

【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
(I) 論点解消の事例 (ケース①)	2
(II) 改善策等を公表済の事例 (ケース②)	22
(III) 改善策/意思を確認した事例 (ケース③)	30
(IV) E(環境) S(社会)に係る対話事例	34
(IV-①) 気候変動に係る対話事例	34
(IV-②) 人的資本に係る対話事例	43
(IV-③) 人権に係る対話事例	47
(IV-④) その他のテーマに係る対話事例	48
(V) 社外役員との対話事例	54
(VI) 役員報酬に係る対話事例	56
(VII) 国内社債の対話事例	56
(2) 議決権行使の判断事例.....	58
(I) 取締役選解任議案	59
(II) 監査役選解任議案	66
(III) 会計監査人選解任議案	67
(IV) 役員報酬議案	67
(V) 退任役員の退職慰労金支給議案	69
(VI) 剰余金処分議案	71
(VII) 組織再編関連議案	72
(VIII) 買収防衛策議案	72
(IX) その他資本政策関連議案	73
(X) 定款一部変更議案	74
(XI) 株主提案議案	75

(1) 対話の事例

重要な論点がある企業等との対話について、下表1～123のとおり、具体的な対話の事例を掲載しております。

【重要な論点がある企業】(*)

「重要な論点」 2022/7月～2023/6月		論点数	論点解消 (ケース①)	改善策等を公表済 (重点対話/日常EIRリンク) (ケース②)	改善策/意思を確認 (ケース③)	改善が期待できない 中長期で改善が見られない (ケース④)			
収益性	低ROEかつ本業収益性劣後	132件	1・2・3・4・5 6・7・8・9・ 10・11・12・ 13・14・15・ 16・17	22件	47 48・49・50 51・52・53・ 54・55	28件	64・65・ 66・67	70件	12件
	赤字等	57件	18・19 20・21・ 22・23	32件	—	—	68	11件	14件
株主還元/配当性向		73件	24・25・26 27・28・ 29・30	20件	56 57・58 59・60・61	18件	69・70	23件	12件
ガバナンス体制等	買収防衛策	3件	31・32	—	—	—	71	1件	2件
	社外役員の低出席率	9件	33・34・ 35・36	3件	—	—	72	5件	1件
	社外役員の独立性	18件	37・38 39・40	3件	—	—	73	2件	13件
	少数株主利益保護	17件	41・42・ 43・44	8件	—	—	—	3件	6件
	不祥事その他	34件	45・46	8件	62 63	10件	74	16件	—
	場所の定めのない株主総会	13件	—	—	—	—	—	13件	—
計		356件	96件	56件	144件	60件			

E(環境)・S(社会) に係る対話事例	気候変動	75・76 77・78・79・80・81・82・83・ 84・85・86・87・88・89・90
	人的資本	91・92・93・94・95 96・97
	人権	98・99・100
	その他	101・102・103・104・105・ 106・107・108・109・110・111
保有額が大きい企業との個別課題をテーマとする対話事例		112・113・114
社外役員との対話事例		115・116・117・118・119
役員報酬に係る対話事例		120
国内社債の対話事例		121 122・123

(*)表中で赤色のものは2023年の事例であり、青色のものは2022年以前的事例となります。

なお、2022年以前の各事例の末尾に記載の括弧内のコメントは、2023年6月末現在の状況を記載したものです。

(I) 論点解消の事例 (ケース①)

<対話事例1> 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ですが、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行ってきました。
- ・ 2021年度の対話では、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しました。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がありました。
- ・ 2022年度の対話では、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しました。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的確な情報開示を強化するよう複数年にわたり要望しました。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」との回答がありました。
- ・ その後、直近の決算では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りました。

<対話事例2> 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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では、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しました。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がありました。
- ・ 2020年度の対話では、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しました。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いことも確認できました。その後、顧客属性別の売上高やROE5%以上をKPIとする2024年度までの中期経営計画が公表されました。

- ・ 2021年度から2022年度の対話では、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しました。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本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がありました。
- ・ その後、直近の決算では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ッシュアロケーションが開示されました。

＜対話事例3＞ 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行ってきました。
- ・ 2021年度の対話では、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しました。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があり、その後、2022年5月に公表した新中期経営計画では、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が開示されました。
- ・ 2022年度の対話では、構造改革の取組みが順調に進んでいることを確認し、その後計画を上回る水準で収益が改善し、直近の決算ではROEが5%を大きく上回る水準となりました。

＜対話事例4＞ ROEの改善事例（2023年）

- ・ 当該企業は、製紙業界に属していますが、長期にわたり資産効率が低い状態が継続し、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、2018年度から複数年にわたり対話を行ってきました。
- ・ 2018年度の対話では、まず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しました。
- ・ 2019年度から2020年度の対話では、原材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み状況を確認しました。
- ・ 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が示されました。

- ・2022年度の対話では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し、その後計画を上回るペースで収益が改善し、直近の決算ではROEが5%を超える水準となりました。

＜対話事例5＞ ROEの改善事例（2023年）

- ・当該企業は自動車部品等の製造・販売等を行っていますが、資産効率と収益性が低く、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行ってきました。
- ・2021年度の対話では、まず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・公表および、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しました。
- ・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が示されました。
- ・2022年度の対話で利益目標の考え方を確認したところ、当該企業からは、この目標は当社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がありました。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を検討・公表することを要望し、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るとの前向きな回答がありました。
- ・その後、当該企業の業績は改善し、ROEが5%を超える水準となりました。

＜対話事例6＞ 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行ってきました。
- ・2017年度の対話では、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しました。その後2018年4月には、当該企業から、5%未満ではあったもののROE目標を含んだ中期経営計画が公表されました。
- ・2018年度から2020年度の対話では、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し、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しました。
- ・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りましたが、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りました。※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）としました。
- ・2021年度の対話では、新しい計画に基づいて取り組みが順調に進んでいることを確認していましたが、その後計画を上回るペースで収益が改善し、直近の決算ではROEは5%を大きく上回る水準となりました。

＜対話事例7＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・当該企業は機械装置メーカーですが、業界環境の変動が著しい中で業績が長期にわたり低迷していました。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行ってきました。
- ・2017年度の対話では、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、先方も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しました。
- ・2018年度の対話では、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しましたが、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がありました。
- ・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が示されましたが、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しました。
- ・その後、当該企業が2021年6月に公表した中期経営計画は、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ROI C目標を導入し、ROEも10%以上を目指すものでした。
- ・当社では、対話先とは原則E（環境）・S（社会）のテーマを織り交ぜた対話を行っており、その後の対話では、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えました。
- ・その後、当該企業の業績は改善し、2022年3月期は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%を上回りました。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しました。

＜対話事例8＞ 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いますが、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行ってきました。
- ・2019年度の対話では、事前に分析した当社の見方を伝えましたが、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しました。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がありました。

- ・ その後、2020年6月には、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が公表されました。
- ・ 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しました。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がありました。
- ・ 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しました。

<対話事例9> 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で、安定配当を継続した結果として内部留保が蓄積され、自己資本が厚くなっていました。一方、利益は、国内市場の縮小と競争激化により低迷していました。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行ってきました。
- ・ 2018年度から2020年度の対話では、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しました。
- ・ こうした考え方が当該企業にも受け入れられ、2021年5月に公表された中期経営計画では、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%などの数値目標が公表されました。更に政策保有株式の売却規模についての目標も公表されました。
- ・ 今中期経営計画の初年度である2022年3月期は、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%を超えました。
- ・ 今後も、対話を通じて、更なる資本・資産効率改善に向けた取組みの進捗を確認しつつ、長期安定的に資本コストを上回る資本収益性を確保できる収益体質の構築を後押ししてまいります。

＜対話事例10＞ 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会社ですが、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行ってきました。
- ・ 2017年度の対話では、当社よりROEを含む数値目標の開示を要望し、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がありました。
- ・ 2018年度の対話では、ROEの向上に向けて資本政策も含めて議論をしましたが、ROEを含む数値目標の開示に慎重な姿勢に変化はありませんでした。
- ・ 2019年度の対話では、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しました。
- ・ 2020年度の対話でも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がありました。
- ・ 2021年度の対話では、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えました。当該企業からは、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がありました。
- ・ その後、直近の決算では、ROEは5%を超える水準まで改善し、更に当該企業より、中長期的な経営ビジョン、今後目標とするROEの水準が開示されました。

＜対話事例11＞ ROEの改善事例（2022年）

- ・ 当該企業は、機械業界に属していますが、収益性の低下を背景にROEが長期にわたって低水準に止まっていました。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計画を公表したところでした。
- ・ 当社は、決算IR資料や中期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しました。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、活発な議論に終始しました。
- ・ 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計画の修正など、曲折はあったものの、最終的に直近決算期においてROEが5%を上回りました。

＜対話事例 1 2＞ 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つの事業を展開しておりますが、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行ってきました。
- ・ 2017年度対話では、不採算事業からの撤退の可能性等も確認しましたが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しました。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か年の中期経営計画を公表しました。
- ・ 2018年度から2020年度対話では、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するとともに、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してまいりました。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に向かっていましたが、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に終わりました。
- ・ 2021年度対話では、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しました。
- ・ 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しました。なお直近決算は、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しました。

＜対話事例 1 3＞ 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いますが、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年度から対話を行ってきました。
- ・ 当社からは2020年度より継続して、株式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しておりました。
- ・ その後2021年度に、当該企業から決算説明資料において収益改善に向けた事業戦略が具体的に示され、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しました。更に当該企業は、株式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、情報開示の面でも改善がみられました。

＜対話事例14＞ 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していました。
- ・ 2019年度から2020年度の対話では、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をしてきました。
- ・ 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まで拡充してきました。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、貸出金利息の大幅増大に結び付けました。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が生まれ始めました。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しました。

＜対話事例15＞ 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ますが、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行ってきました。
- ・ 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・開示を要望しました。
- ・ その後、当該企業より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、ROE5%超を目標とする中期経営計画が2019年5月に公表されました。
- ・ 中期経営計画初年度の2020年3月期は、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しました。
- ・ 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しました。

＜対話事例16＞ ROEの改善事例（2020年）

- ・ 当該企業は、事業環境の変化に伴う主力製品の需要減少により利益は伸び悩む一方、自己資本が厚かったこともあり、過去10年以上継続して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おりました。
- ・ 当社は複数年にわたって新規事業開拓や最適な自己資本額といった点を中心にROE改善に向けた取組強化を促す対話を継続し、収益改善に向けて定量目標も含めた情報開示を繰り返し要望するとともに、政策保有株式等の保有資産売却も活用したM&Aや新規事業

投資を促してまいりました。

- ・ その後、当該企業では、利益率の高い新規事業の成長、主力製品の高付加価値化、工場集約による原価低減などにより営業利益率が改善し、加えて資産効率化に向けた資産圧縮等も進めたことから結果としてROEは5%を超える水準まで改善しました。また中期安定的にROE5%以上を目指す中期経営目標を公表するなど、情報開示の面でも改善がみられました。

<対話事例17> ROEの改善事例（2019年）

- ・ 当該企業は、これまでの主力製品の販売低迷や海外事業の業績低迷等により、業績不振の状況が続いておりました。
- ・ そこで対話の中では、過去に赤字となった要因や黒字化に向けた取組みについて確認し、業績改善に向けた中期経営計画の策定・公表を要望しました。
- ・ その後、当該企業は経営体制を刷新し、事業ポートフォリオの選択と集中等を盛り込んだ新中期経営計画を策定・公表しました。
- ・ そして、直近の決算では新中期経営計画に沿った構造改革推進によるコスト削減に加え、事業成長に伴う売上高増加などで、営業利益率が大幅に改善しました。更に資産効率化に向けた資産圧縮等も行ったことで純利益も大幅に改善し、結果としてROEは5%を大きく超える水準まで改善しました。

<対話事例18> 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ましたが、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行ってきました。
- ・ 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行いました。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しました。
- ・ 中期経営計画に沿った取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、黒字転換しました。（なおROEも対話開始時の水準を超える水準まで改善しています。）

<対話事例19> 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EC（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き、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してきました。

- ・ 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し、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ましたが、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期連続赤字決算となりました。
- ・ こうした状況下で、当該企業は、構造改革と並行して、ECチャネルの刷新、既存店舗とのシナジーを一層高めるOMO (Online Merges with Offline) 戦略を強化してきました。
- ・ 2022年度の対話では、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があり、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あたっては、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しました。
- ・ 2022年度決算では赤字の不採算分野からの撤退や、既存店舗とEC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しました。

<対話事例20> 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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では事業環境や当該企業の取組み状況を確認するとともに、業績反転に向けた取組み計画と数値目標の開示を要望しました。
- ・ 2020年度の対話では、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しました。
- ・ 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ROE5%超を達成しました。

<対話事例21> 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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では、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しました。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しましたが、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した。

- ・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、2021/3 期に黒字化を達成しました。

＜対話事例 2 2＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（2020年）

- ・当該企業は売上の減少により赤字となるなど業績が低迷していたことから、複数年にわたり対話を実施しておりました。
- ・当該企業は中期経営計画を公表していましたが、当社からは、業績反転に向けては中期経営計画の見直しが必要であると考え要望しておりました。
- ・その後、当該企業の業績予想は大幅に下方修正され、中期経営計画も見直しがなされました。そして(1)集客モデル再構築、(2)オペレーション改革、(3)マーケティング施策、(4)組織・人員体制見直しの実施など黒字化に向けた施策と数値計画が示されました。
- ・今年も、中期経営計画にもとづいた各種施策の進捗状況確認と取組みの後押しを目的に対話を継続しましたが、当該企業は在庫縮減及び人員体制見直し、販売促進費の効率的投下、本社ビルの土地・建物の売却などの構造改革を着実に推進し、直近の決算では営業利益以下全ての黒字化及びROE5%を達成しました。

＜対話事例 2 3＞ 業績が改善（黒字転換）した事例（2019年）

- ・当該企業は、特定業界向けの工作機械製造を主たる事業としており、需要は旺盛で当該企業を取り巻く環境は良好であるものの、発注企業ごとにオーダーメイドで一品一様生産を行う関係上、コストが高止まりし、納品時のトラブル等も頻発したことから、3期連続で赤字を計上しておりました。
- ・当社としては、受注環境が良好な中で継続して赤字を計上している事実を重く受けとめ、中長期的観点から、収益性改善に向けた抜本的な対応が必要との認識を当該企業と共有化し、具体的な取組みを進めることを複数年にわたって要望しておりました。
- ・その後、当該企業は、発注企業ごとに異なっていた仕様を一部共通化・汎用化することでコストダウンを実現したほか、受注時のコスト管理厳格化や複数購買の実施、受注後の時間管理徹底による納品トラブル排除など、抜本的な対策の実施により、営業利益以下全ての黒字化及びROE5%超を達成しました。

＜対話事例 2 4＞ 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ですが、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行ってきました。
- ・2021年度の対話では、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確認したところ、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しました。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し

ました。

- ・ 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、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が公表されました。
- ・ 2022 年度の対話では、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しました。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」との回答がありました。
- ・ その後、2022 年度の決算において増配が行われ、配当性向が 15%超となりました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って複数年にわたり対話を継続し、投資先企業との論点共有及び対話を通じた論点解消を目指してまいります。

＜対話事例 25＞ 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、配当性向は当社が基準とする 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行ってきました。
- ・ 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りましたが、当該企業には、将来に向けた投資ニーズが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ましたが、明確な説明はありませんでした。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 ROE は、8%を下回る水準に低下していました。
- ・ 2019 年度以降の対話では、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、資本効率の低下に起因して PBR 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、粘り強く改善を求めました。（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です。）
- ・ 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を公表し、連結配当性向 30%程度という目標を公表しました。その後、当該目標に沿った増配が行われ、配当性向が 15%超となりました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って複数年にわたり対話を継続し、投資先企業との論点共有及び対話を通じた論点解消を目指してまいります。

＜対話事例 26＞ 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年度に対話を行いました。
- ・ 2022年度対話では、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毎のROIC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し、当該企業からは事業ポートフォリオ管理の考え方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がありました。
- ・ その後、2022年度決算において増配が行われ、配当性向が15%超となりました。また、2023年2月に公表された新中期経営計画では、ROEおよびROIC目標が設定され、事業ポートフォリオ管理の考え方が導入されるとともに、株主還元方針として、「収益力向上を目指した資本の有効かつ戦略的な活用」という考えの下、配当性向30%を目安とすることが示されました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って対話を行い、投資先企業との論点共有および対話を通じた論点解消を目指してまいります。

＜対話事例 27＞ 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ましたが、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行ってきました。
- ・ 2019年度対話では、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、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がありました。
- ・ 2020年度対話では、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したところ、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みました。
- ・ 2021年度対話では、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がありました。更に中期経営計画等の策定にあたっては、当社の要望も踏まえて対応したいとの意向も示されました。当該企業からは、「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ました。
- ・ その後、2022年には更なる増配が公表され、配当性向が15%超となりました。加えて、資本政策に関する考え方をまとめた資料が公表され、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が示されました。
- ・ このように当社は中長期視点に立って複数年にわたり対話を継続し、投資先企業との論点

共有及び対話を通じた論点解消を目指してまいります。

＜対話事例 28＞ 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ましたが、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行ってきました。
- ・ 2017年度の対話で、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、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がありました。
- ・ 2018年度の対話では、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がありました。
- ・ 2019年度の対話では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みました。
- ・ 2020年度の対話では、コロナ禍の事業への影響も含めて確認しましたが、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」との説明がありました。
- ・ その後、増配が行われ、配当性向が15%超となりました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って複数年にわたり対話を継続し、投資先企業との論点共有及び対話を通じた論点解消を目指してまいります。

＜対話事例 29＞ 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ましたが、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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話の中で、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することができ、2020年度の対話においても、当該企業の株主還元方針が維持されていることを確認しました。
- ・ 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%超となりました。
- ・ このように当社は企業の成長段階を見極めながら、安定成長による企業価値向上とバランスのとれた株主還元を要望してまいります。

＜対話事例 30＞ 株主還元に関する論点が解消した事例（2020年）

- ・ 当該企業は、業績は堅調に推移しており、近年は増配しておりましたが、株主還元に関して明確な方針の開示がなく、かつ直近数年間の配当性向は15%を下回る水準が続いていたため、複数年にわたり対話を行ってきました。

- ・ 対話初年度に当社から配当性向が長期間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、当該企業からは、近年は利益成長に増配が追いついていないこと、今後も安定配当は維持するものの配当性向 15%を上回るような増配は期待しないで欲しいとの説明があり、株主還元姿勢や配当性向の水準に変化はありませんでした。
- ・ 次年度の対話においては、当社から、当該企業は実質無借金であり内部留保が厚く自己資本比率が高いことを指摘し、資本政策見直しの必要性について議論したところ、当該企業からは「増加する内部留保については、株主も含めたステークホルダーに還元すべきとの認識はある」との説明があり、当社と課題意識の共有が進むとともに、株主還元姿勢に変化が見られました。
- ・ 今年の対話では、利益見通しの上方修正により配当性向の更なる低下が予想されたことから、改めて利益水準を踏まえた株主還元を要望したところ、当該企業からは、「従前から対話で要望されてきた配当性向 15%の水準も意識した株主還元を行うべく、社内で議論している」との前向きな回答がありました。
- ・ その後、利益は大幅増益となりましたが、大幅増配が行われ、配当性向が 15%超となりました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って複数年にわたり対話を継続し、投資先企業との論点共有及び対話を通じた論点解消を目指してまいります。

＜対話事例 3 1＞ 買収防衛策のスキーム面の論点が解消した事例（2021年）

- ・ 当該企業は、買収防衛策の導入・更新を株主総会に諮らず取締役会にて行っており、株主の選任を受けた社外役員等で構成する独立委員会なども設置されていなかったことから、株主意思が適切に反映される仕組みとなっていないというスキーム上の課題があり、2017年度から複数年にわたり対話を行ってきました。
- ・ 対話の中では、買収防衛策の必要性などについて議論を行った上で、当社から課題意識を表明し、社外役員等で構成する独立委員会の設置など株主意思が適切に反映される仕組みとなるようスキームの改善を要望しました。
- ・ 当該企業も社内で前向きな検討を進め、その後も対話を重ねた結果、買収防衛策の発動を審議するための独立役員が過半数を占める独立委員会が新設されました。

＜対話事例 3 2＞ 買収防衛策のスキーム面の論点が解消した事例（2019年）

- ・ 当社は当該企業と買収防衛策のスキームについて、過去から対話を行っており、昨年は買収防衛策のスキームの要改善点を記した要望書を手交しました。その時には当該企業よりスキームを改善する意思を確認したことから、今年は、改善に向けた検討スタンスに変更が無いか対話を行いました。
- ・ 当社からは、再度論点に沿って対話しましたが、当該企業からは、「買収防衛策の必要性も含め役員会で議論しているが、少なくとも貴社の要望に対応することは不可欠と考えている」との前向きな回答がありました。
- ・ その後当該企業から、買収防衛策の廃止を取締役会で決議したことが公表されました。

＜対話事例 3 3＞ 社外取締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行ってきました。
- ・ 2017年度の対話では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ました。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がありました。
- ・ 2019年度の対話では、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しました。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」との説明がありました。
- ・ 2020年度の対話では、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がありました。
- ・ 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が確認できました。

＜対話事例 3 4＞ 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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では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を受けました。
- ・ 2020年度の対話では、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を得ました。
- ・ 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が確認できました。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り組みとの説明を受けました。

＜対話事例 3 5＞ 社外取締役の出席率が改善した事例（2021年）

- ・ 当該企業の社外取締役は、兼務先が多忙という理由で取締役会へ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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では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ました。当該企業から

は、電話会議等の活用も含めて社外取締役が取締役会に出席していただけるような対応を進めること等の取組みにより、出席率を改善したいとの説明を受けました。

- ・ その後 2020 年度の対話では、臨時取締役会の開催時はWEB会議も活用すること、社外取締役への取締役会の開催案内を従来より早めに行うこと等、社外取締役の出席率を改善する取組みを進めていることを確認しました。
- ・ その後に公表された当該企業の招集通知では、当該社外取締役の取締役会への出席率が改善していることが確認できました。

＜対話事例 36＞ 社外取締役の出席率が改善した事例（2019年）

- ・ 当該企業の社外取締役 1 名につき、取締役会への出席率が低位にとどまっていたことから対話を行いました。
- ・ 当該企業からは、社外取締役が海外在住であることから、テレビ会議・電話会議システムを導入するなどの工夫を行っているものの海外出張も多く日程調整が困難であったとの説明を受けました。
- ・ 当社からは社外役員が職責を果たしているかを判断するうえで、出席率は重要な要素である旨を改めて説明し、年間スケジュールを期初に策定する等出席率の改善を要望しました。
- ・ その後、当該企業からは、社長が直接当該社外取締役に対し出席率の改善を要望する一方、取締役会の開始時刻変更やテレビ会議・電話会議システムの活用を推進したとのことでした。
- ・ その後の対話で、当該企業より、当該社外取締役は直近 1 年間の全取締役会に出席したとの回答を得ました。

＜対話事例 37＞ 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ですが、社外取締役 4 名のうち、独立性のある社外取締役は 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行ってきました。
- ・ 2019 年度の対話では、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しました。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いう説明があり、2020 年度の対話でもその検討を進めていることを確認しました。
- ・ 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、2021/6 期の株主総会で選任されました。

＜対話事例 38＞ 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

取締役を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してまいりました。

- ・ 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ませんでしたが、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、選任を要望してきました。
- ・ その結果、2020年度の対話では、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、2021/6期の株主総会で選任されました。

＜対話事例39＞ 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してまいりました。
- ・ 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しました。
- ・ 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されました。

＜対話事例40＞ 独立社外取締役不在が解消した事例（2020年）

- ・ 当該企業では、社外取締役として、当該企業の株式を10%以上保有する大株主企業の出身者1名のみが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、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現任者との交代もしくは追加での独立社外取締役の選任を要望してまいりました。
- ・ 直近の対話では、前年までとは異なり当該大株主企業出身役員と対話を行い、同様の課題があった兄弟企業では独立社外取締役が選任された事例を伝えるとともに、大株主企業とも課題共有するよう要望しました。
- ・ その後、当該企業より、独立社外取締役を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されました。

＜対話事例41＞ 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行ってきま

した。

- ・ 2019年度及び2020年度の対話においては、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しました。
- ・ 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に満たされませんでした。独立社外取締役は2名から3名に1名増員されました。
- ・ 2021年度の対話において、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しました。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」を設置しました。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あたっては、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。」と公表されました。

＜対話事例4 2＞ 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）

- ・ 当該企業は、50%超を保有する上場企業であ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、少数株主利益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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では、当社から、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しました。当該企業は少数株主利益保護に係る論点について世の中の動向は把握していたものの、対応の方向性については未検討だったことから、当社より少数株主利益を保護する体制整備について投資家として求める具体的な施策とそれらを投資家に伝達するための情報開示のポイントなどについて説明しました。
- ・ その後、独立社外取締役の追加選任、少数株主利益と支配株主との利益相反取引を監視する委員会の設置など体制強化は着々と進み、論点は解消されました。更に2021/6期の株主総会では独立社外取締役が増員され、独立社外取締役の構成比率が3分の1以上となりました。

＜対話事例4 3＞ 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行ってきました。

- ・ 2019年度の対話においては、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しました。
- ・ 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行ってまいりました。
- ・ 2020/6期の株主総会時点では、体制整備はされておりましたが、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」との記載がなされ、継続検討していく方針が示されました。
- ・ そして2020年度の対話において、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し、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。」と公表されました。

＜対話事例44＞ 少数株主利益保護に向けた体制整備が行われた事例（2020年）

- ・ 当該企業には、創業者等（個人や非上場の資産管理会社）で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対話を行いました。
- ・ 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しました。
- ・ 当該企業からは、社長を含めて本件に関する課題意識を有しており、改善取組みを進めている旨の説明がありました。
- ・ その後、株主総会で独立社外取締役を増員する選任議案が上程され、独立社外取締役の構成比率が3分の1以上となりました。
- ・ 当社は、支配的株主が上場しているケースに限らず、支配的株主が個人や非上場会社であるケースにつきましても、対話を通じて少数株主利益保護のための必要な体制整備を要望してまいります。

＜対話事例４５＞ 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し、当社は、2019 年度に当該企業の対応状況・方針などについて対話を行い、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しました。
- ・ 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適切に情報開示が行われました。
- ・ また 2020 年度の対話では、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があらためて確認できたことから、当社としては事後対応は問題無いものと評価し、論点は解消と判断いたしました。

＜対話事例４６＞ 不祥事後の再発防止策等を着実に進めている事例（２０１９年）

- ・ 昨年、当該企業の一部製品の製造工程に不備があることが発覚し、当社は、当該企業の対応状況・方針などについて対話を行いました。昨年の株主総会時点では最終的な再発防止策は公表されていなかったため、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て、当該取締役選任議案に賛成しました。
- ・ 今年の継続対話の中で、当該企業から、有識者や社外役員からなる委員会を設置し社外の意見を積極的に取り入れて、再発防止策に沿った取組みを着実に進めているとの説明がありました。その後、関係省庁からの最終報告においても追加対策の必要性は指摘されなかったこと等も踏まえ、当社としても事後対応は問題無いものと評価し、論点は解消と判断いたしました。
- ・ 今後は、日常的な対話の中で、当該企業の取組みを定期的に確認してまいります。

（Ⅱ）改善策等を公表済の事例（ケース②）

＜対話事例４７＞ 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ですが、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行ってきました。
- ・ 2020 年度の対話において、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したところ、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しました。また当社からは、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求めました。
- ・ 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、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、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が公表されました。

- ・ 現状、ROEは5%未満ですが、当社としては、今後も対話を継続し、資本政策に関する一層活発な議論をしていきたいと考えています。

＜対話事例48＞ 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・清掃等を行う企業であり、長年にわたり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行ってきました。
- ・ 2017年度及び2018年度の対話では、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し、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しました。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しました。
- ・ 2019年3月に策定した中期経営計画では、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が公表されました。その後、2019年度から2021年度には、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しました。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でしたが、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みました。
- ・ 2022年3月に公表した新中期経営計画では、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されました。
- ・ 当社としては、更なる企業価値向上に向け、中期経営計画に掲げられた施策が確実に実践され成果に繋がるよう、対話を通じて企業の取組みを後押ししてまいります。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜対話事例49＞ 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・販売等を行っていますが、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行ってきました。
- ・ 2018年度の対話では、まず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の公表を要望しました。
- ・ 2020年度及び2021年度の対話では、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うえで、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しました。
- ・ その後、当該企業は2022年5月に新中期経営計画を公表し、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）」がある旨が明示されました。またキャッシュア

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が公表されました。

- ・ ROE5%以上の達成は今後の課題ではありますが、公表された中期経営計画は当社の要望に沿った内容であり、今後は共通の課題認識のもと、中期経営計画に沿った施策の進捗について、対話を通じて確認してまいります。(2023年6月末時点で対話継続中)

<対話事例50> 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ですが、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行ってきました。
- ・ 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しました。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で議論を深め、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しました。
- ・ その後、直近の決算発表時に公表された新中期経営計画において、5%を上回るROE目標が初めて公表され、将来的には更なるROEの向上を目指す方針が打ち出されました。現状のROEは5%未満ですが、当社としては、今後も対話を継続し、資本政策に関する一層活発な議論をしていきたいと考えております。(2023年6月末時点で対話継続中)

<対話事例51> 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・工事等を行っていますが、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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では、まず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しました。
- ・ 2020年度の対話においては、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しました。
- ・ その後、当該企業は初めて中期経営計画を公表しましたが、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しました。
- ・ この開示を踏まえて対話をした際、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」とのコメントがありました。

- ・ 今後も対話を通じて収益改善に向けた取組みをサポートしてまいります。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜対話事例52＞ 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、業界環境の悪化により中長期的に業績が継続的に低下しており、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行ってきました。
- ・ 当社は、対話にあたって当該企業の中長期的な収益性の低下を分析した上で対話を実施し、ROEの向上に向けては、収益性の向上と資本政策の立案の両方が重要であり、利益率の向上に向けた取組みと妥当な自己資本比率の水準などを社内で議論し、投資家とのコミュニケーションに向けて情報開示をして欲しい旨を継続的に伝えてまいりました。
- ・ その後、2021/6期の定時株主総会招集通知において、ROEを構成する利益率・総資産回転率・財務レバレッジのそれぞれを改善・向上するための諸施策、それらの取組みの結果としてROE5%以上の水準を目標とすることが公表されました。
- ・ ROE改善実績へつなげることは今後の課題ではありますが、公表されたROEの重要性に対する当該企業の意識、改善に向けた道筋について、当社は投資家として理解を深めることができました。当社としては、当該企業の考え方も踏まえつつ、深度ある対話を継続してまいります。(2022年6月末時点で論点解消済み)

＜対話事例53＞ 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ましたが、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行ってきました。
- ・ 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してきました。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しておりました。
- ・ 2021/2期は、コロナ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、赤字となりましたが、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しました。
- ・ 今後も継続的な対話を続け、開示されたKPIの進捗をフォローするとともに、早期の業績反転に向けて、新たな管理指標の設定や開示等を要望してまいります。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜対話事例54＞ 中期経営計画で取組策に関するKPIを公表した事例（2020年）

- ・ 当該企業は、過去からROEが5%を下回り、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、中期経営計画で掲げている収益改善に向けた取組み状況を主要テーマとして対話を継続しておりました。
- ・ 当該企業は数値目標と収益改善策の骨子を含む新たな中期経営計画を公表しましたが、改善策の効果と数値目標の関連等が不明瞭であったため、当社から対話を通じて、取組み効果が測定できるKPIの設定と開示を要望しておりました。その後当該企業より各取組み策に関して具体的な内容とKPIが公表されました。
- ・ 当社としては、当該KPIの達成状況のフォロー等を通じて当該企業との深度ある対話を継続してまいります。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜対話事例55＞ 収益改善策を公表し収益改善取組みを進めている事例（2019年）

- ・ 当該企業の主力製品は他社との競合により販売価格が下落するなど収益性が低下しており、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おりました。
- ・ 当社は、当該企業と複数年にわたって収益改善に向けての取組強化を促す対話を行っており、当該企業では、公表した中期経営計画に沿って、抜本的な製造原価低減や海外での拡販など、収益性の改善に向けて取組みを進めておりました。
- ・ また、当該企業は親会社との取引が希薄で両社間のシナジーが得られていなかったことから、当社では、親会社とも対話を行い、当該企業の企業価値向上に向けてシナジーを追求するよう要望し、親会社からも更なるシナジー追求を検討するとの回答を得ました。
- ・ 今後も、対話を通じて収益改善に向けた取組みをサポートしてまいります。（2022年6月末時点までに株式を全て売却済）

＜対話事例56＞ 株主還元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ですが、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行ってきました。
- ・ 2021年度の対話では、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、およ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しました。当社からは、株主還元はその後のROE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えました。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え

ました。

- ・ その後、増配など株主還元強化を積極化する動きに繋がりましたが、利益成長も継続していることから配当性向は15%を下回っており、論点の解消には至っていません。しかし、2023年5月に初めて公表され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%以上とする目標が公表されました。当社としては、今後も対話を継続し、資本政策に関する一層活発な議論をしていきたいと考えています。

＜対話事例57＞ 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行ってきました。
- ・ 2017年度及び2018年度の対話では、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してきました。
- ・ 2019年度から2021年度の対話では、当社から、株主還元だけではなくROE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ROE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しました。
- ・ その後当該企業は、2022年5月に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しました。
- ・ 当社としては、今後も対話を通じて、当該企業の株主還元に対する取り組みを後押ししてまいります。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜対話事例58＞ 株主還元の目標水準を対外公表した事例（2021年）

- ・ 当該企業は、毎年増配を継続していましたが、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行ってきました。
- ・ 2019年度の対話では、当社は、長期的な業績推移などを分析した上で対話を行い、財務・資金運営に関する当該企業の考え方を確認した上で、将来の株主還元方針を公表するよう要望しました。
- ・ その後、2021年1月に発表された中期経営計画では、業容拡大及びコロナ後の資金需要を考慮した株主還元方針について、初めて配当性向20%という数値目標が開示され、その後の対話では、成長に向けた資金需要を加味してもこの株主還元目標は達成したいとの考えが確認できました。
- ・ 当社としては今後の収益・財務の状況をフォローし、課題解消に向けた対話を継続してまいります。（2022年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例59＞ 株主還元の目標水準を対外公表した事例（2021年）

- ・ 当該企業は、自己資本比率などの財務体質を改善途上であり、また近年は既存設備の更新投資や次世代の新商品のための研究開発など一定の資金需要があったことから、長期にわたり配当性向は15%を下回る水準が続いていたため、2017年度から複数年にわたり対話を行ってきました。
- ・ これまでの対話においては、当社から、資金需要が一段落し、投資の成果が利益として実現すれば、増配等で株主還元を増やすこと、またその道筋について情報開示を行うことの2点を要望しました。
- ・ その後当該企業は、設備更新により生産効率が高まることなどから、研究開発資金を確保しつつ株主還元を強化できると判断し、同業他社と同水準の配当性向20%に向けて段階的に増配することが公表されました。
- ・ 当社としましては、引き続き対話を行い、株主還元に関する取組みを後押ししてまいります。（2022年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例60＞ 株主還元の考え方を対外公表した事例（2020年）

- ・ 当該企業は、過去の大幅な赤字計上で自己資本が毀損したことから一定期間無配を継続し、数年前に復配しましたが、その後も配当性向は15%を下回る水準で推移しており、当社は株主還元の論点について継続して対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当該企業は当面は配当よりも自己資本の回復等を優先したいとの説明があったことから、当社からは、明確な配当性向の設定が困難であれば自己資本の目標水準や今後数年間のキャッシュフロー予想や投資予定額等を開示することにより、配当原資としては現行の水準が限度であることを明確化して欲しい旨を要望いたしました。
- ・ その後、当該企業は今後の10年間の長期経営ビジョンを初めて策定・公表し、その中で自己資本比率の目標水準や今後のキャッシュフロー使途、自己資本の回復状況を踏まえつつ更なる株主還元を行うことが示されました。
- ・ 今後も対話を通じて、長期経営ビジョンに沿って着実に改善取組みを進めていることを確認してまいります。（2022年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例61＞ 株主還元の水準を対外公表した事例（2019年）

- ・ 当該企業の業績は好調でしたが、配当金は据置かれていたため、直近数年間の配当性向は10%を下回る水準で推移してまいりました。このように株主還元姿勢に課題があったため、当社は継続して対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当該企業は、配当よりも自己株式取得を優先しているとのことでした。当社からは、自己株式取得の実績は評価しているものの、総還元水準を含め株主還元方針を公表して欲しい旨を要望してまいりました。
- ・ その後、当該企業は、総還元性向については同業他社水準に遜色ない水準とし、自己株式取得と配当のバランスはPBRの水準を加味して決めるといった方針を決算説明会の場で公表しました。また、2019/3期については総還元性向を前年度の35%から50%に引

き上げ、配当金は据置きであったものの自己株式取得額も明示しました。（2020年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例62＞ 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でしたが、こうした状況下で、新たに取締役に関与していた法令違反事案が発覚しました。
- ・ 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しました。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、複数回対話を行いました。
- ・ 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しました。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、当時の指名委員および監査委員は職責を果たしていたことを確認できました。
- ・ 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してまいります。

＜対話事例63＞ 不適切行為に対し、再発防止策等の適切な対策が示された事例（2019年）

- ・ 当該企業は、長期間にわたり不適切な行為を続けていたことが判明したことを受け、外部の専門家から構成される特別調査委員会を設置し、その調査結果と再発防止策等を公表しました。当社はその内容と再発防止策の進捗状況を確認するために対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当社からは「原因究明、責任明確化、適切な再発防止策の策定の観点から、企業側の対応は大変評価しているが、今回の調査報告書にて企業に調査が委ねられ

た領域は洩れなく適切に調査いただきたいこと、顧客対応状況等については、何らかの形で定期的に公表いただきたいこと」を要望しました。

- ・ その後の決算説明資料では、当該事案に関する顧客対応状況が示されており、当該企業が着実に顧客対応を進めていることが確認できました。
- ・ 今後も本事案に関する顧客対応や再発防止策等が着実に遂行されることを引き続き確認してまいります。(2020年6月末時点で論点解消済み)

(Ⅲ) 改善策／意思を確認した事例 (ケース③)

<対話事例64> 収益の改善意思を統合報告書を通じて公表した事例 (2021年)

- ・ 当該企業は、長期にわたりROEが5%を下回り、営業利益率も長期にわたり業界平均以下で推移しているため、2018年度から複数年にわたり対話を行ってきました。
- ・ 当該企業とは、毎年社長と対話を行い、収益改善に向けた今後の具体的な取組みなどに対する開示の充実について要望してまいりました。
- ・ 2019/2期には初めて決算説明資料を作成・開示しましたが、その中ではROE目標の開示がなかったため、2019年度の対話においても、ROE目標と収益改善取組みの開示を引き続き要望しました。
- ・ その後2020年に公表された中期経営計画では、収益改善に向けた具体的な取組内容やROE目標値などが開示され、また同年に初めて統合報告書を策定する等、開示は段階的に進捗しました。当該企業は、社長自らが資本効率の意識を強く持ち、中期経営計画では収益性と資産効率を改善するための数値目標のロードマップを示し、また統合報告書では中長期的に株主資本コストを上回るROEを安定的に達成できる事業収益体質を構築していくとの説明がなされていました。
- ・ 当社としては、収益性改善に向けた課題意識は共有出来ていると考えており、今後も対話を通じて、収益改善取組みの進捗をフォローしてまいります。(2023年6月末時点で対話継続中)

<対話事例65> 収益の改善意思を確認した事例 (2021年)

- ・ 競合の激しい地域を基盤とする合併を経験した地銀で、収益は低下基調にあり、ROEが5%を下回るなど収益水準が低位に留まっています。当社は保有地銀全行と継続して対話を行っており、当該企業とも 2018年度から複数年にわたり対話を行ってきました。
- ・ 2020年度の対話では現行の中期経営計画で定めているコスト削減取組みについて確認し、当該企業からは、店舗数の削減、事務効率化等を進め、現行の中期経営計画で定めたコスト削減目標は達成できる見込みであるとの説明がありました。そしてOHR(経費率)は地銀平均比では依然として高水準にあるものの着実に低下し、また本業利益(顧客向けサービス業務の利益)も改善していることを確認できました。
- ・ また 2021年5月に公表する新中期経営計画について、収益改善に向けた具体的な取組みの開示を要望したところ、開示に前向きな回答があり、その後発表された新中期経営計画

の中では、当社が求めるROE5%の水準は下回るものの、ROE目標が開示されるとともに、グループ全体でのコンサルティング業務の強化など非金利収益の拡大に向けた具体的な収益改善取組みも開示されました。

- ・ 当社としては、対話を継続して中期経営計画で掲げられた収益改善取組みをフォローするとともに、取組みを後押ししてまいります。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜対話事例66＞ 収益の改善意思を確認した事例（2021年）

- ・ 当該企業は、競合の激しい地域を地盤とする地銀で、ROEを始めとした収益水準が低位に留まっています。当社は保有地銀全行と継続して対話を行っており、当該企業とも2018年度から複数年にわたり対話を行ってきました。
- ・ 2018年度の対話より、当社からは本業利益（顧客向けサービス業務の利益）の赤字解消に向け、コア業務粗利ベースのOHR（経費率）を地銀平均水準まで低下させること、役務収益拡大の2点を要望してきました。
- ・ 当該企業からは本業利益の赤字解消に向けて店舗関連経費の削減に取り組んでいること、役務収益拡大に向けて、異業種との提携を軸としたコンサルティング業務の強化、提供商品ラインアップの拡大、共通システム導入など収益改善取組みを進めているとの説明を受け、2021/3期には増収増益を実現するとともに、本業利益（顧客向けサービス業務利益）の赤字解消やコア業務粗利益ベースOHR改善を実現しました。
- ・ 当社としては、対話を継続して中期経営計画で掲げられた収益改善取組みをフォローするとともに、取組みを後押ししてまいります。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜対話事例67＞ 収益の改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、競合の激しい地域を地盤とする第二地銀で、ROEを始めとした収益水準が低位にとどまっておりました。しかしながら、中期経営計画には具体的な数値目標や取組み施策が示されていなかったことから、当社は対話を行い、具体的な数値目標や収益改善策の公表等を要望しておりました。
- ・ 当該企業からは、「これまで長年にわたり手をつけて来なかった店舗政策や個人及び店舗の業績評価制度等につき、取締役に対する業績連動型報酬制度導入も合わせ、外部コンサルタントも入れて抜本的な見直しに着手した」との説明がありました。
- ・ 当社としては、業績改善に向けた明確な意思が確認できたことから、当面の進捗を見守ることとしました。
- ・ 今後は、中期経営計画等に具体的な業績改善策や数値目標が盛り込まれることを確認し、その内容の妥当性や進捗状況につき対話等を通じ継続フォローしてまいります。
(2023年6月末時点で対話継続中)

＜対話事例68＞ 業績の改善策を確認し、継続フォローしている事例（2019年）

- ・ 当該企業は、新興企業であり上場以来事業拡大を図り売上を伸ばしてきた一方で、システム投資やM&A費用などが先行しており、直近期まで連続して赤字を計上してまいりました。
- ・ 当社としては、現状の赤字は将来の成長のための投資によるものであると理解する一方、黒字化に向けた中期経営計画が公表されていない点は課題であると考えてまいりました。
- ・ 対話の中で、中期経営計画の公表を要望したところ、当該企業からは、現段階で黒字化よりも売上を伸ばすことを優先しているが、今後の黒字化に向けた計画等公表については社内で検討する旨の回答がありました。
- ・ その後、決算説明において、初めて黒字化の想定時期等が明示されました。
- ・ 当社としては、当該企業の業績を注意深く見守るとともに、中期経営計画の公表など、更なる情報開示を促すべく対話を継続してまいります。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜対話事例69＞ 株主還元の改善に向けた意思を確認した事例（2021年）

- ・ 当該企業は、業績は堅調に推移してまいりましたが、明確な株主還元方針が公表されておらず、配当性向が15%を下回る水準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行ってまいりました。
- ・ 2019年度の対話の中で、当該企業から「生産能力増強や品質管理強化のための設備投資に資金が必要である」との説明がありました。そこで当社からは、配当政策、投資計画、資本政策などに関する数値目標も含めた中期経営計画の策定・公表を要望しました。
- ・ その後当該企業が2020年に公表した中期経営計画では配当性向目標は開示されませんでした。2021年の決算説明会において、社長から「配当性向15%以上を目標にしている」との説明がありました。2021/3期も配当性向は15%を下回りましたが、翌期の配当計画は増配により配当性向が15%を超える予想が示されました。今後も対話を通じて、株主還元方針等の開示と水準改善を要望してまいります。（2023年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例70＞ 株主還元の改善に向けた意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、直近10年間にわたり業績は堅調に推移してまいりましたが、明確な株主還元方針が公表されておらず、配当性向が10%を下回る水準で推移していたことから、過去から対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当該企業からは、「グローバルな競合メーカーは巨額な投資を行っており、中長期的な企業の将来像を考えると、内部留保はまだ少ない」との説明がありました。
- ・ 当社からは情報提供ツールを用いて、投資家の目線は配当性向30%であり、配当水準もグローバル水準を意識して欲しい旨を要望いたしました。
- ・ その後、当該企業は、2019/3期に大幅増配を公表しました。今後も対話を通じて株主還元方針等の開示と水準改善を要望してまいります。（2021年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例 7 1＞ 買収防衛策のスキームの改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、買収防衛策の継続を取締役会決議としており、かつ社外取締役・監査役が独立委員会の過半数を占めていなかったことから、当社は買収防衛策スキームに株主意思が反映されない懸念があると考え、過去より対話を行ってまいりました。
- ・ 対話の中で、当社からは、独立委員会は株主総会で選任された社外役員を過半とする構成に変更すべきとの要望をいたしました。当該企業の役員からは「貴社の要望は経営層も理解している。ただし現在ガバナンス体制を幅広く見直しており、独立委員会の構成も不可分のものとして一体的に検討中であることから、見直しにはもう少し時間がかかると思われる。理解いただきたい」との回答がありました。
- ・ 今後は、当該企業が本件見直しを着実に進めていくことを定期的に確認してまいります。（2021年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例 7 2＞ 社外監査役の出席率改善の意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業の社外監査役1名につき、取締役会への出席率が継続的に低位にとどまっていたことから、複数年にわたって対話を行いました。
- ・ 対話を通じて、当該企業から当該社外監査役に対して出席を要望しているものの、出身企業と当該企業との関係を考慮すると当該企業からは、あまり強く改善を促せない状況であることが確認できました。
- ・ そのため、当社は当該社外監査役の出身企業側にも対話を申し入れ、出身者の方々が社外で活動する際のサポート体制等について意見交換したうえで、当該社外監査役の出席率改善の支援を要請しました。
- ・ その後、当該社外監査役は体力面の問題もあって出席率の改善を果たすことが難しいこと等から、任期途中で退任しましたが、後任の社外監査役も同じ企業出身者が就任しました。
- ・ 翌年も当該企業及び社外監査役出身企業との対話を継続し、改善取組を確認してまいります。（2020年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例 7 3＞ 社外取締役の独立性について改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、独立社外取締役が1名おりましたが、当該社外取締役の退任に伴う新規社外取締役候補者は、実質的に大株主と同等と判断される企業出身であったことから、当該企業と対話を行いました。
- ・ 対話の中では、当社から、ガバナンスの観点から独立性のある社外取締役を1名追加していただきたいと要望しました。
- ・ 当該企業からは、「独立性のある社外取締役の急な退任申し出により適切な候補者が見つけれなかったという特殊事情があった。次回の株主総会までに適切な候補者を見つけるつもりである」との回答がありました。
- ・ よって、翌年も対話を継続し、独立社外取締役の選任を要望し続けてまいります。（2022年6月末時点で論点解消済み）

＜対話事例 7 4＞ 不適切行為に対し、改善意思を確認した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、法令違反懸念など安全性に問題がある製品が数多く見つかったこと等の不祥事案を公表したことから、対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当社からは、事態を重く受け止め原因究明、責任の明確化、再発防止策をまずは公表して欲しい旨を要望いたしました。
- ・ 当該企業からは、両事案とも外部有識者で構成される第三者委員会等を設置して調査を進めており、調査結果判明後に再発防止策等を公表予定であるとの回答を得ました。合わせて、取締役賞与の減額などが公表されました。
- ・ 両事案とも、当時は再発防止策等が未公表でありましたが、当社としては対話を通じて改善意思が確認できたと考えております。今後も対話を継続し、再発防止策の策定・公表状況、及び改善取組を確認してまいります。（2020年6月末時点で論点解消済み）

（IV） E（環境） S（社会）に係る対話事例

（IV-①） 気候変動に係る対話事例

＜対話事例 7 5＞ 脱炭素に向けた取組み・情報開示が充実した事例（2023年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、2020年度より投資先全企業を対象に、TCFD提言が推奨する開示項目のうち主要項目である、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開示を要望しています。また2022年度より排出量上位先等を対象に、2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望しています。
- ・ 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ってきました。2018年度、2019年度の対話では排出量削減に向けた技術開発の状況等について確認しました。
- ・ 2020年度の対話では、当該企業が既に上記①、②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を得ました。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）を公表しました。
- ・ 2021年度の対話では、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を得ました。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しました。
- ・ 2022年度の対話では、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年度の中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できました。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しました。

- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例76＞ 気候変動を主要テーマとする対話事例（2023年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、2020年度より投資先全企業を対象に、TCFD提言が推奨する開示項目のうち主要項目である、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開示を要望しています。また2022年度より排出量上位先等を対象に、2050年ネットゼロに向けた削減ロードマップの策定・開示を要望しています。
- ・ 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行ってきました。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月に温室効果ガス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進めています。
- ・ 2022年度の対話では、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」との回答がありました。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KPI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できました。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜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）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。
- ・ 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

マとする対話を行ってきました。

- ・ 2020年度の対話では、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を得ました。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しました。
- ・ 2021年度の対話では、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を得ました。
- ・ その後、2022年2月に当該企業が公表した中期経営計画では、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年時点の収益目標が公表されました。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

<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)

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。
- ・ 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ってきました。2020年度の対話では、当社より、上記①・②ともに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予定であるとの回答を得ました。
- ・ 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ましたが、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、2021年度の対話では、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しました。
- ・ 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KPIが充実されました。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜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)

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。
- ・ 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ってきました。
- ・ 当該企業が発表した2021年版の統合報告書では、初めて2050年の脱炭素目標、及び2030年の中間目標が示されました。また、温室効果ガス排出量削減の方向性についても開示され、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盛り込まれました。
- ・ 2021年度の対話で、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することができました。また、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いう考え方も示されました。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することができ、気候変動に関する経営上のリスクと機会について、深度ある対話を行うことができました。
- ・ 気候変動のテーマは業種によっては克服すべき課題も多く、中長期の取組みが必要となりますが、今後も温室効果ガス排出量上位企業等と気候変動をテーマとする対話を継続し、2050年カーボンニュートラルに向けた中期・長期取組みや情報開示の充実を後押ししてまいります。

＜対話事例80＞ 気候変動を主要テーマとする対話事例（2021年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、温室効果ガス排出量上位企業等との気候変動を主要テーマとする対話を2018年度より開始し、対象企業を拡大しています。また当社は 2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、2020年度より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の2点の情報開示要望をしています。
- ・ 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ってきました。
- ・ 2018年度の対話では、当該企業からは、再生可能エネルギー事業育成への注力、石炭火力におけるバイオマス混焼などの技術導入、石炭火力であっても世界最高レベルの高効率な

設備を整えていることなどの説明があり、脱炭素に向けた当該企業の高い意識を確認しました。

- ・ 2019年度の対話では、二酸化炭素貯留などの新技術確立、火力発電の効率性目標の達成に向けた取組み状況について確認するとともに、当社からは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しました。
- ・ その後、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しました。その後の対話では、当該企業より、「脱炭素に絡んでは取組むことが多いが、今後も2050年カーボンニュートラルの政府目標を踏まえ、真摯に取組みを進めていきたい」とのコメントがありました。
- ・ 気候変動のテーマは業種によっては克服すべき課題も多く、中長期の取組みが必要となりますが、今後も温室効果ガス排出量上位企業等と気候変動をテーマとする対話を継続し、2050年カーボンニュートラルに向けた取組みを推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例81＞ 気候変動を主要テーマとする対話事例（2021年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、温室効果ガス排出量上位企業等との気候変動を主要テーマとする対話を2018年度より開始し、対象企業を拡大しています。また当社は 2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、2020年度より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の2点の情報開示要望をしています。
- ・ 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ってきました。
- ・ 2018年度の対話では、温室効果ガス排出量削減に向けた技術開発の取組状況について情報収集するとともに、当社からは、業界としての温室効果ガス排出量削減目標だけではなく、個社としての目標も検討することを要望しましたが、当該企業からは前向きな回答はありませんでした。
- ・ 2019年度の対話では、温室効果ガス排出量の大幅削減に向けた革新的技術の開発に前向きに取り組んでいることを確認しましたが、削減目標については、中長期の工程を描ききれていないことから、削減目標を掲げることは困難との回答が繰り返されました。
- ・ その後、当該企業は2020年に 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なども公表しました。
- ・ その後の対話では、当該企業より、「脱炭素に絡んでは技術開発や設備投資など多大な長期投資が必要となるが、ロードマップに沿って様々な技術開発に挑戦していく」とのコメントがありました。

- ・ 気候変動のテーマは業種によっては克服すべき課題も多く、中長期の取組みが必要となりますが、今後も温室効果ガス排出量上位企業等と気候変動をテーマとする対話を継続し、2050年カーボンニュートラルに向けた取組みを推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例82＞ E（環境）への取組みの情報開示が充実した事例（2021年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。
- ・ 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貴社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。」といった回答を得ました。
- ・ 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しました。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例83＞ E（環境）への取組みに関する情報開示が充実した事例（2018年）

- ・ 当該企業とは、ガバナンス面の論点をきっかけに対話を開始し、当論点は解消しましたが、この訪問以降、社長自ら来社され、業績関連のみでなくESG関連の取組を含めた対話を継続してきました。（2年間で当社に4回来社、当社より2回訪問）
- ・ 当該企業はケミカル製品を取扱っていることから、株主や取引先等のステークホルダーに対しE（環境）等への取組を含めた開示を強化したいと考えており、2018年5月の対話時に、当社から統合報告書の作成につき、他社事例等を交えつつ助言しました。
- ・ その後、当該企業は、社長の指揮のもと、統合報告書の作成を進めており、対話直後には「的確なアドバイスが非常に参考になった」とのコメントもいただいております。

＜対話事例84＞ 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（2021年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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

いう目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。

- ・ 当該企業とは 2017年度から複数年にわたりE（環境）・S（社会）のテーマを織り交ぜた対話を行ってきました。
- ・ 当該企業はSDGsを中長期的に取り組む項目とし、ホームページ上でSDGsの取組みについて開示していましたが、2020年度の対話において、気候変動に対する投資家の関心が高まっていること、環境目標等の非財務情報の開示が重要になっていることについて説明し、中期経営計画等で非財務情報の開示の更なる充実を要望しました。その後当該企業は、2021年3月に中期経営計画と併せて今後10年間の長期ビジョンを公表しましたが、その中で温室効果ガス排出量削減目標についても公表しました。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

<対話事例85> 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 (2021年)

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。
- ・ 当該企業の製品製造プロセスには燃成工程が含まれているため、一定量の温室効果ガスを排出していますが、温室効果ガス排出量やその削減目標の開示はありませんでした。
- ・ 2020年度の対話において、気候変動などを含むE（環境）・S（社会）への取組みは持続的な企業価値向上の観点から重要であり、投資家の関心も高まっていることを説明し、非財務情報の開示を要望し、当該企業からは前向きに検討するとの回答がありました。
- ・ その後当該企業は2021年5月に中期経営計画を公表し、製造プロセスにおいて最も温室効果ガス排出量が多い工程の特定と新技術の導入も含めた取組みの方向性が開示されました。また温室効果ガス削減目標は今後開示を検討しているとのことです。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

<対話事例86> 製品を通じた温室効果ガス排出量削減への貢献事例（2021年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、特に気候変動のテーマについては、2050年に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目標を掲げ、投資先企業の気候変動問題への対応を後押しするべく、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点の情報開示要望をしています。

- ・ 電子部品メーカーである当該企業とは 2018 年度から複数年にわたり対話を行っており、E（環境）・S（社会）の開示充実について要望してきました。当該企業が省エネ効果の高い新製品を開発・発売したことから、2020 年度の対話では、当社より「この新製品販売は温室効果ガス排出量削減という社会課題解決にもつながることから、その特徴を抽象的な省エネ効率改善といった形でなく具体的な温室効果ガス排出量削減効果の形式で開示し、本業を通じた社会貢献としてアピールしてはどうか」と提案しました。
- ・ その後、2021 年 1 月に当該企業が発行した C S R レポートでは、新製品を従来製品の代わりに使用した場合の省エネ効果は、一定規模の森林が 1 年間に吸収する二酸化炭素の量に相当するという形で開示され、製品を通じて温室効果ガス排出量削減に貢献していることが分かりやすく開示されました。
- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例 8 7＞ 温室効果ガス排出量削減の方向性が示された事例（2020 年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話も注力していますが、特に気候変動のテーマは①グローバルに注目度が高い、②企業価値等に大きく影響する可能性、③企業の技術革新・新領域への挑戦などをサポート・後押しする必要といった点で極めて重要と考えております。
- ・ 当該企業は、グローバルに石炭火力発電を含む様々な発電事業に投資を行っていることから、気候変動をテーマとする対話を行いました。
- ・ 当該企業は、既に発電事業における石炭火力の比率を段階的に引き下げ、再生可能エネルギー比率を 2030 年までに 30%に引き上げる方針を打ち出しており、また温室効果ガス排出量の開示も行うなど気候変動問題に関する取組みを着実に進めておりましたが、温室効果ガス排出量削減の方向性は明示されていませんでした。
- ・ 対話の中で、当社から温室効果ガス排出量削減の方向性打ち出しの検討を要望したところ、当該企業は、「検討中だが、温室効果ガス排出量削減の目標は様々な事業計画を踏まえて整合的になっているべきであり、各部門を巻き込んで慎重に検討したい。ただ、投資家からこうした意見をもらえると社内での議論の参考にもなる」といった前向きな回答を得ました。
- ・ その後、当該企業は中期経営計画を公表し、サステナビリティ経営の観点から、2030 年までに温室効果ガス排出量と削減貢献量の差を現状対比半減し 2050 年までにネットゼロを目指すこと、温室効果ガス排出量削減の目標は同中期経営計画期間中に設定を目指すことを公表しました。
- ・ 今後も対話を通じて、投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例 8 8＞ E（環境）の目標値（K P I）設定が改善された事例（2019 年）

- ・ 当該企業は、統合報告書を開示しているため、当該報告書にもとづき E S G に関する対話

を行いました。

- ・ 当該企業は、CSRの観点で重要課題（マテリアリティ）の特定、それに関連する具体的な目標値（KPI）の設定、取組実績の振り返りといったPDCAを実施していたことから、当社からは、「この取組みは高く評価できるものであり、今後も継続いただきたい」と伝えました。
- ・ また、当社から、「E（環境）関連の目標値（KPI）として掲載されている目標数値について、同業他社に比べて保守的な見え方になることから、他社と同様のベースで開示してはどうか」と提案いたしました。
- ・ その後に公表された中期経営計画においては、当該目標数値について他社と同様のベースに改善されておりました。
- ・ 今後も、対話を通じて、投資先企業のESG関連の情報開示改善・充実に貢献してまいります。

<対話事例89> 気候変動に伴う経営上のリスクと機会の分析・開示が充実している事例（2020年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話も注力していますが、特に気候変動のテーマは①グローバルに注目度が高い、②企業価値等に大きく影響する可能性、③企業の技術革新・新領域への挑戦などをサポート・後押しする必要といった点で極めて重要と考えております。
- ・ 当該企業は、温室効果ガス排出量が多い業種の大手企業であったことから、気候変動をテーマとする対話を行いました。
- ・ 当該企業は、温室効果ガス排出削減目標を設定するとともに、気候変動がビジネスに与えるリスクと機会について開示しております。気候変動に伴う経営上の機会としては環境貢献製品の拡大、リスクとしてはカーボンプライスが導入された場合の負担の増加とし、その影響度を定量的に試算するなどの分析・開示を行っております。
- ・ 当社としては、気候変動に伴う経営上のリスクと機会を定量的に分析・開示することが望ましいと考えており、今後もこうした視点で気候変動をテーマとする対話を推進してまいります。

<対話事例90> 気候変動に伴う経営上のリスクと機会の開示を要望した事例（2020年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話も注力していますが、特に気候変動のテーマは①グローバルに注目度が高い、②企業価値等に大きく影響する可能性、③企業の技術革新・新領域への挑戦などをサポート・後押しする必要といった点で極めて重要と考えております。
- ・ 当該企業は、製品も含めた温室効果ガス排出量が大いことから、気候変動をテーマとする対話を行いました。
- ・ 当該企業が長期ビジョンからバックキャストし経営戦略も踏まえた目標設定を行い、グロ

グローバルな環境マネジメントシステムを構築してグループ一体で温室効果ガス排出量削減に取り組んでいる点は高く評価できるものですが、スコープ 1~3 といった温室効果ガス排出量の詳細データ、TCFD提言にもとづくリスクと機会が開示されていなかったことから、対話の中で、当社より以上 2 点の開示検討を要望いたしました。

- ・ 今後も対話を通じて、投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

(IV-②) 人的資本に係る対話事例

<対話事例 9 1> 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)

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえ、S（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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行っています。
- ・ 2020年度の対話では、当社より人的資本に関して注力する取組みについてお伺いしたところ、当該企業が経営計画で掲げる、IT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KPI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しました。
- ・ 2021年度の対話では、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しました。
- ・ 2022年度の対話では、当該企業の人事部門と対話を実施しました。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お伝えしたところ、IT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、②KPI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がありました。また当該企業の経営トップやCHRO（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闊達に議論していることを確認しました。
- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまいります。

＜対話事例92＞ 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（2023年）

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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行っています。
- ・ 2021年度の対話では、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べきことや、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お伝えしました。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IT企業の役員を人事・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しました。
- ・ 2022年度の対話では、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お伝えするとともに、経営戦略の遂行に必要な、①人材の育成・獲得、②KPI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しました。
- ・ 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しました。また、同中期経営計画では、DX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て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できました。
- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまいります。

＜対話事例93＞ 人材の配置・活用方法や人材育成について対話した事例（2023年）

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえ、S（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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しています。2020年度、2021年度の対話では、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しました。
- ・ 2022年度の対話では、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お伝えしたところ、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がありました。

- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまいります。

<対話事例94> 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)

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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お伝えし、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がありました。
- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまいります。

<対話事例95> 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)

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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、中計の遂行を意識した形で打ち出しています。
- ・ 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お伝えし、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」について確認したところ、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がありました。
- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまいります。

＜対話事例96＞ 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）

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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お伝えしたところ、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を得ました。
- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまいります。

＜対話事例97＞ 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）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）をテーマとする対話を継続強化しており、S（社会）については、2018年度より企業価値向上の観点から重視する対話テーマを順次拡大しています。
- ・ 当該企業は、個人消費者向け製品を生産するメーカーでしたが、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しておりました。
- ・ 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しておりました。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しました。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しました。更に人事制度の刷新、社内教育制度の拡充にも取り組み、収益も改善基調となりました。
- ・ 当初は収益改善が対話のメインテーマではありましたが、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えておりました。
- ・ 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。」とのコメントをいただいております。
- ・ 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、企業の取組みを後押ししてまい

ります。

(IV-③) 人権に係る対話事例

<対話事例98> 人権に関する取組みが深化した事例(2023年)

- ・ 当社は、E(環境)・S(社会)についての対話を継続強化しており、S(社会)については企業価値向上の観点から重視する対話テーマを順次拡大しています。
- ・ 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行ってきました。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ましたが、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続いておりました。
- ・ 2019年度の対話では、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しました。その後2020年度の対話では、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、ESGレーティングの改善にも結び付いたことを確認しました。
- ・ 2021年度の対話では、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が確認できました。
- ・ 2022年度の対話では、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しました。
- ・ 今後も、リスク管理の観点からサプライチェーン管理高度化の進捗状況を定期的に確認するとともに、先進事例の紹介を通じて企業の取組みを後押ししてまいります。

<対話事例99> 人権に関する取組みについて対話した事例(2023年)

- ・ 当社はE(環境)・S(社会)についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS(社会)の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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当該企業の取組みを確認しています。
- ・ 2021年度の対話では、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えたところ、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したとの回答がありました。また、特に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、持続可能なサプライチェーン構築に向けた取組みの進捗状況を確認で

きました。

- ・ 2022年度の対話では、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できました。
- ・ 今後も、リスク管理の観点から人権に関する取組み高度化の進捗状況を定期的に確認するとともに、先進事例の紹介を通じて企業の取組みを後押ししてまいります。

<対話事例100> 人権に関する取組みについて対話した事例（2023年）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、S（社会）については企業価値向上の観点から重視する対話テーマを順次拡大しています。
- ・ 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しています。
- ・ 2020年度の対話では、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、KPI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しました。
- ・ 2021年度の対話では、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しました。
- ・ 2022年度の対話では、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しました。
- ・ 今後も、人権デュー・ディリジェンスの進捗状況を定期的に確認するとともに、先進事例の紹介を通じて企業の取組みを後押ししてまいります。

（IV-④）その他のテーマに係る対話事例

<対話事例101> 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）

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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お伝えしたところ、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を得ました。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できました。

- ・ 今後も、リスク管理の観点からサプライチェーン管理高度化の進捗状況を定期的に確認するとともに、先進事例の紹介を通じて企業の取組みを後押ししてまいります。

＜対話事例102＞ 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行いました。
- ・ 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ないことを確認し、米国規制当局への報告を行っているとのことでした。
- ・ 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しました。
- ・ 今後も企業による課題領域の特定、特定した課題領域での取組みなどについて、リスク管理の観点から、サプライチェーン管理高度化の進捗状況を確認してまいります。

＜対話事例103＞ 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）

- ・ 当社は、E（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、S（社会）については企業価値向上の観点から重視する対話テーマを順次拡大しています。
- ・ 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行ってきました。当該企業は従来、協力会社への支払いは手形で行っていましたが、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、現金払いに切替えました。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、資金枠を確保しました。
- ・ 2020年度の対話において、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」と提案し、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しました。

- ・ 今後も対話を通じて投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進や情報開示充実を後押ししてまいります。

＜対話事例104＞ デジタル化に関する取組みについて対話した事例（2022年）

- ・ 当社はE（環境）・S（社会）についての対話を継続強化しており、2018年度より企業を巡る環境変化も踏まえS（社会）の対話テーマを順次追加し、2020年度からは幅広いテーマで情報収集/先進事例の紹介に取り組んでいます。
- ・ 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お伝えしたところ、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を得ました。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できました。
- ・ 今後も企業価値向上の観点から、デジタル化に関する取組みの進捗状況を定期的に確認するとともに先進事例の紹介を通じて企業の取組みを後押ししてまいります。

＜対話事例105＞ 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ですが、当社は数年前から収益性の向上に関して対話を実施しておりました。
- ・ 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話がありました。そこで当社からは、女性の活躍推進に取り組んでいる対話先企業が女性を主人公としたCM作成した事例を紹介しました。
- ・ その翌年には、当該企業が策定した中期経営計画の重点施策の中に女性活躍が掲げられるとともに、現在働いている女性警備員が多数登場するCMが作成されました。
- ・ 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しております。
- ・ 当社では、今後も長期の視点でESGの取組みを収益につなげるという企業の取組みをサポートしてまいります。

＜対話事例106＞ 安定・安全操業を目標値（KPI）として設定した事例（2019年）

- ・ 当該企業は、今年度から統合報告書を公表したことから、統合報告書の内容について対話を行いました。
- ・ 当該企業は、統合報告書の目標値（KPI）設定において安定操業や死亡災害件数0件を掲げており、当社からは、「現場では危険な作業を伴う業種であり、操業停止が大きく業績に影響を与えることを踏まえると、安定・安全操業を目標値（KPI）として明確にすることは貴社の経営課題等とも合致したものであり、納得的な目標設定と考えられる」と高く評価しました。
- ・ 当社としては、E（環境）、S（社会）等について個社ごとの経営理念や経営方針等を踏ま

えた目標値（KPI）の設定が望ましいと考えており、今後もこうした視点でESGの対話を推進してまいります。

＜対話事例107＞ ESGと企業価値向上の関係性に関する開示が充実した事例（2020年）

- ・ 当該企業は「アニュアルレポート」を開示しており、当該報告書にもとづきESGに関する対話を行いました。
- ・ 対話の中で、当社からは、ESGがどのように企業価値向上創出につながるかを分かりやすく示すことなどを提案いたしました。
- ・ その後、当該企業は財務情報と非財務情報の統合的な開示を開始し、報告書を「アニュアルレポート」から「統合報告書」に変更しました。その中で、ESGやSDGsを踏まえた「持続的価値創造プロセス」や将来を見据えたサービスの考え方が一覧形式で示され、当該企業からは「これらは貴社からの指摘にもとづき対応しました」とのコメントをいただいております。
- ・ 当社としては、今後もESG等も含む統合的な情報開示の更なる充実に向けた対話を継続してまいります。

＜対話事例108＞ ESGの具体的な取組み事例についての開示が行われた事例（2018年）

- ・ 当該銀行とは、今後の収益向上取組に加え、地方創生や事業性評価、ESGなど幅広いテーマで対話を行いました。
- ・ 対話の中では、当社より「昨年度から他行でも決算説明会資料などでESG取組に関する開示が始まっているが、当該銀行でも情報開示充実の一環として開始してはどうか」と提案いたしました。
- ・ その後、2018年6月に開催された決算説明会資料の中では「ESGへの取組み」として当該銀行の具体的な取組み事例などE、S、Gそれぞれについて説明が初めて追加されました。

＜対話事例109＞ 統合報告書の情報開示充実に向けた意見交換の事例（2020年）

- ・ 当社と当該企業は統合報告書の記載内容について毎年対話を行い意見交換をしております。
- ・ これまでも、役員報酬の業績連動部分の具体的な算定方法の開示充実、従業員満足度データの開示方法などについて意見交換をし、当社の意見も踏まえつつ着実に情報開示の充実が図られております。
- ・ 当該企業ではESGについて多くの先進的な取組みを行っていることから、他社との対話時に当該企業の取組み事例を紹介し、他社の取組み改善を促しております。今後も対話を通じて当該企業の取組み事例を紹介することで、他社のESG関連の取組みや情報開示の改善・充実を促してまいります。

＜対話事例 110＞ 統合報告書の作成を通じた情報開示の充実を要望した事例

(2022年)

- ・ 当該企業は、CSR報告書を定期的に公表しておりましたが、当社からは国際的なフレームワークに沿った統合報告書の作成及び統合報告書の要素である持続可能な価値創造に向けた取組み、サステナビリティのマテリアリティ（重要課題）の特定及び目標値（KPI）などを含めた情報開示を検討いただくよう要望するとともに、同業他社の統合報告書を事例紹介しました。
- ・ 当該企業からはCSR報告書にESG推進の今後の検討課題として、「統合的観点による思考と実現」等7項目が示されるとともに、生命保険協会に属する生命保険会社連名の要望文書について、「経営陣に説明するうえで、大変参考になった」との評価をいただきました。
- ・ その後、2021年11月に統合報告書が公表され、価値創造モデルやマテリアリティ（重要課題）等ESG等も含む統合的な情報開示が行われました。当社としては更なる充実に向けた対話を継続してまいります。

＜対話事例 111＞ 統合報告書の作成を通じた情報開示の充実を要望した事例

(2019年)

- ・ 当該企業は、外部ベンダーによるESG評価が低位に留まり、統合報告書を開示していなかったことから、情報開示やE（環境）、S（社会）の取組み状況も含めて対話を行いました。
- ・ 当該企業は、CSRレポートを定期的に公表しておりましたが、当社からは、統合報告書の要素である持続可能な価値創造に向けた取組み、E（環境）、S（社会）に係る目標値（KPI）などを含めた情報開示を検討いただくよう要望しました。
- ・ 当該企業からは、「数年前からIRの充実に取り組んでおり、CSR・環境レポートも統合報告書を意識した内容に徐々に変更している。こうした申し出を受けたことをきっかけに、統合報告書の作成に向けた検討を開始したい」との前向きな回答を得ました。
- ・ 当社としては、個社の事業規模や状況等を踏まえつつ、ESG等も含む統合的な情報開示の更なる充実に向けた対話を継続してまいります。

＜対話事例 112＞ 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)

- ・ 当社は、保有額が大きい企業を中心に、深度ある企業分析により企業価値に係る課題を特定し、対話を通じて課題意識の共有・進捗確認を行い、企業の課題解決を後押ししています。
- ・ 当該企業は総合電機メーカーですが、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していました。
- ・ 2022年度の対話では、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

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したところ、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がありました。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ならず、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がありました。

- ・その後、2023年5月に当該企業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しました。
- ・今後は、対話を通じて上記の計画に基づく取組みの進捗状況を確認し、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、資本政策に関する考え方の整理などに関する当該企業の取組みを後押ししてまいります。

<対話事例113> 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)

- ・当社は、保有額が大きい企業を中心に、深度ある企業分析により企業価値に係る課題を特定し、対話を通じて課題意識の共有・進捗確認を行い、企業の課題解決を後押ししています。
- ・当該企業とは2021年度から複数年にわたり対話を行っています。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していました。
- ・2021年度の対話では、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えたところ、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がありました。
- ・2022年度の対話では、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、当該企業から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がありました。
- ・今後も、対話を通じて利益率改善等の進捗状況を確認し、課題解決に向けた当該企業の取組みを後押ししてまいります。

<対話事例114> 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)

- ・当社は、保有額が大きい企業を中心に、深度ある企業分析により企業価値に係る課題を特定し、対話を通じて課題意識の共有・進捗確認を行い、企業の課題解決を後押ししています。

- ・ 当該企業とは 2021 年度から複数年にわたり対話を行っています。当該企業は長期にわたり R O E 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していました。
- ・ 2021 年度の対話では、当社より中長期的な R O E 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えたところ、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がありました。また、当社より課題事業以外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 R O I C 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がありました。
- ・ 2022 年度の対話では、当社より課題である成長事業の改善状況について確認したところ、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がありました。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しました。
- ・ 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 R O I C 目標が開示され、事業ポートフォリオを強化する施策が公表されました。
- ・ 今後も、対話を通じて課題である成長事業の改善の状況を確認し、課題解決に向けた当該企業の取組みを後押ししてまいります。

(V) 社外役員との対話事例

<対話事例 115> 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しました。
- ・ 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行いました。
- ・ 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、取締役会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行いました。
- ・ 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してまいります。

＜対話事例 116＞ 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しました。
- ・ 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、今年はこの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行いました。
- ・ 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行いました。
- ・ 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してまいります。

＜対話事例 117＞ 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ですが、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行いました。
- ・ 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しました。
- ・ 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してまいります。

＜対話事例 118＞ 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行いました。
- ・ 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りました。
当社としては、社外取締役と対話する機会是非常に貴重であると考えており、今後も機会を捉えて社外取締役との対話を実施してまいります。

＜対話事例 119＞ 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、当該企業経由で独立社外監査役に対話を申込みました。

- ・ 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、取締役会で意見が閣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行いました。
- ・ 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してまいります。

(VI) 役員報酬に係る対話事例

<対話事例120> 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行いました。
- ・ 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ております。
- ・ 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開示されていませんでした。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いたしました。
- ・ 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りますが、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も確認いたしました。
- ・ 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いたしました。

(VII) 国内社債の対話事例

<対話事例121> （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、定期的に対話を行ってきました。
- ・ 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ましたが、2021年度の対話では、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しました。その後、当該企業は、トランジションボンドを発行しましたが、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、投資を見送りました。

- ・ 2022年度の対話では、詳細なロードマップの開示の要望を継続しました。当該企業は2023年にエネルギーの低・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しました。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、当債券に投資しました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って継続的に対話を実施し、投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進を後押ししてまいります。

<対話事例122> (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ESGに纏わる活動を積極的に行っている当該企業と当社は、定期的に対話を行ってきました。
- ・ 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りました。
- ・ 当社としては、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、当債券に投資しました。
- ・ このように当社は中長期的視点に立って継続的に対話を実施し、投資先企業のサステナビリティに関する取組み推進を後押ししてまいります。

<対話事例123> (国内社債) 情報開示が前進した事例(2021年)

- ・ 当該企業は新規大型プロジェクトを予定しており、2020年度に対話を行いました。
- ・ 対話の中では、当該プロジェクトの背景や意義等の定性的な開示はあったものの、収支計画等の定量的な開示は不十分でした。
- ・ 当社からは「こういった新規大型プロジェクトを行う場合は、併せて収支計画等の財務的な情報開示を充実すべき」と要望し、当該企業から改めて社内で検討するとの回答がありました。
- ・ その後、当該企業は社内で検討を進め、2020年度に当該新規プロジェクトの定量的な収支見通しを公表する等、情報開示が充実しました。
- ・ 今後も対話を通じて、投資先企業の情報開示充実を後押ししてまいります。

(2) 議決権行使の判断事例

重要な論点がある議案（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1～53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	重要な論点がある議案数		
		賛成	反対
取締役の選解任	219	168	51
うち業績低迷・低配当性向	177	137 ^{1・2・3}	40 ^{4・5・6・7 8・9}
うち社外役員（独立性・低出席等）	14	6 ^{10・11}	8 ^{12・13}
うち少数株主利益保護（*1）	8	3	5 ¹⁴
うち不祥事等	27	27 ^{15・16・17}	0 ^{18・19・ 20・21}
監査役の選解任	10	7	3
うち社外役員（独立性・低出席）	4	1 ^{22・23}	3 ²⁴
会計監査人の選解任	0	0	0 ²⁵
役員報酬（*2）	20	17	3
うち業績低迷・配当性向	20	17 ^{26・27・28}	3 ^{29・30・31}
退任役員の退職慰労金の支給	14	12	2
うち業績低迷・配当性向	14	12 ^{32・33・34}	2 ³⁵
剰余金の処分	29	20	9
うち配当性向	29	20 ³⁶	9 ^{37・38}
組織再編関連（*3）	0	0 ³⁹	0 ⁴⁰
買収防衛策の導入・更新・廃止	8	6	2
うち業績低迷	6	5 ⁴¹	1 ⁴²
うち企業価値を毀損するスキーム	2	1	1 ⁴³
その他資本政策に関する議案（*4）	1	1 ⁴⁴	0 ^{45・46}
定款に関する議案	19	13 ⁴⁷	6
うち剰余金処分の取締役会授權	5	0 ⁴⁸	5 ⁴⁹
その他の議案	0	0	0
合計	320	244	76

	議案数	賛成	反対
株主提案	290	5 ^{50・51 52・53}	285

*1 少数株主利益保護の論点については、対話事例ご参照

*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2023年の事例であり、青色のものは2022年以前的事例となります。

なお、2022年以前の各事例の末尾に記載の括弧内のコメントは、2023年6月末現在の状況を記載したものです。

（I）取締役選解任議案

＜議決権行使事例1＞ 業績低迷（賛成）（2022年）

- ・ 当該企業は、新型コロナウイルス感染症による一部店舗の休業や営業時間短縮の影響もあり、昨年まで2期連続の赤字となっておりました。一部店舗の閉鎖や業界転換を含む構造改革により各種固定費等の削減を進めましたが、2022/3期は営業利益のみ赤字で、3期連続赤字となりました。
- ・ 同感染症が業績に与えた具体的な影響額の開示はないものの、営業外収益に同感染症による助成金収入が計上されておりました。
- ・ 当社は、これを新型コロナウイルス問題による減益影響の開示であると見做し、営業利益段階で足し戻すべきであると判断しました。
- ・ 足し戻した結果、2022/3期は全利益段階で黒字と判断できたことから、取締役選任議案に賛成いたしました。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜議決権行使事例2＞ 業績低迷（賛成）（2021年）

- ・ 当該企業は継続してROEが5%を下回っており、営業利益率も業界平均以下の水準で長期にわたり推移しておりました。
- ・ しかし、中期経営計画が公表されており、その内容は、収益改善策に留まらず、資産回転率の向上を図ること、総資産の圧縮を図ることにも言及され、収益性というよりも明確にROEを向上させることを意識した内容でありました。
- ・ 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が確認できました。
- ・ 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ました。
- ・ 当社としては、当該企業と課題認識の共有ができており、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いたしました。（2022年6月末時点で論点解消済み）

＜議決権行使事例3＞ 業績低迷（賛成）（2020年）

- ・ 当該企業は、無形固定資産の減損等や大口取引先からの失注等で、2期連続赤字を計上しておりました。2020/3期は、新たに開拓した事業が好調に推移する中、各種固定費削減等の経費節減も奏功し、第3四半期までに黒字転換し、通期でも黒字に復帰できる見通しでした。
- ・ しかし、第4四半期に入り、中国で新型コロナウイルス感染症が急激に拡大したことに伴い、中国のほか東南アジア等の主力製造子会社が操業停止し、予定した売上・利益が確保できず、固定資産の減損も必要な状況となり、3期連続の赤字となりました。
- ・ 対話では、新型コロナウイルス問題による影響など一時的な業績変動要因を詳細に開示す

るよう要望し、その後決算で十分な情報開示がなされたことを踏まえ、新型コロナウイルス問題の影響によるやむを得ない業績悪化と判断し、取締役再任議案に賛成いたしました。
(2021年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例4＞ 業績低迷（反対）（2021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したが、新型コロナウイルス感染症の拡大による減収や減損計上もその一因であると考えられました。
- ・ 当社は対話を通じて、賛否判断において考慮できるので、同感染症が業績に与えた具体的な影響額を開示して欲しいと要望しましたが、具体的な影響額は示されませんでした。
- ・ また、同感染症の影響を受けたと推察される減損計上額を足し戻すなど最大限配慮しましたが、それでも赤字は免れない業績であり、業績低迷は同感染症の影響だけによるものではないと考えられました。
- ・ 当該企業は中期経営計画など詳細な収益改善策を示しておらず、また対話において確認した収益改善策についても現時点では有効に機能しているとまで評価できないものでした。当社は、今後の収益改善に向けた課題意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いたしました。(2023年6月末時点までに株式を全て売却済み)

＜議決権行使事例5＞ 業績低迷（反対）（2020年）

- ・ 当該企業は、長期にわたりROEが5%を下回っており、営業利益率も業界平均以下の水準で推移しておりました。
- ・ 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を社長に直接確認したことなど、対話を通じて改善の意思が確認できたことから、2018/10期の取締役選任議案には賛成いたしました。
- ・ 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にもかかわらず、公表されなかったことから、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、2019/10期、2020/10期は取締役再任議案に反対いたしました。
- ・ その後、中期経営計画が公表されましたが、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、2021/10期においても取締役再任議案に反対いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜議決権行使事例6＞ 業績低迷（反対）（2020年）

- ・ 当該企業は、長期にわたりROEが5%を下回っており、営業利益率も業界平均以下の水準で推移しておりました。
- ・ 当社は対話を通じて、中期経営計画の公表を要望していたところ、昨年初めて計画が公表されました。当該計画では、出退店計画やコスト削減など具体的な収益向上策を示すとともに売上・経常利益の目標水準も公表されました。そのため、現経営陣のもとで業績改善

が期待できると判断し、再任取締役選任議案に賛成しその後の進捗状況を確認することとしました。

- ・ しかしながら、中期経営計画1年目から計画を大きく下回っているにもかかわらず、対話においても収益改善に向けた抜本的な追加施策は確認できなかったことから今後の改善は期待できないと判断し、2020/5期は社長を含む現取締役再任議案に反対いたしました。
(2023年6月末時点で対話継続中)

<議決権行使事例7> 業績低迷（反対）（2020年）

- ・ 当該企業は、継続してROEが5%を下回っており、営業利益率も業界平均以下の水準で長期にわたり推移しておりました。
- ・ 対話では、今後の業績見通しは厳しいが、収益改善に向けた中期経営計画を策定中であるとの回答を得たことから、当社からは、中期経営計画では収益改善の道筋を示して欲しいと要望しました。
- ・ しかしその後公表された中期経営計画では、今後の収益改善に向けた経営戦略を確認できる具体的な説明・計画等は示されませんでした。当社は、今後の収益改善に向けた課題意識の共有ができていないと判断したことから、社長を含む取締役再任議案に反対いたしました。(2022年6月末時点で論点解消済み)

<議決権行使事例8> 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したが、中期経営計画など業績改善策は示されておりました。
- ・ 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求めましたが、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・計画等は示されませんでした。
- ・ 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いたしました。(改善が期待できず2020年6月末時点までに株式を全て売却済み)

<議決権行使事例9> 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、無配が継続しておりました。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%近くまで改善してまいりましたが、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おりました。
- ・ 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おりましたが、2018/3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の公表はありませんでした。

- ・ 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*いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜議決権行使事例10＞ 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とどまっております。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しました。
- ・ 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がありました。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であり、復帰後の機能発揮に問題がないことが確認できました。
- ・ 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いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中、対話を通じて課題意識を表明し改善を促すも翌年以降も改善が見られていないことから、翌年以降の再任議案に反対)

＜議決権行使事例11＞ 社外取締役の独立性（賛成）（2018年）

- ・ 当該企業は社外取締役が1名のみで、当該社外取締役は社長の三親等以内の親族であったことから、取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。
- ・ 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したところ、当該社外取締役は、弁護士として、M&Aやファイナンスなど企業法務を中心に活躍しており、取締役会でも毎回貴重な意見を述べられているとのことでした。当社としては、当該社外取締役の機能発揮状況は評価するものの、取締役会のガバナンス強化の観点からは、独立社外取締役の選任が必要との考えを伝えました。
- ・ 当該企業からは、独立性にも十分配慮したうえで、ダイバーシティの観点から女性の社外取締役候補を探しているが、候補者探しに時間が欲しいとの説明があったことから、今回は当該社外取締役選任議案に賛成いたしました。(2020年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例12＞ 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っており、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ました。
- ・ 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ました。
- ・ しかしながら当該企業によれば、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

*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。

消に向けた意思は感じられませんでした。

- ・ 2022/3 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いたしました。（2023 年 6 月末時点で対話継続中）

＜議決権行使事例 13＞ 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ことから、取締役会の独立性に懸念があると考え対話を行いました。
- ・ 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しました。
- ・ 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がありました。
- ・ 当社としては、コスト面の課題は一定理解できるものの、一定のコストをかけてでも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いたしました。（2022 年 6 月末時点で論点解消済み）

＜議決権行使事例 14＞ 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行いました。
- ・ 2020/3 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できたことから、当該企業の対応を待つこととし、取締役選任議案に賛成いたしました。
- ・ 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がありました。結果として 2021/3 期の株主総会までに当社の要望する対応は取られませんでしたので、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いたしました。（2023 年 6 月末時点までに株式を全て売却済み）

＜議決権行使事例 15＞ 不祥事（賛成）（2021 年）

- ・ 当該企業では労務問題が発生し、また数年内に同様の事案が複数回発生していたことが判明いたしました。
- ・ 当該企業は、自ら再発防止策を策定・公表し実行しました。加えて、その完了に伴い、外部専門家による第三者評価を実施し、追加の再発防止策を策定・実行しました。また、労働基準監督署から労災認定が出たことを踏まえ、関係役員の役員報酬の一部減額を公表いたしました。
- ・ また当該企業からは、複数回の対話を通じて、迅速に調査委員会を設置したことや、当該事案発生の背景・原因、社外役員の意見などについて説明を受けました。
- ・ 当社としては、当該企業が社外の意見も取り入れながら事後対応を適切に実行しているこ

とが確認できたため、取締役選任議案に賛成いたしました。(2023年6月末時点で論点解消済み)

<議決権行使事例16> 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いたしました。
- ・ 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、当該事案の責任を明確にするため、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いたしました。
- ・ 当社は、当該企業との複数回対話を通じて、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ました。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」と伝えました。
- ・ 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いたしました。(2021年6月末時点で論点解消済み)

<議決権行使事例17> 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いたしました。
- ・ 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、当該事案の責任を明確にするため、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いたしました。
- ・ 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がありました。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しました。
- ・ 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いたしました。(2020年6月末時点で論点解消済み)

<議決権行使事例18> 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明らかになりました。
- ・ 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求めました。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ましたが、ガバナンス上の問題点に関する責任は公表されませんでした。
- ・ 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求めてまいりましたが、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されました。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いたしました。

- ・ 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されました。当該監査役につきましては、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いたしました。(2021年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例19＞ 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しておりました。
- ・ 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しておりました。
- ・ 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ものと判断いたしました。
- ・ 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いたしました。(2022年6月末時点までに株式を全て売却済み)

＜議決権行使事例20＞ 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しました。
- ・ 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しました。
- ・ 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ました。
- ・ 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いたしました。(2023年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例21＞ 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ましたが、結果的に両案とも否決されました。

- ・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されました。
- ・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あたっては、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おりました。
- ・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ことから、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いたしました。(2023年6月末時点で論点解消済み)

(Ⅱ) 監査役選解任議案

<議決権行使事例22> 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、監査役会の独立性が懸念される状況にありました。
- ・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ことでした。
- ・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ことでした。
- ・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おりますが、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いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中)

<議決権行使事例23> 社外監査役の低出席率（賛成）（2018年）

- ・当該企業では、社外監査役1名の取締役会への出席が低位にとどまっておりました。
- ・当該社外監査役は株主総会終結の時をもって退任するものの、後任となる新任候補者についても取締役会等の出席率確保に向けた取組について確認する必要があると考え対話を行いました。
- ・対話の中で、当該企業に対して、出席率確保に向けた取組を確認したところ、今後は、スケジュールの事前確認を徹底し、取締役会、監査役会の日程を早期に決定するとともに、遠方からの出席に備えてテレビ会議システムを活用することで高い出席率を確保するとの説明がありました。
- ・このような出席率確保に向けた取組は効果的であると評価し、新任社外監査役候補者の出

席率は高い水準となることを見込まれることから、当該社外監査役選任議案に賛成いたしました。(2021年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例24＞ 社外監査役の独立性（反対）（2019年）

- ・ 当該企業の社外監査役は、当該企業の過半数の株式を保有する親会社出身者1名のみであり、社外監査役の独立性が懸念される状況となっておりました。
- ・ 当該社外監査役は新製品開発や新規事業の経験が豊富であり、その知見は当該企業に不可欠であることから社外監査役の再任候補としたとのことでした。当社からは、当該社外監査役以外に独立性のある社外監査役候補者を招聘することを要望しましたが、当該企業からは「必要性は認識しており、要望は経営層と共有するが、他の適格者を見つけることはすぐには難しい」との説明がありました。
- ・ 当社としては、前向きな回答は得られたものの、親子上場の状態で独立社外監査役の不在が長期間にわたって是正されない点は少数株主の立場からは容認できないと考え、当該社外監査役選任議案に反対いたしました。(2021年6月末時点で論点解消済み)

（Ⅲ）会計監査人選解任議案

＜議決権行使事例25＞ 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修正を行っておりました。
- ・ 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ましたが、当該企業と合意に至らず、監査契約が更新されませんでした。
- ・ 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されました。
- ・ 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いたしました。(2020年6月末時点までに株式を全て売却済み)

（Ⅳ）役員報酬議案

＜議決権行使事例26＞ 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となっておりました。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されました。

- ・ 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しております。当該企業は、経常利益及び当期純利益は赤字となっておりますが、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いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中)

＜議決権行使事例27＞ 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求める対話を行っており、中期経営計画の中で配当性向の目標値が開示されました。こうしたなか、当該企業の役員賞与の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 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であると考えております。当該企業の中期経営計画では、配当性向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ており、短期的に株主還元が低い理由は一定理解できるものでした。
- ・ 更に役員賞与支給額は株主還元額と比べて過大なものではありませんでした。
- ・ 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いたしました。(2020年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例28＞ 業績低迷（賛成）（2019年）

- ・ 当該企業のROEは長期にわたり5%を下回っており、かつ直近3期の営業利益は赤字が継続しておりました。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されました。
- ・ 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ておりますが、対話の中では、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が確認できました。よって、新株予約権発行議案に賛成いたしました。(その後更なる業績不振により関連議案に反対、2023年6月末時点で対話継続中)

＜議決権行使事例29＞ 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を伸ばしておりましたが、配当性向は直近15%未満かつ直近5期平均でも15%を下回っておりました。
- ・ 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、併せて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）を上程しました。

- ・ 当該企業は、新中期経営計画を策定しましたが、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しました。
- ・ 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うちで、監査等委員である取締役の報酬額を増加させるのは容認し難く、本議案に反対いたしました。（2023年6月末時点で論点解消済み）

＜議決権行使事例30＞ 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ており、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いましたが、現時点においては株主還元の改善がみられない状況でした。
- ・ 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されました。
- ・ 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は賛同できないと考え、役員報酬額改定議案に反対いたしました。（2021年6月末時点で論点解消済み）

＜議決権行使事例31＞ 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されました。
- ・ 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ことから、対話の中で「協力者」について具体的にどのような人物を想定しているのか確認したところ、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であるとの回答がありました。
- ・ 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することができなかつたことから、新株予約権発行議案に反対いたしました。（2020年6月末時点までに株式を全て売却済み）

（V）退任役員の退職慰労金支給議案

＜議決権行使事例32＞ 業績低迷（賛成）（2020年）

- ・ 当該企業は、長期にわたってROEが5%未満で推移しており、進出した海外事業の赤字もあり一昨年まで当期純利益は2期連続の赤字となっておりました。
- ・ 当社は、過去から当該企業と対話を重ね、業績改善に向け着実に取り組んでいることを確認

するとともに、対話を通じて繰り返し中期経営計画の公表を要望していたところ、昨年初めて公表されました。

- ・ 今年は新型コロナウイルス感染拡大の影響により再度赤字となる中で、退任取締役・監査役に対して、退職慰労金の支給を諮る議案が上程されました。
- ・ 当社としては、対話を通じて要望していたとおり中期経営計画が公表されたこと、赤字は一時的であり、海外事業は計画どおり黒字化するなど本業自体は計画に沿って増収増益を達成していることから、当該退任取締役・監査役に対する退職慰労金支給議案に賛成いたしました。(2022年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例33＞ 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となっております。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されました。
- ・ 当社は、過去から当該企業と対話を重ねており、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に移していること、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しました。
- ・ よって、当社としては、当該退任取締役に対する退職慰労金支給議案に賛成いたしました。(2020年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例34＞ 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っております。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されました。
- ・ 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、当該企業との対話の中で課題認識は共有できており、決算説明資料において早期に配当性向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いたしました。(2021年6月末時点で論点解消済み)

＜議決権行使事例35＞ 業績低迷（反対）（2020年）

- ・ 当該企業は長期にわたってROEが5%を下回っており、直近期は営業利益以下全ての段階で赤字となるなど、業績が悪化しており、こうした中で退任取締役に対して退職慰労金の支給議案が上程されました。
- ・ 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ましたが、公表されませんでした。

- ・ 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いたしました。(2022年6月末時点で論点解消済み)

(VI) 剰余金処分議案

<議決権行使事例36> 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していたものの、配当性向については当社の最低限の基準である15%を下回る水準で推移しておりました。そこで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してまいりました。
- ・ 当該企業は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」を掲げており、株主還元を意識し増配を続けておりましたが、毎年積極的な出店計画を公表・実行しており、今後も当面は出店投資を継続したいとのことでした。
- ・ 結果的に2019/3期の配当性向は15%に達しませんでしたでしたが、当社としては、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ことから、剰余金処分案には賛成いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中)

<議決権行使事例37> 配当性向（反対）（2020年）

- ・ 当該企業は、近年は好況な事業環境により業績は底堅く推移し、足もとは一過性の要因で減収減益となったものの利益水準は高位で安定しておりました。
- ・ 配当性向については当社の最低限の基準である15%を下回る水準で推移していたため、複数年にわたる対話の中で、直ちに配当性向の水準を引き上げられないのであれば、投資計画や内部留保の必要性等、及び将来の株主還元充実に向けた方針を開示することを要望しておりましたが、開示されませんでした。
- ・ キャッシュフロー水準の観点でも増配は可能な水準であったにもかかわらず、今年も増配されず、今後の株主還元に関する方針も開示されなかったことから、株主への利益還元姿勢に問題があると判断し、剰余金処分案に反対いたしました。(2022年6月末時点までに株式を全て売却済み)

<議決権行使事例38> 配当性向（反対）（2019年）

- ・ 当該企業は、利益の内部留保が進んでおり、自己資本比率は80%を超えるなど堅固な財務体力を有しておりました。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」を求めてきました。
- ・ 2019/3期は4年ぶり増配とはなりましたが、配当性向は15%を大幅に下回る水準のままであり、また、株主還元方針の明確化もされませんでした。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いたしました。(2023年6月末時点で対話継続中)

(Ⅶ) 組織再編関連議案

<議決権行使事例 39> 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進む環境にありました。
- ・ 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されました。
- ・ 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しました。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いたしました。

<議決権行使事例 40> 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いたしました。
- ・ 当社としては、譲渡の対象となってい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ようと考えました。
- ・ そこで、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ましたが、一定の方向は示されたものの、今後、具体的な取組は検討していくとの説明で、現状、本件が企業価値向上に資すると判断できませんでした。
- ・ よって、株式譲渡承認議案に反対いたしました。

(Ⅷ) 買収防衛策議案

<議決権行使事例 41> 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っておりました。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ており、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行いました。
- ・ 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おりますが、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体質改革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いたしました。
- ・ 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いたしました。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜議決権行使事例 4 2＞ 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っておりました。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社と対話を行いました。
- ・ 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おります。スキームには特段問題点はありませんでしたが、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ませんでした。
- ・ 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いたしました。（2023年6月末時点で対話継続中）

＜議決権行使事例 4 3＞ 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しておりました。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、対話を行ってきました。
- ・ 当社からは、当該企業に対してスキームの変更を要請しておりましたが、スキーム変更が必要との課題認識を共有することはできず、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されました。
- ・ 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といたしました。（2021年6月末時点までに株式を全て売却済み）

（Ⅸ）その他資本政策関連議案

＜議決権行使事例 4 4＞ 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水準に陥っておりました。
- ・ 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されました。
- ・ 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りましたが、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し、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いたしました。

＜議決権行使事例 4 5＞ 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いたしました。その際、当社としては、資金調達の実効性が低いこと、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しました。
- ・ 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されました。
- ・ 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、当該議案に反対いたしました。

＜議決権行使事例 4 6＞ 財団法人等への有利価格での自己株式抛出（反対） （2022年）

- ・ 当該企業は、取締役会で設立が決議された一般財団法人（以下、「本財団」という）の社会貢献活動を支援する目的で、当該企業が保有している自己株式を本財団に1株1円で割り当てるとする議案を、株主総会に上程しました。
- ・ 当社では、このような議案に対しては、中長期的な企業価値向上に寄与するか、財団のガバナンス面に問題がないか、希薄化が生じないかなどの観点から慎重に賛否判断を実施しております。
- ・ 当該企業からは、本取組は社会課題の解決に資するものであり、また事業活動にも還元され企業価値向上に繋がることなどの説明がなされ、一定理解できる点もありましたが、その一方で、本財団は譲渡された当該企業の株式に対する議決権行使をすること、自己株式が本財団へ抛出されることで希薄化が生じることなどについては、適切な対応が取られておらず、本財団に対する有利価格での自己株式抛出議案に反対いたしました。

（X）定款一部変更議案

＜議決権行使事例 4 7＞ 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いたしました。
- ・ 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、実際の開催にあたって対策を検討していただきたいと要望したところ、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」との回答を得ました。
- ・ 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いる上、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いたしました。

＜議決権行使事例 48＞ 剰余金処分の取締役会授権（賛成）（2019年）

- ・ 当該企業は、剰余金の配当決定について、従来は株主総会決議でしたが、取締役会決議を可能とする定款変更議案を株主総会に上程いたしました。
- ・ 当社は、引き続き剰余金処分案は株主総会に付議していただきたいと要望し、今後の剰余金処分案の付議方針を確認したところ、当該企業より、「今回の定款変更は災害等の理由により株主総会が開催できなくなった場合も取締役会にて剰余金処分を決議できるようにするためのものであり、今後も引き続き剰余金処分を株主総会に付議する予定である」との回答を得ました。
- ・ 当社としては、剰余金処分は株主総会決議が望ましいと考えており、今後も株主総会に付議されることが確認できたことから、定款変更議案に賛成いたしました。

＜議決権行使事例 49＞ 剰余金処分の取締役会授権（反対）（2021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、剰余金の配当決定について、株主総会だけではなく、取締役会決議でも行うことができることを定める定款変更議案を株主総会に上程いたしました。
- ・ 当社は、剰余金処分は株主総会決議が望ましいと考えており、定款上、株主総会による決議が排除される可能性のある定款変更は慎重に判断しております。
- ・ そこで、定款変更後の剰余金処分の決定機関について考え方を確認したところ、現時点では株主総会・取締役会どちらで決定するか決まっていないとのことでした。
- ・ 当社としては、今回の定款変更は剰余金処分が株主総会に上程されなくなる可能性があると考え、定款変更議案に反対いたしました。

（XI）株主提案議案

＜議決権行使事例 50＞ 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しておりました。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てきま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いたしました。
- ・ 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されました。
- ・ 「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、株主提案に賛成いたしました。

＜議決権行使事例 5 1＞ 剰余金処分の決定機関に係る株主提案（賛成）（2023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、剰余金の配当決定について、株主総会だけではなく、取締役会決議でも行うことができることを定款にて定めていました。
- ・ こうした中で、剰余金処分の決定機関を株主総会のみとするよう、定款の変更を求める株主提案が上程されました。
- ・ 当社は、対話を通じて、剰余金処分は非常事態の際を除いて原則株主総会で決議することが望ましいという考え方を当該企業に伝達し、今後の剰余金処分案の付議方針について確認したところ、取締役会にて行う方針であるとの回答を得ました。
- ・ 剰余金処分が取締役会で決議されることにより、株主意思の表明の機会が失われる懸念がある中、剰余金処分を株主総会で決議す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いたしました。

＜議決権行使事例 5 2＞ 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してきました。
- ・ こうした中で、剰余金処分に係る会社提案、及び会社提案を上回る額の配当を求める株主提案が上程されました。
- ・ 引き続き当社の要望する配当水準を満たさず、また対話を通じても、引き上げに向けた取組み方針も確認できなかったこと、設備投資等の資金需要に対する具体的な説明が得られなかったことから、会社提案に反対いたしました。
- ・ 一方、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、十分に配当可能な水準であり、また当社が要望している配当基準を満たしていました。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、会社提案に反対する一方で、株主提案に賛成いたしました。

＜議決権行使事例 5 3＞ 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しました。
- ・ 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ましたが、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されました。
- ・ 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しました。
- ・ 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いたしました。(2020年6月末時点で論点解消済み)

以 上