROE 改善に向けた課題が、利益率の改善だけでなく、財務レバレッジの活用にもあることを指摘。当該企業からは「地域特性上、無借金経営を良しとする企業が多いことから自己資本比率が高くなっている。自己資本比率が高すぎても良くないという議論は行っているが、どの程度の自己資本比率が妥当なのかといった詳細な議論は進んでいない」との回答あり。当社から最適な自己資本比率の水準は事業特性を踏まえて企業自らが設定するものであるため、活発な社内議論を通じて妥当な自己資本比率の水準を策定し、公表することを要望。その後、当該企業

は中期経営計画を公表し、当社が要望していた自己資本比率の目標に加え、ROE 目標等を開示。

- ・ 2023～2024 年度：更なる開示充実に向けて、①デュポン分解を活用した、利益率・資産回転率・財務レバレッジといった ROE を構成する要素別の現状分析や要素別の改善策、②利益率と成長性の観点を踏まえた事業セグメント別の今後の取組み方針の開示を要望。当該企業からは、「御社からの要望も踏まえて、デュポン分解を活用した ROE 向上策の開示や具体的な事業セグメント戦略の開示は検討を重ねている」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は当社が要望してきた、デュポン分解を活用した要素別の ROE 改善策や事業セグメント別戦略等を含む企業価値向上策を公表。
- ・ 当該企業からは「対話を通じ、企業価値向上に向けた貴重なご意見やご要望をお聞きできることはありがたい」とのコメントあり。

＜対話事例 11＞ 株式市場の評価向上に向けた対応・開示について意見交換した事例（2024 年）

- ・ 当該企業は日本を代表する素材メーカーで、過去から対話を実施。近年は財務部門担当役員との対話を実施。
- ・ 業種の特性として市況変動の影響により利益の変動が大きく、近年は資本コストを上回る ROE を確保しているにもかかわらず、それが株式市場に評価されず、結果として PBR が 1 倍を超えない状態が継続。
- ・ 東証からの「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向けた要請も踏まえて、株式市場での評価を高めるべく、当社と当該企業との間で、様々な意見交換を実施。特に、PBR の向上には ROE だけでなく、PER を更に高めることが有効との観点から、当社から様々な対応策を提案。
- ・ その後、当該企業はキャピタルアロケーションの一環としての株主還元方針の明確化、株主総利回り（TSR）などを役員報酬の KPI の一部とするといった、当社の提案を踏まえた方針を公表。

＜対話事例 12＞ 資本効率を意識した KPI の設定・開示について意見交換した事例（2024 年）

- ・ 電鉄会社である当該企業は、鉄道事業に加えて、百貨店などの流通事業、ホテルなどのレジャーサービス事業、不動産事業等を展開。資本市場が求める資本政策の充実・開示を促すべく、2023 年度から対話を実施。
- ・ 2023 年度：電鉄会社は、EBITDA といったキャッシュの創出に重点をおいた、キャッシュフロー経営を実施するも、現在の資本市場で資本コストを意識した資本収益性の改善が求められる中で、株式投資家は、ROE、ROIC といった指標を重視しており、こうした資本市場の考え方に対する理解を深めるよう要望。
- ・ 2024 年 5 月に公表された中期経営計画では、事業別 ROIC－WACC 管理など資本市場との対話を意識した KPI を設定・開示。これは同業他社と比べて先進的な取組みと評価できる内容。
- ・ 当該企業の経営層からは、「日本生命を含む投資家からのこうした要請が、事業別 ROIC－WACC 管理等を指標として導入する後押しとなった」とのコメントあり。

＜対話事例 13＞ 保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話の事例（2023 年）

- ・ 当該企業とは 2021 年度から複数年にわたり対話を実施。当該企業は長期にわたり ROE が低位に留まっており、要因を分析すると特に利益率が低水準であり、国内外の競合他社と比べても利益率は劣後。
- ・ 2021 年度：当社より、中長期的に資本コストを上回る ROE を維持するためには値上げや高付加価値製品比率の引き上げ、コスト削減等を通じて、利益率を構造的に改善する必要があると伝達。当該企業より「同様の課題意識を有しており、現在の中期経営計画では量から質の転換を掲げ、生産設備の集約等を通じたコスト削減も計画している」との回答あり。
- ・ 2022 年度：当社より利益率向上に向けた施策の進捗状況を確認したところ、「コスト削減は順調に進捗し、値上げや高付加価値品比率の引き上げも一定進捗しており取引先との交渉を継続していきたい」との回答あり。

＜対話事例 14＞ 保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話の事例（2023 年）

- ・ 当該企業とは 2021 年度から複数年にわたり対話を実施。当該企業は長期にわたり ROE が低下基調にあり、要因を分析すると近年大規模な買収や設備投資を進めた成長事業の利益率と資産回転率が低下。
- ・ 2021 年度：当社より中長期的な ROE 向上に向け、課題である成長事業の利益率・資産回転率の改善が必要であると伝達。当該企業より「コロナ禍での需要減少からの回復や新たな需要拡大により、中長期的には業績回復が期待できる」との回答あり。また、当社より課題事業以外にも含めた全社的な事業ポートフォリオの強化を要望し、事業別の ROIC 目標を設定している他社の好取組事例を紹介したところ、当該企業より「他の投資家からも同様の指摘を受けており、次期中期経営計画の策定時に検討したい」との回答あり。
- ・ 2022 年度：当社より課題である成長事業の改善状況について確認。当該企業から「コロナ禍で減少した需要は工場がフル稼働する水準まで回復し、今後も風力発電用途などの需要拡大により中長期的な成長を見込んでいく」との回答あり。また事業ポートフォリオ強化については、新中計での開示を検討中であることを確認。
- ・ その後 2023 年 3 月に公表された新中期経営計画では事業部門別の ROIC 目標が開示され、事業ポートフォリオを強化する施策を公表。

収益性・資本効率等

＜対話事例 15＞ PBR の理論式を基に現状の PBR の水準に対する仮説を提示し、開示充実に関する意見交換を実施した事例（2025 年）

- ・ エネルギー関連の当該企業とは、長期にわたる ROE の低迷をテーマに複数年にわたって対話を継続。課題であった ROE の低迷が改善したことを受け、2024 年度は PBR 向上に関する対話を実施。
- ・ 当該企業の PBR は十分なエクイティ・スプレッド(ROE－株主資本コスト)が確保できていると考えられるにもかかわらず、1 倍未満の水準にとどまっている状態。当該企業に想定される収益性(ROE)や株主資本コストを PBR の理論式に単純に当てはめると PBR が 1 倍以上になるため、こういった要因が当該企業に対する株式市場の評価を押し下げている可能性があるのかについて議論。当社から当該企業に対して、①株式市場が当該企業の収益性(ROE)が将来にわたって低下すると想定している可能性、②当該企業に対して想定される株主資本コストが当該企業と当社が認識している水準より高く、実際にはエクイティ・スプレッドを確保できていない可能性、③当該企業の主力設備がカーボンニュートラル対応等で座礁資産化し、将来の減損損失につながる懸念を嫌気して株価がディスカウントされている可能性等、複数の仮説を提示。
- ・ 当該企業からは、「提示された仮説のとおり、現時点で未稼働となっている主力設備の再稼働時期が不透明であることで株価がディスカウントされていると認識しており、この点について経営陣とも議論している。当該設備の再稼働は優先すべき経営課題だ」との回答を得た。また、「当該設備が稼働しない中でも利益成長を続けている点を投資家に発信する取組みに改善の余地があるかもしれない」との課題意識を引き出し、当社からトップラインの成長につながる販売量を伸ばさせている点をアピールすることを提案。
- ・ 今後も主力設備の再稼働に向けた動向を注視しながら対話を継続し、企業価値向上に向けた取組みを後押しする方針。

＜対話事例 16＞ ROE 向上に向けた資本政策の重要性を伝達し、ROE 向上に向けた対応・開示を後押しした事例(2025 年)

- ・ 当該企業は、加工食品メーカー。主力製品である加工食品の需要低迷や競合他社との価格競争激化、需要が増加傾向にある調理加工食品の増産に向けた費用計上等により、長期にわたり ROE が低迷。
- ・ 2022 年度以前：業績に関する課題意識を共有するとともに、主力の加工食品については今後も中長期的に需要

低迷等が予想され収益改善が困難であること、調理加工食品等の製品については今後需要拡大及び収益向上が期待されること等を確認。当社から不採算事業となっている加工食品事業の更なる縮小、今後の需要拡大が期待される調理加工食品等の事業拡大といった構造改革を要望。当該企業からは、「事業領域の拡大に加え、物流拠点の統廃合や生産拠点の再編等の構造改革は順調に進捗している」との回答あり。

- ・ 2023～2024 年度：ROE 向上に向け、利益の成長戦略に加え、自己資本をコントロールする資本政策等も重要であることを伝達し、デュポン分解を活用した要素別の現状分析・改善策、事業特性を踏まえた自己資本比率の目標等の開示を要望。当該企業からは、「御社の要望を踏まえてデュポン分解を活用した ROE 向上策の開示を検討していきたい。自己資本比率の目標については詳細な議論を行うことはできていないが、財務健全性と株主還元充実のバランスを踏まえて検討していきたい」との回答あり。
- ・ その後、当該企業の ROE は改善。また当該企業は、中期経営計画のローリングプランを公表し、当社から要望していた事業ポートフォリオ戦略、最適な財務レバレッジや株主還元に関する具体的数値目標等を初めて開示。

<対話事例 17> 収益性・資本効率に関する他社事例を紹介しつつ意見交換を行い、ROE 向上に向けた対応・開示を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業はシステム構築およびシステム運用管理を主業務とするシステムインテグレーター。継続して ROE が低迷していることから、2017 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2017～2022 年度：当該企業の収益構造および収益改善に向けた取組状況等について確認するとともに、収益改善に向けた具体的な取組方針や進捗状況等の開示を要望。当該企業からは、「ROE 向上に向けて、不採算案件の未然防止や SE の稼働率向上等に取り組んでいる」との回答あり。
- ・ 2023 年度：ROE をデュポン分解し利益率、総資産回転率、財務レバレッジの 3 要素の観点から課題を提示し当該企業の考え方を確認。特に利益率については、他社比較も交えながら当該企業の営業利益率が低い点を指摘し、営業利益率の向上を要望。当該企業からは、「営業利益率向上に向けて、案件の見積価格の算定方法変更による値上交渉や、利益率の高い案件へのシフト等に全社を挙げて取り組んでいる」との回答あり。
- ・ 2024 年度：営業利益率の向上を継続して要望するとともに、滞留している現預金の使途について確認。当該企業からは「案件の見積価格の算定方法を変更し、より高い水準で値上げ交渉を行うとともに、提供するソリューションの質の向上にも取り組んでいる。営業利益率が業界平均に比べて依然低いことは課題として認識しており、次期中期経営計画においても営業利益率の改善にこだわりたい。また、大型投資に備えて現預金を確保しているが、具体的な成長投資先が見つかっていない点が課題だ」との回答あり。当社からは成長投資と株主還元のバランスを踏まえたキャッシュアロケーションの開示を併せて要望。
- ・ その後、案件の徹底した収益管理による営業利益率改善等により、当該企業の業績は改善し、ROE は当社の議決権行使精査基準を上回る水準まで上昇。

<対話事例 18> 収益性・資本効率に関する他社事例を紹介しつつ意見交換を行い、ROE 向上に向けた対応・開示を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は電子部品メーカーであり、新型コロナウイルスの影響や素材・エネルギー価格の高騰等により ROE が低迷していたことから、2021 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2021～2022 年度：当該企業の収益構造および収益改善に向けた取組状況などについて確認するとともに、収益改善に向けた具体的な取組方針や進捗状況、収益改善に向けた具体的な数値目標等の開示を要望。当該企業からは、「当面は設備投資負担の増加に伴い短期的な利益成長を期待することはできないが、投資による収益貢献時期や収益貢献額の開示が必要だということを理解した。今回の対話を通じて機関投資家の目線とのずれを確認することができた」との回答あり。

- ・ 2023 年度：長期的な ROE の推移を基に利益率、資産回転率、財務レバレッジの 3 要素に分けて課題を分析し、利益率、資産回転率に改善の余地があることを指摘。また、ROE の改善策を示す際にはデュボン分解を活用した 3 要素で示すことが有効であることを伝達。当該企業からは、「利益率の改善策しか公表していなかったが、資産回転率の改善にも取り組んでいきたい」との回答あり。その後、当該企業は ROE 改善策の方向性を利益率・資産回転率・財務レバレッジの 3 要素別に示す開示を初めて実施。
- ・ 2024 年度：ROE 向上策の進捗状況を確認。当該企業からは「昨年実施した、デュボン分解を活用して ROE を要素別に分析し、改善策を開示する取組みは日本生命から対話で助言いただいた内容を踏まえて対応した。投資家から助言を頂いたのは初めてであり、取締役会に報告したところ、社外取締役から『投資家が求めていることをやろう』という意見があり、様々な分析や対応を始めた」とのコメントあり。当社からは、ROE 改善に向けた各事業における収益改善策の状況を定量的に把握する指標として、事業別 ROIC の活用を提案。当該企業からは、「日本生命の意見も踏まえ、開示充実も含めて対応できることが無いか検討したい」との回答あり。その後、業績は回復し ROE は当社の議決権行使精査基準を上回る水準まで上昇。

＜対話事例 19＞ 大口顧客依存の経営から脱し、コロナ禍も乗り越えて業績回復を実現した事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、エレクトロニクス関連の OEM メーカー。2010 年代に海外ハイテク企業との大口取引により売上高が急拡大するものの、厳しい取引条件が経営の大きな障害となりつつあったことを踏まえ、連結売上高の半分を占める OEM 分野の大幅な縮小を決断。新たな成長領域への経営資源のシフト等、大胆な構造改革を実行する中、2 期連続の赤字となったことで当該企業との対話を実施。
- ・ 2022 年度：早期の黒字化が最優先の経営課題であることを伝達し、新たな成長領域として位置づけられている自動車関連分野における収益改善策の状況や OEM 分野の大幅な縮小という経営判断に至った背景を確認。当該企業からは、「社外出身の経営トップが中心となり、取締役会でも十分な議論を尽くしたからこそできた経営判断だろう。自動車関連分野の利益貢献が期待される 2025 年以降には更なる利益成長を目指したい」との回答があり、当該企業の経営陣による収益改善取組を後押しすることが中長期的な企業価値向上に資すると判断。
- ・ 2023 年度：黒字化は達成したものの、依然として ROE は低迷しているため対話を継続。ROE の向上に向けて、自動車関連分野を中心とした収益性の向上に加え、適切な財務レバレッジの活用も含めたバランスシートのコントロールを要望。当該企業からは、「海上輸送など輸送費用にも利益が大きく左右されるので、BCP 対応も含めた物流最適化の取組みを進めている。また、利益率だけではなく、財務レバレッジや資産効率についても改善の余地がある」との回答あり。その後、当該企業は成長投資や株主還元などのキャッシュアロケーションを含む新たな中期経営計画を公表。
- ・ 2024 年度：自動車関連分野における売上高の堅調な推移により、当該企業が利益計画を上方修正したことを踏まえ、ROE 向上に向けた取組みに加え、PBR 改善に向けた対話を実施。当該企業の更なる開示充実に向けて、事業ポートフォリオをシフトした結果、将来の売上見通しが立ちやすくなっていることや、目標とする自己資本の水準等を中期経営計画の取組みと組み合わせるストーリーとして示すことを、他社事例の紹介も交えて提案。当該企業からは、「本決算等のタイミングで中期経営計画の進捗とともに、取組策の追加も公表していく考えなので、ご指摘についても反映していくようにしたい」との回答あり。その後、上方修正した利益計画に沿って ROE は改善。
- ・ 当該企業からは、「業績改善に伴い複数の証券会社が定期的にレポートを発行してくれるようになったことで、投資家との対話機会は従来より増えてきているが、ここまで深いエンゲージメントを受けたことはなかった」とのコメントあり。

＜対話事例 20＞ 複数年にわたる対話を通じて、株主還元を含む資本政策の見直し・対応を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、建築・土木関連事業を展開。良好な受注環境等を背景に利益は堅調に増加する一方、安定配当方針の下、長期にわたり配当を一定額で据え置いてきたことから、配当性向が当社の議決権行使精査基準を下回る状況が継続。
- ・ 2021 年度以前：当社は株主還元に関する課題意識を表明するとともに、自己資本比率が高く配当性向が低い状況等を踏まえ、内部留保の必要性や配当政策等に対する当該企業の考え方を確認。当該企業からは、「地方の建設業ではレピュテーションが重要であるため、減配になった時に世間から経営に対して不安を抱かれないよう、自己資本比率を高め、減配せずに安定配当や株主優待を継続することで個人株主を含めた顧客に安心感を与えることにより、本業における受注確保に結びつけたいという経営トップの方針である」との回答あり。当社からは、内部留保の必要性、設備投資計画等の具体的資金需要、株主還元目標の開示を要望。
- ・ 2022～2023 年度：株主還元方針や資金需要等に関する開示の要望を継続。当該企業からは、「これまでの経営トップは自己資本の大きさにこだわっていたが、東京証券取引所のプライム市場に移行するとなると、御社のような機関投資家の声も徐々に取り入れていかなければならないと考えている」との回答あり。
- ・ 2024 年度：当社から株主還元方針や資金需要等に関する開示充実を要望する中、当該企業から「ご意見を踏まえ、株主還元方針については上場企業として適切な水準がどの程度なのか見直す予定であり、中期経営計画の KPI として開示できるよう議論を進めていく。また、具体的な資金需要と株主還元も含めたキャッシュアロケーションの策定・開示についても検討していく」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は増配を実施し、配当性向が当社の議決権行使精査基準を上回る水準まで上昇。また、中期経営計画を公表し、当社が要望してきた、株主還元方針やキャッシュアロケーション戦略等を開示。

＜対話事例 21＞ 企業の成長段階を踏まえて成長投資と株主還元を両立する資金分配について意見交換を実施し、対応を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、エンジンやモーター、トランスミッション等の自動車・オートバイ部品を製造するメーカー。新型コロナウイルスの影響による事業環境の悪化を主因とした赤字から業績が急回復する中、増配も実施するものの、配当性向及び総還元性向は当社の議決権行使精査基準を下回る状態。
- ・ 2024 年度：株主還元に関する課題意識を共有するとともに、今後の株主還元方針や資金使途について確認。当該企業からは、「事業の転換期にあると認識しており、成長投資が一巡したことで今後の資金使途について議論を重ねているところだ。資金使途としてまずは新規事業への成長投資を優先する」との回答あり。当社からは、成長投資の方針を開示するタイミングと同時に株主還元方針についても開示することを要望。当該企業からは「経営層に対して株主還元方針について定量目標が求められていることは伝達している。今後の社内での議論を通じて、株主還元方針における定量目標の開示に努めたい」との回答あり。
- ・ その後、増配の実施により、配当性向が当社の議決権行使精査基準を上回る水準まで上昇。

その他

＜対話事例 22＞ 複数年にわたる対話を通じて企業の情報開示充実を後押しした事例（2026 年）

- ・ 飲食品関係メーカーの当該企業は、国際商品市況の上昇に伴う原材料高や円安影響に加え、エネルギー価格や資材コストの高騰等も重なり、長期にわたり ROE が低迷。
- ・ 2024 年度以前：ROE 向上に向けて、本業における収益性改善や、成長投資・株主還元・財務健全性等も踏まえたバランスシートマネジメントを中心に意見交換を継続。原材料価格高騰を主因とした本業の収益性低下を補う

取組みとして、保有資産の活用による新規事業育成の必要性を指摘。また、ROE 目標や収益性の KPI 等、収益改善に向けた当該企業の取組みの進捗を投資家が確認できるような情報の開示充実を要望。当該企業からは、「商品市況に左右される原材料価格高騰の影響は弊社だけでは対処できないため、保有資産の活用による新規事業の育成も重要と考えている。新規事業の育成に向けて組織を新設し人材を配置する等、取組みを推進している。また、情報開示は課題だと認識している。ROE 目標等は開示できておらず、IR 資料等も過去から使用しているテンプレートのような表現にとどまっている」との回答あり。その後、当該企業は、2030 年に向けた ROE 目標に加え、利益率等の ROE の構成要素や株主資本コストに対する現状認識を初めて開示。

- ・ 2025 年度：本業の収益性改善、保有資産活用による新規事業育成の取組状況等の確認を継続。前年開示された ROE 目標や株主資本コストに対する認識等について、近年の金利上昇に伴うリスクフリーレートの上昇によって、株主資本コストも上昇している点を指摘。当該企業から「シナジーの発揮が期待できる同業他社への M&A を実施する等、収益力強化に向けた成長投資を財務健全性等とのバランスも踏まえながら推進している。また、提示いただいた株主資本コストの水準はこれまでと比べると高く感じるが、リスクフリーレートの上昇を考慮すると違和感はない」との回答あり。
- ・ その後の本決算では、営業利益の増減要因を要因別に示したグラフ等、複数年にわたる対話を通じて要望してきた情報開示充実のポイントに沿うような決算説明資料を、当該企業として初めて開示。また、前年公表した株主資本コスト等に対する現状認識についても、金利上昇を踏まえて株主資本コストを従来よりも高い水準に見直す等、情報開示が充実。

＜対話事例 23＞ バランスシートマネジメントも意識した成長戦略の開示を後押しした事例（2026 年）

- ・ 当該企業は金属製品メーカー。当該企業が機関投資家との対話に注力する中、2023 年度から株式市場の評価を高める取組み等について対話を継続。
- ・ 2023～2024 年度：総資産回転率、財務レバレッジを主因に ROE の低下が継続している点に加え、中期経営計画で ROE 目標や資本政策に対する考え方等が開示されていない点など、当該企業に対する株式市場の評価が低くなっている要因を指摘。当該企業の成長戦略やバランスシートマネジメントが、ROE や株主資本コストといった PBR を構成する要素にどのような影響を与えるのか、株式市場に伝わるような情報開示充実の必要性を伝達。当該企業からは「取締役会では、PBR 向上に向けて、ROE を 8%まで改善させるための取組みを議論しているが、総資産が大きく、自己資本も積みあがっている等、バランスシート上の課題が多い。開示充実も重要な課題と認識している」との回答あり。
- ・ 2025 年度：目標とする現預金の水準等、バランスシートマネジメントを分かりやすく開示している他社の事例を紹介しつつ、キャピタルアロケーションや資本政策の考え方等について意見交換を実施。当該企業からは、「指摘いただいた、財務健全性とのバランスも意識した上で、自己資本比率の水準を下げるといった、バランスシートマネジメントまで議論が至っていなかった。紹介いただいた他社事例も参考になるため活用したい」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は新規中期経営計画において、現預金や自己資本の水準、負債活用も含めた成長投資の推進等、バランスシートマネジメントも意識した成長戦略を開示。

＜対話事例 24＞ 企業にとって初となるキャピタルアロケーションの開示を後押しした事例（2026 年）

- ・ 当該企業は食料品メーカー。連結配当性向が当社の議決権行使精査基準を下回る水準にあることから継続的に

対話を実施。2025 年は株式市場からの評価を高める取組みについて意見交換を実施。

- ・ 現在の中期経営計画には経営資源配分の方針を示すキャピタルアロケーションや目標とする株主資本比率などの開示がないため、当該企業の成長の道筋や成長投資の方針について機関投資家の理解を深めることができていない点を指摘し、他社事例を紹介しつつ、キャピタルアロケーションの開示を要望。当該企業からは、「キャピタルアロケーションの開示は必要と認識しており、開示方法等を検討中。従来は利益の変動が大きく、営業キャッシュ・フローの予測が難しかったが、あしもとでは安定して営業キャッシュ・フローを獲得することができるので開示に向けた取組みを進めている」との回答あり。
- ・ その後の新規中期経営計画において、当該企業にとって初となるキャピタルアロケーションを公表。

＜対話事例 25＞ 中期経営計画やキャピタルアロケーションの策定を後押しした事例（2026 年）

- ・ 当該企業は工作機械メーカー。当該企業からの対話依頼を契機に複数年にわたり様々なテーマで対話を継続。
- ・ 2023 年度：株式市場の評価が低い状態が継続する中、経営資源配分の方針を示すキャピタルアロケーションや目標とする ROE の水準などの開示がないため、当該企業の成長の道筋や成長投資の方針について機関投資家の理解を深めることができていない点を指摘し、開示充実を要望。当該企業からは「これまでの御社の指摘を踏まえ、弊社内でも徐々に PBR や ROE を重視するようになってきている。今回のご意見を基に、今後の開示方法等を検討していきたい」との回答あり。
- ・ 2024～2025 年度：当該企業は初となるキャピタルアロケーションを開示し、その後、新中期経営計画を公表。株式市場の評価が高まらない中、当該企業の成長期待を高める開示について意見交換を実施。当社から新中期経営計画ではセグメント別の利益目標が開示されていないため、ROE 目標の達成に向けた道筋が不透明である点を指摘。当該企業からは「良い指摘を頂いた。指摘を踏まえて、今後開示の見直しを検討していきたい」との回答あり。また当該企業から「御社の意見や指摘は中期経営計画やキャピタルアロケーションを策定する上で参考にさせていただいている。今後も情報を提供いただければありがたい」とのコメントあり。

＜対話事例 26＞ ROE 向上に向けた RORA 活用の検討を後押ししている事例（2026 年）

- ・ 当該企業は、地方銀行。長期にわたり ROE が低迷していたことから、複数年にわたり対話を継続。2025 年度は、ROE 向上に向けて、RORA を軸とした資産配分・貸出ポートフォリオ・リスクアセット管理について対話を実施。
- ・ ROE を RORA とレバレッジ比率に分解するとともに、RORA の主要な構成要素（資金利益・役務取引等利益・経費）に基づき、ネット資金収益と役務収益が全国地銀平均を下回ることが ROE・RORA 低迷の原因である点を指摘。RORA を高めるポートフォリオ構築に向け、案件単位で RORA を管理する仕組みやリスクアセット配分の優先順位を整備する重要性を伝達。当該企業からは「RORA 管理について現在導入を検討していること、また保証協会保証なども活用しながらリスクアセット効率を意識した運営を進めている。様々な提案を頂き参考になる」との回答あり。

＜対話事例 27＞個別企業の状況を踏まえながら株式市場の目線を伝えることで、財務健全性の維持と株主還元拡大の両立を促した事例（2026 年）

- ・ 宿泊業を手掛ける当該企業は、コロナ禍を受けて大きく自己資本を毀損するなか、財務構造の立て直しを優先し、無配を継続。その後の景気回復、インバウンドによる宿泊需要増等を通じた収益回復により復配するものの、配当性向は同業他社に引けを取る状況。2025 年度は今後の資源配分方針に関する対話を実施。

- ・ コロナ禍の再来でも耐えうる財務基盤の構築という経営課題への取組みに理解を示しつつ、①利益水準が安定化してきている中、段階的に株主還元を拡大させるのであれば、財務健全性向上に大きな影響は及ばないと見込まれる点、②計画されている投資・財務活動の支出に対する営業キャッシュ・フローの超過額が拡大しつつあるため、キャッシュの蓄積を通じた資本効率低下が生じ得る点、③同業他社もコロナ禍の影響を受けたことを踏まえると、株式市場からは、同業他社と比べた時に当該企業の配当性向が見劣りすると思われかねない点を伝達。当該企業からは、「財務健全性向上という経営課題の解決に向け、営業キャッシュ・フローの水準を引き上げるべく、M&Aを含む成長投資も積極的に推進していく方針だ。財務基盤強化の目途が立った段階で、株式市場のニーズに応えるように株主還元も拡充していきたい。現在の配当性向の水準は取締役会も課題として認識しているため、頂いた意見を取締役会とも共有し、今後の方針を検討していきたい」との回答あり。
- ・ その後の決算において、当該企業は前年度から継続して増配を実施。

＜対話事例 28＞ 中期経営計画の策定に向けて開示のポイントを紹介し、企業の開示充実を後押しした事例（2025年）

- ・ 当該企業は、建設用機械等のメーカーであり東京証券取引所のプライム市場に上場する企業。女性取締役不在のため、取締役会の多様性確保に関する議決権行使精査基準に抵触しており、対話を実施。様々なテーマで対話を実施する中、次期中期経営計画についても議論を実施。
- ・ 当該企業は、中期経営計画において、売上高・営業利益・ROE等の数値目標を掲げていたものの、ROE目標の設定根拠やバランスシートに関する数値目標、キャッシュアロケーション戦略等の開示がなかったことから、当社から、次期中期経営計画の開示に向け、これらの開示を要望。具体的には、株主資本コストや株価を意識したROE目標の見直し、収益性・成長性・売上規模等を評価軸とした事業ポートフォリオ戦略、財務健全性と資本効率を考慮した資本政策等の開示を要望。
- ・ 当該企業からは、「今後、次期中期経営計画を検討する上で、投資家に開示すべき有益な情報を具体的かつわかりやすくご説明いただき感謝する。日本生命の要望事項を社内で共有の上、次期中期経営計画を今後検討していきたい」とのコメントがあり、その後、当該企業は当社要望事項に沿った新中期経営計画を公表。

＜対話事例 29＞ 中期経営計画の策定に向けて開示のポイントを紹介し、企業の開示充実を後押しした事例（2025年）

- ・ 当該企業は、インテリア用器具等のメーカー。安定的な配当継続を基本方針に単体利益をベースに配当額を決定していたが、海外企業のM&A等で連結利益が単体利益を大きく上回る状態となり、連結配当性向が当社の議決権行使精査基準を下回る水準にあることから対話を実施。株主還元に関する課題意識の共有・株主還元充実に向けた要望等を行う中、次期中期経営計画についても議論を実施。
- ・ 当社はPBRが1倍未満の水準にあること、株主資本コスト等を踏まえたROE目標、拡大している現預金や自己資本をコントロールする資本政策、キャッシュアロケーション戦略等が開示されていないことを指摘し、IR強化を含む中長期的な企業価値向上策の推進を要望。当該企業からは、「社外取締役からも株主還元等のKPIを開示する必要性を指摘されている。ご意見を踏まえ、最適資本構成を意識した上で株主還元方針等のKPI設定を検討していきたい」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は新中期経営計画を公表し、当社が要望してきた株主資本コスト等を踏まえたROE目標、事業ポートフォリオ戦略や最適資本構成・必要な現預金水準等を意識した連結ベースの株主還元方針等を開示。当該企業の経営トップからは、「対話を通じ様々な情報提供を頂いたことに感謝する。日本生命からの要望も踏まえ中期経営計画の開示内容を検討した」とのコメントあり。

(2) コーポレートガバナンス

エフェクティブ・ボード

＜対話事例 30＞ 社外取締役との対話を通じて、収益性改善に向けた構造改革等の取組みに対する社外取締役としての評価を確認し、情報開示充実を要望した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は工作機械などの産業機械製品や自動車用製品を手掛けているが、中国経済の停滞や自動車メーカーの生産台数減少等により長期にわたり ROE が低迷。加えて、経営計画の策定時点から事業環境が変化しているため、企業の経営状況や事業環境に応じて経営計画を見直す余地があると考えられ、情報開示にも課題。
- ・ 2023 年度：当該企業の中期経営計画において株主資本コストを上回る ROE の達成を目標として掲げる中、当該企業の経営状況や事業環境を踏まえると、まずは中長期を見据えた新たな成長基盤の構築が必要な段階にあるという当社の考えを伝達。同業他社がコスト構造改革や新規領域の開拓を経営計画として掲げ、損益分岐点比率の引き下げ等を KPI として設定し、経営管理を行っている事例を紹介し、当該企業と課題意識を共有。その後、当該企業は中期経営計画の修正を行い、「構造改革・生産再編」を新たな取組みとして掲げるとともに、目標とする ROE 水準を修正。
- ・ 2024 年度：収益性改善に向けた取組みの更なる具体化、取組みの進捗、業績に与える影響の開示を要望。当該企業から、「グローバルでの生産拠点再編に加え、不採算製品の整理等に取り組んでおり、当社の要望事項に沿った開示を行いたい」との回答あり。対話の効果を高める取組みとして、収益性改善に向けた社外取締役の課題意識や執行サイドに対するモニタリング状況を確認するべく、指名委員長である社外取締役との対話を実施。
- ・ 当該社外取締役との対話において、当該企業の経営戦略の方向性、構造改革の進捗に対する評価を確認。当該社外取締役から、「取扱製品は参入障壁が低く競争優位を維持することが難しい。弊社は低価格品を販売しているため、シェアは維持できているが利益率が低い点が課題。高付加価値製品の販売による利益率の改善に向け、研究開発を通じて技術力を高めようとしている。また、生産拠点管理の最適化として海外で行っている取組みを他地域にも拡大する方針。各施策は進捗しているので、まずは収益基盤を再構築したい」との回答あり。当社からは改めて、収益改善に向けた構造改革の進捗が不透明であることを指摘し、情報開示充実を要望。加えて、当該企業の経営課題と結びついた、取締役会として求められるスキルについても確認。当該社外取締役から、「最適生産の実現にはデジタル技術が不可欠であるため、デジタル技術の知見を有する人物を社外取締役候補者として選任している」との回答あり。
- ・ 2025 年度：当該企業の執行サイドとの対話を継続し、生産拠点管理の最適化等、独立社外取締役との対話で確認した収益改善策の取組状況を確認。当該企業から「生産拠点再編やアフターマーケット事業の強化等を通じて、固定費負担の重い損益構造を改革する取組みは進捗しており、営業利益改善等、定量的な成果も現れ始めている」との回答あり。
- ・ その後の決算において、当社が要望していた構造改革の進捗、業績への影響等を開示。今後も対話を継続し、収益性改善に向けた取組みの進捗確認や、企業価値向上に向けた取組みを後押しする方針。

＜対話事例 31＞ 事業戦略の方向性と取締役会におけるスキル構成のギャップについて対話した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は小売業。当該企業からの対話依頼を契機に複数年にわたり様々なテーマで対話を継続。2025 年は取締役会の実効性をテーマに対話を実施。

- ・ 当該企業が機関投資家との対話を通じて抽出した課題のうち、取締役会の機能発揮をテーマに意見交換を実施。当社から、DX を活用した事業規模拡大や生産性向上を経営戦略として掲げる一方、取締役会のスキルマトリクスには DX に関連する項目がないため、取締役会として経営戦略に沿ったスキルを満たしているのか不透明である点を指摘。また、相対的に賛成比率が低い独立社外取締役について、賛成比率が低い原因の分析や取締役会における当該取締役の機能発揮状況に関する開示充実を要望。当該企業からは「様々なご意見を頂戴し感謝する。ご意見を踏まえ、社外取締役の機能発揮状況等に関する開示方法等の議論を進めたい」との回答あり。

ガバナンス体制

＜対話事例 32＞ 企業価値向上の観点から、取締役会の多様性が重要であることを伝達し、女性取締役の選任に向けた対応を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、小型精密モーターを製造するメーカーであり、東京証券取引所のプライム市場に上場する企業。女性取締役不在のため、取締役会の多様性確保に関する議決権行使精査基準に抵触しており対話を実施。
- ・ 当社より取締役会の多様性確保に関する課題意識を共有し、女性取締役選任を要望。当該企業からは、「女性の社外監査役がいるため、政府の要請である女性役員 1 名以上については、問題ないという認識」との回答あり。当社からは、取締役会がコーポレートガバナンスの中心的存在として、企業価値向上に向けた経営陣の取組みを後押しすることを求めており、取締役の多様な視点や価値観が存在することが企業の持続的な成長を確保する上での強みとなるため、取締役会の多様性が重要であるという当社の考えを伝達。
- ・ その後の株主総会で新たに女性取締役が選任されたことで、女性取締役不在の課題が解消。

＜対話事例 33＞ 女性活躍推進の取組みが経営戦略と連動していることの重要性を伝達し、女性取締役の選任に向けた対応を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、電子部品等の中堅商社であり東京証券取引所のプライム市場に上場する企業。女性取締役不在のため、取締役会の多様性確保に関する議決権行使精査基準に抵触しており対話を実施。
- ・ 当社は女性取締役が不在であることについて課題意識を表明すると共に、取締役会が多様なバックグラウンドを持つ取締役で構成されることが望ましい等の考えを示しつつ、女性取締役選任や、中長期経営戦略に連動した人材戦略としての女性活躍推進策の開示を要望。当該企業からは、「女性取締役が不在の状況を課題と認識し、スキルマトリクス等を勘案の上で、女性取締役選任を前向きに検討中」との回答あり。また、経営戦略に連動した女性活躍推進策としては、オリジナル製品開発や新規事業創出等に注力する中、特に電気・メカ・ソフトウェア等のエンジニア採用を強化中で、理系出身の女性を採用することに注力するものの、採用市場で人気が高く、中堅規模の企業では計画通りに採用できていないことを引き出し、経営戦略と連動した理系女性社員の採用等が大きな課題であることを確認。
- ・ 当該企業からは、「経営戦略に連動した女性活躍推進策等、普段の金融機関との対話等ではあまり聞くことができない、耳の痛い話を聞くことができ、改めて課題を認識することができた」とのコメントあり。
- ・ その後の株主総会で女性取締役が選任され、女性取締役不在の課題は解消。

<対話事例 34> 複数年にわたり対話を継続し、削減ロードマップの開示につながった事例（2026 年）

- ・ 化学メーカーの当該企業は、2050 年カーボンニュートラルの実現を掲げる一方、Scope1+2 排出量について、2050 年ネットゼロに向けた削減ロードマップにおける中間目標は、生産能力の増強を目的に大型の設備投資を進めながら排出量の絶対量の削減は難しいことから、数字目標の設定は現実的でないとして未開示。当社は、2050 年目標の実現可能性や削減取組みの進捗を確認する観点から、中間目標の設定・開示が必要と考え、2022 年から対話を実施。
- ・ 2022～2023 年：2050 年ネットゼロに向けた削減ロードマップにおける中間目標の設定を要望。
- ・ 2024 年度：2050 年カーボンニュートラルに向けた Scope1+2 排出量削減の進捗や道筋について確認。当該企業からは、事業拡大に伴う大型設備投資を進めながら排出量の絶対量を削減することは難しく、達成が不確実な中間目標の設定には慎重であるとの回答あり。一方、社内では中間目標を含めた削減ロードマップの必要性について継続的に議論していることを確認。
- ・ 2025 年度：Scope1+2 排出量削減に係る中間目標の設定・開示を継続して要望。同社より、従来の生産量原単位目標に加え、温室効果ガス排出量の絶対量削減を含む新たな目標・開示を検討していることを確認。
- ・ 複数年にわたる対話を経て、2050 年ネットゼロに向けた削減ロードマップにおける中間目標を新たに開示。中間目標に対する削減取組みの進捗状況を確認しつつ、今後は、キャッシュアロケーションと脱炭素に係る資源配分の状況についても継続的な対話を実施していく。

<対話事例 35> サプライチェーン全体の排出量削減に向けた取組みが開示された事例（2025 年）

- ・ 当該企業は温室効果ガス排出量が多い業種に属していることから、2050 年に当社資産運用ポートフォリオからの温室効果ガス排出量をネットゼロにするという当社の目標に向けて、対話を実施。
- ・ 2023 年度：当社よりスコープ 3 排出量削減に向けた取組内容の開示を要望。特にスコープ 3 排出量の上流にあたるカテゴリ 1（製品・サービスの購入）と下流にあたるカテゴリ 11（製品の使用）の排出量が多いことを伝達し、サプライヤー企業との協働活動について確認。
- ・ 2024 年度：当該企業のサステナビリティ説明会で新たに公表されたスコープ 3 排出量削減に向けた取組内容を確認。まずは排出量が多いカテゴリ 1 削減のためのアクションプランを公表し、現状データベンダーから取得している排出量データをサプライヤー自らが算定したデータに切り替えるなど、サプライヤーとの協働を強化中。またサプライヤーへのアンケートを実施し、ESG 関連課題に対する取組状況をランク化することで、下位のサプライヤー企業に個別ヒアリングを行い、支援する体制を構築。スコープ 3 排出量削減目標についても、2029 年度には策定・公表予定であることを発表。
- ・ 当該企業のスコープ 3 排出量削減に係る取組みは、サプライヤーの取組みを支援し、サプライチェーン全体の排出量削減を目指すものであることを確認。

自然資本

＜対話事例 36＞ 自然資本を企業価値に影響を及ぼし得るリスク・機会と位置づけ、自然資本に係る取組みを深化させていることが確認できた事例（2026 年）

- ・ エネルギー関連の当該企業は TNFD に沿って、発電事業における自然資本への影響と生態系サービスへの依存、及び自然資本関連リスクの評価を実施。
- ・ 2024 年度：自然資本への「依存」及び「影響」に関する分析状況や、自然資本に係るシナリオ分析の考え方等を確認。火力、原子力等の分析対象事業の事業立地や設備等について自然との関係性を調査し、複数のシナリオを用いて分析していることを確認。
- ・ 2025 年度：自然資本に関する取組みの進捗や今後の方向性を確認。自然資本への「依存」及び「影響」の分析対象を、従来の発電事業に加え、成長事業である ICT サービス事業・都市開発事業まで拡大。また、気候変動と自然資本の関連性を踏まえ、TCFD・TNFD を一体的に分析・評価するなど、取組みの深化を確認。
- ・ 火力発電等の各事業について、自然資本への「依存」及び「影響」に加え、これらが財務に与え得る影響まで分析し、産業廃棄物のリサイクル率等の対応策に係る指標・目標を設定。今後も、指標・目標に係る取組みの進捗について継続的に確認していく。

＜対話事例 37＞ 自然資本に係る対話事例（2025 年）

- ・ 当該企業はグローバルに展開する住設機器メーカーであり、2020 年度から複数年にわたり気候変動を主要テーマとする対話を行い、2024 年度以降は自然資本のテーマも織り交ぜた対話を実施。
- ・ 2024 年度：当社より自然資本に係る取組みについてヒアリングしたところ、主要事業である衛生陶器の生産を中心に自然資本との関係性を明らかにすべく、自然関連財務情報開示タスクフォース（TNFD）が推奨する分析ツールである ENCORE を利用してヒートマップを作成していることを確認。さらには、TNFD のフレームワークに基づく分析を社内で進めており、数年内に開示を拡充していく方針も確認。
- ・ 温室効果ガス排出量の削減を目標とする気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）とは異なり、TNFD では指標・目標の設定が個社に委ねられているため、どういう削減基準で目標設定をするのか、または、推進すべきか等の課題意識を経営層も有しており、社内の委員会で議論を重ねていることを確認。加えて、衛生陶器を販売する立場として、工場の操業での水利用、土石の採掘といったサプライチェーンの上流および陶磁器部分の廃棄・回収といったサプライチェーンの下流の領域について、どこまで主体的に社会的コストを含む責任を担うべきか等、様々な議論を重ねている実情も併せて確認。

＜対話事例 38＞ 自然資本に係る対話事例（2025 年）

- ・ 当該企業は温室効果ガス排出量が多い業種に属しており、2018 年度から複数年にわたり気候変動を主要テーマとする対話を行い、2024 年度以降は自然資本のテーマも織り交ぜた対話を実施。
- ・ 2024 年度：当該企業は 2024 年 9 月に開示した TNFD レポートにおいて、自社の自然関連リスク・機会を把握するに当たって「現状維持シナリオ（このまま社会全体として、自然資本課題・気候変動課題に現状以上には取り組まなかった社会を想定したシナリオ）」と「ネイチャーポジティブ移行シナリオ（社会全体の機運が高まり自然資本課題・気候変動課題に十分に取り組み、世界的にカーボンニュートラルとネイチャーポジティブが達成できている社会を想定したシナリオ）」の 2 つのケースを設定。TCFD 類似の気温上昇リスクを踏まえたシナリオ案も検討されたが、社内での検討の結果、投資家にわかりやすく説明するために、独自色の強い上記 2 つのシナリオ設定となったことを確認。当該企業は、全ての発電所について、全地点調査を実施し、地点別に両極端シナリ

オを作成。来年度以降の開示について当該企業からは、「毎年の全地点調査を実施する予定はないが、実情をみながら、リバイスを実施していく予定」とのコメントあり。

- ・ その後に実施した同業他社との対話では、「自然資本、TNFD レポート作成取組みに遅れが生じている中、当該企業の取組みを先行事例として参照している」とのコメントあり。当該企業の全ての電源立地を対象とする包括的な取組みが、業界全体の前向きな取組みに対する推進力となっていることを確認。

人権

＜対話事例 39＞サプライヤーとのエンゲージメントを通じ、サプライチェーン全体の人権課題の改善に取り組んでいることが確認できた事例（2026 年）

- ・ 当該企業に対し株主が、調達原料のサプライチェーン上のリスクに関連するリスク管理体制、内部統制及び取締役会の監督体制等について、調査する者の選任を求める株主提案を公表。同社の取締役会は、同社が実際に運用している管理体制の全体像と、その実効性を十分に踏まえた内容ではないとし、株主提案に反対。当社は、株主提案を踏まえ、同社のサプライチェーンにおける人権リスクへの対応状況や考え方について対話を実施。
- ・ 当該企業からは、「調達原料のサプライチェーンをはじめとしたトレーサビリティの管理、人権や環境への影響に関するデューデリジェンスの徹底等を進め、サプライチェーンマネジメントを行っている」との回答あり。また、株主提案にて指摘された人権問題等が確認されたサプライヤーについては、直ちに取引を停止するのではなく、事実確認や是正状況を確認しながらエンゲージメントを継続し、問題の根本的な解決を図ることを基本方針としていることを確認。また、農家の声を直接吸い上げるホットラインを整備することで、脆弱な立場にあるサプライチェーン上の関係者の人権課題等の未然防止や改善にも取り組んでいることを確認。
- ・ 当該企業からは、「より持続可能なサプライチェーンの管理には、問題のあるサプライヤーとの関係を断つのではなく、エンゲージメントを通じて改善を促し、サプライチェーン全体の底上げを図ることが重要」との回答あり。エンゲージメントを通じた改善を基本方針とする当該企業の考え方を理解するとともに、サプライヤーとのエンゲージメントを通じたサプライチェーン全体の底上げを実効性あるものとするため、取組みに必要な経営資源の配分や体制整備、エンゲージメントの進捗・成果の可視化に加え、改善がみられない場合の取引停止を含む対応方針・判断基準の明確化を要望。
- ・ 当該企業より、サプライヤーとのエンゲージメントの成果等に関する開示に課題があるとの認識が共有され、今後、開示を強化していく方針を確認。今後は、サプライヤーとのエンゲージメントを通じた人権課題の改善状況に加え、その取組みに係る経営資源の配分状況や体制整備等の開示状況について継続的に確認。

＜対話事例 40＞ 人権尊重を重要課題と位置づけ、人権デューデリジェンスの取組みを高度化していることが確認できた事例（2025 年）

- ・ 当該企業は放送局であり、対話の中で人権など S（社会）のテーマについても取組みを確認。
- ・ 2023 年度：当社より人権リスクへの対応として、自社グループ及びサプライヤーに関する人権デューデリジェンスの範囲・調査方法を深化させていくことが重要なテーマであると伝達。当該企業からは、「これまで会社として明確な人権デューデリジェンスプロセスが無かったが、昨今の業界における人権問題を踏まえ、会社として調査委員会を立ち上げており、人権デューデリジェンス体制の構築に向けた検討に加え、社内の人権に係る実態把握の調査結果を近日公開する予定」との回答あり。
- ・ 2024 年度：当該企業は人権尊重を重要課題と位置付け、2023 年 11 月から人権デューデリジェンスに着手。取引

高上位先にアンケートを実施し、その結果を「人権デューデリジェンス実施報告書」としてまとめ、ステークホルダー向けに報告。またアンケート結果を基に、バリューチェーン上における6つの人権リスクを特定し、人権リスクマップを策定・公表し、「コンテンツ制作における人権尊重のための指針」も策定。当該企業からは、「コンテンツ企業としてグローバルにビジネスを拡大していく上で、ビジネスと人権の論点は避けられない。昨今の放送局の人権問題を見ていると、人権問題は経営を揺るがす問題に発展する可能性があるということが分かり、従業員も人権の重要性が分かったと思う」との回答があった。

- ・ 当該企業の人権デューデリジェンスに関する取組みは、バリューチェーン全体を対象に調査を行うだけでなく、調査結果を分析し、今後の取組みを着実に深化させようとするものであることを確認。

＜対話事例 41＞ 人権デューデリジェンスの取組みを後押しした事例（2025 年）

- ・ 電鉄会社である当該企業とは、人権デューデリジェンスの取組みを確認できなかったことから対話を実施。
- ・ 2023 年度：当社より、人権デューデリジェンスは全企業が取り組むべき事項であり、当該企業における取組状況の開示が不十分であるため、取引先を対象とした人権デューデリジェンスの実施と開示の充実を要望。
- ・ 2024 年度：当該企業は統合報告書において、人権リスクのマッピングを示すとともに、人権デューデリジェンスについて、取引先の実態確認や改善を推進するために定期的なアンケート調査を実施していることを開示。
- ・ 当該企業からは「日本生命から頂いた要望や助言に基づいて、人権デューデリジェンスの対象に取引先を加えるとともに、情報開示の充実に取り組んできた。引き続き助言頂けるとありがたい」とのコメントあり。

その他

＜対話事例 42＞地域の持続性と企業価値向上について意見交換した事例（2026 年）

- ・ 地方銀行である当該企業とは様々なテーマで複数年にわたって対話を継続。2025 年は、当該企業が企業価値向上に向けて、地域経済成長へのコミットメントと自らの成長の好循環の構築に取り組む中、地域課題の解決を当該企業の成長に繋げるプロセスや、その実現を支える戦略・体制等について対話を実施。
- ・ 企業価値向上に向けて優先度が高い地域課題や成長機会を確認。当該企業からは「地盤が製造業の集積地であり、中小企業群がサプライチェーンを支えていることから、地域企業の事業承継、人材不足、生産性向上、DX、脱炭素といった課題への対応が地域の持続性を左右する最重要テーマと考えている。顧客との継続的な対話を通じて課題を把握し、最適なソリューションを提供することが地域経済と自行双方の成長につながるため、事業承継・M&A 支援とストラクチャードファイナンスを通じた資金供給機能を中核事業として位置づけている」との回答あり。こうした戦略の方向性を踏まえ、地域貢献取組みと当該企業の企業価値向上との関係性について確認。当該企業からは「企業価値向上への影響を確認する KPI は設定していないが、地域社会の課題解決への取組件数を管理している。この活動量が顧客との関係深化や非金利収益拡大につながり、最終的には収益性や資本効率の向上を通じた企業価値向上へと結び付くと考えている」との回答あり。

＜対話事例 43＞ 従業員エンゲージメントのあり方について対話し、取組内容を横展開することで他企業の対応を後押しした事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、グローバル展開する食品メーカーであり、2020 年度から複数年にわたり気候変動を主要テーマとする対話を行い、2021 年度以降は S（社会）のテーマも織り交ぜた対話を実施。当該企業の事業分野は多岐にわたり、また、グローバルな事業展開を行っていることから、人材育成をかねてより重視。
- ・ 2024 年度：従業員エンゲージメントのあり方について、対話を実施。当該企業の従業員エンゲージメントサー

ベイ（以下、従業員サーベイ）は、売上高・事業利益と従業員サーベイの結果の関係性を統計的に分析・開示しており、従業員サーベイの結果を単なる満足度の高低、または、同業他社と比較するのではなく、企業価値向上にどのようにつなげるかの視点を重視した事例であることを確認。

- ・ 人的資本について検討を進めている企業との対話において、当該企業の事例を紹介したところ、「参考になった」、「社内で情報共有したい」等のコメントあり。

社外役員との対話

＜対話事例 44＞不祥事案が発生した企業において、指名・報酬諮問委員会の委員長である社外取締役と対話を行い、取締役候補者の選任プロセスを確認した事例（2026 年）

- ・ 機械の設計・製作やプラントエンジニアリング等を手掛ける当該企業にて、船用エンジンにおける検査不正が発覚。特別調査委員会の報告書において検査不正を認識していたとされる人物が取締役候補者となっていたことについて、不祥事に対する責任の所在の明確化が不十分である可能性もあることから対話を実施。
- ・ 2024 年度：当該企業の経営企画部長と対話を実施し、指名・報酬諮問委員会での議論の状況を確認。その後、指名・報酬諮問委員会における議論の詳細を把握する必要があると考え、当該委員会の委員長である社外取締役との対話を実施。当該社外取締役との対話を通じ、①検査不正に対する責任の有無の判断プロセスは、弁護士等の社外の有識者の意見を踏まえて社外取締役のみで決定しており、客観性を担保していること、②取締役候補者は検査不正の詳細を把握する立場になく、検査不正を是正する権限もなかったことの 2 点を確認。さらに、社長とも対話を実施し、経営の中枢を担っていた人物の多くが、検査不正に関与していたことで取締役を退任したことから、サクセッションプランが課題となっていることも確認。
- ・ 2025 年度：前年度対話を実施した社外取締役との対話を継続し、多数の経営幹部が退任した中での執行体制再構築の状況を確認。当該社外取締役から「取締役の多くが退任したことで社長の負荷が高まっていたため、指名・報酬委員会の委員長として早期の体制強化を継続して要請しており、次回の株主総会以降に強化される予定。大型の事業投資や海外展開の遅れ、信頼の再構築も課題となっており、人事刷新を含めた構造改革や専門人材の中途採用を通じて執行体制の強化を図っている」との回答あり。
- ・ 不祥事等で多くの経営層が交代する企業の体制再構築は容易ではないという学びを得たため、今後の不祥事発生企業等との対話に活かしていく。

＜対話事例 45＞事業戦略とサステナビリティ開示のあり方について独立社外取締役と対話を実施した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は重機械メーカー。事業戦略とサステナビリティ開示のあり方について独立社外取締役と対話を実施。
- ・ 投資先企業との対話を重ねる中で把握した、①企業における事業戦略とサステナビリティ取組みの連動に改善の余地があるという印象、②技術革新の遅れや国家安全保障等の観点から、あしもとでは気候変動等のサステナビリティ取組みに対する機運が後退しているため、企業においてサステナビリティ取組みの推進が難しくなっている点を伝達し、当該企業における取組状況や今後の方針を確認。独立社外取締役から「サステナビリティ取組みは長期の時間軸で方針を策定する必要があるため、短期的な環境変化だけを理由に方針を変えることは無い。事業戦略とサステナビリティ領域の連動に課題があり、サステナビリティ領域において、自社がどのように事業戦略上の競争優位を確立するのか十分に説明が行われていないと感じる。この点は経営会議等を通じて執行サイドに指摘している」との回答あり。

＜対話事例 46＞新規事業の収益化に向けた道筋について独立社外取締役と対話を実施した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は自動車部品メーカー。新規事業の収益化に向けた道筋について独立社外取締役と対話を実施。
- ・ 新規事業進出時や今後の収益化に向けた取締役会の議論・執行サイドへの意見等について確認。それに対して独立社外取締役から「新規事業の領域でグローバルな競争が行われている中、どのように成長し、収益化につなげていくのかという具体的な議論が十分ではなかったと感じている。収益化の方向性については今後予定されている事業説明会等を通じて投資家に丁寧に説明したい」との回答あり。
- ・ その後の決算では、当該新規事業において今後の需要の不確実性が高まったこと等を背景に減損を計上。今後も対話を継続し、新規事業における収益化の道筋や取締役会の機能発揮状況を確認予定。

＜対話事例 47＞ 独立社外取締役と対話を行った事例（2021 年）

- ・ 当該企業は、歴代の役員等と社外の関係者との間で長年にわたり不正等が繰り返されていたことが判明し、再発防止策の一環として、ガバナンス強化の目的で監査役会設置会社から指名委員会等設置会社に移行し、取締役会における独立社外取締役の比率を増加する旨を公表。
- ・ 当社は、当該企業との約 10 回にわたる対話を通じて、再発防止策の実効性を含めガバナンス強化について議論を重ね、2020 年 4 月の対話では、独立社外取締役の機能発揮に向けた取組みとして、独立社外取締役への情報連携、独立社外取締役間の情報共有・意見集約などの取組み推進などを要望し、こうした取組みが実効的なものになっていることを確認するため、2021 年 3 月に当該企業の独立社外取締役と対話を実施。
- ・ 対話の中では、独立社外取締役への情報提供の状況として、取締役間の意見交換会や独立社外取締役のみが参加する会議の開催、新任独立社外取締役は経営会議に出席して積極的に意見収集していることを確認するとともに、風土・文化の変革に向けた取組みなど幅広いテーマについて対話を実施。
- ・ 当社としては、独立社外役員との対話は非常に貴重であると考えており、今後も機会を捉えて独立社外役員との対話を実施。

＜対話事例 48＞ 独立社外取締役と対話を行った事例（2020 年）

- ・ 当該企業は、内部統制等ガバナンスに課題があったため、昨年、ガバナンス強化の目的で監査役会設置会社から指名委員会等設置会社に移行。
- ・ 当社は、昨年の対話において、ガバナンス再構築の観点から、独立社外取締役への情報連携や取締役間の情報共有など特定の社内取締役に権限・情報が集中することを回避する取組みを進めるよう要望しており、今年はこうした取組みが実効的なものになっていることを確認するため、当該企業の独立社外取締役と対話を実施。
- ・ 対話の中では、取締役会で活発な議論が行われていること、全取締役間で適切な情報共有がなされていることなどを確認するとともに、指名・報酬・監査委員会がガバナンス強化に向けて認識している課題と解決に向けた方策など幅広いテーマについて対話を実施。

＜対話事例 49＞ 独立社外取締役と対話を行った事例（2020 年）

- ・ 当該企業は指名委員会等設置会社。昨年にガバナンスの機能不全が見られたことから、ガバナンス再構築の状況を確認するため、当該企業の独立社外取締役と対話を実施。
- ・ 対話の中では、独立社外取締役への情報連携や取締役間の情報共有といった特定の社内取締役に権限・情報が集中することを回避する取組みの状況、独立社外取締役の機能発揮状況、指名・報酬・監査委員会に改善要望を提言する会議（独立社外取締役で構成）の新設など、ガバナンス強化に向けた様々な取組みがなされていることを確認。

＜対話事例 50＞ 独立社外取締役と対話を行った事例（2018 年）

- ・ 当該企業は買収への対応方針を導入しており、対話の中で、買収への対応方針継続判断の仕組みなどについて確認していたところ、当該企業から、「買収への対応方針継続の意思決定には社外取締役が大きく関わっていることから、社外取締役より直接説明を行いたい」との提案があり、社外取締役 3 名と、幅広いテーマで対話を実施。
- ・ 社外取締役との対話の中では、買収への対応方針の考え方・スキームに関する説明に加え、社外取締役として現在認識している経営課題、社外取締役の選定に関する方針や考え方を含むガバナンス体制全般など、対話のテーマは多岐にわたった。

＜対話事例 51＞ 独立社外監査役と対話を行った事例（2019 年）

- ・ 当該企業は監査役会設置会社であり内部統制等ガバナンス上に課題があると思われたことから、独立社外監査役と対話を実施。
- ・ 対話の中で、当該独立社外監査役とは、ガバナンス上の課題のほか、取締役会で意見が闊達に出されているかなど取締役会の機能状況、監査役監査の状況など幅広いテーマについて対話を実施。
- ・ 当社としては、独立社外役員との対話は非常に貴重であると考えており、今後も機会を捉えて独立社外役員との対話を実施。

国内社債の対話事例

＜対話事例 52＞ （国内社債）ニッセイ・インパクト投融資枠の認定に繋がった事例（2026 年）

- ・ 当該企業とは事業戦略の内容やサステナビリティに関する方針について定期的に対話を実施。過年度にテーマ型債券が発行されたが、アウトカムの設定が社会や環境へのインパクトを計測するのに十分ではないと考えられたことから、ニッセイ・インパクト投融資枠の認定には至らなかった。
- ・ そこで当該企業との対話を通じてインパクトを計測できるようなアウトカムの設定を要望した。その後発行されたテーマ型債券においては、インパクトを直接計測できるようなアウトカムの設定がなされていることを確認。
- ・ 当社は投資を実行し、ニッセイ・インパクト投融資枠の認定に至った。

＜対話事例 53＞ （国内社債）脱炭素に向けた取組み・情報開示の充実から投資実行に繋がった事例（2025 年）

- ・ 当該企業とは、事業戦略の内容やサステナビリティに関する方針について定期的に対話を実施。
- ・ 脱炭素ロードマップの開示には至っていない当該企業に対して、過年度より継続的に開示を要望。その後、当該企業は Scope3 の削減目標を含む脱炭素ロードマップを開示し、脱炭素に資する資産の購入を資金使途とするグリーンボンドを発行。
- ・ 当該債券がサステナブルファイナンス・フレームワークと整合することを確認した上で、生命保険事業の公共性の観点及び安定的な運用収益確保の観点から投資対象として相応しいと考え、当該債券に投資。

(2) 議決権行使の判断事例

精査議案（会社提案）及び株主提案の賛成・反対双方について、当社の議決権行使の判断に対する予測可能性を高める観点から事例を抽出し、下表 1～42 のとおり、その判断の経緯と結果を対比する形で示しております。「議決権行使精査要領」と合わせてお読みください。

また、2026 年 9 月の「議決権行使精査要領」改訂にて、精査・反対対象について変更がございます。2027 年 5 月総会以降の精査・反対対象については、2026 年 9 月改訂版の「議決権行使精査要領」をご確認ください。

【会社提案・株主提案】（*）

会社提案		精査議案数		
		賛成	反対	
取締役・監査役の選解任		152	116 36	
うち業績低迷・低配当性向	97	1 4 68	2・3 29	
うち社外役員（独立性・低出席等）	29	6	5 7 4	
うち少数株主利益保護	12		8 3	
うち女性取締役不在（*1）	7			0
うち不祥事等	17	9・10 16	11・12・13・14・15 1	
会計監査人の選解任		0	0 16 0	
役員報酬（*2）		21	20 1	
うち業績低迷・配当性向	12	17・18・19 11	20・21・22 1	
退任役員の退職慰労金の支給		10	7 3	
うち業績低迷・配当性向	8	23・24 5	25 3	
剰余金の処分		23	19 4	
うち配当性向	23	26 19	27 4	
組織再編関連（*3）		0	28 0 29 0	
買収への対応方針・対抗措置		12	7 5	
うち業績低迷	6	30 1	31 5	
うち企業価値を毀損するスキーム	4		4 32 0	
その他資本政策に関する議案（*4）		3	33 35 2 34・36 1	
定款に関する議案		29	37 28 1	
うち剰余金処分の取締役会授權	12	38 12		0
その他の議案		0	0 0	
合計		253	200 53	

	議案数	賛成	反対
株主提案	253	39・40・41・42 1	252

*1 女性取締役不在の論点については、対応事例に参照
*2 役員報酬増減、ストックオプションの発行、業績連動型報酬制度の導入・改訂、役員賞与等
*3 合併、事業譲渡・譲受、株式交換、株式付託、会社分割等
*4 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

(*) 表中で赤色のものは 2026 年の事例であり、青色のものは 2025 年以前的事例となります。

（Ⅰ）取締役選解任・監査役選解任議案

＜議決権行使事例 1＞ 業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2021 年）

- ・ 当該企業は継続して ROE が 5%を下回り、営業利益率も長期にわたり業界平均以下の水準で推移。
- ・ 中期経営計画では、収益改善策に留まらず、資産回転率の向上や総資産の圧縮にも言及され、明確に ROE を向上させることを意識した内容であった。
- ・ 対話では、当該企業が反対票を分析し、投資家の要請は低 ROE の解消であることを導き出し、明確な課題解決の意思を持って中期経営計画を策定したことを確認。
- ・ また、新型コロナウイルス感染症が急激に拡大したことによる減収影響が業績低迷の一因であることも確認できた。
- ・ 当社としては、当該企業と課題認識を共有し、同感染症による一時的な業績変動要因はあるものの、現経営陣のもとで中期経営計画が着実に実行され ROE の改善が期待できると判断し、取締役選任議案に賛成。

＜議決権行使事例 2＞ 業績不振の基準で精査し、反対した事例（2020 年）

- ・ 当該企業は長期にわたり ROE が 5%を下回り、営業利益率も業界平均以下の水準で推移。
- ・ 当該企業が公表した組織変更と人事異動の目的が経営責任の明確化や構造改革の推進であること、黒字化が最優先事項と認識していることなどを社長に直接確認し、対話を通じて改善の意思が確認できたことから、2018 年 10 月期の取締役選任議案には賛成。
- ・ しかし、複数年にわたる対話を通じて、業績改善に向けた取組みの中期経営計画での公表を要望してきたものの、公表されなかったため、具体的な取組みや数値目標が確認できず、業績改善が期待できないと判断し、2019 年 10 月期、2020 年 10 月期は取締役再任議案に反対。
- ・ その後、中期経営計画が公表されたが、過去から ROE が低位に留まっている中で収益改善に尚時間を要する内容であったため、2021 年 10 月期においても取締役再任議案に反対。

＜議決権行使事例 3＞ 業績不振の基準で精査し、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、直近 3 期連続赤字となるなど業績不振の状況であり、中期経営計画など業績改善策が示されていない状況。
- ・ 当社は対話を通じて、黒字化に向けた改善計画の策定・公表を複数回にわたり要望したが、当該企業は「改善計画は策定しているが、販売価格や為替水準、原材料価格等が不透明な中、投資家に誤解を与えかねないため、公表できない」とのスタンスを変えず、業績回復に向けた具体的な説明・計画等は示されず。
- ・ よって当社は、対話を通じて今後の収益改善見通し等が示されず、当該企業と課題認識の共有ができていないと判断し、社長を含む取締役再任議案に反対。

＜議決権行使事例 4＞ 配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は、家電量販事業を基盤としつつ、近年はデジタル・通信・金融領域への積極的な M&A を推進。事業ポートフォリオの変革に向け、継続的に成長投資を実施している状況。そのような中、近年は増収増益基調が続き、ROE も資本コストを上回る高い水準を維持している一方、直近配当性向及び直近 5 期平均配当性向はいずれも 15%未満に留まっており、株主還元水準は低位な水準が継続。当社は対話を通じて、今後も積極的な M&A を推進する方針や、それに伴う資金需要及び内部留保ニーズを確認。これまでの成長投資により高い ROE が実現されるなど、企業価値向上に向けた一定の成果を確認。加えて、継続的な増配を実施していることや、株主還元策の充実にに向けた検討姿勢も確認。
- ・ よって、配当性向は低位に留まるものの、内部留保が成長投資に活用され、その成果として高い ROE や企業価値

向上が実現されていること、継続的な増配を通じた株主還元への配慮も認められることから、代表取締役社長の再任議案に賛成³。

＜議決権行使事例 5＞ 社外取締役の独立性の基準で精査し、反対した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は、大株主である親会社グループ出身者を社外取締役として選任し、当社独立性基準を満たす社外取締役が不在の状況が継続しており、取締役会の独立性に課題があることから、継続的に対話を実施。
- ・ 対話においては、独立社外取締役の選任に向けた検討状況について、独立社外取締役が不在であることを課題として認識しており、適任者の選定を進めているものの、形式的な基準充足ではなく実効性を重視して慎重に検討しているとの説明を受けていた。しかしながら、本総会においても退任する社外取締役に代わり選任が提案された候補者は、大株主である親会社グループの出身者であり、独立性基準を満たす社外取締役が不在の状況が継続。
- ・ これまで長年にわたる対話の中で独立社外取締役の選任を求めてきたにもかかわらず、課題の改善が確認できていないことから、当社独立性基準を満たさない社外取締役及び代表取締役社長の選任議案に反対。

＜議決権行使事例 6＞ 社外取締役の出席率の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業では、社外取締役 1 名の取締役会への出席率が低位にある状況。
- ・ 出席率は社外取締役の機能発揮状況を確認する重要な項目の一つと考えており、当社は対話を通じて当該社外取締役の機能発揮状況と出席率が低位にとどまった理由を確認。
- ・ 当該企業からは、取締役会への出席率が低位にとどまったのは、ケガにより一定期間の療養を要する状況にあったためであり、その後の取締役会には問題なく出席しているとの説明を受けた。また、療養期間中も取締役会の資料や議論の内容は当該社外取締役に連携していたとのことから、復帰後の機能発揮に問題がないことを確認。
- ・ 以上から、当社は当該社外取締役の取締役会での今後の機能発揮に期待し、当該社外取締役の再任議案に賛成。

＜議決権行使事例 7＞ 社外取締役の出席率の基準で精査し、反対した事例（2022 年）

- ・ 当該企業の社外取締役は、取締役会への出席率が低位にとどまり、機能発揮状況に懸念があるため、過去から反対票を投じてきた。
- ・ 当社は当該企業と対話し、出席率は社外取締役の機能発揮状況を確認する重要な項目の一つであることを伝え、出席率が低位にとどまった理由を確認。
- ・ しかし、当該企業によると、社外役員は皆多忙で、当該企業の取締役会と別の会議とがバッティングする場合があります、その場合には取締役会は欠席となるとのことで、課題解消に向けた意思は感じられなかった。
- ・ 2022 年 3 月期においても、結果的に出席率の改善は見られず、社外取締役の機能発揮の観点から、当該社外取締役の再任議案に反対。

＜議決権行使事例 8＞ 少数株主利益の保護の基準で精査し、反対した事例（2026 年）

- ・ 当該企業は、支配的株主を有する一方で、証券取引所への独立役員の届出資格を満たさない取締役を社外取締役として選任し、当社独立性基準を満たす社外取締役が不在の状況が継続。少数株主利益を保護するための委員会の設置も確認できず、少数株主利益の保護に懸念があると考え、継続的に対話を実施。
- ・ 当社はこれまでの対話を通じて、独立社外取締役比率の向上や少数株主利益を保護するための委員会設置を求めてきたが、改善は進まず、独立社外取締役比率が基準を下回る状況が継続。対話の中でも具体的な改善方針や対応は確認できず。

³ 配当性向の論点については、剰余金処分議案が上程される場合には当該議案を精査、剰余金処分議案が付議されない場合は経営トップの選任議案を精査する運営としていました。

少数株主利益の保護に懸念のある状態が払拭されていないと判断し、当社独立性基準を満たさない社外取締役及び代表取締役社長の再任議案に反対。

＜議決権行使事例 9＞ 不祥事の基準で精査し、賛成した事例（2020 年）

- ・ 当該企業は、歴代の役員等と社外の関係者との間で長年にわたり不正等が繰り返されていたことが判明。
- ・ 当該企業は、第三者委員会を設置して原因究明と再発防止策の策定を行うとともに、当該事案の責任の明確化のため、経営トップの辞任及び不正にかかわった現旧取締役の辞任等を公表。
- ・ 当社は、当該企業との複数回の対話を通じて、再発防止策の実効性を含めガバナンス強化について議論。また、当社からは、「事案判明時に在任していた監査役は、事案判明後にとるべき行動がとられていないなど監査役の責務が果たされておらず、今後のガバナンス強化の役割を期待できないことから、当該監査役の再任議案が株主総会に上程された場合は反対する」と伝達。
- ・ その後株主総会では、当該監査役は再任候補とならず、再任取締役も当該不正への関与がなかったことが確認できたため、役員選任議案に賛成。

＜議決権行使事例 10＞ 不祥事の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業の生産する一部製品の検査工程に不備があることが発覚。
- ・ そこで、当該企業は、第三者委員会を設置して原因究明と再発防止策の策定を行うとともに、当該事案の責任の明確化のため、代表取締役社長及び関連部門の担当取締役等の役員報酬の一部減額を公表。
- ・ また当該企業からは、当該事案発生の背景・原因、当該製品の顧客への影響が無いこと、業績への影響、国内外監督官庁の反応、社外役員の意見などについて説明を受けた。こうしたことから、当社としては、当該事案は長期かつ広範な不正ではあるものの、当該企業が社外の意見も取り入れた再発防止策を策定していることを確認。
- ・ 以上から、当社としては現経営陣による今後の対応を見守ることが妥当と判断し、取締役選任議案に賛成。

＜議決権行使事例 11＞ 不祥事の基準で精査し、反対した事例（2025 年）

- ・ 当該企業は、製造製品に起因する可能性がある健康被害事案が発生。事案公表までに最初の健康被害報告から一定期間が経過しており、その間に健康被害が拡大した可能性や、製品回収に伴う業績への影響、健康被害の調査対象が増加し続けていることを踏まえると、企業の信頼を揺るがす極めて重大な問題であると判断し、対話を実施。
- ・ こうした中、調査報告書が公表され、事実関係及び有事における執行サイドを中心としたガバナンスの問題について原因究明がなされていたが、健康被害を早期に把握していた監査役自ら対応策を講じなかったことや、事案公表後の当局への報告で不備が相次ぎ、リスク管理の観点から健康被害の可能性を幅広くとらえた対応等がなされていないことを社外取締役及び監査役が業務執行を監督する立場として指摘しない等、本事案における監査役及び社外取締役の機能発揮に問題があること、また、平時における社外取締役を含む情報連携のあり方や企業風土、創業家との関係性等の問題を含めた本質的なガバナンス体制にも問題があると考えたことから、当該企業による原因究明は不十分と評価し、複数回の対話を通じて追加調査を要望。当該企業からは、「当社からの要望事項は取締役会等で共有しているものの、第三者委員会による一定の調査等は既に実施済みで、原因究明・責任の明確化・再発防止策にも取り組んでいること等から、追加調査は不要と認識している」との回答あり。
- ・ 当社では、再発防止策及び責任の所在の明確化については公表されているものの、前提となる「本事案における監査役及び社外取締役の機能発揮の問題点」、「本質的なガバナンス体制」の2点で原因究明が不十分であると考えられるため、内容を十分と評価することができないこと、取締役・監査役について今後の本質的なガバナンス体制の改善に向けた機能発揮が期待できないと考えられることから、株主総会における議決権行使において会社提案の再任取締役の選任に反対。

＜議決権行使事例 12＞ 不祥事の基準で精査し、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、前会長らが法令違反の疑いで起訴されるなど、経営トップによる不正とガバナンス上の問題点が判明。
- ・ 当社は、対話を通じて原因究明、責任の明確化、再発防止策の策定を要望。当該企業は前会長らを解任し、第三者委員会の調査・提言を踏まえてガバナンス体制の改善策を公表したが、ガバナンス上の問題点に関する責任は公表されず。
- ・ そこで当社は、当該企業の経営層と複数回にわたる対話を実施し、前会長らの不正を看過した現社長について責任の明確化を要望したが、十分になされないまま、株主総会に現社長の再任議案が上程。当社としては、経営トップとしてガバナンス上の責任は極めて重いと考え、現社長の再任議案に反対。
- ・ なお、本件については、取締役監督の責務があった現監査役の独立社外取締役選任議案も上程。当該監査役については、本件の不正を長年にわたり防止・発見できなかったものの、経営層との複数回にわたる対話等を通じて、本件不正の解明への貢献やガバナンス面での機能発揮等を確認できたことから、当該監査役の独立取締役選任議案には賛成。

＜議決権行使事例 13＞ 不祥事の基準で精査し、反対した事例（2018 年）

- ・ 当該企業は、危機管理委員会による調査の結果、不動産関連融資において、不動産業者等により、お客さまの自己資金確認資料の偽造、改ざんが多数行われていたこと、より多額の融資を受けるために実際の売買契約書とは別に売買代金額を水増しした「銀行提出用」の売買契約書が作られていたこと、またこれらの事実につき相当数の当該企業社員が偽造の可能性を認識していたこと等が判明。
- ・ 加えて、本件関連融資の与信費用増加により当該企業の業績への影響も甚大であり先行き不透明な状況が継続。
- ・ 議決権行使時点においては、当該企業は第三者委員会を設置し詳細につき調査中であったものの、危機管理委員会の調査や当該企業の社内調査の結果から、ガバナンス体制全般に対する不備の可能性が極めて高いと判断。
- ・ よって、これらの点を総合的に判断し、当事案に関連した担当取締役、経営トップの再任議案に反対。

＜議決権行使事例 14＞ 過去の不祥事において策定された再発防止策を逸脱していると判断し、反対した事例（2022 年）

- ・ 当該企業は、2020 年 7 月の定時株主総会において一部の株主に対して議決権行使に関して圧力をかけたとの指摘を受け、同年 12 月には株主との信頼関係構築を目指す再発防止策を策定。
- ・ その後、2022 年 3 月の臨時株主総会前に、会社提案を策定した独立社外取締役の一人が、取締役会で決議された会社の再編等に関する会社提案に反対し、特定株主からの対案である株主提案に賛成する旨を、他の取締役に事前の相談もせず直接外部に発信。
- ・ 取締役が個人的な見解を表明すること自体は問題とは思っていないものの、この行為は、株主との信頼関係を損ね、策定された再発防止策を逸脱していると考えた。
- ・ 当社としては、複数回にわたる対話を行い、上記の行為は独立社外取締役として相応しくないと考え、取締役選任議案において、当該取締役の再任に対して反対。

＜議決権行使事例 15＞ 取締役会構成がバランスを欠くと判断し、反対した事例（2022 年）

- ・ 当該企業は、2022 年 3 月の臨時株主総会で、会社の再編等に関する会社提案と特定株主からの対案である株主提案が上程されたが、両案とも否決。
- ・ その後、2022 年 6 月の定時株主総会で、上記株主提案と同様の方針を支持する特定株主出身者複数名を新任の独立社外取締役候補者とする会社提案が上程。

- ・ 当社では、2022 年 3 月の臨時株主総会で会社提案・株主提案がともに否決されたことは、更に議論を尽くすべきという株主の意思と考えられ、今後の戦略の検討に当たっては、特定の選択肢に偏ることなく議論を尽くして欲しいと考えていた。
- ・ そうした中で、会社提案の取締役候補者については、取締役総数に対する特定株主関係者の割合が、当該企業の特定株主の出資比率と比較して多くなるため、取締役構成がバランスを欠くと判断し、特定株主の出身の新任候補者複数名に反対。

（Ⅱ）会計監査人選解任議案

＜議決権行使事例 16＞ 会計監査人の変更について正当な理由が提示されず、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は前会計監査人から、財務報告に係る内部統制の開示すべき重要な不備があること、一部の売上高に関する計上時期・計上額の妥当性に疑義があること等の指摘を受け決算を修正。
- ・ その後、前会計監査人は当該企業と今後の監査業務体制や内部統制の改善計画にもとづいて監査工数の増加を主張したが、当該企業と合意に至らず、監査契約が更新されず。
- ・ こうしたなか、当該企業から新会計監査人を選任する議案が株主総会に上程。
- ・ 当社としては、確認作業に相当程度の監査工数が必要であるとの前会計監査人の主張が合理的であり、会計監査人の変更理由について納得的な理由が提示されているとはいえないと判断し、会計監査人選任議案に反対。

（Ⅲ）役員報酬議案

＜議決権行使事例 17＞ 業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2020 年）

- ・ 当該企業は、長期にわたって ROE が 5%未満で推移し、直近期は経常利益及び当期純利益が赤字。こうしたなか、当該企業より、企業価値向上への貢献意欲及び株主重視の経営意識を一層高めることを目的に、取締役報酬枠を増加するとともに、ストックオプションとして新株予約権を発行する議案が株主総会に上程。
- ・ 当社としては、業績低迷先企業による取締役報酬枠の増加及びストックオプション割当については慎重に判断する方針。当該企業は、経常利益及び当期純利益は赤字だが、本業の収益性を示すコア業務純益は改善していること、異業種との資本業務提携による収益性向上に向けた具体的な取組方針が示されたこと等から、役員報酬枠の増加議案及び新株予約権発行議案に賛成。

＜議決権行使事例 18＞ 配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、配当性向が長期に低位で推移していたことから、株主還元強化や配当性向の目標値の公表を要望する対話を実施。中期経営計画において配当性向の目標値が公表された中、当該企業の役員賞与の支給を諮る議案が上程。
- ・ 当社としては、株主還元姿勢に問題がある中で役員賞与を支給することについては慎重な判断が必要と考える。当該企業の中期経営計画では、配当性向の目標値は当社が最低限の基準とする 15%に満たないものの、設備投資額や有利子負債圧縮による自己資本比率の改善など、具体的かつ明確な資金ニーズが示され、短期的に株主還元が低い理由は一定理解でき、役員賞与支給額は株主還元額と比べて過大なものではないと判断。
- ・ よって、当社としては、株主還元姿勢に現状は問題がなく、かつ役員賞与支給額も株主還元対比で特に過大ではないと判断し、役員賞与支給議案に賛成。

＜議決権行使事例 19＞ 業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業の ROE は長期にわたり 5%を下回り、かつ直近 3 期の営業利益は赤字が継続。こうしたなか、業績向上

と役職員の企業価値向上への貢献意欲や士気を一層高めることを目的に、ストックオプションとして新株予約権を割り当てる議案が株主総会に上程。

- ・ 当社は、業績低迷先企業によるストックオプション割当については慎重な判断が必要と考えるが、対話では、当社からの要望も踏まえて公表された中期経営計画の取組みが順調に進んでいること、業績不振の主因ともなっていた大型プロジェクトも予定どおり完成の目途が付き黒字転換の道筋がついていること、新規事業にも取組むなど更なる収益拡大を目指す意欲を持っていること等を確認。よって、新株予約権発行議案に賛成。

＜議決権行使事例 20＞ 配当性向の基準で精査し、反対した事例（2020 年）

- ・ 当該企業は、近年の良好な事業環境の中で業績が伸長する中、配当性向は直近 15%未満かつ直近 5 期平均でも 15%を下回る状況。
- ・ 今回の株主総会で当該企業は、会社の機関設計を変更し、監査等委員会設置会社へ移行する定款変更議案を上程するとともに、監査等委員である取締役の報酬枠の増加議案（監査役の報酬枠から大幅増加）を上程。
- ・ 当該企業は、新中期経営計画を策定したが、具体的な配当性向の目標の開示はなく、今回新たに開示された新中計の目標数値等を踏まえた場合、今後配当性向が上昇するなど株主還元姿勢が改善することは期待できないと判断。
- ・ 株主還元姿勢に問題があり、十分な株主還元が行われない中、監査等委員である取締役の報酬額増加は容認し難く、本議案に反対。

＜議決権行使事例 21＞ 配当性向の基準で精査し、反対した事例（2018 年）

- ・ 当該企業は、一定の財務健全性のもとでの安定配当の実施を基本方針とし、配当性向が長期間低位にとどまっていたことから、当該企業とは、数年にわたり株主還元について対話を行い株主還元の改善を要望してきたが、現時点においては株主還元の改善がみられない状況。
- ・ こうしたなか、当該企業より、取締役報酬総額を現状の水準から大幅に引き上げる議案が上程。
- ・ 当社としては、株主還元姿勢に問題があり、今後の株主還元の方針が確認できない状況で取締役報酬を大幅に引き上げることには賛同できないと考え、役員報酬額改定議案に反対。

＜議決権行使事例 22＞ 新株予約権の付与対象者が社外者であったことから精査し、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業から、企業価値向上を目指した経営を一層推進するとともに優秀な人材を確保することなどを目的に、ストックオプションとして新株予約権を発行する議案が株主総会に上程。
- ・ 当該新株予約権の付与対象者に、「協力者」という不明瞭な支給対象者が含まれていたため、具体的にどのような人物を想定しているのか対話で確認したところ、当該企業より、「取引先や顧問弁護士等、幅広く想定しており現時点では未確定」との回答あり。
- ・ 当社としては、付与対象者について説明を求めたものの、企業価値向上に資すると判断される明確な理由を確認できなかったことから、新株予約権発行議案に反対。

（Ⅳ）退任役員の退職慰労金支給議案

＜議決権行使事例 23＞ 業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は長期にわたって ROE が 5%未満で推移し、直近 2 期も多角化事業の減損等を理由に当期純利益が赤字。こうしたなか、当該企業より退任取締役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程。

- ・ 当社は、過去から当該企業と対話を重ね、当該企業は原価低減・業務効率化、組織改革、不採算事業の整理など収益改善に向けた方策を実行中であること、来期は黒字化が見込める状況であることなど、当該取締役の業績反転に向けた貢献を確認。
- ・ 当該退任取締役に対する退職慰労金支給議案に賛成。

＜議決権行使事例 24＞ 配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2018 年）

- ・ 当該企業は、経営改革により業績は回復したものの、直近期の配当性向は低位にとどまる状況。こうしたなか、当該企業より退任取締役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程。
- ・ 当社としては、当該企業の業績は回復基調にあるため、支給対象者が企業価値向上に一定貢献してきたと判断しており、配当性向についても直近低位ではあるものの、当該企業との対話で課題認識を共有しており、決算説明資料において早期に配当性向の目標値を定めると公表していること、今期増配を実施していることなどから、株主還元姿勢に大きな問題が無いと判断し、退職慰労金支給議案に賛成。

＜議決権行使事例 25＞ 業績不振の基準で精査し、反対した事例（2020 年）

- ・ 当該企業は長期にわたって ROE が 5% を下回り、直近期は営業利益以下全ての段階で赤字となるなど、業績が悪化。こうした中で退任取締役に対して退任慰労金の支給議案が上程。
- ・ 当社からは、中期的な経営計画の開示並びに利益改善への取組み姿勢を示すよう要望したが、公表されず。
- ・ よって当社としては、支給対象者である退任取締役には長期にわたる業績低迷に対し一定の経営責任があり、かつ今後の業績改善も期待できないと判断し、退職慰労金支給議案に反対。

（V）剰余金処分議案

＜議決権行使事例 26＞ 配当性向の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業の業績は好調に推移し、数年にわたり連続で増配するも、配当性向は当社の最低限の基準である 15% を下回る水準で推移。当社は複数回の対話を実施し、当該企業に対して株主還元の充実を要望。
- ・ 当該企業が株主還元の基本方針として、「安定的・継続的な配当による利益還元の実現」を掲げ、株主還元を意識し増配を続けていたが、毎年積極的な出店計画を公表・実行していること、今後も当面は出店投資を継続する方針を確認。
- ・ 結果的に 2019 年 3 月期の配当性向は 15% 未満となったものの、投資計画が明確であり、出店計画も奏功し増配も継続しているため、剰余金処分議案に賛成。

＜議決権行使事例 27＞ 配当性向の基準で精査し、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、利益の内部留保が進み、自己資本比率は 80% を超えるなど堅固な財務体力を有する状況。一方、投資ニーズも明確でないまま配当性向は長期にわたり低水準にとどまっていたため、当社は対話を通じ、「配当水準を引き上げること、もしくは中期経営計画等で達成目標とその時期を明確化すること」を要望。
- ・ 2019 年 3 月期は 4 年ぶりに増配を実施したが、配当性向は 15% を大幅に下回る水準であり、株主還元方針も明確化されなかった。よって、低配当性向が解消される目処が立たないと判断し、剰余金処分議案に反対。

（VI）組織再編関連議案

＜議決権行使事例 28＞ 企業価値に与える影響の観点で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業の主力製品は、将来的に需要の減少が見込まれる中、経営統合などの業界再編が活発化。

- ・ こうしたなか、同業種企業との株式交換による経営統合案が株主総会に上程。
- ・ 当該企業が共通の基盤事業分野においてシナジー効果実現に向け取組みを進めていること、大幅な統合シナジー実現を目指していること、株主還元方針も明確に示されていること等を踏まえ、この経営統合は企業価値向上に資するものと判断。また、株式交換比率についても特段問題無いと考え、経営統合議案に賛成。

＜議決権行使事例 29＞ 企業価値に与える影響の観点で精査し、反対した事例（2018 年）

- ・ 当該企業は、新たな企業成長に向け、グループ全体の経営資源の最適配分を図る目的で、主力事業を営む子会社の株式譲渡案を株主総会に付議。
- ・ 当社としては、譲渡の対象となる子会社の行う事業が、これまでの主力事業であり今後の収益性や成長性に大きな影響を与えると考えた。
- ・ 対話では、株式譲渡後の当該企業における売却資金の具体的な資金使途や事業戦略等について確認したが、今後、具体的な取組は検討していくとの説明にとどまり、納得的な回答が得られなかった。本件が企業価値向上に資すると判断できなかったため、株式譲渡承認議案に反対。

（Ⅶ）買収への対応方針・対抗措置議案

＜議決権行使事例 30＞ 業績不振の基準で精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、ROE が 5 期連続で 5%を下回っており、かつ売上高営業利益率も業界平均を下回る状況。こうしたなか、当該企業では買収への対応方針の更新期をむかえ、当社としては、業績低迷下における買収への対応方針の継続は経営陣の保身に繋がる懸念があることから当該企業と対話を実施。
- ・ 当社では、買収への対応方針の導入/継続議案については、主にスキームと業績の両面から議案の賛否を判断しているが、スキームには特段問題点は無く、対話等を通じて、業績改善のためにコスト削減と合わせて売上拡大に向けた成長戦略にも取り組んでいること、ROE 自体は低水準ながら 3 期連続で改善していることを確認。
- ・ 以上から、当社としては今後の業績回復を期待し、買収への対応方針の更新議案に賛成。

＜議決権行使事例 31＞ 業績不振の基準で精査し、反対した事例（2022 年）

- ・ 当該企業は、5 期連続で ROE が 5%を下回っており、かつ売上高営業利益率も業界平均を下回る状況。こうしたなか、業績低迷下における買収への対応方針の継続は経営陣の保身に繋がる懸念があることから当該企業と対話を実施。
- ・ 当社では、買収への対応方針の導入・継続議案については、主にスキームと業績の両面から議案の賛否を判断。スキームには特段問題点はないが、業績については低迷しているにもかかわらず中長期的な利益目標等は公表されていないなど業績改善に対する前向きな姿勢が確認できなかった。
- ・ 以上から、当社としては、買収への対応方針の継続が取締役の保身に繋がる懸念が払拭できないと判断し、買収への対応方針の更新議案に反対。

＜議決権行使事例 32＞ 企業価値に与える影響の観点で精査し、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業の買収への対応方針・対抗措置は、買収者に対し金員等の交付を行う可能性を明示。当社は、特段の理由がない限り金員等の交付を行うスキームは企業価値・株主利益の向上に資するものではないと考えており、対話を実施。
- ・ 当社からは、当該企業に対してスキームの変更を要請したが、スキーム変更が必要との課題認識を共有できず、従来と同じく買収者に対し金員等の交付を行う可能性がある買収への対応方針の更新議案が株主総会に上程。
- ・ 当社としては、この買収への対応方針・対抗措置のスキームは企業価値・株主利益を確保・向上するものとは判断できないことから、当該買収への対応方針の更新議案には反対。

（Ⅷ）その他資本政策関連議案

＜議決権行使事例 33＞ 第三者割当増資(有利発行)の妥当性について精査し、賛成した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、海外で実施していたプロジェクトの管理が不十分であったことに起因して工期延長や追加コストが生じ多額の損失が発生した結果、自己資本が大きく毀損し、自己資本比率は極めて低い状況。
- ・ こうしたなか、当該企業より財務体質改善等を目的とした第三者割当による有利発行での優先株式発行議案が上程。
- ・ 当該優先株式は有利価格での発行であったほか、普通株式への転換請求権が付与されており、権利行使により一定の希薄化効果が生じ、株式価値を毀損する懸念があったが、当社としては、大きく毀損した自己資本を補填し財務体質の改善が速やかに実施できない場合、新規プロジェクトの受注が著しく困難となる可能性があることから、本件優先株式による資金調達必要性は認められると判断。事業立て直しによる業績改善及び中長期的な株価上昇に期待して当該議案に賛成。

＜議決権行使事例 34＞ 資本金の額の減少の妥当性について精査し、反対した事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、前年度に事業再生ファンドへの第三者割当により優先株式を発行。その際、当社としては、資金調達の必要性が低いこと、提携先としてシナジーが期待できない当該ファンドは引受先として適切ではなく、むしろ優先株式の発行により少数株主である当社は不利益を被る懸念があると判断し、優先株式の発行議案に反対。
- ・ その後、当該企業は最終赤字となったため、当社が保有する普通株式は無配とする一方、事業再生ファンドへの優先株式配当原資とするために、「その他資本剰余金」を取り崩すという資本金の額の減少議案が株主総会に上程。
- ・ こうした事案は、優先株式発行議案に反対する際に憂慮していた少数株主の不利益に該当すると判断し、当該議案に反対。

＜議決権行使事例 35＞ 財団法人等への有利価格での自己株式の処分について精査し、賛成した事例（2026 年）

- ・ アパレル事業を手がける当該企業は、財団法人へ有利価格で自己株式を処分する議案を上程。これが当社の定める「財団法人等への有利価格による自己株式の処分」の精査基準に抵触。企業価値に係る論点とガバナンスに係る論点について、対話を通じて、①財団の活動である次世代クリエーターの育成と中長期的な企業価値のつながり、②希薄化への対応、③財団の議決権を不行使とするスキーム、④財団の活動状況を継続的に公表する意思、をそれぞれ確認。
- ・ 企業価値・ガバナンス両方の論点に対して、それぞれ手当がなされていることが確認できたため、会社提案の本議案に賛成。

＜議決権行使事例 36＞ 財団法人等への有利価格での自己株式の処分について精査し、反対した事例（2024 年）

- ・ 筆記用具などを取り扱う当該企業は、財団法人へ有利価格で自己株式を処分する議案を上程。これが、当社の定める「財団法人等への有利価格による自己株式の処分」の精査基準に抵触。企業価値に係る論点とガバナンスに係る論点について、対話を通じて、①財団の活動と中長期的な企業価値の繋がり、②希薄化への対応、③信託銀行の基準に則って議決権行使するスキーム、④財団の活動状況を継続的に公表する意思、をそれぞれ確認。
- ・ 企業価値・ガバナンス両方の論点に対して手当がなされていることが確認できなかったことから、当該議案に反対。

(IX) 定款一部変更議案

<議決権行使事例 37> 場所の定めのない株主総会の開催を可能とする定款変更について精査し、賛成した事例 (2022 年)

- ・ 当該企業は、場所の定めのない株主総会（バーチャルオンリー株主総会）の開催を可能とする定款変更議案を株主総会に上程。
- ・ 当社は、バーチャルオンリー株主総会には株主の権利保護の観点で留意すべき点があることを伝え、実際の開催に当たって対策の検討を要望したところ、当該企業より、「バーチャルオンリー形式で株主総会を開催する場合には、留意事項に十分に対応を施す」との回答あり。
- ・ 当社としては、バーチャルオンリー株主総会を選択肢に加えることは利便性向上の観点から基本的には賛成であると考えており、留意事項について前向きに対応策を検討する姿勢が確認できたことから、定款変更議案に賛成。

<議決権行使事例 38> 剰余金処分の取締役会授權に関する定款変更について精査し、賛成した事例 (2024 年)

- ・ 当該企業は、剰余金処分の取締役会授權（非専権）に関する定款変更議案を上程。当社では、取締役会での剰余金処分議案の決定が、中長期的な企業価値向上につながるかどうかとの観点から、株主還元の数値目標が開示され、資本政策・財務戦略の一要素として戦略的に検討されているかという点について確認。
- ・ 対話を通じて、①増配を行う累進配当と 40%程度の総還元性向を目標とした株主還元目標の公表、②戦略的な事業ポートフォリオの入替を掲げ、収益基盤の維持・拡大、再エネ等の EX 関連投資、DX・成長投資を推進中であること、③こうした戦略を踏まえたキャッシュアロケーション計画に基づく持続的成長と株主還元の両立への取組みが確認された。
- ・ 以上のことから、資本政策・財務戦略の一環として株主還元が戦略的に検討された上で、数値目標が開示されていることを確認でき、剰余金処分が取締役会で決議されたとしても中長期的な企業価値向上の観点から問題ないと判断したため、賛成。今後も株主還元が戦略的に検討されていることを、公表資料や対話等を通じてモニタリング予定。

(X) 株主提案議案

<議決権行使事例 39> 買収への対応方針廃止の株主提案について精査し、賛成した事例 (2023 年)

- ・ 当該企業の買収への対応方針・対抗措置は、買収者に対し金員等の交付を行う可能性を明示。当社は特段の理由がない限り金員等の交付を行うスキームは企業価値・株主利益の向上に資するものではないと考えており、対話を通じて、スキーム改善を要望したが前向きな姿勢が確認できなかったため、当買収への対応方針・対抗措置は企業価値・株主利益を確保・向上するものではないと判断し、2022 年 2 月に上程された買収への対応方針の更新を諮る議案に反対。
- ・ こうした中で、2023 年 2 月に当買収への対応方針の廃止を求める株主提案が上程。
- ・ 「経営者による自己保身の意図が明らかな」という提案理由には賛同しないものの、金員等の交付を行う可能性のある買収への対応方針の廃止を求めるという 2022 年 2 月総会における当社の議決権行使の方向性と一致するものであったため、株主提案に賛成。

<議決権行使事例 40> 取締役選任の株主提案について精査し、賛成した事例 (2019 年)

- ・ 当該企業は、元社長の解任プロセスが不透明だったことから、元社長らが自身を含む取締役の選任を求める株主提案を上程することを公表。

- ・ 当社としては、企業価値向上のためには一体感のある経営が重要と考え、対話を通じて会社側と株主提案側の融和を求めてきたが、最終的に会社提案と株主提案が対立した形で議案が上程。
- ・ こうした状況下で、当社では、会社提案または株主提案の一方のみが成立した場合、対立が更に深刻化し、企業価値へ悪影響を与える懸念があると判断。
- ・ その後、会社提案の社外取締役候補者からは、企業価値向上という目的が同じであれば両案が選択されたとしても問題ないとの柔軟な姿勢が見られ、株主提案側は、ガバナンス上の懸念が払拭されるのであれば、両案が選択された場合にも、社内融和に注力する姿勢が対話を通じて確認できたことから、会社提案、株主提案双方の取締役選任議案に賛成。

＜議決権行使事例 41＞ 剰余金処分の株主提案について精査し、賛成した事例（2022 年）

- ・ 当該企業は、利益の内部留保蓄積により自己資本比率が厚く、十分な財務体力を有する。一方で、明確な株主還元方針や投資計画が公表されておらず、配当性向が長期にわたり低位に留まっていた。このことから、当社は対話を通じ、配当水準の引き上げ、もしくは引き上げに向けた方針の公表を複数年にわたり要望。
- ・ こうした中で、剰余金処分に係る会社提案と、これに対して会社提案を上回る額の配当を求める株主提案が上程。当該企業は、引き続き当社の要望する配当水準を満たさず、また複数年にわたる対話を通じて、引き上げに向けた取組み方針が確認できなかった。加えて、今後の設備投資等の資金需要に関する具体的な説明も得られなかった。
- ・ 以上のことから、当社では、会社提案に反対することを決定。一方、今般の株主提案は、当該企業の財務体力を踏まえると、過度な株主還元を要求するものではなく、十分に実現可能な水準であり、また当社が要望している配当基準を満たしたものであった。当社では、株主提案についても会社提案と同様の視点で判断しており、上記理由から会社提案に反対する一方で、株主提案に賛成。

＜議決権行使事例 42＞ 剰余金処分の決定機関に係る株主提案について精査し、賛成した事例（2024 年）

- ・ 当該企業は、機動的な資本政策及び配当政策の遂行を目的として、剰余金処分の決定機関を取締役会のみとするよう、定款にて定めていた。
- ・ こうした中で、剰余金処分の決定について、取締役会だけではなく、株主総会でも行うことができるよう、定款の変更を求める株主提案が上程。
- ・ 剰余金処分が取締役会でのみ決議されることは、株主提案権が排除されるため望ましくないと考えており、剰余金処分を株主総会決議でも行うことができるよう求める株主提案は当社の考え方に沿ったものであるため、定款変更の株主提案に賛成。

以 上