2025-1-21
㈳機関投資家協働対話フォーラム

2024 年 9 月期　活動報告
（2023 年 10 月～2024 年 9 月）

1.　経営理念

「機関投資家の適切なスチュワードシップ活動に資するよう、機関投資家と企業との協働エンゲージメント（対話）を支援する。」

2.　主要な事業内容

一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム（以下、当法人）は、「機関投資家協働対話プログラム」（以下、当プログラム）を主宰します。当プログラムは、当法人が事務局を務め、参加した投資家間（以下、参加投資家）で投資先企業の課題を議論し、建設的な対話に資する共通のアジェンダ（対話の議題）を設定します。そして、アジェンダ毎に、事務局が対象となる企業との協働対話を主宰し、ミーティングをファシリテート（司会、進行および議論の整理）しながら、企業と参加投資家の間の建設的な対話を支援します。

当プログラムは、当法人と参加投資家が個別に契約を結び、参加投資家相互の契約関係はありません。これにより、「共同保有の合意等」は存在せず、また、協働対話の場では「重要行為の提案」は行わないコンダクトガイドラインを結んでいます。当プログラムは、短期的な株主利益の追求ではなく、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することが目的です。

3.　事業の経過及び成果

(1) 法人の設立と運営

日本版スチュワードシップ・コード改訂（現行指針 4-5）を踏まえ、2017 年 10 月 2 日に当法人を設立。以来、日本における複数の投資家と企業との協働対話を実施してきました。

(2) 機関投資家協働対話プログラムの運営

① 参加投資家

2024 年 9 月 30 日現在、企業年金連合会、第一生命保険、三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱 UFJ 信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメントの 7 社が参加しています。

② プログラムの運営会議

参加投資家による協議の場として運営会議を計 12 回開催し、プログラムの運営方法、テーマの検討、アジェンダの設定、対象企業の選定、協働対話の方法を検討するとともに、アナウンス状況と渉外の状況の報告などをしました。

③ アジェンダとレター送付、ミーティング、回答受領

投資家の長期の視点で、日本企業全般に共通する課題である、ガバナンス、ESG、資本効率などのテーマの中から、単に企業に外形的な改善を求めるものではなく、経営陣に根源的な課題認識を問うものであり、さらに官公庁、市場関係者の納得が得やすい要望事項を検討し、アジェンダとして設定しました。

アジェンダの検討に際しては、テーマに詳しい専門家によるレクチャーや情報提供・データ提供、意見交換などを踏まえ、考え方の論理的な整理を行いました。レクチャーは、スチュワードシップ研究会と合同で実施するなどの工夫も行いました。

・2024 年 8 月 20 日高橋恭仁子 氏（Board HR Initiative）
：「人的資本ガバナンスの姿 －日米企業リサーチから見えてきたこと－」
（スチュワードシップ研究会合同）

［後発事象］
・2024 年 12 月 13 日勝沼潤 氏(NEC コーポレートエグゼクティブチーフデザインオフィサー)
：「デザイン経営」について
（スチュワードシップ研究会合同）

そして、背景にある投資家の考え方を説明するとともに、具体的な要望事項を記載したレターを、対象企業毎に、社長や社外役員などに送付しました。なお、社長等宛レター送付に際しては、IR 担当などの IR 窓口宛てにレターヘッドとレター本体を同封して郵送し対象企業内での情報共有を図りました。

レター送付した対象企業の IR 窓口とメール、電話などで調整し事務局事前打合せを経て、事務局のファシリテートのもと、参加投資家各社が出席し、経営トップ、担当役員や社外役員、担当部門長と直接対話するミーティングを実施しました。
ミーティングを求めず回答を求めるアジェンダでは、事務局が面談による説明やメール・郵送による説明文書を受領し、参加投資家への報告・共有を進め、投資家からのコメントを返しました。

（図表）各アジェンダの概要

A) マテリアリティの特定と非財務情報開示

目的	投資家が求める ESG マテリアリティへの認識の促進、取り組み・開示充実
幹事	りそなアセットマネジメント
公開日 発送日	2022 年 10 月 12 日 11 月～12 月
対象企業	投資家が求める企業の将来財務に影響しうる重要な非財務情報の開示を求めると共に、企業価値向上に向けたストーリーとして整理することを要望するレターの送付を、2022 年に開始。 対象企業は東証プライム全上場企業 1,836 社。統合報告書発行企業、未発行企業それぞれに応じたコンテンツとした。
ミーティング	1 社

B) 不祥事発生時の対応

事案	建築事業に関わる品質管理問題
幹事	三井住友 DS アセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント
送付日	2024 年 3 月 7 日　8 月 8 日

事案	子会社の不適切問題
幹事	明治安田アセットマネジメント
送付日	2024 年 7 月 29 日 8 月 28 日

［後発事象］

事案	製品の健康被害問題
幹事	明治安田アセットマネジメント、三菱 UFJ 信託銀行
送付日	2024 年 10 月 30 日

C) 株主総会で高反対率議案への対応

目的	総会で高反対率であったトップ選任議案の要因分析と課題の認識
幹事	三菱 UFJ 信託銀行
送付日	2024 年 1 月 30 日
対象企業	2023 年 5､6 月株主総会でトップ選任議案に 20%以上の反対があった会社のうち、特殊事情を除いた 12 社
回答	面談： 5 社　文書回答:2 社　未回答:5 社

D) 買収防衛策の必要性の開示

目的	買収防衛策導入・継続の本当の必要性の検討を通じた経営課題の認識
幹事	三井住友DSアセットマネジメント
送付日	2024 年 5 月
内容	経済産業省「企業買収における行動指針」を踏まえ、すでに事前警告型買収防衛策を導入しておく意義は薄れたことを強調するレターを、買収防衛策導入している全企業に送付。 すでに多くの企業が事前警告型買収防衛策を廃止し、企業への認識が広まったことから、当期のレター送付を以て一旦終了する。以後は状況を注視する。
対象企業	プライム上場企業 2024 年3月末現在買収防衛策継続企業のうち、上場廃止や市場区分変更、廃止を表明した企業を除く 131 社
メールでの議論	6 社
ミーティング	1社 [後発事象]1社
成果	送付 131 社中、2024 年総会で期限を迎える企業 7 社が非継続、2025 年総会で期限を迎える企業 1 社が非継続表明

E) 親子上場会社のガバナンスの整備

目的	少数株主の意向を反映させるガバナンス上の措置・設計の促進
幹事	三井住友トラスト・アセットマネジメント
送付	当期はなし
結果	上場子会社の少数株主に対する親会社の責務を求める投資家の懸念は、主な親会社には理解が進み、親子上場解消に進んでいる。今後の状況は注視するも、一旦アジェンダとしては終了し最終報告をまとめる予定。

F) 政策保有株式の縮減

目的	政策保有株式、安定株主政策に対する企業の意識改革
幹事	企業年金連合会
送付	当期なし
結果	政策保有問題に関する企業の認識は進み、持ち合い解消はやりやすいところから進んでいる。しかしながら、一部の企業に対しては売却の意向も伝えることが出来ずにいる。法令等による規制が求められる。行政への現状の説明に注力。

G)コロナ後を踏まえたガバナンス発揮、安全を確保した総会への対応

目的	コロナ対応の事務、コロナ後を見据えた積極的なガバナンスの発揮
送付	なし

H)資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

目的	低収益・低成長性の中小型株企業の改革
幹事	三井住友トラスト・アセットマネジメント、三井住友 DS アセットマネジメント
送付日	2023 年 9 月～12 月順次発送 386 社　2024 年 9 月～348 社へ再送開始
対象企業	・プライム上場 ・投資家と対話を積極化したいと考える中小型株の企業で、投資家カバレッジがなく、長期投資家との対話経験が不足している企業 プライム（TOPIX500 と流通時価総額約 100 億以下を除く）×PBR0.8 倍割れの企業の中から、参加投資家各社から個別対応している会社や対象外銘柄等を除外した企業。 ・[後発事象]レター再送付開始
ミーティング	20 社: [後発事象]7 社

④ アナウンス活動（活動内容の公開と説明、事例紹介、セミナー、

アジェンダで取り上げた日本企業全般に通じる課題を、日本企業全体に幅広く伝えるため、レター概要や事例を当法人の WEB サイトで公開するとともに、官公庁、市場関係者、関連団体、証券代行機関、IR 支援会社、各種レポート制作会社などに、メールによる案内を実施しました。

また、各種研究会で講演し、当法人の紹介とアジェンダの概要を説明しました。

加えて、企業向けメールマガジンからの依頼に基づき、アジェンダ内容を説明するインタビュー対応や記事寄稿をしました。

さらに、前期から開始した「日経統合報告書アワード」の審査委員を当期も務めました。

（図表）具体的なアナウンス活動・セミナー・メディア寄稿の実施状況

④-1　メール配信

A)資本コスト株価アジェンダの開示

サイト公開	2023 年 10 月 3 日
案内メール送信	13 か所: IR支援会社、監査法人、行政、証券取引所、公的年金　ほか

⑤ -2 事例紹介

事例の WEB 公開	2 回: ・東レ「不適正事案に関わる企業文化・風土・ガバナンスに関する社外取締役・社外監査役との協働対話」(2024 年 1 月 11 日) ・レゾナック「人的資本経営についての協働対話」(2024 年 1 月 11 日)

⑥ -3 セミナー・研究会

セミナー・研究会	9 回: HR ガバナンス(2023 年 11 月 16 日)、PwC(2023 年 11 月 16 日)、IRBP 研究会(2023 年 12 月 5 日)、S&P グローバル(2023 年 12 月 19 日 IR 優良企業表彰)、日経新聞社(2024 年 3 月 14 日統合報告書アワォード)、三菱 UFJ 信託証券代行機関研究会(2024 年 3 月 22 日)、日本コーポレートガバナンス研究会(2024 年 3 月 29 日)、ワークスアプリケーションズ(2024 年 7 月 18 日)、日鉄ソリューションズ(2024 年 9 月 19 日)

⑦ -4 インタビュー・記事寄稿

オンラインメディア取材・寄稿	3 本:プロネクサス「PRONEXUS SUPPORT」(2024 年6月)、イーアソシエイツ「IR Update」(2024 年 8～12 月連載 10 回) 商事法務 NO.2348(2024 年 1 月 25 日)「機関投資家に聞く(55)機関投資家協働対話フォーラム」

⑧ -5 表彰制度等の審査員

日経統合報告書アワード審査員	第 1 次審査 20 社(2023 年 12 月～2024 年 1 月) 2024 年度同アワード 2 次審査員(木村理事長)

(3) 訪問・オンライン説明

IR 支援会社、統合報告書制作会社などに訪問(オンライン含む)し、当法人の活動の報告とアジェンダ、特に資本コスト株価アジェンダについて説明・意見交換を実施し、IR/SR 支援の現場から企業の意識改革、理解促進を図りました。

また、フォーラム未参加の投資家と意見交換を行いました。

さらに、岸田首相の「新しい資本主義」の理論的バックボーンであった有識者と意見交換を行いました。

(図表)訪問・オンライン説明の実施状況

訪問説明	16 回 [後発事象]1 回
投資家意見交換	2 回
社員向け講習会	1 社
有識者意見交換	1 回

(4) 渉外・ロビー活動、パブリックコメントの提出

官公庁、証券取引所、公的年金や国際的な開示標準化団体、行政の委員会委員と面談し、当法人の活動の報告、協働対話に関する意見交換を延べ 6 回実施しました。

また、2024 年 2 月に金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」を歓迎するメッセージを、2024 年 7 月に SSBJ サステナビリティ開示ユニバーサル基準公開草案等に関する意見を提出しました。2024 年 12 月には金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案(政策保有株式の開示関係)に係る意見を提出しました。

(図表)渉外の実施状況

訪問説明・ 意見交換	6 回: [後発事象]2 回
メッセージ	2024 年 2 月金融審議会「公開買付制度・大量保有報告制度等ワーキング・グループ報告」を歓迎するメッセージ
パブコメ	2024 年 7 月 SSBJ サステナビリティ開示ユニバーサル基準公開草案 サステナビリティ開示テーマ別基準公開草案第 1 号、サステナビリティ開示テーマ別基準公開草案第 2 号に関する意見 [後発事象]2024 年 12 月金融庁「企業内容等の開示に関する内閣府令」等の改正案(政策保有株式の開示関係)に係る意見
協賛検討	1 回
取材対応	なし

4. 対処すべき課題

(1) 経営課題

経営資源が限られ、協働ミーティングを実施する企業数に限界があるなか、日本企業と資本市場の状況に適した協働対話の手法を確立させていくことが、当法人の最も重要な経営課題です。

前期までに開始したアジェンダ合計 9 本を継続し、延べ　2,459 社の企業へのレター送付や協働対話を実施するとともに、幅広く告知活動を展開してきました。さらに、省庁や関係団体などへのロビー活動を実施してきました。短期的な株主利益を追求する活動ではなく、日本企業全体の長期的な企業価値向上を図る活動を行う団体として、日本独自の協働対話の手法を模索しながら漸進させてきました。特に、企業と複数の投資家がひとつのアジェンダで時間をかけて議論できるという単独の対話にはない協働対話のメリットや、多くの日本企業に、投資家の集団として共通する考え方を代表して発信するという協働対話のメリットを発揮してきました。

一方、この経営課題を推進するためには、現在より多くの人的経営資源（労働力・労働時間）が必要であり、運営資金を増やし、投入できる人的経営資源（労働力・労働時間）を増加させる必要があります。厳しい財務資本と人的資本のもと、一般社団法人として持続的な成長を果たせる経営基盤の確立にも取り組んできました。

（2）これまでの 7 年間の振り返り

これまでを振り返ると、「サステナビリティとガバナンスコードの浸透の 7 年間」であったと言えます。日本企業のガバナンスはまだ充分ではありませんが、かなり改善されました。ガバナンスコードが求める形は多くの企業で取り入れられ、企業の意識も変わってきました。サステナビリティについても、アジェンダで提唱してきたマテリアリティの特定化は多くの企業で実施され、各社の統合報告書の質の向上はめざましいものがあります。さらに SSBJ により非財務情報開示もいよいよ法制化されていきます。アジェンダのいくつかはそろそろゴールを考える時期となりました。

重要提案行為と共同保有の合意等に抵触しないように注意しなければならない協働対話の法的な障害も、2024 年 3 月に金商法が改定され、政令の改訂を待つ状況となり、不明瞭な点がかなりクリアになりました。また、金融庁「スチュワードシップ・コードに関する有識者会議」において、スチュワードシップ・コードにおける協働エンゲージメントに関わる記述の強化も検討されており、2025 年に同コードが改訂されたならば、多くの投資家の行動に変化が生じる機会となります。

こうしたことから、これまでの活動を大きく見直す時期にきました。これまでの 7 年間を第1ステージとするなら、次期からは第 2 ステージに入るタイミングと考えられます。

（3）今後の方向性

第 2 ステージの重点的な戦略テーマは、

・古い日本的経営の考え方に縛られている企業を動かすこと。グローバルな競争に打ち勝つ経営のパラダイムへの変革を促す。
・日本企業のガバナンスの質を進化させること。そのために、社外取締役によるガバナンスの質の向上を支援する。
・スチュワードシップ・コードの改訂の機運を捉え、協働対話の意義に対する投資家の理解を深める。

の３つです。

第 8 期は、この2つの戦略テーマを重点的に推進するため、

① アジェンダの見直し・進化
② 協働対話の手法の変化
③ 事務局の体制の強化
④ 事例紹介・アナウンス活動の拡大

を図ります。

① アジェンダの見直し・進化

まず、現在の 9 つのアジェンダの中で、協働対話による効果が見られ、企業の取り組みが変化したもの見直し、進化を図ります。

アジェンダ「買収防衛策の必要性」については、買収防衛策継続企業がかなり減少してきたことに加え、経済産業省が「企業買収における行動指針」を定めたことから、継続企業に対し同指針を踏まえた最終的なレターを発送し、クロージングしました。最終報告をまとめ、サイトに公開するとともに、IR 支援会社にアナウンスしていきます。

アジェンダ「親子上場のガバナンス問題」については、主だった親子上場企業と協働対話ミーティングを実施し、対象企業に親子上場解消の動きが見らえてきたことから、最終報告を公表してクロージングを検討します。

アジェンダ「非財務情報の開示」は、プライム上場全企業にレターを送付し、大手の制作会社への説明会を実施したことにより、統合報告書の質が向上してきているという感触が出てきました。効果があったと判断できます。

アジェンダ「資本コストや株価を意識した経営」では、これまで協働ミーティング実施や反応があった企業数が、レター送付企業数の約 10%の企業（普及曲線で言うところのイノベーターとアーリーアダプター）にとどまっていましたが、2024 年 10 月からレターを再送付し始めたところ、ミーティング実施受諾の回答が増え始めました。今後は、ミーティングやレターを通

じて投資家の考え方が対する企業の理解が進むことが期待されます。

アジェンダ「株主総会の高反対率議案への対応」は、当初は資本効率への意識を高める目的のアジェンダでしたが、資本コストへの意識の高まりを背景に、投資家各社の議決権行使基準でコロナ禍の間中断していた資本効率基準が復活し各社の SR 訪問が増えていることから、当期の総会で高反対率だった企業へのレター送付とミーティングの実施状況を踏まえ、次期以降は、ミーティングの方法を見直していきます。

今後は、株主の利益代表である社外取締役をエンパワーメントする協働ミーティングを実施するアジェンダを検討していきます。このアジェンダでは、「不祥事発生時の対応」や「政策保有株式の縮減」など複数のアジェンダに跨るガバナンスや資本効率性の課題を、個社別に取りあげていきます。

② 協働対話の手法の変化

これまで、「レター送付＋協働ミーティング実施」の手法と、「一斉レター送付＆IR 支援会社等のチャネルを活用したセミナー・講演・メルマガ」の手法を展開し、当期からは両者をハイブリットさせた、「多くの企業への一斉レター送付＋分担制で協働ミーティング＋IR 支援会社等のチャネルを活用したセミナー・講演・メルマガ」の手法を実施してきました。

これからは、より多くの企業とのミーティングを実施するため、“事務局がミーティング代行を行う”ことを検討します。すでにアジェンダ「買収防衛策の必要性」や「高反対率議案への対応」では、事務局だけでミーティングを実施してきましたが、企業からの対話要請の増加が想定されるため、事務局だけでミーティング要請に応えることを検討します。

また、これまでどおり、マスコミ媒体への登場を図り、より数多くの企業に対するメッセージの伝達力を増強します。さらに、共通見解の内容を充実・深化させるため、外部の専門家の知見を得られる勉強会の開催などの方法も継続していきます。

加えて、関係省庁や証券取引所、年金基金などに対し、協働対話に関わる諸問題や日本企業に共通するコーポレートガバナンスの課題の解決を促すロビー活動を充実し、投資家の主張を強化するパブリックエンゲージメントに努めます。

③ 事務局の体制の強化

前期から多くの企業への一斉レター送付を展開するなど事務局業務が増えたことから、当期 8 月 21 日より事務局体制を1名増員し強化しました。

④ 事例紹介・アナウンス活動の拡大

スチュワードシップ・コード改訂が見込まれ、協働対話に対する意識（懸念）が広がることから、企業・投資家向け「ケーススタディ（事例紹介）」「アナウンス（セミナー・出稿）」に注力していきます。

5. 役員の状況

活動の充実を目的に、理事 1 名（小澤大二氏）を、2024 年 8 月 21 日開催の第 10 回臨時社員総会にて選出しました。

氏名	役職	重要な兼職の状況
木村祐基	代表理事 理事長	一般社団法人スチュワードシップ研究会 代表理事 日本インベスター・リレーションズ学会 理事 一般財団法人年金住宅福祉協会 評議員
山崎直実	代表理事 事務局長	一般社団法人株主と会社と社会の和 代表理事
大堀龍介	理事	投資家フォーラム 運営委員 前田道路株式会社 社外取締役 株式会社LIXIL 社外取締役
鎌田博光	理事	投資家フォーラム 運営委員 一般社団法人スチュワードシップ研究会 運営委員 NPO 法人 ARUN Seed 監事
小澤大二	理事 （2024 年 8 月 21 日就任）	株式会社オフィス広尾 代表取締役 株式会社プロネッド 顧問

以上

連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム 事務局

理事長：木村祐基 事務局長：山崎直実 理事：大堀龍介、鎌田博光、小澤大二

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iicef.jp WEB サイト https://www.iicef.jp