

【資料①】対話及び議決権行使の事例集

＜ 目 次 ＞

(1) 対話の事例	1
G (ガバナンス)	1
(1) 収益性・資本効率等	1
2024年の事例	1
2023年以前の事例	10
ROEに係る対話事例	10
業績改善（黒字転換）に係る対話事例	19
株主還元に係る対話事例	21
個別課題をテーマとする対話事例	25
(2) ガバナンス体制	26
2024年の事例	26
2023年以前の事例	27
E (環境) S (社会)に係る対話事例	32
2024年の事例	32
2023年以前の事例	36
気候変動に係る対話事例	36
人権に係る対話事例	38
人的資本に係る対話事例	39
その他のテーマに係る対話事例	42
社外役員との対話事例	43
国内社債の対話事例	45
(2) 議決権行使の判断事例	47
(I) 取締役選解任・監査役選解任議案	48
(II) 会計監査人選解任議案	53
(III) 役員報酬議案	53
(IV) 退任役員の退職慰労金支給議案	55
(V) 剰余金処分議案	55
(VI) 組織再編関連議案	56
(VII) 買収防衛策議案	57
(VIII) その他資本政策関連議案	57
(IX) 定款一部変更議案	58
(X) 株主提案議案	59

(1) 対話の事例

G (ガバナンス)

(1) 収益性・資本効率等

2024年の事例

＜対話事例1＞ 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（2024年）

- ・ 当該企業は、公共交通サービス事業及び不動産事業等を展開しており、公共交通サービス事業が新型コロナウイルスの影響を受けたこと等によるROE低迷、中長期的な企業価値向上に向けたROE目標等の開示が無いなど情報開示が課題。
- ・ 2022年度：当社より、ROE向上に向けて、資本コスト等を踏まえたROE目標の設定や、財務健全性と資本効率のバランスを考慮した最適資本構成、最適資本構成に向け自己資本をコントロールする株主還元策等、資本政策の開示等を要望。
- ・ 2023年度：ROE目標等に関する当該企業の開示に進展がみられず、PBRが1倍を下回る水準で推移する中、当社より、資本コスト等を踏まえたROE目標の設定や、ROE向上に向けた資本政策等の開示を再度要望。前年度の要望事項に加え、企業価値向上策に関する同業他社の好取組事例を示しつつ、中長期的成長に向けて成長性・収益性の高い不動産事業拡大等の事業ポートフォリオ戦略、及びそれに連動したキャピタルアロケーション戦略等の開示が、投資家の企業理解促進に向けて有効であることを示唆。当該企業からは、「他社事例も含め参考になる情報であり、日本生命からの指摘を踏まえ、今後ROE目標の設定や資本政策等検討していきたい」との前向きな回答があった。
- ・ 当該企業はその後、新中期経営計画を公表し、その中で、当社が要望していたROE目標や株主還元目標、中長期的成長に向けた事業ポートフォリオ戦略やキャピタルアロケーション戦略を初めて開示。また業績は回復し課題は解消。
- ・ 当該企業からは、「経営陣の投資家に対する姿勢は徐々に変化しつつある。従来は投資家の意見にあまり聞く耳を持っていなかったが、最近投資家の意見等をお伺いしながら、経営方針に反映する方向に変化しつつある。こうした対話の機会を設けて頂けるのは有意義であり、引き続きよろしくお願いしたい」とのコメントあり。

＜対話事例2＞ 資本収益性目標とその達成に向けた具体的取組方針が開示された事例（2024年）

- ・ 当該企業は大手放送局で、政策保有株式の保有額が大きく、政策保有株式の売却益等の特別利益を除くと資本コストを下回るROEの低さが課題。こうした中で、同社も資本収益性の低さには課題を持っており、中期経営計画等での資本政策・財務戦略の方向性の示し方について検討中。

- ・ 2018～2022 年度：当該企業とは、より本格的に資本収益性について対話を実施。複数年にわたる対話の成果もあり、徐々に資本収益性に関する課題を共有し、当該企業は事業ポートフォリオの転換も含めた成長戦略を公表したが、ROE等の資本収益性目標、資本効率を意識したキャピタルアロケーション、成長投資、株主還元、政策保有株式の縮減を含む資本政策のあり方等について、投資家にどのように示すべきか検討中。
- ・ 2023 年度：当該企業の代表取締役に対して、投資家の着眼点やバランスシートを基点とした経営の重要性について資料にまとめて示すとともに、事業性資産の収益力向上、非事業性資産の圧縮、資本構成の3点についての考え方と投資家等への公表の仕方について意見交換を行い、これら3点について次期中期経営計画で投資家に対して数値を交えて示すよう要望。また、こうした考え方は、大手自動車部品メーカーにおいても同様の考え方が示されていることなど、他社の好事例を含めて伝達。当該企業が2024年5月に公表した中期経営計画では、初めてROIC（投下資本利益率）を用いた資本収益性の数値目標が開示されるとともに、成長投資、政策保有株式の縮減目標、株主還元の引き上げ目標など資本効率を意識したキャピタルアロケーションが開示された。
- ・ 当該企業からは、「今回の中期経営計画策定に当たっては、日本生命からエンゲージメント（対話）で示してもらったことをほぼ参考にさせて頂いた。資本効率についてROIC等も用いて示すという考え方は、日本生命からアドバイス頂いたものだ。感謝したい」とのコメントあり。

＜対話事例3＞ 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（2024年）

- ・ 当該企業は食品卸会社で、長期にわたりROEが低迷。
- ・ 2018～2020 年度：当社より、利益水準が低迷している理由、改善策を確認するとともに、具体的な収益改善策や数値目標の開示を要望。その後、2021年3月に中期経営計画が公表され、聖域なきコスト・コントロールの継続などにより損益分岐点の引き下げが進捗するも、ROEは継続して低迷。
- ・ 2022～2023 年度：長期にわたり赤字が継続している事業を含む事業ポートフォリオ管理及び、最適資本構成に基づくキャッシュアロケーションなどについて意見交換し、当社より、他社の好事例を参考に、次期中期経営計画で投資家に対して数値を交えて示すよう要望。その後、2023年10月に赤字継続事業の事業譲渡が公表され、2024年1月期はROEが改善。また当該企業は2024年3月公表の新中期経営計画でROE目標や配当性向目標を初めて開示。
- ・ 当該企業からは「企業価値向上に向けた提案を頂き参考になった。引き続き意見交換をお願いしたい」とのコメントあり。今後はROE目標の達成に向けた具体的な取組内容について意見交換を続けていく。

＜対話事例４＞ 資本コストや株価を意識した経営について他社事例を示しつつ開示の充実を後押しした事例（２０２４年）

- ・ 当該企業はビジネス向け衣料品販売を主業務とし、コロナウィルスの感染拡大もあり、赤字が続くなど、収益性低下局面。
- ・ 当社の事前の分析では、収益力の低下は一時的であり、投資家以外の利害関係者へも視点を広げた発信をしていることなどから、基本的には優良企業であるが、一方で、東証が要請する資本コストや株価を意識した経営については、その時点では十分な発信が見られなかったため、互いの考え方や要望を正確に伝えることを意識して対話を実施。
- ・ 2023 年度：当社より、資本市場論に則り、他社の好事例を示しながら望ましい対応策の開示の仕方を伝えたところ、当該企業からは、「上場企業全体がＲＯＥや資本コストについてどのような議論を進めているか、日本生命がどのような情報開示を望んでいるかを正確に理解し、それらの前提となる社内議論を一層活発化させる」との回答あり。また、人口減少など、業界全体の先細りが懸念される状況下、業容の拡大や収益性の向上に向けた考え方や戦略を確認。
- ・ その後、当該企業のＲＯＥは改善。また、決算と同時に発表された中期経営計画において、資本コストを意識した経営について極めて充実した考え方を公表。同計画の内容は、当社が要望した活発な議論が展開されたことを伺わせるものであり、当社との対話もこのような成果に貢献したと思料。

＜対話事例５＞ 事業ポートフォリオ見直し、純資産のコントロールを通じたＲＯＥ改善取組みを後押しした事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は大手食品メーカーであり、ＲＯＥ５％の目標を掲げていたが、コストをかけた高品質の製品を顧客に安く提供するという意識が過度に強く、収益性に対する意識が低かったことから、長年にわたり低ＲＯＥが継続。しかし当該企業のトップが「顧客から価値に見合った利益を頂く」方針を示したことをきっかけに、コスト構造改革、商品の価格弾性値に基づく科学的なマーケティング、広告宣伝の費用対効果分析などを推進。
- ・ 2023 年度：当社より、赤字の関連会社の業績改善、ＲＯＥの分母となる自己資本をコントロールする必要性等について要望。
- ・ 当該企業の収益性改善取組が寄与し、ＲＯＥが改善。なお当社では、今後安定して資本収益性を向上するには、更なるバランスシート効率化が必要と考えており、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６＞ 収益性改善に向けた課題を指摘し、業績改善取組みを後押しした事例（２０２４年）

- ・ 金属加工の当該企業は、主力製品が別素材に代替されて需要が大きく落ち込んだ上に、競

合会社と比べても生産性が低く、価格競争でも劣後する状況が続く業績も長期にわたって低迷。

- ・ 2022～2023 年度：当社より、本業の収益性が継続的に低下傾向にあることを指摘し、価格競争に陥って採算性が低下している可能性、抜本的な収益性改善に向けた工場設備の集約等の構造改革の必要性を指摘。
- ・ その後、当該企業は、抜本的な構造改革に着手し、不採算製品からの撤退や工場閉鎖を含む設備集約等を実施。構造改革に伴う特別損失の発生で連続赤字となったが、構造改革の結果、減価償却費の減少、固定費負担の軽減、販売価格引き上げによる採算性の改善等が寄与し、業績が急回復。黒字化を達成するとともに、ROEも改善。
- ・ 今後も更なる企業価値向上、その結果として中長期的なPBR向上に向け、収益性改善やバランスシートのコントロールを含めた財務戦略を中心に対話を継続予定。

＜対話事例 7＞ 株主還元方針について意見交換し、企業の取組みを後押しした事例（2024 年）

- ・ 当該企業は世界的なエレクトロニクスメーカー。昨今はコンテンツ事業など、モノづくり以外の事業にも注力。株主還元については、安定的な配当増を目指す明確な方針を示す反面、自己株式の取得は、毎年相応の取得枠を確保しつつも、戦略投資との兼ね合いで、キャッシュに余剰があり、株価が割安と判断される時期に限って実施していた状況。そのため、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況が継続。
- ・ 2022 年度以前：当社としては、短期的に株主還元を高めるよりも、当面は戦略投資に資金を振り向けることが企業価値向上に資するとの判断のもと、当該企業の方針を尊重しつつ、資金の余剰ができれば株主還元を増やすよう要望。
- ・ 2023 年度：大型投資の一巡、サプライチェーン正常化に伴い部品在庫を減らしても製造に支障が出る懸念の低下、製品在庫圧縮余地を確認。また好調な業績によるキャッシュフロー上振れの可能性、最先端投資に対する国からの補助の可能性の高まり等も踏まえて、当社より、投資及び運転資金双方で資金が余剰になってきている可能性を指摘し、資金使途について意見交換。当該企業からは「キャッシュを貯めるという選択肢はない」旨の回答あり。
- ・ その後、余剰資金を用いて自己株式取得を公表枠の上限まで実施、総還元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。

＜対話事例 8＞ 株主還元方針の示し方について意見交換した事例（2024 年）

- ・ 当該企業は、グロース市場に上場する成長企業。内部留保の充実を図り、事業拡大の為に投資等に充当し一層の業容拡大を目指すことが株主に対する最大の利益還元につながるの考えから、創業以来、無配を継続。株主還元が課題となる中、2017 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2017～2018 年度：株主還元に関する課題を共有するとともに、今後の株主還元や資金配分

方針を確認。当該企業からは、「成長投資を優先するが、株主還元も経営課題として検討する」との回答あり。

- ・ 2019～2023 年度：当社より、株主還元とROE向上は一体となって検討する事項であること等を説明しつつ、ROE向上に向け財務健全性と資本効率のバランスを考慮し、妥当と考える自己資本比率の水準、自己資本をコントロールする資本政策の一環としての株主還元策等の開示を要望。当該企業からは、「今後の中長期的な企業価値向上に向け、日本生命からの指摘を踏まえ、ROE向上に向けた資本政策やキャピタルアロケーション戦略について、社内で議論する」との前向きな回答あり。
- ・ その後、当該企業は「今後の株主還元について、事業拡大に向けた投資と資本効率向上の最適なバランスを考慮しつつ、配当性向10%～20%を目途とし、次年度より配当を開始する方針」を開示し、方針に沿って初めての配当を実施。

＜対話事例9＞ 株主還元の対話に当たり、経営戦略全体について意見交換し、経営方針の理解深化に至った事例（2024年）

- ・ 地場でスーパーマーケットを展開する当該企業と、配当性向の水準について対話。
- ・ 当社は、長期業績等を分析し、目標として明言はしていないものの、当該企業が15%の配当性向を意識して経営を管理しているとの見立てを得た上で、当該企業の経営トップと対話を実施。
- ・ 当社より、事前分析と当社の見立てを伝えたところ、当該企業が損益や資金収支のほかに配当性向目標の引き上げも含めて経営計画を策定していること、具体的な経営計画の策定方法や、新規出店にかかる厳格な基準の存在を把握でき、毎年の業績等が当初見通しに近い数値から乖離しないのは、規律の高い経営が崩れないことの証左であることが理解できた。
- ・ 経営トップとの対話を通じて、株主還元に関する考え方を経営に織り込んでいることだけではなく、2桁を上回るROEを継続しているなど、全体として当該企業の経営方針に問題がないことも確認。

＜対話事例10＞ 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１１＞ 株価と業績の分析を通じて、株式市場の評価向上に向けて意見交換した事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は機械関連の大手メーカーで、業務用から家庭用まで幅広い品揃えを有しており、海外向けが売上高の大半を占める。過去から株価は堅調に推移しており、特に新型コロナウイルスの影響で巣ごもり需要が急増する中、業績も急拡大し、株価も堅調な推移を継続。近年、コロナ禍の収束による巣ごもり需要の一巡、原材料や人件費、物流費等のコスト上昇による海外事業の悪化を主因として株価も大幅に下落し、PBRも一時的に１倍割れの水準。
- ・ 当社は、事前分析により、四半期利益と株価変動の規則性・タイムラグを把握し、業績悪化の兆しが現れた際の開示状況について当該企業と意見交換をしたところ、その当時、コストの価格転嫁見込みを対外的に説明しないまま、利益率低下が継続したことが、株価下落に拍車をかけた可能性が判明。今後は業績回復タイミングでの追加的な情報開示が株価上昇の後押しになる可能性があること、東証からの「資本コストや株価を意識した経営の実現」要請にも対応する方針を確認。
- ・ 更に、当社より、東証要請への他社の好対応事例を提示しつつ、株主総利回り（TSR）などを役員報酬のKPIの一部にすることを提案。
- ・ その後の決算発表では、市場予想どおり順調に業績が改善し、株価は上昇。今後は、持続的な企業価値向上に向け、更なる利益成長、バランスシート効率化、株主還元等について対話を継続予定。

＜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＞ 地銀のPBR向上に向けた対応・開示のあり方について意見交換した事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は地方銀行であり、業種平均を上回る本業の収益力を持ちつつもROEが低迷中。またPBRが0.3倍程度にとどまっており、株式市場の評価が芳しくない状況。
- ・ 2022年度：当社は、当該企業の開示資料に記載された経営管理の手法に注目し、更なる経営管理の高度化によって収益力向上を推進するとともに、開示充実によって株式市場の評価向上を図ることを要望。その後、当該企業は、統合報告書でリスク管理、資本政策、収益向上取組みを一体となって運営していることを分かりやすく開示。
- ・ 2023年度：更なる取組み充実に向けた方策について意見交換。PBRがROE、株主資本コスト、期待成長率に分解できることを理論的に示した上で、投資家の評価を高めるにはROE向上に加え、企業側が決めることのできない株主資本コストや期待成長率に働きかける戦略的な開示を行うよう要望。
- ・ 当該企業の情報開示は継続的に充実。企業価値向上に向けた取組みが、投資家の関心に沿い、かつ充実した社内議論が推察される形で当該企業から開示され、PBRは改善。
- ・ 当該企業より、「日本生命の提言は開示充実に向けて参考になり、特に自社の取組みを資本市場にどう理解してもらうかについて、ファイナンス理論に立脚した解説と提言を頂き、問題の所在と取組みの方向性が明確に理解できた」とのコメントあり。

＜対話事例１４＞ 地銀のPBR向上に向けた対応・開示のあり方について意見交換した事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は地方銀行であり、強固な顧客基盤や顧客のニーズに対応した事業展開、積極的な利益率向上に向けた取組みから、ROEが業種平均を上回るなど業績は堅調に推移。一方、PBRは0.2倍台にとどまり株式市場の評価は芳しくない状況。
- ・ 当社は、当該企業と複数年にわたる対話を行う中で、低評価の要因の1つに、当該企業の消極的な情報開示姿勢により、投資家が当該企業の持続的な成長に期待を持っていない点が課題と認識。
- ・ 2023年度：当社より、PBRの構成要素がROE、株主資本コスト、期待成長率であることを理論的に示し、企業が直接コントロールできない株主資本コストや期待成長率を向上させるため、戦略的な開示を通じて投資家の共感を得る働きかけが必要だとして、情報開示における改善点を具体的に指摘。また当社は、利害関係者ごとに異なる関心事に対してバランスのとれた対応を行うことが望ましく、利害関係者の一人である投資家とも適切なコミュニケーションをとる必要があると訴求。意見交換の末、当該企業より、「成長性に理解を得られる開示のあり方について行内議論を進めていく」との回答あり。

- ・ その後、当該企業は、企業価値向上に向けた考え方を公表。グループ戦略についても、これまでほとんど開示されていなかった戦略子会社について、先進的なビジネスの事例として紹介。当社としては、業績向上継続に加え、成長戦略に関する投資家の共感獲得を通じて当該企業に対する認知・期待が高まることを期待。
- ・ 当該企業からは、「投資家を含めた利害関係者の関心事に対してバランスのとれた対応を行うよう考えるべきとの指摘は強く響いた、厳しくも明確に課題を指摘する充実した対話をしてくれるのは日本生命だけである」とのコメントあり。

＜対話事例１５＞ 投資家が望ましいと考える情報発信のあり方について意見交換した事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は地方銀行であり、マイナス金利などの金融環境を要因として収益性が低位にあり、当社はこれまで複数年にわたって対話を継続。
- ・ 2023 年度：当該企業は資本市場論やコーポレートファイナンス理論への理解が深く、その時点までの議論が成熟したものになっていることが判ったため、当社より、理論面の理解を更に深めるよう説明を行うとともに、投資家が望ましいと考える情報発信のあり方を提示し、一層の社内議論の活発化を促進。
- ・ その後、当該企業は中期経営計画で、資本市場から評価される対応策を公表。当該企業からは、「日本生命との対話が議論に拍車をかけたようであり、対話で議論した内容を大いに参考にした」とのコメントあり。

＜対話事例１６＞ 投資家への財務戦略等の示し方について意見交換した事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は電子部品関連メーカーであり、海外での事業活動も多く、在外子会社を抱え、連結財務諸表上の現預金は約半分が海外での運転資金等として不可欠。設備投資やM&A、株主還元等は国内本社で保有する残り約半分の現預金で賄う必要があるが、そうした事情を理解せず手元流動性のみに着目する投資家から株主還元の増加を迫られていた状況。
- ・ 2023 年度：当社より、現預金の状況の説明充実、昨今開示が増えているキャッシュアロケーションに倣い、投資、財務健全化と株主還元の目標明確化を要望。特に投資については更新・修繕等通常の設備投資と、新製品の製造、戦略商品の増産、研究開発も含めた戦略投資に分けて示すことの重要性を説明。更に、他社事例を紹介し、株主還元は配当を基本としつつ、自己株式取得は戦略投資の枠内で事業投資との比較・検証を踏まえて実施する方法もあることを説明。
- ・ 当該企業からは、「今後の財務戦略を考える上で非常に参考になる」とのコメントあり。

＜対話事例１７＞ PBR向上に向けた対応・開示方針について意見交換した事例（２０２４年）

- ・ 当該企業は、輸送機器及びインフラ設備向け部品メーカー。輸送機器向け需要減による収益性の低下、高水準の自己資本や現預金による資本効率の低さに課題があり 2022 年度か

ら複数年にわたり対話を実施。

- ・ 2022～2023 年度：当社より、ROEが低迷し、PBRが1倍を下回る水準で推移する中、中長期的な企業価値向上に向けて、将来のありたい姿とそれを実現する為の中長期的な経営戦略、資本コスト等を踏まえたROE目標の設定、ROE向上に向けた資本政策やキャピタルアロケーション戦略の開示を要望。当該企業より、「ありたい姿に対し、現状は乖離している部分も多いので、日本生命の意見を踏まえて今後社内で議論をしていく」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は、保有資産の効率化等を目的に投資効率の低い政策保有株式の売却を実施し、その売却資金を将来の成長に向けた設備投資等に充当する方針を公表。
- ・ 当該企業からは、「日頃機関投資家と対話する機会がなく、日本生命との対話が唯一の機会であり、機関投資家の意見として大変参考になるため、今後も対話をお願いしたい」とのコメントあり。

＜対話事例18＞ 「資本コストや株価を意識した経営の実現」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、海上輸送サービス会社。不採算事業を抱える他、米中貿易摩擦や新型コロナウイルスの影響等の外部環境の悪化も加わり赤字になる等、業績に課題があり、課題解消に向けて2022年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2022年度：当社より、不採算事業からの撤退や成長事業への投資等、ROICを活用した抜本的な事業ポートフォリオ改革を要望。
- ・ 2023年度：当社より、資本コスト等を踏まえたROE目標の設定や、ROE向上に向けてROICを活用した事業ポートフォリオ戦略や、資本政策、キャピタルアロケーション戦略の開示を要望。特に事業ポートフォリオ改革に向けては、財務健全性と資本効率のバランスを考慮した最適資本構成を踏まえた上で、有利子負債も活用しながらWACCを低減させつつ、設備投資等の投資に当たっては、事業別WACCを上回るROICが期待できる案件か否かを投資判断基準として意識することが、企業価値向上策を今後議論する上で重要であり、そうした議論を深めるよう要望。当該企業からは、「中長期的企業価値向上に向けた事業ポートフォリオ戦略等の検討に当たり、財務健全性と資本効率のバランスを考慮した最適資本構成や、有利子負債活用によるWACCの低減、ROIC指標設定等について今後議論していきたい」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は不採算事業の再編を公表する等、「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向け具体的な事業ポートフォリオ見直しに取り組み中。
- ・ 当該企業からは、「資本コストや株価を意識した経営等に関し、日本生命から有益な情報を得ることができ、有意義な対話ができた。今後も年に複数回、対話の機会を頂きたい」とのコメントあり。

2023年以前の事例

ROEに係る対話事例

<対話事例19> ROEの改善事例（2023年）

- ・ 当該企業は、オフィス向け什器メーカー。赤字が2期続くとともに、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で推移していたことから、2021年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2021年度：長期的な業績等を分析した上で、投資家にとっては、資本に対する収益性、つまりROEを高めることが重要であり、ROEについては、利益率、資産回転率、レバレッジ比率の3要素に分けてそれぞれの要素について考え方を示して欲しいこと、利益面だけではなく資本政策についても社内で議論を進めて欲しいことを要望。当該企業からは、「保有意義の少ない不動産や政策保有株式を圧縮し、資本効率の向上に向けた取組みを進めており、社内でも、利益率と資本政策の両面から議論を進めている」との回答あり。
- ・ 2022年度：当該企業の収益改善取組みについて、営業体制の整備・強化、仕入れにおける原価低減、適正販売価格の確保等により、粗利率の改善やリストラクチャリング効果を通じた収益改善が進んでいることを確認。また、当該企業のPBRが長期にわたって1倍を下回っている点について、投資家が株価に織り込むリスクプレミアムの低減を促すための確かな情報開示を強化するよう複数年にわたり要望。当該企業からは、「社内でもPBRに対する意識は相応に高く、情報開示の強化に向けた議論を進めていたが、議論が曖昧になりがちだった。今回の対話を通じて、今後の議論の方向性について明確な示唆を頂いた」との回答あり。
- ・ その後の決算ではROEが5%を大きく上回る水準となったことに加え、エクイティ・スプレッド（ROE－資本コスト）の改善を目指す充実した資本政策を開示し、株式市場でも高い評価を得るまでに至った。

<対話事例20> ROEの改善事例（2023年）

- ・ 小売業の当該企業は、既存店舗への集客減やEC等との競合により業績が低迷し、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で推移していたことから、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019年度：人員削減や不採算店舗の閉鎖などの構造改革は行いつつも、店頭での商品購入に資する販促は強化する等、コスト削減と収益改善の双方に取り組んでいることを確認。また、次年度公表予定の中期経営計画では、粗利や販管費等、収益改善の進捗を確認することができるKPIの設定を要望し、当該企業からは「開示を検討したい」との回答あり。
- ・ 2020年度：コスト削減・収益改善の取組みの進捗を確認し、売場の収支の可視化を通じた、売上高や利益に応じた予算配分等の取組みが行われていることを確認。コロナ禍の影響で公表延期となっていた中期経営計画については、前年度の対話と同様、収益改善の進捗を確認することができるKPIの設定を要望し、当該企業の開示に対する前向きな姿勢に変わりがなくとも確認。その後、当該企業は顧客属性別の売上高やROE5%以上をKP

I とする 2024 年度までの中期経営計画を公表。

- ・ 2021～2022 年度：公表された中期経営計画の取組みの進捗を確認し、1 人ひとりの顧客属性を把握するきめ細かい営業体制の構築やDXを通じた販促により、コスト削減と収益改善の双方を実現する取組みが進捗していることを確認。また、成長投資、株主還元、財務健全性のバランスを踏まえた資産効率の改善等について議論を深めつつ、中長期的な資本政策の方向性についての開示を要望し、当該企業からも開示の検討を進めているとの回答あり。
- ・ その後の決算ではROEが 5%を上回る水準となったことに加え、今後 10 年間の成長投資、株主還元についての考え方を示すキャピタルアロケーションを開示。

＜対話事例 2 1＞ ROEの改善事例（2023年）

- ・ 素材メーカーである当該企業は、祖業である素材製造事業では利益をあげていたものの、産業用資材事業の業績不振により業績が低迷し、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で推移していたことから、2021 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2021 年度：当社の見方として、不採算である産業用資材事業からの撤退が収益改善に向けた有効な手段であることを伝達し、中長期的な企業価値向上の観点からは、事業撤退により発生する余剰資金は自己株式取得ではなく、中長期的な成長に資する投資に活用することを要望。当該企業からは、「ROE8%を意識しており、コミットメントとして実現できるようにしたい」との回答あり。その後、当該企業は 2022 年 5 月に公表した新中期経営計画で、不採算事業の撤退や生産設備の集約等の構造改革を進める方針を開示。
- ・ 2022 年度：構造改革の取組みが順調に進んでいることを確認。その後計画を上回る水準で収益が改善し、ROEが 5%を大きく上回る水準に向上。

＜対話事例 2 2＞ ROEの改善事例（2023年）

- ・ 当該企業は、製紙業界に属しており、長期にわたり資産効率が低い状態。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で推移していたことから、2018 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2018 年度：当該企業の収益構造、収益改善に向けた取組み状況などについて確認するとともに、今後 3 カ年で本業の紙・パルプ事業を建て直して黒字化し、次の中期経営計画で新規事業の収益化のステップ・目標水準などを具体的な売上目標・利益目標等とともに示すよう要望。
- ・ 2019～2020 年度：原料コスト削減やオペレーションコスト削減等の当該企業の取組状況を確認。
- ・ その後、当該企業は 2021 年 11 月に新中期経営計画を公表し、ROE目標水準を 5%以上に設定するとともに、生産体制再構築等の既存事業の構造転換や工場の省エネによるコスト削減などの収益改善計画を公表。
- ・ 2022 年度：新しい計画に沿った取組みが順調に進んでいることを確認。その後計画を上回

るペースで収益が改善し、ROEが5%を超える水準に向上。

＜対話事例23＞ ROEの改善事例（2023年）

- ・当該企業は自動車部品等の製造・販売等を行っており、資産効率が低いことから収益性が低く、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で推移していたことから、2021年度より複数年にわたり対話を実施。
- ・2021年度：収益構造などについて確認しつつ、ROEを含めた利益目標の策定・公表及び、当該企業が公表した構造改革の実行、地域別収益の改善、EV向け製品開発の促進等を要望。
- ・その後当該企業は、2022年5月に新中期経営計画を公表し、ROE5%以上の水準となる利益目標を設定するとともに、EV向けの新領域事業の探索を公表。
- ・2022年度：利益目標の考え方を確認したところ、当該企業からは、「この目標は日本生命を含む主要株主が中長期的に望む水準を踏まえつつ、会社としてコミットできる数値として設定したものである」との回答あり。当社としては、ROE5%以上の水準となる利益目標の設定を評価しつつ、事業ポートフォリオ管理や最適資本構成の考え方も検討・公表を要望。当該企業からは、「ステークホルダーからの要望として必要な取組みと考えている」との前向きな回答あり。
- ・その後、当該企業の業績は改善し、ROEが5%を超える水準に向上。

＜対話事例24＞ 収益改善策を公表し収益改善取組みを進めている事例（2023年）

- ・当該企業は、自動車関連の部品メーカー。長期にわたり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。
- ・2020年度：収益性や資本効率について長期的な観点から分析した上で対話を実施。当該企業では収益面での課題を正しく把握し、特定の利害関係者に無理や負担が偏ることのない極めて公平で適切な改善策を検討していることを確認。また当社から、投資家の立場として上場企業に実現して欲しい姿を伝え、ROEの改善に向けた資本政策を含めた経営方針の対外発信を要望。
- ・その後2022年度の中間決算発表時に修正された中期経営計画において、当該企業は、ROEを利益率・総資産回転率・財務レバレッジの3要素に分解した上で、それぞれの要素に関する方向性を示した上で、ROE目標5%に向けて改善取組みを進めていく考え方を公表。

＜対話事例25＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・当該企業は、事業環境の変化に伴う主力サービスの需要減少により売上高が伸び悩んだことから利益水準も低迷し、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。
- ・2017年度：利益水準が低迷している理由、改善策を確認するとともに、未公表であった中期経営計画の公表、具体的な収益改善策や数値目標の開示を要望。その後2018年4月に、

当該企業は5%未満ではあったもののROE目標を含んだ中期経営計画を公表。

- ・ 2018～2020年度：中期経営計画の進捗として、不採算工場閉鎖、外部からの副社長の登用、新規分野開拓のためのM&A等を実施していることを確認。当社からは、新規事業の拡大を通じた事業ポートフォリオの変革、売上重視から採算重視への経営方針転換の更なる推進を要望。
- ・ 当該企業の業績も改善傾向にあり、2020年度実績はコロナ禍の影響もあり売上高と営業利益は目標を下回ったが、経常利益、当期純利益、ROEはあらかじめ当該企業が掲げた目標を上回った。※なおROE実績は依然5%未満。
- ・ その後当該企業は、2021年3月に新中期経営計画と2030年の長期ビジョンを公表し、2023年度のROE目標を8%（2030年度目標は10%以上）に設定。
- ・ 2021年度：新しい計画に基づいて取組みが順調に進んでいることを確認。その後計画を上回るペースで収益が改善し、ROEは5%を大きく上回る水準に向上。

＜対話事例26＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・ 当該企業は機械装置メーカー。業界環境の変動が著しい中で業績が長期にわたり低迷。赤字と黒字を繰り返す状況であり、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。
- ・ 2017年度：ROEが長期にわたり低位で推移していること、中期経営計画を開示しているが具体的な戦略についての記述が乏しいことについて課題意識を表明したところ、当該企業もROEが低迷していることに課題意識を有していること、新製品開拓を含めて収益改善に取り組んでいることを確認。
- ・ 2018～2019年度：長期ビジョンや収益改善に向けた具体的な取組み策を含む中期経営計画の公表を要望。当該企業からは、「中期経営計画を社内では共有しているが公表はまだ検討段階である」との回答あり。
- ・ そうした中、2019年11月に、当該企業が初めて長期ビジョンを公表し、今後の利益創出に向けた取組みイメージを開示するも、利益数値目標等は開示されていなかったことから、2019年度の対話では、数値目標を含む具体的な計画の開示を継続して要望。
- ・ 2020～2021年度：当該企業は2021年6月に公表した中期経営計画で、マーケット見通しの分析に基づき、製品開発の方向性や設備投資計画と共に、資産効率の改善に向けて新たにROIC目標を導入し、ROEも10%以上を目指すことを公表。
- ・ その後の対話では、財務面に加え、気候変動問題への対応など生産面での脱炭素に向けた取組みはコスト増加につながるという側面だけではなく、競合他社に先駆けて対応することで競争優位性を確保し、販売力の拡大、収益性の確保につながる可能性があること等を伝達。
- ・ その後、当該企業の業績は改善し、営業利益以下の各利益段階で過去最高益を達成、ROEも中計初年度で目標の10%を上回った。また当該企業は気候変動問題への対応にも積極的に取り組み、ビジネス拡大に活かす内容の計画も公表。

＜対話事例２７＞ ROEの改善事例（２０２２年）

- ・ 当該企業はシステム関連の業務受託と開発を主業務としており、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で推移していたことから、2018年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019年度：事前に分析した当社の見方を伝達。当該企業においても収益性の低下に関する課題の所在、及び解消の道筋を明確に捉えていることが判ったため、当社からはそのような考え方を対外的に公表してほしいと要望。当該企業からは、「対話の内容は取締役会で共有し、中期経営計画の開示や資本政策の策定なども含め、継続して議論する予定である」との回答あり。
- ・ その後、2020年６月に、当該企業は、事業の選択と集中により、３年後にはROE8％を実現したいとの考えを公表。
- ・ そこで当社からは、ROEについては、利益率、資産回転率、レバレッジ比率の３要素に分けてそれぞれの要素について考え方を示すことが重要であり、利益率だけではなく資本政策についても社内で議論を進めて欲しい旨を要望。当該企業からは、社内で、目標とする株主資本比率を含めた資本政策と利益率の両面から議論を進めているとの回答あり。
- ・ その後、意図した収益性の改善が複数年をかけて着実に進んだ結果、ROEが５％を超える水準まで改善。

＜対話事例２８＞ ROEの改善事例（２０２２年）

- ・ 当該企業は消費財関連の老舗メーカー。安定配当を継続した結果として内部留保が蓄積され、自己資本が厚い一方、利益は、国内市場の縮小と競争激化により低迷。そのため、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。
- ・ 2018～2020年度：資本効率が大幅に低下している状況を指摘し、新商品の投入やコスト削減で収益性の改善を進めるだけでなく、最適資本構成実現のためには大規模な自己株式取得と消却で思い切った自己資本の圧縮が必要なこと、併せて政策保有株式の売却等により、バランスシートも圧縮し、資本効率・資産効率の双方を高める必要性があることを繰り返し説明するとともに、効率性のKPIとしてROICによる経営管理の高度化など、他社の好事例を紹介。
- ・ こうした考え方が当該企業にも受け入れられ、当該企業は、2021年５月に公表された中期経営計画で、海外市場の強化や新規事業の育成といった成長戦略と合わせて、連結配当性向50％以上や総還元性向80％を目安とする株主還元方針及びROE5％などの数値目標を公表。更に政策保有株式の売却規模についての目標も公表。
- ・ その後、中期経営計画の初年度に、コロナ禍からの回復に伴う需要を取り込み、海外市場での売上伸長などによる増収、販管費抑制などの構造改革が進捗し、大幅増益となり、ROEは5％超の水準に向上。

＜対話事例２９＞ ROEの改善事例（２０２２年）

- ・ 当該企業は、地質調査やコンサルタントを主業務とする企業。資本効率の改善が進まず、長期にわたり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。
- ・ 2017年度：当社よりROEを含む数値目標の開示を要望。当該企業からは「ROEについては5～8%を目指すべきという意識はあり、開示は今後検討していく」との回答あり。
- ・ 2018年度：ROEの向上に向けて資本政策も含めて議論。ROEを含む数値目標の開示に慎重な姿勢に変化なし。
- ・ 2019年度：長期的な業績等を分析した上で対話を継続し、収益性の改善は重要であるが、資本政策も重要であり、収益性の改善と資本政策の両方を踏まえて投資家にとって重要なROEを高めるよう促し、またそのような考え方を立案した後、広く投資家に公表して欲しいと要望。
- ・ 2020年度：2019年度の対話と同様の要望を継続し、当該企業からは、「機関投資家がこのような開示を望んでいる旨を経営に報告した上で社内で検討を進めていきたい」旨の回答あり。
- ・ 2021年度：当該企業より、「社内で検討を進めるにつれて、初めて中期経営計画を投資家にも公表することを前向きに検討している」との説明があり、当社より中期経営計画の公表は、全てのステークホルダーに対して望ましいと考える姿、目指す方向性を発信する場であり、ステークホルダーの関心事は異なることから、株主向けの発信に偏った構成にする必要は無いことを伝えた上で、投資家としての考え方やROEなど投資家が重視する視点などを改めて伝達。当該企業より、「中期経営計画を策定する際のポイントがよく理解できた」との回答あり。
- ・ その後の決算では、ROEは5%を超える水準まで改善し、更に当該企業は、中長期的な経営ビジョン、今後目標とするROEの水準を開示。

＜対話事例30＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・ 当該企業は、機械業界に属しており、収益性の低下を背景にROEが長期にわたって低水準。株主総会での取締役再任議案の賛成率が著しく低下したことを受け、危機感も強くなったことから、最適資本構成に関する考え方を含めた中期経営計画を公表。
- ・ 当社は、決算IR資料や中期経営計画に開示された収益性改善策を分析した上で対話を実施し、当該企業の考え方、具体的な施策などを確認。対話では、投資家が重要だと考える指標がROEであることを当該企業が良く理解し、社内で大変活発な議論が展開されている様子が良く伝わり、当社からは投資家や株式市場との望ましい対話のあり方を伝え、活発な議論に終始。
- ・ その後、複数年にわたって対話を継続する中、コロナ禍の影響による中期経営計画の修正など、曲折はあったものの、ROEが5%超に向上。

＜対話事例31＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・ 当該企業は、直接シナジーのない異なる2つの事業を展開。競合激化により1つの事業の業績が悪化しており、企業全体として、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。
- ・ 2017年度：不採算事業からの撤退の可能性等も確認。2事業展開はリスク分散が目的であること、中期経営計画でROE目標を示していないのは短期間での5%までの引き上げが難しいためであることが理由であることを確認。その後2018年3月に、当該企業は各事業の構造改革を中心とした3カ年の中期経営計画を公表。
- ・ 2018～2020年度：ROE向上の大前提として営業利益率の引き上げに取り組んでいることを確認。中期経営計画の進捗状況と更なる改善策等につき意見交換を実施。事業構造改革や値下げ販売停止等による原価率向上の効果もあり収益は改善基調だったが、新型コロナウイルス感染症蔓延の影響を受けて中期経営計画の目標は未達。
- ・ 2021年度：コロナ禍の中での収益改善に向けた様々な具体的な取り組みを確認し、売上収益拡大に向けた取組みに関して議論するとともに、新中期経営計画策定に向けた基本的な方針を確認。
- ・ 当該企業は2022年3月に新たな中期経営計画を公表し、ROE目標を6%以上にするとともに、人的資本経営とR&D強化に取り組むことを公表。その後、コロナ禍に対応したサービス展開を図り売上収益の強化にも取り組んだ結果、2つの事業ともに増収増益に転じ、ROEは5%を超える水準まで改善。

＜対話事例32＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・ 当該企業は情報通信事業、半導体関連製造装置や自動車搭載関係装置の製造及び販売を行う装置等関連事業など複数事業を営んでおり、主力製品における同業他社との競争激化や販売先業界の需要低迷等により収益性が低迷し、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で推移していたことから、2020年度から対話を実施。
- ・ 2020～2021年度：当社からは継続して、株主資本コストを超えるROEの目標設定や収益改善取組の推進と取組結果の情報開示を要望。その後、当該企業は決算説明資料において収益改善に向けた具体的な事業戦略を開示。フロービジネスからストックビジネスへの移行や売上拡大推進等を実践することにより、増収増益でROE5%を超える水準まで改善。更に当該企業は、株主資本コストを上回る収益性目標としてROE8%以上を目指すことを中期経営計画で公表するなど、情報開示も改善。

＜対話事例33＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・ 当該企業は、地方銀行が経営統合したことから、システム統合や本店移転などの統合費用負担が重く、収益性は低迷し、継続してROEが5%を下回り、利益率も業界平均以下で推移。
- ・ 2019～2020年度：コスト削減だけではなく、トップラインの伸長による収益確保を目指すべく、貸出金利息の拡大、役務収益の拡大、有価証券運用の強化など幅広い領域について

議論。

- ・ 当該企業は、数年前から収益性改善に向け本部に営業店支援部署を立ち上げ、事業性ファイナンス等の取組を強化する中、支援要員も数十名体制に拡充。その成果として、従来メガバンクをメインバンクとしていた取引先法人が当該企業をメインバンクにするという成果が一気に現れ始め、2022年3月期は貸出金残高を2桁伸ばすことで貸出利回りの低下を補い、貸出金利息が大幅増大。更に、メインバンクになることで、シンジケートローン等の組成による役務収益も増加するという好循環あり。また以前のシステム統合に伴う減価償却費負担が徐々に軽減され、これらの結果として、ROEは5%を超える水準まで改善。

＜対話事例34＞ 収益改善策を公表し収益改善取組みを進めている事例（2022年）

- ・ 当該企業はビル警備・清掃等を行う企業。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。
- ・ 2017～2018年度：当該企業も低収益につき課題意識を有していることを確認。その主要因が大手事業者との差別化が難しく収益率の低い主要取引先の売上高ウエイトが大きいことであることを共有。また、当社としては、当該企業が収益改善策としてM&A等を活用した業容拡大や新規事業領域進出を検討していることを確認するとともに、今後の注力分野の明確化や具体的な投資計画の公表を要望。2019年3月に策定した中期経営計画で、当該企業は、当社が以前から要望していたとおり、今後の注力分野の明確化や具体的な投資計画を公表。
- ・ 2019～2020年度：その後、対話や決算説明会への出席等を通じて中期経営計画の進捗状況をフォローするとともに、次期中期経営計画の考え方等について意見交換を継続。中期経営計画最終年度の業績は、コロナ禍の影響もあり計画は未達だったが、M&Aを含めた投資を継続した結果、事業基盤は拡大し、従業員数も増加し給与面を含めた待遇改善も進捗。2022年3月に公表した新中期経営計画で、当該企業は、各事業分野ごとの具体的な施策と数値目標が示されるとともに、2023年度のROE目標が6%以上であることも公表。

＜対話事例35＞ 収益改善策を公表し収益改善取組みを進めている事例（2022年）

- ・ 当該企業は業務用調味料の製造・販売等を行う企業。資産効率及び収益性が低く、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で推移していたことから、2018年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2018年度：収益構造などについて確認しつつ、当社からは現預金と投資有価証券が過大である点を指摘し、財務戦略や目標とするROEの公表を要望。
- ・ 2020～2021年度：当社より、ROEを利益率・総資産回転率・財務レバレッジに分解し、業界平均との比較や時系列の変化を示した上で、利益率や総資産回転率の改善、目標とする自己資本比率を踏まえた財務レバレッジの水準や考え方について社内の議論を深めるよう要望。

その後、当該企業は 2022 年 5 月に新中期経営計画を公表。この中で目標とする ROE を 5%以上とするとともに、「資本効率の低い現預金の比率が高く、株主価値を毀損している可能性（当該企業の公表資料より抜粋）」がある旨を明示。またキャピタルアロケーションのイメージとして、成長投資、株主還元に関する目標数値を公表。

＜対話事例 36＞ 資本政策の充実を促す中で、ROEに関する目標を開示した事例（2022年）

- ・ 当該企業は計測機器メーカー。競業の激化などを背景に、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。
- ・ 当社は、長期業績推移・財務状況等を分析した上で対話を実施。当該企業は過去から自己資本比率が高く、ROE の構成要素である財務レバレッジ比率が低位にとどまっていたことから、収益性の改善だけではなく資本政策も重要であり、収益性と資本政策の両面について社内議論を深め、投資家が重視する指標である ROE を高める施策を立案の上、投資家に発信することを複数年にわたって要望。
- ・ その後、当該企業は、新中期経営計画において、5%を上回る ROE 目標を初めて公表。合わせて、将来的には更なる ROE の向上を目指す方針も公表。

＜対話事例 37＞ ROEの改善事例（2021年）

- ・ 当該企業は特殊な産業素材等を製造しており、特定顧客から低採算での受託生産が大半のため収益性が低く、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。
- ・ 対話の中で、当該企業から、利益率改善に向け原価低減を推進することから始めたいとの説明があり、当社からは業績改善に向けた数値目標の設定・開示を要望。
- ・ その後、当該企業は、最新鋭設備への投資を通じて生産性を高めることで原価低減を目指し、ROE 5%超を目標とする中期経営計画を 2019 年 5 月に公表。
- ・ 中期経営計画初年度は、設備投資が奏功し、厳しい環境にもかかわらず増収増益を確保して ROE も上昇するなど、中期経営計画に沿った収益性改善取組みの進捗を確認。
- ・ その後、中期経営計画に沿った生産能力増強による原価低減と特定製品の拡販等により増収増益を実現し、ROE は 5%を超える水準まで改善。

＜対話事例 38＞ 収益改善策を公表し収益改善取組みを進めている事例（2021年）

- ・ 当該企業は、電気通信製品の製造・工事等を行っており、特定顧客からの低採算の案件もあることから収益性が低く、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で推移していたことから 2019 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019 年度：当該企業の収益構造などについて確認しつつ、当社からは、ROE を利益率・総資産回転率・財務レバレッジに分解し、業界平均との比較や時系列の変化を示した上で、営業利益率の改善をはじめ、各項目について目指す水準や考え方についての社内の議論を

深めるよう要望。

- ・ 2020 年度：これまでも開示していた利益目標だけではなく、適切と考える自己資本比率（財務レバレッジ）の水準も含めた資本効率に言及した開示を要望。
- ・ その後、当該企業は初めて中期経営計画を公表。当社の要望も踏まえ、目標とする ROE 水準を 5%以上に設定し、利益率・総資産回転率・財務レバレッジといった構成要素ごとの目標水準とその実現に向けた諸施策を開示。
- ・ 当該企業からは、「中期経営計画公表をきっかけにアナリスト等の取材が増加し、弊社への理解が深まったとの意見をもらった。機関投資家には様々な情報が集まっていると改めて気づかされ、引き続き外部の意見を取り入れながら業績目標を達成したい」とのコメントあり。

＜対話事例 39＞ 中期経営計画で取組策に関する KPI を公表した事例（2021 年）

- ・ 当該企業は、近年の積極的な M&A の効果もあり、売上高と営業利益は順調に拡大を続けていたが、過去に買収した会社の資産の減損等で特別損失が毎年発生しており、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。
- ・ 対話では、引き続き本業を強化することに加えて、投資家が重要視する ROE の将来目標と、改善に向けた KPI や収益性に課題がある中核子会社の財務情報等の更なる詳細な開示などを要望。併せて、収益性の低下に加えて、バランスシートが拡大し、資産効率が低下していることも ROE 低下の要因であることを指摘し、改善策の検討を要望。
- ・ その後の決算では、新型コロナウイルスの影響による休業や売上高の減少といったマイナスの影響が巣籠り需要や衛生用品等の需要増大といったプラスの影響を上回り、赤字となったが、決算と同時に公表された中期経営計画の中で、経営効率を改善し、デジタル・トランスフォーメーション(DX)による業務プロセスの効率化で収益力を高めるとともに、海外事業の強化を軸とした成長戦略を推進し、5 年後の ROE 目標を 5%超とすることを公表。

業績改善（黒字転換）に係る対話事例

＜対話事例 40＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（2023 年）

- ・ 当該企業は、外食産業向け業務用食材の卸売を主業務としており、業容の拡大を通じて売上は伸長していたが、利益率が低く、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で推移していたことから、2018 年度から複数年にわたり収益改善に向けた事業ポートフォリオのあり方等に関して対話を実施。
- ・ そのような状況下で、コロナ禍の影響もあり 2020 年度は大幅減収で赤字となり、売上回復のための既存事業における新規取引先の拡大策、不採算事業への対応策、コスト削減状況などについて意見交換を実施。その後、当該企業は、2021 年度にコア事業の強化や損益分岐点引き下げなど 5 つの重点施策を柱とする中期経営計画を公表。

- ・ 中期経営計画に沿った取り組みを実施した結果、計画初年度の 2021 年度には増収に転じて赤字幅も縮小し、2022 年度には事業環境の好転に加え、不採算事業の譲渡や本業の更なる強化などにより、売上規模はコロナ禍の前に及ばなかったものの営業利益は過去最高となり、黒字転換。（なお R O E も対話開始時の水準を超える水準まで改善。）

＜対話事例 4 1＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（2023 年）

- ・ 当該企業はアパレル関連事業を営んでおり、国内既存販売チャネルが E C（イーコマース）や新興ブランド台頭の影響により低迷するとともに、海外事業も赤字が続く、長期的に低収益の状況が継続しており、2015 年度より対話を継続。
- ・ 2021 年度以前：当社からは、販管費が高止まりしている状況を指摘し、不採算店舗・ブランドに加え、人員削減にも踏み込んだ抜本的な構造改革の断行による収益性改善を要望。その後、当該企業は、国内の人員削減や海外不採算事業からの撤退を含めた構造改革を決断、大規模な減損等の特損による赤字決算となる決定を公表したが、ほぼ同時期にコロナ禍の影響を受け、特に 2020 年度から 2021 年度は政府による緊急事態宣言等による営業自粛の影響もあり、営業損益段階から赤字となり、結果として 3 期連続赤字。
- ・ こうした状況下で、当該企業は、構造改革と並行して、E C チャンネルの刷新、既存店舗とのシナジーを一層高める OMO（Online Merges with Offline）戦略を強化。
- ・ 2022 年度：当該企業から、構造改革の成果が出ていること、今後は財務健全性も高めていきたいとの説明あり。当社からは、海外の収益改善が今後の課題であると伝達するとともに、財務健全性の向上に当たっては、資本効率の向上も意識して取り組むことを要望し、当該企業と課題認識を共有。
- ・ その後の決算では赤字の不採算分野からの撤退や、既存店舗と E C のシナジーの発揮等により、営業利益以下全ての黒字化を達成。

＜対話事例 4 2＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（2021 年）

- ・ 電子部品製造を手掛ける当該企業は、近年価格競争の激化で収益性が低下しており、不採算受注を控えた結果、売上高が大幅に減少し、更に高付加価値製品や新製品開発の研究開発の強化、工場統廃合や人員の削減、設備の減損を含めた事業構造改革を行ったことから赤字を計上しており、2019 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019 年度：事業環境や当該企業の取り組み状況を確認するとともに、業績反転に向けた取り組み計画と数値目標の開示を要望。
- ・ 2020 年度：事業構造改革では踏み込んだ資産のスリム化・健全化を進めていることを確認し、人件費や固定費の削減による収益改善効果、売上回復時には利益が出る体質となっていることなど、投資家の期待を高めるような開示をするよう要望。
- ・ その後、新たな需要先も含め売上が回復し始め、固定費削減の効果もあり、営業利益以下全ての黒字化及び R O E 5% 超を達成。

＜対話事例４３＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（２０２１年）

- ・ 当該企業は、業界環境の悪化や、直近では新型コロナウイルスの感染拡大の影響もあり、複数決算期にわたって赤字が継続していたことから、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019年度：長期的な業績推移と足もとの業績動向について事前に分析した上で対話を行い、当該企業における課題認識、業績回復に向けた考え方などを確認。その後当該企業は、業績の抜本的な改善に向けた中期経営計画を公表。その内容は、自社の強みを的確に把握し、リストラクチャリング、資本増強、経営体制の見直しなどが盛り込まれた説明力の高いものであり、株主だけではなく、従業員、債権者などの全ての利害関係者への配慮が行き届いたきめ細かなものであった。
- ・ その後、事業環境の好転、綿密に練られた当該企業の業績改善策が着実に実行されたことから業績は回復傾向となり、黒字化を達成。

株主還元に係る対話事例

＜対話事例４４＞ 株主還元に関する論点が解消した事例（２０２３年）

- ・ 当該企業は電子部品メーカー。近年は利益が堅調に伸びていたことから、配当性向は15%を下回る水準にあり、2021年度から継続して対話を実施。
- ・ 2021年度：当社は、長期的な業績等を分析した上で、株主還元に関する当該企業の考え方をヒアリングしたところ、従来から株主還元を経営の重要事項の一つに位置付けていることを確認。当社からは、株主還元は次の期以降のROEにも影響する点で資本政策の重要な一部を占めている旨を説明し、単純に株主還元だけを積極化するのではなく、設備・研究開発投資とのバランス、ROEを低下させない内部留保のあり方を検討した結果としての株主還元方針を社内で議論・立案し、対外的に発信していくことを要望。
- ・ 2021年度の決算では1株配当金の大幅増加があり、配当性向は15%に届かなかったものの、決算発表時に公表された中期経営計画において、当該企業は、資本政策、今後の投資、資金バランスなどを総合的に検討する中から15%以上の配当性向を目指す方向性を公表。
- ・ 2022年度：当社からは資本コスト等を意識した資本政策の観点からも株主還元を検討する重要性を説明しつつ、改めて株主還元に関する当該企業の考え方を確認。当該企業からは、「株主還元については配当性向15%を目安としつつ経営成績等を勘案し状況に応じ検討する方針であるが、当面は課題である財務バランス改善等を優先する中、資本コストやエクイティスプレッド（ROE－資本コスト）を意識した議論は行っていない。しかし日本生命の指摘も踏まえ、資本政策の考え方についても今後検討していく」との回答あり。
- ・ その後の決算において増配され、配当性向が15%超に向上。

＜対話事例４５＞ 株主還元に関する論点が解消した事例（２０２３年）

- ・ 当該企業は、建設関連事業を展開しており、安定配当を志向し、長期にわたり配当額をほぼ一定としてきたことから、利益が拡大する状況下で、配当性向は当社の議決権行使精査

基準である 15%を下回る水準が続いていたため、2016 年度より複数年にわたり対話を実施。

- ・ 建設関連業界は、公共工事の減少や下請け先への支払サイト短縮要請等により、運転資金需要が高まる傾向にあったが、当該企業は、将来に向けた投資ニーズは無いことを確認したことから、過去から、対話において、配当を低位にとどめるのであれば、資金使途や財務体質改善の必要性等を開示・説明するよう要望してきたが、明確な説明は無し。そうした中で、近年はコロナ禍で利益成長が鈍化しつつあり、高水準の内部留保により資本効率が低下し、数年前まで 10%を超えていた R O E は、8%を下回る水準に低下。
- ・ 2019 年度以降：当該企業の状況を踏まえると、企業価値を高める観点からは株主還元強化が有効なことで、資本効率の低下に起因して P B R が著しく低下し、極めて低位に留まっている状況は憂慮されること、株価騰落率も市場対比で劣後していることなどを指摘し、粘り強く改善を要望。（これらは東証が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請する数年前から当該企業に対して要望してきたもの。）
- ・ こうした長期にわたる要望等により、当該企業は、2022 年度決算発表前に配当方針の見直し、連結配当性向 30%程度という目標を公表。その後、当該公表に沿った剰余金処分案が株主総会に上程され、配当性向が 15%超に向上。

＜対話事例 4 6＞ 株主還元に関する論点が解消した事例（2023 年）

- ・ 当該企業は、安定配当を継続する方針で、配当性向の目処は公表しておらず、利益が拡大する状況下で、配当性向は 15%を下回る水準にあり、2022 年度に対話を実施。
- ・ 2022 年度：当社から配当性向が 15%を下回っていることについて課題意識を表明するとともに、企業価値向上に向けて事業ごとの R O I C 目標の設定、最適資本構成に基づく配当性向水準等を社内で議論し、資本政策を策定・公表することを要望。当該企業からは、「事業ポートフォリオ管理の導入を検討するとともに、配当の考え方を整理したい」との回答あり。
- ・ その後の決算において増配が行われ、配当性向が 15%超に向上。また、2023 年 2 月に公表された新中期経営計画で、当該企業は、R O E 及び R O I C 目標を設定し、事業ポートフォリオ管理の考え方を導入するとともに、株主還元方針として、「収益力向上を目指した資本の効率かつ戦略的な活用」とともに配当性向 30%を目安とする考え方を公表。

＜対話事例 4 7＞ 株主還元の目標水準を対外公表した事例（2023 年）

- ・ 当該企業はビルメンテナンス会社。近年は株主還元の強化を上回るペースで利益が伸び、長期にわたり配当性向が 15%を下回る水準にあり、2020 年度より複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2021 年度：長期的な業績等を分析した上で対話を実施し、当社から、株主還元に対する考え方を確認したところ、採算面、及び資金面に目配りしながら業容を拡大する中で、株主還元も重要な経営課題の一つに位置付けられていることを確認。当社からは、株主還元は其後の R O E に影響する点で資本政策の重要な一部を占めていることを説明し、単純に

株式配当を増やすのではなく、本業への資金投下やROEを低下させない内部留保の必然性を検討することが重要である旨を伝達。また当該企業は企業規模が中堅規模であることから、株主総会における機関投資家の賛否判断の考え方や、投資家が上場企業に求める姿を伝達される機会が少ないことも判ったため、立案した経営方針を広く株式市場に発信し、投資家との対話機会を増やすことも重要であることを伝達。

- ・ その後、当該企業は増配など株主還元強化を積極化。2023年5月に初めて公表した中期経営計画では、企業価値の向上を目指す中で、株主還元についても配当性向を15%以上とする目標を公表。

＜対話事例48＞株主還元に関する論点が解消した事例（2022年）

- ・ 当該企業は毎年増配を継続していたが、利益が堅調に伸びていたことから、配当性向は15%を下回る水準にあり、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019年度：当社から配当性向が長期にわたり低迷していることについて課題意識を表明したところ、当該企業から「安定した配当を継続して実施する方針であり、配当性向は意識していない」との回答あり。
- ・ 2020年度：当社から継続して課題意識を表明しつつ、中期経営計画等での株主還元目標の開示及び継続的な増配を要望。当該企業からは「出店による規模拡大を優先するという方針に変化は無いが、増配の継続や配当性向目標の策定を前向きに検討したい」との回答があり、当社と課題意識の共有が進捗。
- ・ 2021年度：最適資本構成に基づく配当性向水準等の資本政策の公表を要望したところ、当該企業からは「成長投資を継続しつつ一定の配当性向を維持することを検討しており、また2021年5月に証券会社と運用会社出身の独立社外取締役を1名ずつ招聘し、資本政策等も含めて貴重な意見を頂いている」との回答あり。更に中期経営計画等の策定に当たっては、「今回の対話の内容は、新たに招聘した2名の独立社外取締役から指摘される内容と重複しており、改めて参考になった」とのコメントがあり、当社の要望も踏まえて対応したいとの意向も確認。
- ・ その後、更なる増配が公表され、配当性向が15%超に向上。加えて、資本政策に関する考え方をまとめた資料を公表し、この中では成長と還元の両立を目指すという資本政策の考え方とともに自己株式取得が公表され、機動的・継続的な株主還元を実施するという方針を開示。

＜対話事例49＞株主還元の目標水準を対外公表した事例（2022年）

- ・ 当該企業は新興成長企業であり、更なる成長に向けた新規事業への投資資金等で一定の資金需要がある一方、業界の資本規制の影響で財務基盤の強化が求められる状況にあったことを背景に、配当性向は15%を下回り、具体的な株主還元の数値目標の開示もなかったことから、2017年度より複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2017～2018年度：当該企業を巡る業界の資本規制の状況や収支・財務状況、財務戦略等を確認しつつ、将来的に資金需要や資本強化の状況を踏まえた上での段階的な株主還元の充

実や具体的な株主還元方針の公表を要望。

- ・ 2019～2021 年度：当社から、株主還元だけではなく R O E も重視していること、当該企業が現行の配当性向を維持する場合、一定以上の利益成長が無いと R O E が低下する可能性があること、資本政策を社内で議論の上で、考え方を公表していただきたいことを継続して要望。
- ・ その後当該企業は、増配と共に新たな中期経営計画を公表し、同計画の中で初めて配当性向 20% という数値目標を開示。

＜対話事例 5 0＞ 株主還元に関する論点が解消した事例（2021 年）

- ・ 当該企業は、毎年増配を継続していたが、利益が堅調に伸びていたことから、配当性向は 15% を下回る水準にあり、2017 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2017 年度：当社から配当性向が長期にわたり低迷していることについて課題意識を表明したところ、当該企業から「安定的な増加が基本方針であり、すぐに株主還元姿勢や配当性向の水準を変更する予定は無い」との説明あり。
- ・ 2018 年度：当社から課題意識を表明しつつ、中期経営計画等での株主還元目標の開示など情報開示の充実を要望したところ、当該企業からは「時間はかかるかもしれないが前向きに検討したい」との回答あり。
- ・ 2019 年度：資本政策について議論し、当該企業からは「直近の業績好調により財務面の余裕がでてきており、投資・株主還元方針を見直すことができるようになった」との前向きな説明があり、当社と課題意識の共有が進捗。
- ・ 2020 年度：コロナ禍の事業への影響も含めて確認し、当該企業からは、「コロナ禍で減益となる見通しだが、株主還元充実の観点から一層の増配も検討している」との説明あり。
- ・ その後、増配が行われ、配当性向が 15% 超に向上。

＜対話事例 5 1＞ 株主還元に関する論点が解消した事例（2021 年）

- ・ 当該企業は新興企業であり、中長期的な成長目標を公表し、その目標に沿った利益成長を実現していたが、事業の成長に向けた資金需要が旺盛なため上場以来無配であったことから、2017 年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019 年度：当該企業からは、株主還元に関する当該企業の考え方について「成長投資が一巡した後は、自己株式取得や配当を通じて積極的に株主還元を実施したい」という前向きな姿勢を確認。
- ・ 2020 年度：当該企業の株主還元方針が維持されていることを確認。
- ・ その後、当該企業の成長投資が一段落したことから、当該企業は株主還元に関する方針を公表した上で、自己株式の取得や初の配当を実施し、配当性向が 15% 超に向上。

個別課題をテーマとする対話事例

＜対話事例５２＞ 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要素について何れも低下。
- ・ 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。当該企業より同事業は大きな課題と認識しており見直しを検討していきたいとの回答あり。また、財務レバレッジが長期にわたり低下基調にあり、競合他社比でも低水準にあることも伝え、最適な自己資本比率（財務レバレッジの逆数）の水準について確認したところ、当該企業より「自己資本比率の目標感はないが今後も高めていこうと考えてはおらず、自己株式の取得や有利子負債の有効活用も検討していきたい」との回答あり。
- ・ 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。

＜対話事例５３＞ 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５４＞ 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る」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。

（２）ガバナンス体制

2024 年の事例

＜対話事例 55＞ 不祥事案の再発防止策とガバナンス改革の進捗状況をモニタリングしている事例（2024 年）

- ・ 当該企業は、過去に役員等の不正が判明した後、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高め、ガバナンス改革を推進中だったが、こうした状況下で、新たに取締役が関与していた法令違反事案が発覚。
- ・ 当社では、本事案の原因究明、責任の明確化、再発防止策の策定といった事後対応に問題がないことは対話を通じて確認。一方当該企業は、本事案について数年前に法令違反の可能性を確認しており、本事案に取締役ら（以下、当該取締役）が直接関与していたことも把握しつつ、過去の株主総会時において当該取締役を取締役候補者（再任）として上程。
- ・ 2022 年度：当社は、当時の指名委員である独立社外取締役らが適切に職務を果たしていたか、また監査委員である独立社外取締役らは取締役の職務執行を適切に監督していたかという点について確認が必要と考え、複数回対話を行った。対話では、当社より、当該取締役を取締役候補者（再任）としたことに関する指名委員会の考え方や議論のプロセス、当該取締役の法的責任だけではなく経営者としての責任に関する指名委員会の意見、監査委員会の職務遂行状況等について当該企業に質問。当該企業からは、「ガバナンス改革を推進中であった状況下で、法令違反の可能性がある本事案に関与していた当該取締役を再任候補者とするものの是非について、指名委員会では、複数の社外関係者の意見も踏まえ、複数回にわたり議論を重ねた上で、最終的に全会一致で当該取締役を再任候補者として決定し、また監査委員会では、執行側からの説明や指名委員会での議論の状況を収集しつつ議論を行った」との回答があったことから、当社は、当時の議論のプロセス等には問題無く、当時の指名委員及び監査委員である独立社外取締役らは職責を果たしていたことを確認。

- ・ 2023 年度：対話を継続し、本事案の再発防止策の進捗状況と当該企業が過去から取り組んでいるガバナンス改革の実行状況について、モニタリングを実施。再発防止策等は着実に遂行されていることを確認。加えて、独立社外取締役らが現場の従業員と対話する機会を積極的に設けることで、組織風土改革の全社への浸透・定着状況を把握し、また独立社外取締役が現場の従業員との対話を通じて得た情報を監督に活用できる仕組みを構築中であることを確認。また独立社外取締役自身がスモールミーティングで機関投資家らと対話を行い、社外の意見を自ら把握し、ガバナンス改革を含む経営全般に活かそうとする姿勢を確認。当社としては、不祥事案発生後の再発防止策の対応やガバナンス改革が着実に進捗していることを確認。また独立社外取締役の機能発揮状況についても引き続き確認していく。

＜対話事例 5 6＞ 不祥事の再発防止策と社外役員の機能発揮を確認した事例（2024 年）

- ・ 自動車製造業である当該企業の 100%子会社が、車両の衝突試験の認証手続きに不正があったと公表。当社の議決権行使精査要領への抵触事案であることから、2023 年 5 月から当該企業と対話を実施し、原因究明、責任の所在の明確化、再発防止策の策定と実行、及び情報開示を要望。この際、当社の要望事項をまとめた経営層向けレターを手交。
- ・ 2023 年度：2024 年 4 月に当該企業の社長らは機関投資家向けの説明会を開催し、親会社としての再発防止策を公表。その直後、当社は当該企業の経営層と直接対話し、当社の要望に沿う形で当該企業が再発防止の取組みを進めていることを確認。また、社外役員とも対話し、社外役員の機能発揮と執行・社外役員間の適切なコミュニケーションを確認。
- ・ 子会社自身の再発防止策に加え、親会社としての当該企業の再発防止策、社外役員の機能発揮等が対話によって確認できたため、取締役・監査役選任に関する会社提案に賛成。今後も対話を継続し、再発防止策の進捗状況を確認していく。
- ・ 当該企業からは、「2023 年 5 月の当社からの経営層向け文書は、事後対応の状況を公表する際に参考にした。また、投資家向けのコミュニケーションのやり方を検討していた際、2024 年 2 月の当社との対話等で様々な視点から指摘を受けたことも踏まえ、社長らによる機関投資家向け説明会を開催した」とのコメントあり。

2023 年以前の事例

＜対話事例 5 7＞ 不祥事案に関与していた取締役候補者の選任について、指名委員会での議論のプロセスを確認した事例（2023 年）

- ・ 当該企業は、過去に役員等の不正が判明した後、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高め、ガバナンス改革を推進中だったが、こうした状況下で、新たに取締役が関与していた法令違反事案が発覚。
- ・ 当社では、本事案の原因究明、責任の明確化、再発防止策の策定といった事後対応に問題がないことは対話を通じて確認。一方当該企業は、本事案について数年前に法令違反の可

能性を確認しており、本事案に取締役ら（以下、当該取締役）が直接関与していたことも把握しつつ、過去の株主総会時において当該取締役を取締役候補者（再任）として上程していたことから、当社としては、当時の指名委員が適切に職務を果たしていたか、また監査委員は取締役の職務執行を適切に監督していたかという点について確認が必要と考え、複数回対話を実施。

- ・ 対話では、当社より、当該取締役を取締役候補者（再任）としたことに関する指名委員会の考え方や議論のプロセス、当該取締役の法的責任だけではなく経営者としての責任に関する指名委員会の意見、監査委員会の職務遂行状況等について当該企業に質問。当該企業からは、ガバナンス改革を推進中であった状況下で、法令違反の可能性がある本事案に関与していた当該取締役を再任候補者とするものの是非について、指名委員会では、複数の社外関係者の意見も踏まえ、複数回にわたり議論を重ねた上で、最終的に全会一致で当該取締役を再任候補とすることを決定し、また監査委員会では、執行側からの説明や指名委員会での議論の状況を収集しつつ議論を行ったとの回答があったことから、当社は、当時の議論のプロセス等には問題無く、当時の指名委員及び監査委員は職責を果たしていたことを確認。
- ・ 当社としては、今後も対話を継続し、本事案の再発防止策の進捗状況だけではなく、当該企業が過去から取り組んでいるガバナンス改革自体が着実に実行されていることも確認予定。

＜対話事例５８＞ 社外監査役の出席率が改善した事例（２０２２年）

- ・ 当該企業の社外監査役は業務多忙という理由で取締役会の出席率が低位にとどまっていたことから、2017年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2017年度：当社から本件について課題意識を表明し、社外役員の機能発揮の重要性、及び出席率はその判断の要素である旨を説明して改善を要望。具体的な対応策として、ＴＶ会議や電話会議の活用や取締役会の開催頻度削減等を要望し、当該企業からは「前向きに検討したい」との回答あり。
- ・ 2019年度：当社より取締役会の出席率に改善が見られない点を課題表明し、ＴＶ会議や電話会議の活用や取締役会の開催頻度削減等を改めて要望。当該企業からは、「出席率が低い点はマスコミでも取り上げられており、課題認識している」との説明あり。
- ・ 2020年度：新型コロナウイルス感染症対策として役員会にＴＶ会議システムを導入し、当該社外監査役も2020年４月以降ＴＶ会議で取締役会に毎回出席しているとの説明あり。
- ・ その後、公表された当該企業の招集通知では、当該社外監査役の取締役会への出席率が改善していることを確認。

＜対話事例５９＞ 社外監査役の出席率が改善した事例（２０２２年）

- ・ 当該企業の社外監査役につき、取締役会の出席率が低位にとどまっていたことから、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019年度：当社から本件について課題意識を表明し、社外役員の機能発揮の重要性、及

び出席率はその判断の要素である旨を説明して改善を要望したところ、事前のスケジュール調整を工夫し、出席率を改善したいとの説明あり。

- ・ 2020 年度：当社より取締役会の出席率に改善が見られない点を改めて課題表明し、出席率が低位に留まる理由を確認したところ、「年度のスケジュールを社外役員に事前に伝えていたものの、臨時取締役会のスケジュール調整が上手くできず、結果として出席率が改善できなかったが、既にWEB会議システムを導入し、今後は出席率を改善できるよう取り組みたい」と前向きな回答あり。
- ・ その後、公表された当該企業の招集通知では、当該社外監査役の取締役会への出席率が改善していることを確認。招集通知の公表後、改めて当該企業に改善理由を確認したところ、対話で指摘を受けた点を踏まえ、WEB会議システムの有効活用やスケジュールリングの工夫などの取組みとの回答あり。

＜対話事例60＞ 少数株主利益保護に向けた体制整備が行われた事例（2022年）

- ・ 当該企業は、40%以上を保有する支配株主が存在し、独立社外取締役の構成比率が3分の1に満たないことから、少数株主と支配株主との利益相反を適切に管理し、少数株主利益を保護するための体制整備を要望するため、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019～2020年度：当社からは、支配的株主が存在する場合における少数株主利益を保護するための体制整備の重要性を説明し、独立社外取締役の構成比率を3分の1以上とするか、支配的株主との利益相反を適切に管理し、少数株主利益を保護するための独立社外役員を過半とした委員会の設置を要望。
- ・ 2021年6月の株主総会時点では独立社外取締役の構成比率が3分の1に満たされなかったが、独立社外取締役は2名から3名に1名増員。
- ・ 2021年度：検討状況を確認するとともに再度体制整備を要望したところ前向きな回答あり。その後、当該企業は独立社外取締役の構成比率を3分の1にするとともに、独立社外役員を過半とする委員会を設置。後者に関しては、コーポレートガバナンス報告書においても、「取締役会の諮問機関として、独立社外取締役で構成する「ガバナンス特別委員会」を設置。ガバナンス特別委員会は、取締役会の諮問に応じて、主に親会社グループと少数株主との間の利益相反問題を監視・監督すること及び親会社グループとの取引について審議し、取締役会に対して答申を行っており、親会社グループと取引を実施するに当たっては、社内規則及び「ガバナンス特別委員会」の答申を踏まえ、取締役会において上記条件が満たされていることを確認した上で、取引実施の可否を決定しています。」と公表。

＜対話事例61＞ 独立社外取締役を増員した事例（2021年）

- ・ 当該企業は監査等委員会設置会社。社外取締役4名のうち、当社の議決権行使精査基準で定める独立性を満たす社外取締役は1名のみであり、残り3名は取引先や大株主出身者など独立性のない取締役であったことから、取締役会の独立性に懸念があると考え、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019～2020年度：当社より、取締役会の独立性に懸念があると考えていることを伝え、

現任者との交代もしくは追加選任により独立社外取締役を複数名選任するよう要望。当該企業からは、「コーポレートガバナンス・コード改訂の動き等も踏まえ、ダイバーシティの観点からも女性で法律的知識のある独立社外取締役を候補として検討していきたい」との回答あり。

- ・ その後、大株主出身の社外取締役を2名から1名に減員し、代わりに独立社外取締役（女性弁護士）とする役員人事案が公表され、株主総会で選任。

＜対話事例62＞ 独立社外取締役不在が解消した事例（2021年）

- ・ 当該企業では、当該企業の株式を10%以上保有する複数の大株主企業の出身者のみが社外取締役に選任されていたことから、当社としては取締役会の独立性に懸念があると考え、2017年度から複数年にわたり対話を行い、ガバナンス向上の観点から大株主企業出身者ではない独立社外取締役の選任を要望。
- ・ 2019年度以前：当該企業の考え方としては、「複数の大株主企業出身の取締役間で牽制が効いており、大株主企業出身以外の社外取締役は必要ない」とのスタンスであり、候補者を検討する姿勢は一切見られず、長期にわたり課題意識を共有することはできなかったが、当社からは繰り返し、大株主から独立して利益相反を管理する独立社外取締役の必要性を伝え、選任を要望。
- ・ 2020年度：大株主企業出身者ではない独立社外取締役の選任を前向きに検討するとの姿勢の変化が確認でき、その後当該企業より、この条件を満たす独立社外取締役を1名選任する役員人事案が公表され、株主総会で選任。

＜対話事例63＞ 少数株主利益保護に向けた体制整備が行われた事例（2021年）

- ・ 当該企業には、40%以上を保有する支配的株主が存在し、独立社外取締役の構成比率が3分の1に満たないことから、少数株主利益と支配的株主との利益相反を適切に管理し、少数株主利益を保護するための体制整備を要望するため、2019年度から複数年にわたり対話を実施。
- ・ 2019年度：当社からは、支配的株主が存在する場合における少数株主利益を保護するための体制整備の重要性を説明し、独立社外取締役の構成比率を3分の1とするか、支配的株主との利益相反を適切に管理し、少数株主利益を保護するための独立社外役員を過半とした委員会の設置を要望。
- ・ その後、当該企業から本件について対応策につき数度にわたり相談があり、当社からは既存の指名・報酬等諮問委員会（過半が独立社外取締役で構成）に機能を付加するといった方策も含め、具体的な対応策につき助言を実施。
- ・ 2020年6月の株主総会時点では、体制整備はされていなかったが、当該企業は、コーポレート・ガバナンスに関する報告書で「同社との重要な利益相反取引や異例な取引については、独立社外取締役が半数以上を占める指名・報酬等諮問委員会などにおいて審議・検討を行う仕組みを導入することを検討しております」との記載をし、継続検討していく方針を開示。

- ・ 2020 年度：検討状況を確認するとともに再度体制整備を要望したところ前向きな回答があり、その後、当該企業は独立社外役員を過半とする委員会を設置。コーポレート・ガバナンスに関する報告書においても「親会社及び同社が 100%出資する子会社との重要な利益相反取引及び異例な取引については、独立社外役員が過半数を占める「親会社等との重要な取引等に関する諮問委員会」において、審議することとしております」と公表。

＜対話事例 6 4＞ 不祥事後の再発防止策の進捗を適切に公表している事例（2021 年）

- ・ 当該企業は 2019 年に、製品の一部に不適切な食品表示があることが発覚。
- ・ 2019 年度：当該企業の対応状況・方針などについて対話を実施。原因究明、責任の明確化、再発防止策等の情報開示を要望するとともに、再発防止策の進捗状況については、ホームページ等で継続的に情報開示することも要望。
- ・ その後原因究明、責任の明確化、再発防止策が公表されるとともに、ホームページのトップ画面に「再発防止策の進捗状況について」という専用コーナーが設けられ、数十にわたる再発防止策の進捗状況について、毎月更新して公表するなど、再発防止策の進捗についての情報開示あり。
- ・ 2020 年度：取引先からの監査要請や品質企画書の提出要請に対応する等再発防止策に真摯に対応していることをあらためて確認。

＜対話事例 6 5＞ 社外監査役の独立性について改善した事例（2020 年）

- ・ 当該企業では、社外監査役として、当該企業の株式を 10%以上保有する大株主企業の出身者 2 名のみが選任されていたことから、当社としては監査役会の独立性に懸念があると考え、複数年にわたり対話を実施し、ガバナンス向上の観点から、独立社外監査役の選任を検討することを要望。
- ・ また当社では、当該企業との対話に加え大株主企業とも対話を行い、当該企業に関する当社の課題認識を伝達し、親会社として早期に当該企業のガバナンスを改善するよう要望。
- ・ その後、当該企業より独立社外監査役を 1 名追加する役員人事案が公表され、2020/6 期の株主総会で選任。

＜対話事例 6 6＞ 役員報酬に関する開示が改善した事例（2020 年）

- ・ 当該企業は、社内役員報酬一人当たり平均額が当該企業の従業員給与一人当たり平均額に対して 30 倍超の水準であったため、当該企業の人事担当役員と対話を実施。
- ・ 当該企業は、役員報酬について、独立社外役員で構成された任意の報酬委員会を設置しており、取締役の報酬水準、報酬構成及び業績連動報酬の目標設定は報酬委員会で審議のうえ取締役会で決定しており、また役員報酬制度で比較対象とする企業群を含め制度の仕組みを開示。
- ・ しかしながら、業績連動目標とそれに対する報酬委員会の業績評価、及びその業績評価が役員報酬へどのように反映されたかについては非開示。そこで当社からは、報酬委員会の

業績評価とその役員報酬への反映プロセスについても開示するよう要望。

- ・ また、役員と従業員との報酬格差が大きい場合、従業員のモチベーション低下につながる可能性もあるが、その点については、当該企業は従業員満足度調査を実施しており、その結果を踏まえた施策も実施していることを確認。
- ・ その後、当該企業の株主総会議案には役員報酬に関係するものはなかったものの、当該企業は、株主総会招集通知と同じタイミングで、役員報酬制度の仕組み、業績連動報酬として設定した目標、目標に対する評価、業績連動報酬額への反映プロセス、個別役員の報酬額等一連の情報を公表。

E(環境) S(社会)に係る対話事例

2024年の事例

＜対話事例67＞ 脱炭素への対応と収益力向上の両立を目指す方針が示された事例（2024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、石炭火力発電中心の事業から、事業ポートフォリオの変革を通じて、収益性を維持しつつ脱炭素に取り組む必要があることから、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。
- ・ 2018～2019年度：当社より気候変動に伴う経営上のリスクと機会の分析と開示を要望。
- ・ 2020年度：当該企業は2020年度に、統合報告書で気候変動に伴う経営上のリスクと機会の開示を行うとともに、2050年カーボンニュートラルを目標として掲げ、2030年時点の温室効果ガス削減目標、中長期のロードマップとアクションプランなども公表。その後の対話では、2050年カーボンニュートラルの政府目標を踏まえ真摯に取り組みを進めていく意向を確認。
- ・ 2021～2022年度：上記ロードマップとアクションプランに沿った取組みが着実になされていることを確認。特に事業ポートフォリオとして、再生可能エネルギーの領域は、目標に向かって着実に案件を積み上げており達成確度が高いことを確認。
- ・ 2023年度：世の中で再生可能エネルギーが普及し、石炭火力発電のベースロード電源としてのあり方が変化する中で、中長期的に収益力が低下していく可能性を指摘し、脱炭素と収益力向上の両面からの取組みを進めるよう要望。その後、当該企業は中期経営計画を公表。この中で国内石炭火力発電所ごとのトランジションの方向性、目指す事業ポートフォリオ（CO₂フリー電源へのシフト、海外事業強化）、資本収益性目標を示し、脱炭素と収益力向上の両立を目指す方針を示した。
- ・ 脱炭素の流れは、温室効果ガス排出量が多い企業の収益性に大きな影響を与える可能性があることから、対話を通じて事業ポートフォリオの変革による脱炭素への対応と収益力向上の両立に向けた進捗を確認していく。

＜対話事例 68＞ 脱炭素への対応と収益力向上の両立を目指す方針が示された事例（2024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、複数年にわたり、気候変動をテーマとする対話を継続。
- ・ 2019年度：2030年度のカーボンニュートラルの達成に向けて、スコープ1+2排出量削減に加え、スコープ3排出量削減に向けた今後の取組方針を確認。当該企業からは、投資家と多く対話を重ね、着眼点や評価を聞きながら、情報開示に向けて取り組んでいく意思を確認。当社より気候変動に伴う経営上のリスクと機会の分析と開示を要望。
- ・ 2020～2022年度：当社の要望事項である①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析と開示、②温室効果ガス排出量削減の方向性の2点について、当該企業は開示済みであることを確認したため、①リスクと機会についての定量的なインパクトの分析等、今後の開示・取組の更なる高度化を要望。その後、当社からの要望なども踏まえ、①リスクと機会について新たに「大」「中」「小」の3段階で開示がなされたことを確認。
- ・ 2023年度：スコープ3排出量について、排出量の絶対値は増加しているものの、成長事業に位置付ける環境分野の受注増加に伴うものであり、削減貢献量という別軸で掲げる目標に対しては、非化石エネルギーへの転換や電動化等により、順調に進捗していることを確認。
- ・ 当該企業からは、「スコープ3について、海外投資家などからは、排出量をなぜ減らせないかという表面的な主張が多く、日本生命のように細かく開示を見て、成長事業に関する投資が背景にあると理解してくれることはありがたい」とのコメントあり。

＜対話事例 69＞ 自然資本に係る対話事例（2024年）

- ・ 当該企業は総合商社であり、広範な事業を通じて多くの温室効果ガスを排出していることを踏まえ、気候変動を主要テーマとする対話を継続的に実施。
- ・ 2019～2022年度：総合商社においては、脱炭素技術の直接開発による排出量削減が想定しづらく、事業売却で自社排出量が減少しても社会課題の解決に繋がらないという業態の特性を真摯に見つめ、次世代燃料や新技術導入に際して必要となるバリューチェーンやプラットフォーム構築などを通じた、排出量削減への貢献と利益獲得の両立に取り組んでいることを確認。
- ・ 2023年度：気候変動に関する対話を継続しつつ、E（環境）・S（社会）に関するその他のテーマについても対話を実施。自然資本・生物多様性については、開示フレームワークが公表されたとはいえ議論の視点が定まっていなかったなか、リスクと機会の両面から自社の各事業を評価しつつ、ビジネスチャンスをいち早く見出そうとしていることを確認。
- ・ ESGに関する社会的な関心が高まり、取引相手を含むすべての利害関係者にメリットがあり、自社にも相応の利益をもたらす事業展開を行うことを当該企業が基本方針としていることについて、対話を通じて理解。

＜対話事例 70＞ サプライチェーンにおける人権デュー・ディリジェンスを着実に深化させている事例（2024年）

- ・ 当該企業はグローバルに展開する自動車部品メーカーであり、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。
- ・ 2021年度：当社よりサプライチェーン管理は企業価値に影響を与える重要なテーマであると伝達。当該企業からは、「世の中の動向を踏まえ、環境配慮や人権尊重の観点を盛り込むようサステナブル調達方針を改訂するとともに、重要な原料である天然ゴムについては、小規模農家、中規模の農園、原材料メーカーなどサプライチェーンが広範に及ぶため、まずはサプライチェーンの全体像の把握を中期経営計画期間のKPIとして設定し取組みを進める等、サプライチェーンの全体像把握を進めている」との回答あり。
- ・ 2022年度：人権デュー・ディリジェンスについて、1次取引先のうち取引金額が大きい先を対象に第三者評価を実施し、特にリスクが高い特定の工場については現地実査を行う等、取組みの更なる進捗を確認。
- ・ 2023年度：取引金額が大きい先を対象とする第三者評価は計画どおり取組みを完了済みであること、リスクが高い特定の工場は、国際NGOと協力して質問状を作成した上で現地実査を着実に実施中であること、こうした取組みを通じて当該企業にもノウハウが蓄積されてきていることを確認。
- ・ 当該企業の人権デュー・ディリジェンスに関する取組みは、自社グループにとどまらずサプライチェーン全体を対象に、取組みを着実に深化させている好事例。今後もこうした好事例を収集し、他社にも紹介することで、他の投資先企業の人権デュー・ディリジェンスの取組み深化を後押ししていく。

＜対話事例 71＞ 人権デュー・ディリジェンスの取組みを後押しした事例（2024年）

- ・ 当該企業は、電鉄会社だが、人権デュー・ディリジェンスの取組みが確認できなかったことから対話を実施。
- ・ 当社より、人権デュー・ディリジェンスは全企業が取り組むべき事項であるが、取組状況が開示されていないことから、今後投資家が取組みを確認できるよう対応と開示を進めるよう要望。当該企業からは、「ビジネスと人権に関する取組みは着手したばかりだが、前向きに取組みを進める」との回答あり。
- ・ その後、当該企業は統合報告書で、連結事業ベースでの重要な人権リスクのマッピングを示すとともに、人権デュー・ディリジェンスについて、サプライヤーも含めてアンケート調査から開始し、優先順位をつけて調査・開示・改善を進めている旨を開示。

＜対話事例 72＞ 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た事例（2024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K P I 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。ご紹介頂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。
- ・ 人的資本は企業価値向上に繋がる重要なテーマであるため、今後も中期経営計画等の経営戦略等との関係を意識した対話を行い、情報収集／先進事例の紹介を通じ、投資先企業の取組みを後押ししていく。

＜対話事例 7 3＞ 経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略について対話した事例（2024年）

- ・ 当該企業は国内外に事業を展開する医療機器メーカー。従来の機器販売から患者のQOL向上に資するソリューションビジネス等への転換を経営戦略として掲げ、海外での成長や医療のデジタル化を推進する中、グローバル人材及びデジタル人材の採用・育成・登用が重要な課題。
- ・ 2022～2023 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K P I が示されていることの3点を重視していることを伝達し、人材戦略の進捗状況について確認。当該企業からは、「デジタル人材の不足に対しては、社内での育成に限らずM&Aや業務提携等による外部リソース活用も検討。また、海外市場での成長に向けて、グローバルレベルでタレントレビューを実施し、人材プールを可視化。グローバル・キーポジションに戦略的に人材を配置するとともに、社外からも異なる発想や視点を持った人材を引き続き積極的に受け入れる方針」との回答あり。
- ・ 当該企業からは「DX強化に関するK P I については日本生命からの指摘も踏まえ今後検討したい。対話を通じて、新たな気づきを頂けたので有益な対話であった」とのコメントあり。

＜対話事例 7 4＞ 経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略について対話した事例（2024年）

- ・ 当該企業は、サイバーセキュリティを手掛けるITサービス企業。法人向けセキュリティ

サービスの拡販を経営戦略として掲げる中、開発人材を中心としたIT人材の獲得・育成に注力。

- ・ 2022～2023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点を重視していることを伝達。当該企業からは、「IT人材は業種問わず需要が高く、優秀な人材を定期的に獲得することは困難であるため、サイバーセキュリティ等に関する専門教育を通じ、IT業界未経験者を高度なノウハウを有する専門人材へと育成するプログラムを2017年から行っている」との回答あり。対話で確認できた人材戦略は開示されていないため、経営戦略との連動を意識した形での開示を要望。
- ・ その後、上記人材戦略の取組みが開示されたことを確認。当該企業からは「人材戦略等の開示方法について、日本生命からの要望も踏まえ、今後も検討していきたい」とのコメントあり。

2023年以前の事例

気候変動に係る対話事例

＜対話事例75＞ 脱炭素に向けた取組み・情報開示が充実した事例（2023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実施。
- ・ 2018～2019年度：排出量削減に向けた技術開発の状況等について確認。
- ・ 2020年度：当該企業が既に①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析と開示、②温室効果ガス排出量削減の方向性開示の2点ともに開示済であったため、当社より気候変動対応に関する情報開示の更なる充実を要望したところ、前向きに検討していきたいとの回答あり。その後、2021年5月に当該企業は2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップ（中期・長期の削減目標、及び取組み領域・取組み内容を含む）を公表。
- ・ 2021年度：情報開示の更なる高度化に向け、他社の好取組事例を紹介し、2050年ネットゼロ目標達成にむけて必要な設備投資額や研究開発費の総額の試算や同金額の公表を要望したところ、「脱炭素に向け様々な技術開発を並行して進めており試算は困難だが今後検討していきたい」との回答あり。その後、2022年9月に当該企業は2030年度までに必要な脱炭素関連の設備投資額を公表。
- ・ 2022年度：当社より削減ロードマップに基づく取組みの進捗状況について確認したところ、生産設備の集約や既存設備の効率化等を通じて取組みは順調に進み、2030年度の間目標達成の目途は立っていること、脱炭素取組みを一層推進するため役員報酬制度の変更も検討していること、を確認。その後、当該企業は2023年3月に新たに気候変動に関する指標を役員の業績連動報酬に導入することを公表。

＜対話事例76＞ 気候変動を主要テーマとする対話事例（2023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、2019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、温室効果ガス排出削減の目標設定・具体取組みや、気候変動に伴う経営上のリスクと機会に関する意見交換を実施。当該企業は 2020 年 11 月にカーボンニュートラル宣言、2021 年 6 月に GHG 排出削減目標とカーボンニュートラルに向けたロードマップを公表するなど、脱炭素に向けた取組みを推進。

- ・ 2022 年度：当社より削減ロードマップに基づく取組みの進捗状況について確認したところ、「LNGやアンモニアへの燃料転換や工場の省エネルギー化を進めており、2030 年の自社排出量（スコープ 1 + 2）に関する中間目標はなんとか達成できそうだ」との回答あり。また、当該企業は製品の環境影響度を評価する社内指標に基づき認定された環境配慮型製品の売上比率を K P I として設定し、製品使用に関する排出量（スコープ 3）削減を意識した製品設計や事業ポートフォリオ管理を進めていることも確認。

＜対話事例 77＞ E（環境）への取組みの情報開示が充実した事例（2022年）

- ・ 当該企業は温室効果ガス排出量が多く、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実施。
- ・ 2020 年度：当社より、温室効果ガス排出量の削減目標の開示を要望したところ、「業界目標しか設定しておらず、個別の削減目標の設定が課題と認識しており、前向きに検討したい」との回答あり。その後、2021 年 1 月に当該企業は 2050 年カーボンニュートラル目標及び 2030 年の中間目標を開示。
- ・ 2021 年度：情報開示の更なる高度化に向け、他社の好取組事例を紹介し、2050 年ネットゼロ目標達成にむけて必要な設備投資額や研究開発費の総額の試算や同金額の公表を要望したところ、現在、社内で議論しており、今後社外への公表可否も含め検討したいとの回答あり。
- ・ その後、2022 年 2 月に当該企業が公表した中期経営計画で、当該企業は、脱炭素事業への 2030 年までの累計投資額や、脱炭素事業の 2030 年時点の収益目標を公表。

＜対話事例 78＞ 中期経営計画で温室効果ガス排出量削減目標を設定した事例（2022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、2019 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実施。
- ・ 2020 年度：当社より、①気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定量・定性分析と開示、②温室効果ガス排出量削減の方向性開示がないことを指摘し、開示を要望したところ、次期中期経営計画の中で策定し公表していく予定であるとの回答あり。
- ・ 2021 年度：その後、気候変動に伴う経営上のリスクと機会の定性分析は開示されたが、温室効果ガス排出量の削減目標は開示されなかったため、温室効果ガス排出量が多く、当社が気候変動を主要テーマとする対話を行う先のうち、独自の温室効果ガス排出量の削減目標を策定していないのは当該企業のみであることを伝えると共に、改めて情報開示を要望。
- ・ その後、2022 年 5 月に当該企業が公表した中期経営計画では、2030 年までの温室効果ガス排出量の削減目標が開示されるなど、サステナビリティに関する K P I が充実。

＜対話事例 79＞ 温室効果ガス排出量削減取組みを中期経営計画で公表した事例（2022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実施。
- ・ 当該企業は、2021年版の統合報告書で、初めて2050年の脱炭素目標、及び2030年の中間目標を開示。また、温室効果ガス排出量削減の方向性についても開示し、実現可能性の高いものと、将来の不確定な要素を含む方向性を分けて表示することで広く理解を得る試みも記載。
- ・ 2021年度：当社から、他の企業との協力の可能性を聞いたところ、「業種にこだわらず、また協力相手が会社である必要もなく、業界団体や自治体など、可能な相手とは広く協力関係を築いていきたい」という当該企業の考え方を確認。また、当該企業より、「どのような体制で進めることになっても、当該企業の持つ地域密着力の高さ、温室効果ガス排出量削減に対する知識・技術の高さを活かし、常に議論の中心に位置したい」との回答あり。更に、現時点での想定を超えるリスクの所在についても議論。気候変動に関する経営上のリスクと機会について、深度ある対話を実施。

＜対話事例 80＞ E（環境）への取組みの情報開示が充実した事例（2021年）

- ・ 2020年度の対話において、当社より温室効果ガス排出量削減の目標を掲げていないことを指摘し、開示を要望したところ、当該企業からは、「気候変動問題について積極的に開示はしていないが、弊社としてはしっかり取り組んできたつもりである。気候変動問題では開示が重要という日本生命の要望は理解したが、2050年という先のことについて根拠を持って宣言するのは難しく、慎重に検討したい。」といった回答あり。
- ・ その後、当該企業は社内で検討を進め、2020年度末決算資料において、これまで環境に配慮したビルなど本業を通じた省エネへの貢献を進めてきたこと、2050年カーボンニュートラルへの目標に賛同しており、2030年目標は次期中期経営計画で公表予定であること、TCFD提言に賛同して開示を充実していくことを公表。

人権に係る対話事例

＜対話事例 81＞ 人権に関する取組みが深化した事例（2023年）

- ・ 消費財の製造・小売を手掛ける当該企業とは、2018年度から特にサプライチェーンの労務問題などE（環境）・S（社会）のテーマを織り交ぜた対話を実施。当該企業は取り組むべきマテリアリティの1つに「サプライチェーンの人権・労働環境の尊重」を掲げ、グローバル規模で積極的な改善を進めていたが、少数の海外取引先工場における労務問題により、ESG格付機関の一部が当該企業の評価を低位にとどめる状況が継続。
- ・ 2019～2020年度：当社より、海外取引先工場での労務問題については、格付機関の見解に対して誤解や認識不足等があれば開示を通じて是正を求めることを提案。その後の対話で

は、適切な開示により当該企業の取組みが格付機関にも正しく評価され、E S Gレーティングの改善にも結び付いたことを確認。

- ・ 2021 年度：人権侵害をサプライチェーン管理上の課題領域として特定するとともに、既に実施済みの取引先工場の監査に加え、原材料調達先の農家などサプライチェーンのより上流に対し直接実査できる体制構築を目指し、広範に及ぶ原材料調達先の特定を開始するなど、サプライチェーン管理に関する取組みの深化を確認。
- ・ 2022 年度：上記の取組方針に沿って、直接取引を行う 1 次取引先に加え、その上流に位置する 2 次・3 次取引先の工場への監査に着手したことを確認。

＜対話事例 8 2＞ 人権に関する取組みについて対話した事例（2023 年）

- ・ 当該企業はグローバルに多様な事業を展開する企業であり、対話の中で人権など S（社会）のテーマについても当該企業の取組みを確認。
- ・ 2020 年度：当社からサプライチェーンにおける人権問題への対応について確認したところ、当該企業から、2020 年 5 月より人権デュー・ディリジェンスの取組を開始し、労働条件など「8 つの人権問題」を特定するとともに、複数の案件について調査を行ったとの回答があり、今後は各部門における調査件数を増やし、K P I として設定することも検討していくという前向きな姿勢を確認。
- ・ 2021 年度：2025 年までに全事業での人権デュー・ディリジェンス実施を目標として掲げる中、2 部門でヒアリングを実施し、今後はアンケート調査も併用しながら残りの部門で調査を進めていることを確認。
- ・ 2022 年度：累計 4 部門のヒアリングを完了しており、リスクが高い事業については事業単位ごとに対応目標を掲げて取組みを進めていることを確認。

人的資本に係る対話事例

＜対話事例 8 3＞ 経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略について対話した事例（2023 年）

- ・ 当該企業はグローバルに展開する電機メーカーであり、2019 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、2020 年度以降は S（社会）のテーマも織り交ぜた対話を実施。
- ・ 2020 年度：当社より人的資本に関して注力する取組みについてヒアリングしたところ、当該企業が経営計画で掲げる、I T サービスを中核とする事業構成への転換やグローバルな競争力の強化に向け、デジタル人材数や役員層の女性比率・外国人比率を K P I として設定し人材育成を強化する等、経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略に関する取組みについて確認。
- ・ 2021 年度：ジョブ型人材マネジメントへの転換に向け、職務別に必要なスキルを明確化した職務記述書（ジョブディスクリプション）を新たに導入するなど、人的資本に関する取組みの高度化を確認。

- ・ 2022 年度：当該企業の人事部門と対話を実施。当社より人的資本は企業価値向上に繋がる重要なテーマであり、特に個社の経営戦略に連動した取組みを重視していると伝達したところ、I Tサービスを中核とする事業構成への転換、グローバル事業の拡大という経営戦略の遂行に必要な、①人材の育成・獲得、②K P I の設定、③人材の配置・活用方法、を人材戦略としてまとめ、取組みを推進しているという回答あり。また当該企業の経営トップやC H R O（最高人事責任者）が人材戦略に積極的で、人材戦略に関する情報開示を近年充実させてきたこと、人事部門に加えサステナビリティ部門、コーポレート部門、各事業部門が主体的に取組み、人材をテーマとした経営会議も頻繁に行うなど人的資本に関する取組みについて経営陣も含め関連に議論していることを確認。

＜対話事例 8 4＞ 従業員エンゲージメントや人材戦略について対話した事例（2 0 2 3 年）

- ・ 当該企業はグローバルに展開する金融機関であり、2021 年度以降は複数年にわたり S（社会）のテーマも織り交ぜた対話を実施。
- ・ 2021 年度：当該企業が不祥事の再発防止策の一環として企業風土の変革に取り組んでいたため、当社より企業風土の改善に向けては社外役員など外部の視点を重視するべきであることや、従業員エンゲージメントは企業価値向上に繋がる重要な要素であることを伝達。その後、当該企業は外部の視点を取り入れるため、新たに元 I T 企業の役員を新たに人事・カルチャー担当執行役員に起用する等、企業風土の改善に向けた取組みを強化。
- ・ 2022 年度：当社より人的資本は企業価値向上に繋がる重要なテーマであり、特に個社の経営戦略に連動した取組みを重視していると伝達するとともに、経営戦略の遂行に必要な、①人材の育成・獲得、②K P I の設定、③人材の配置・活用方法、を人材戦略としてまとめている他社の好取組事例も紹介。
- ・ その後 2023 年 5 月に当該企業が公表した中期経営計画では、財務目標に加え従業員意識調査におけるエンゲージメントスコア等を非財務目標として設定。また、同中期経営計画では、D X 人材、コンサルティング人材など事業ポートフォリオ転換に向け必要な専門人材の育成・獲得に関して具体的な必要人数のイメージを開示する等、経営戦略との連動を意識した人材戦略を策定・開示していることを確認。

＜対話事例 8 5＞ 人材の配置・活用方法や人材育成について対話した事例（2 0 2 3 年）

- ・ 当該企業は大手運輸会社であり温室効果ガス排出量上位に該当するため、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、人的資本など S（社会）のテーマについても対話の中で取組みを確認。
- ・ 2020～2021 年度：コロナ禍で業績が悪化する中、従業員の社外出向を積極的に行い、人件費抑制と社員のスキルアップの両立に取り組んでいることを確認。
- ・ 2022 年度：当社より人的資本は企業価値向上に繋がる重要なテーマであり、特に個社の経営戦略に連動した取組みを重視していると伝達したところ、当該企業は中期経営計画で戦略の柱と位置付ける非運輸事業の拡大に向け、非運輸事業の増員や社内公募の拡充、成果型報酬制度の導入といった人材の配置・活用に関する取組みや、デジタル関連の研修強化、

社外出向の積極活用といった人材育成に関する取組みを推進しているとの回答あり。

＜対話事例 8 6＞ 経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略について対話した事例（2023年）

- ・ 当該企業はグローバルに多様な事業を展開する企業であり、2022 年度の対話において、当社より人的資本への投資と経営戦略の連動が企業価値向上に向け重要であると伝え、事業ポートフォリオの入替と人材育成・配置等の連動について確認したところ、当該企業から、「目指す事業ポートフォリオを踏まえて人材を配置する取組みを進めており、事業部門長と人事部長等が出席する会議で、データ等も活用しつつ、適切な人材配置となっているか確認し、部門を超えた人事異動も徐々に進めている」との回答あり。

＜対話事例 8 7＞ 経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略について対話した事例（2023年）

- ・ 当該企業はグローバルに多様な事業を展開する企業であり、中期経営計画において、エネルギーやデジタル領域のトランスフォーメーション戦略を経営戦略の柱に位置付けており、人材の育成・配置などの人材戦略について、中期経営計画の遂行を意識した形で打ち出しを実施。
- ・ 2022 年度：当社より人的資本への投資と経営戦略の連動が企業価値向上に向け重要であると伝達し、当該企業が人材戦略の柱の 1 つとして位置付けている、人事領域における「データ活用」について確認。当該企業から、「事業部門間の垣根を超えたダイナミックな人材配置を実現するために、人事戦略に関わるデータを収集・分析し、新たな人事戦略の策定・実行に繋げていくつもりである」との回答あり。

＜対話事例 8 8＞ 経営戦略と連動した人的資本への投資・活用戦略について対話した事例（2022年）

- ・ 当該企業はグローバルに展開する電機メーカーであり、当社より人的資本への投資と経営戦略の連動が企業価値向上に向け重要であると伝達したところ、当該企業としては技術者の能力が競争力の源泉であると考え、既存技術者の雇用維持に配慮しながら再教育を進め、当該企業が経営計画で掲げる、医療 IT サービスを中核とする事業構成への転換に向け必要なデータサイエンティストやグローバル人材の育成・獲得を進めているとの回答あり。

＜対話事例 8 9＞ 業績改善と並行して人的資本への投資を充実させた事例（2022年）

- ・ 当該企業は、個人消費者向け製品を生産するメーカー。製品点数が多く、量販店等を通じた販売でもあり、利益率が低く長期にわたり収益が低迷していたことから、2018 年度以降、収益改善策をメインテーマとして対話を実施。
- ・ 2018 年度からは社長とも直接対話をする機会を持ち、具体的な収益改善策につき意見交換を行い、業績振り返り、改善策等に関する情報開示の充実を要望。その後、2019 年に当該企業としては初めての決算説明資料を作成し詳細な業績の振り返りを開示。また、製品数

の削減や生産の国内回帰などの具体的な収益改善策を打ち出すとともに、社外の知見も活かすためにマネジメント層を含めたシニア層の中途採用を実施し新たな中期経営計画を策定。更に人事制度の刷新、社内教育制度の拡充にも取り組み、収益も改善基調。

- ・ 当初は収益改善が対話のメインテーマだったが、対話を通じて、社長がリーダーシップを発揮してビジネスモデルの変革による収益改善と従業員の幸福度アップに取り組んでいることが理解できたため、当社からは従業員への還元も強化しモチベーションアップを通じて更なる企業価値向上に繋げてもらいたい旨を伝達。
- ・ その後、当該企業の業績は順調に改善し、期末賞与を支給したことを聞いた際に、社長からは「以前の対話で従業員への還元も考えて欲しいと言われたことに応えたものだ。これで、宿題は一つ解決したと思う」とのコメントあり。

その他のテーマに係る対話事例

＜対話事例 90＞ サプライチェーン管理に関する取組みについて対話した事例 (2022年)

- ・ 当該企業はグローバルに展開する電機メーカーであり、当社よりサプライチェーン管理は企業価値に影響を与える重要なテーマであると伝達したところ、「グループ共通のCSR調達方針を策定するなど取組みを強化中である」との回答あり。また、当該企業のサプライチェーンは広範に及ぶため、まずは商材のリスクの高さや代替困難性を踏まえて選定した重要なサプライヤーとコミュニケーションをとり、調達方針の周知・調達先の評価を始めているとの取組みの進捗状況を確認。

＜対話事例 91＞ サプライチェーン管理に関する取組み(紛争鉱物への対応)について対話した事例(2022年)

- ・ 当該企業はグローバルに事業展開する世界的な電機メーカーであり、同社のサステナビリティレポートでは、「原材料調達を含むサプライチェーンにおける労働者への人権配慮を最も潜在的なリスクが大きい領域と認識」との記載があったことから、当社よりサプライチェーン管理は企業価値に影響を与える重要なテーマであることを伝達し、紛争鉱物の調達に関するヒアリングを実施。
- ・ 当該企業によると、米国のドッド・フランク法(金融規制改革法第1502条)では、アフリカ・コンゴ周辺の紛争地域で、武装勢力の資金源になる可能性がある「紛争鉱物」として「3TG」と言われる4つの鉱物(スズ: Tin・タンタル・タングステン及び金: Gold)が指定されており、鉱石の採掘で労働安全衛生上の危険があること、児童労働の可能性なども指摘されており、当該企業では、「法令の定めにより、精錬所を監査することで紛争鉱物の問題の無いことを確認し、米国規制当局への報告を行っている」との回答あり。
- ・ また、コンゴ周辺国が埋蔵量・生産量とも世界シェアの約50%に達するコバルトに関しては、精製所への監査プログラムへの参加を働きかけ、参加費用を補助するファンドへ寄付

を行うなど、法令の規定に限定されない自主的な取組みも進めていることを確認。

＜対話事例 9 2＞ デジタル化に関する取組みについて対話した事例（2022年）

- ・ 当該企業はグローバルに展開する自動車部品メーカーであり、当社よりデジタル化は企業価値に影響を与える重要なテーマであると伝達したところ、「ITサービス事業の拡大に向けデジタル人材の育成に注力している」との回答あり。具体的にはデジタル人材を3段階のレベルに分けた上で目標人数をKPI化しデータサイエンティスト育成を推進する他、外部採用の積極化や大学との提携も活用するといった取組みを確認。

＜対話事例 9 3＞ 持続的なサプライチェーン構築に係る好取組の開示を促した事例（2021年）

- ・ 当該企業とは2019年度からE（環境）・S（社会）のテーマを織り交ぜた対話を実施。当該企業は従来、協力会社への支払いは手形で行っていたが、新型コロナウイルス禍において持続可能なサプライチェーンの維持・構築の観点から、小規模の協力会社に対する手形支払いを廃止し、現金払いに切替え。併せて、当該企業が協力会社への現金払いによって資金不足とならないようコミットメントラインを設定し、資金枠を確保。
- ・ 2020年度：当該企業のこうした取組みを確認したことから、当社より「コロナ禍で経営が厳しい中小企業に対する資金支援は社会貢献として有意義なものであり、開示媒体等を通じて積極的に公表してはどうか」と提案。
- ・ その後当該企業は2020年6月に公表した統合報告書等で本取組を開示し、協力会社の経営安定化をサポートし、一体となって持続的な成長を目指す旨を記載。

＜対話事例 9 4＞ 女性活躍について対話した事例（2020年）

- ・ 当該企業は警備業務等を行う企業。当社は数年前から収益性の向上に関して対話を実施。
- ・ 対話の中で、従来は事務関連業務での採用しかなかった女性社員について、警備員として採用開始したところ、病院などで好評であることから女性警備員の採用人員を更に拡大する予定であるとの説明あり。そこで当社から、女性の活躍推進に取組んでいる対話先企業が女性を主人公としたCMを作成した事例を紹介。
- ・ その翌年には、当該企業は、策定した中期経営計画の重点施策の中に女性活躍を掲げるとともに、現在働いている女性警備員が多数登場するCMを作成。
- ・ こうした取組みは、女性活躍を推進し、ひいては当該企業の収益拡大にもつながり得る好取組み事例であり、当該企業の収益も每期着実に改善。

社外役員との対話事例

＜対話事例 9 5＞ 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 9 6＞ 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 9 7＞ 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 9 8＞ 独立社外取締役と対話を行った事例（2018 年）

- ・ 当該企業は買収防衛策を導入しており、対話の中で、買収防衛策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、「買収防衛策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、買収防衛策の考え方・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99＞ 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、取締役会で意見が隔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100＞ （国内社債）テーマ型債券への投資に繋がった事例（2024年）

- ・ 事業戦略の内容やサステナブルに向けた方針について過年度から定期的に対話を実施。当該企業は、過年度にグリーンボンドを発行したものの、より資金使途が柔軟なサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB債）の発行ができないか検討している状況。
- ・ SLB債の発行経験は無いとの話も踏まえ、SLB債への投資の際は温室効果ガス削減に係るKPIやサステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）と当該企業が設定するネットゼロ目標との整合性、資金使途不特定型であるため、開示資料を基にした対話を重視しているといった投資家としての視点などを伝達し、発行に向けた検討をサポート。
- ・ その後、当該企業はSLB債を発行。KPI、SPTs、ネットゼロ目標との整合性を確認した上で、生命保険事業の公共性の観点及び長期・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、当債券に投資。

＜対話事例101＞ （国内社債）情報開示が前進し、テーマ型債券への投資に繋がった事例（2023年）

- ・ 温室効果ガス排出量が多い業種に属している当該企業とは、事業戦略の内容を含め、定期的に対話を実施。
- ・ 2021年度：当該企業は、2050年ネットゼロに向けた取組みの方向性を開示していたが、当社より、情報開示の更なる高度化に向け、ネットゼロに向けた詳細なロードマップの開示を要望。その後、当該企業は、トランジションボンドを発行したが、当社は、現状の情報開示では2050年ネットゼロに向けた取組みの実効性についての判断が難しいことから、投資を見送った。

- ・ 2022 年度：ロードマップ開示の要望を継続。当該企業は 2023 年 1 月にエネルギーの低・脱炭素化に向けた全体像や、具体的な取組みを含むロードマップを開示。その後、当該企業はトランジションボンドを発行し、当社としては、当該企業のロードマップが進展している点、また生命保険事業の公共性の観点及び長期・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、当債券に投資。

<対話事例 102> （国内社債）テーマ型債券発行に繋がった事例（2022 年）

- ・ 事業戦略の一環で設備投資含め E S G に纏わる活動を積極的に行っている当該企業と当社は、定期的に対話を実施。
- ・ 当社から「長期かつ環境に貢献できる資金ニーズがあるのであれば、長期のテーマ型債券をぜひ発行してほしい」と要望した結果、長期のサステナビリティリンクボンドが発行されることとなった。

当社は、生命保険事業の公共性の観点及び長期・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１～４１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。

【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	210	171		39	
うち業績低迷・低配当性向	149	1	121	2	3・4
うち社外役員（独立性・低出席等）	19	5・6	10	7・8	9
うち少数株主利益保護（*1）	8		5	9	3
うち不祥事等	41	10・11	41	12・13・14・15	0
会計監査人の選解任	0	0	16		0
役員報酬（*2）	20		17		3
うち業績低迷・配当性向	15	17・18・19	12	20・21・22	3
退任役員の退職慰労金の支給	10		8		2
うち業績低迷・配当性向	10	23・24	8	25	2
剰余金の処分	26		20		6
うち配当性向	26	26		27	6
組織再編関連（*3）	1	28	1	29	0
買収防衛策の導入・更新・廃止	7		6		1
うち業績低迷	5	30	4	31	1
うち企業価値を毀損するスキーム	2		2	32	0
その他資本政策に関する議案（*4）	7	33	3	34・35	4
定款に関する議案	30	36	26		4
うち剰余金処分の取締役会授權	17	37	15		2
その他の議案	1		1		0
合計	312	253		59	

	議案数	賛成	反対
株主提案	260	38・39・40 41	2 258

*1 少数株主利益保護の論点については、対話事例に参照

*2 役員報酬額改定、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、営業譲渡・譲受、株式交換、株式移転、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２０２４年の事例であり、青色のものは２０２３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＞ 業績低迷（賛成）（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＞ 業績低迷（反対）（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＞ 業績低迷（反対）（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（反対）（２０１８年）

- ・ 当該企業は、バブル崩壊後の主力製品に対する需要低迷等から巨額の損失計上が続き、自己資本比率は一時 10%を下回るまで低下し、無配が継続。近年は経費削減や需要の回復、M&A等の経営努力で黒字決算となり、自己資本比率も 25%近くまで改善したが、設備の老朽化に伴う更新投資など、資金需要が旺盛なことから、復配の目処や株主還元目標は公表されていない状況。
- ・ 当社は対話を通じて、早期復配と株主還元等も含めた今後の計画の公表を以前より要望していたが、2018 年 3 月期配当実績及び翌期配当予想とも無配であり、株主還元等も含めた計画は公表されず。
- ・ よって、対話を通じても課題認識の共有ができていないと判断し、代表取締役社長の再任議案に反対*。

＜議決権行使事例 5＞ 社外監査役の独立性（賛成）（2019 年）

- ・ 当該企業の社外監査役 3 名のうち 2 名は当該会社の株式を 10%以上保有する大株主出身者であり、残る 1 名も会計監査人である監査法人の出身者であったことから、監査役会の独立性に懸念がある状況。
- ・ 大株主出身者は当社の独立性基準を満たさないため、当社としては、監査法人出身者である社外監査役の独立性を確認すべく選任の経緯を確認したところ、「前任監査役が急遽病気で退任意思を示したため、監査法人に急遽人選を依頼した」との回答あり。
- ・ 当該企業としても独立社外監査役を選任したいとの意向を持っていたものの時間的猶予もなく、当該監査法人の中で当該企業の属する企業グループの監査には一切携わっていない方が唯一の候補者として紹介され、人物的にも機能発揮が期待できると考えたことから候補者としたとの説明を受けた。
- ・ 当該社外監査役は、会計監査人退職後 3 年以内であり、当社の独立性基準に形式的には抵触しているが、当該企業の属するグループの監査には携わっておらず、当該企業が社外監査役の独立性を重視する姿勢も確認できたことから、当該社外監査役の選任議案に賛成。

＜議決権行使事例 6＞ 社外取締役の低出席率（賛成）（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

*剰余金処分議案が付議されない場合は経営トップに反対する運営としています。

役の再任議案に賛成。

＜議決権行使事例 7＞ 社外取締役の独立性（反対）（2018年）

- ・ 当該企業は、社外取締役全員が大株主である企業の出身者で構成されていたため、取締役会の独立性に懸念があり、対話を実施。
- ・ 対話の中で、当該社外取締役の就任経緯や機能発揮状況を確認するとともに、独立性のある社外取締役の追加選任の意向を確認。
- ・ 当該企業からは、「コスト圧縮を進めている中、役員報酬の支払い等でコストのかかる増員はすぐには難しい」との説明を受けた。
- ・ 当社としては、コスト面の課題は一定理解できるものの、取締役会のガバナンス強化は必要と考えており、現状、当該企業と課題認識の共有ができていないことから、当該社外取締役選任議案に反対。

＜議決権行使事例 8＞ 社外取締役の低出席率（反対）（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 9＞ 少数株主利益の保護（反対）（2021年）

- ・ 当該企業は、支配的株主がおり、少数株主利益の保護に懸念があると考え対話を実施。
- ・ 2020年3月期は、独立社外取締役の比率を3分の1以上とすることはハードルが高いものの、利益相反管理のための委員会設置については社内で検討するとの意向を対話を通じて確認し、課題意識の共有ができたことから、取締役選任議案に賛成。
- ・ しかし、その後の対話では、「少数株主利益の保護を図る必要性は認識しているものの、具体的な対応は未だ検討中である」との説明を受けた。結果として2021年3月期の株主総会までに当社の要望する対応は取られず、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、代表取締役社長の再任議案に反対。

＜議決権行使事例 10＞ 不祥事（賛成）（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１１＞ 不祥事（賛成）（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１２＞ 不祥事（反対）（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（反対）（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＞ その他（反対）（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考えていないものの、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に抵触していると考えた。
- ・ 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＞ その他（反対）（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＞ 会計監査人選任（反対）（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＞ 業績低迷（賛成）（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（賛成）（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＞ 業績低迷（賛成）（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つ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（反対）（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（反対）（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＞ 新株予約権付与対象者（反対）（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＞ 業績低迷（賛成）（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（賛成）（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＞ 業績低迷（反対）（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（賛成）（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（反対）（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＞ 組織再編関連（賛成）（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り組んでいること、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＞ 組織再編関連（反対）（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たと考えた。
- ・ 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) 買収防衛策議案

<議決権行使事例 30> 業績低迷（賛成）（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、当該企業では買収防衛策の更新期をむかえ、当社としては、業績低迷下における買収防衛策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、買収防衛策の導入/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なく、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、買収防衛策の更新議案に賛成。

<議決権行使事例 31> 業績低迷（反対）（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防衛策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、買収防衛策の導入・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、買収防衛策の継続が取締役の保身に繋がるとの懸念が払拭できないと判断し、買収防衛策の更新議案に反対。

<議決権行使事例 32> 企業価値を毀損するスキーム（反対）（2019年）

- ・ 当該企業の買収防衛策は、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防衛策の更新議案が株主総会に上程。
- ・ 当社としては、この買収防衛策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、当該買収防衛策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)（賛成）（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の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（反対）（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抛出（反対）（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３６＞ 場所の定めのない株主総会（賛成）（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 37＞ 剰余金処分の取締役会授權（賛成）（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途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E X関連投資、D X・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。（剰余金処分において株主提案権が排除されないことを前提として、賛否の判断軸を「株主総会で継続的に決議されるか」から、「取締役会への委任が妥当か」に変更。）

（X）株主提案議案

＜議決権行使事例 38＞ 買収防衛策廃止の株主提案（賛成）（2023年）

- ・ 当該企業の買収防衛策は、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、当買収防衛策は企業価値・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防衛策の更新を諮る議案に反対。
- ・ こうした中で、2023年2月に当買収防衛策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」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防衛策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３９＞ 取締役選任の株主提案（賛成）（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４０＞ 剰余金処分の株主提案（賛成）（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４１＞ 剰余金処分の決定機関に係る株主提案（賛成）（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