

2025年9月期 活動報告
(2024年10月～2025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、企業と参加投資家と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

2017年5月の日本版スチュワードシップ・コード改訂(現行指針4-6)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

2025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しました。

- ・2024年11月12日「従業員向け株式インセンティブ制度の最新動向と普及に向けた課題」
 - ・2025年4月21日「アクティビスト等と企業の「対話」の在り方について」
 - ・2025年5月13日「ビジネスと人権対話救済機構の取組みと日本企業への示唆」
 - ・2025年7月14日「会社法制の見直しに関する勉強会」
 - ・2025年9月1日「日本企業のサイバーセキュリティ情報開示の最新情報」

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、取組み・開示充実
幹事	りそなアセットマネジメント
送付日	当期はなし
セミナー	宝印刷 D&IR 研究会セミナー(2025年9月3日)

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	(フォローアップ 2024年8月8日)
回答	2024年12月24日 メール受領

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
ミーティング	会社主催 社外取締役による説明会 その後、フォローアップ・コメントのメールを送付

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,11月13日,2025年1月28日,4月11日,7月30日
ミーティング	会社主催 社外取締役によるスモールミーティング 2回 2025年10月9日 担当執行役員との協働ミーティング

C) 株主総会で高反対率議案への対応

目的	株主総会で高い反対率であった経営トップの選任議案の要因分析とガバナンス課題の認識
----	--

幹事	三菱 UFJ 信託銀行
送付日	2025 年 1 月 30 日 [後発事象] 2025 年 12 月 17、18、22 日
対象企業	2024 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 16 社 [後発事象]2025 年 6 月総会で高反対率、協議により選定した企業 14 社に送付
面談、回答	分析結果と対応策のミーティング:7 社 文書回答:2 社 未回答:7 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
ミーティング	1 社
総括公表と当アジェンダの中止	時価総額が大きい企業を中心に企業側の買収防衛策に対する理解が進み、2023 年経産省「企業買収における行動指針」、2024 年 5 月公開買付規制を含む金商法改正、および様々な判例により有事導入型買収防衛策の適用範囲が明確化されたことにより、同意なき買収を巡る環境は大きく変化したと判断。今後、当アジェンダは一旦停止。依然として事前警告型買収防衛策継続企業とは、個別のミーティングのなかで対話を継続。また、更なる制度の整備・改善のパブリックエンゲージメントを強化することとし、これまでの活動結果を総括し、2025 年 1 月 21 日に公表した。
総括の内容	2019 年以來 6 年間にレターを送付した 225 社 (累計 393 回) のうち 79 社が、レター送付年に事前警告型買収防衛策を非継続。時価総額が大きい企業において非継続とした割合が多かった状況。(2018 年末時点で事前警告型買収防衛策導入企業は、上場企業 383 社、そのうち、時価総額 1000 億円以上は 102 社。2024 年 6 月現在、継続している企業は、上場企業 223 社、そのうち時価総額 1000 億円以上は 27 社。)

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、岩盤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。持たされている側への働きかけは限界であり、法令等による規制を図るため、当局へのロビー活動に注力。「政策保有株式縮減の実効性向上のための施策の提言」を策定し(2025 年 1 月 21 日公表)、金融庁、東証へのエンゲージメントを実施。

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	当期はなし

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	再送 2024 年 10 月～11 月分:196 社 2025 年 8 月～10 月分:100 社
対象企業	(前期送付 386 社) ・レター再送付:2024 年 10 月～11 月分 196 社 ・レター再送付:2025 年 8～10 月: 100 社
ミーティング	前期からのメールによるミーティング(当期) 3 社 レター再送付によるミーティング 22 社 [後発事象] 5 社

I) 社外取締役の質の向上

目的	日本企業の多くでガバナンスの形が整い、人数が増えている社外取締役だが、投資家視点を持ち合わせ、資本市場に関する知識が豊富な社外取締役は多くない。高い見識と豊富な経験・スキルを有する社外取締役が株主の利益代表として機能させるために、社外取締役(経営陣・取締役会事務局を含む)と協働対話を実施し、個社別の課題を取り上げ、投資家の視点をエンパワーメントしていく。
幹事	ヒアリング:三井住友・トラスト AM
取り組み	好事例企業からヒアリングを開始する予定

- ④ アナウンス活動(活動内容の公開と説明、事例紹介、セミナーなど)
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、日経ビジネスの取材に応じ、協働エンゲージメントに関する記事に出ました。
スチュワードシップ研究会 10 周年記念の書籍「機関投資家によるスチュワードシップの実践と展望(同文館出版)」に、協働エンゲージメントに関する章を執筆し発行しました。
さらに、「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

⑤-1 メール配信

A) パブコメ公表などサイト更新

サイト公開	2025 年 1 月 25 日
案内メール送信	20 か所:IR支援会社、監査法人、行政、証券取引所 ほか

⑤-2 事例紹介

事例 WEB 公開	当期はなし
-----------	-------

⑤-3 セミナー・研究会

セミナー・研究会への登壇	<p>7回: ESG 情報開示研究会(2025年1月29日)、企業年金スチュワードシップ推進協議会(2025年6月20日)、宝印刷 D&IR 研究所(2025年9月3日)、日本 CFA 協会(2025年9月9日)、東京都立大学丸の内ファイナンスセミナー(2025年9月12日)、コーポレートガバナンス・ネットワーク ダイバーシティ&ガバナンス事例研究部会(2025年9月16日)、日本取締役協会・人的資本委員会(2025年9月30日)</p> <p>[後発事象] 7回 スチュワードシップ研究会セミナー・パネルディスカッション(2025年10月8日)、みずほ信託銀行証券代行セミナー(2025年10月16日)、東京証券取引所セミナー(2025年12月5日)、野村 IR セミナー(2025年12月11日)、WICI シンポジウム(2025年12月11日)、イーアソシエイツ(2025年12月12日)、明日のガバナンスを考える会(2025年12月15日)</p>
--------------	--

⑤-4 寄稿

書籍への寄稿	・スチュワードシップ研究会「機関投資家によるスチュワードシップの実践と展望」(同文館出版) 第8章
専門誌への寄稿	[後発事象] 宝印刷 D&IR 誌 (2025年11月1日)
メルマガへの寄稿	・イーアソシエイツ メールマガジン「資本コスト株価を意識した経営の実現」10回連載 (2024年8月15日~2024年12月4日)

⑤-5 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25社(2024年12月~2025年1月) 2025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、証券代行機関、統合報告書制作会社、不祥事案件に詳しい有識者などを訪問(オンライン含む)し、当法人の活動の報告、アジェンダの説明、意見交換を実施しました。また、フォーラム未参加の投資家と意見交換や勧誘を行いました。

(図表)訪問・オンライン説明の実施状況

訪問説明	11回
投資家意見交換	2回
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、公的年金基金、ISSB、有識者会議等の委員と面談し、当法人の活動の報告、協働対話に関する意見交換を延べ9回実施しました。
また、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)、令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案、スチュワードシップ・コード改訂案 それぞれに対するパブリックコメントを提出しました。

(図表) 渉外の実施状況

訪問説明	9回
パブコメ	3回 <ul style="list-style-type: none"> ・2024年12月23日金融庁「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 ・2025年4月12日令和6年金融商品取引法等改正に係る政令・内閣府令案に対するパブリックコメント ・2025年4月20日スチュワードシップ・コード改訂案に対するパブリックコメント
記事・取材対応	記事2本:日経ビジネス(2025年1月28日)、日経ビジネスオンライン版(2025年3月25日) 取材1回:日経新聞社(2025年4月14日) <ul style="list-style-type: none"> ・J-MONEY (2025年12月5日)

4. 対処すべき課題

(1) 経営課題

協働ミーティングを実施する企業数には人的制約から限界があるなか、日本企業と資本市場の状況に適した協働対話の手法を進化させていくことが、当法人の最も重要な経営課題です。

前期までにアジェンダ合計9本を設定、延べ約2500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、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) これまでの振り返り

現在、コーポレートガバナンスコードが求めるガバナンスの形は多くの企業で取り入れられ、日本企業のガバナンスはかなり改善されました。サステナビリティについても、マテリアリティ特定化は多くの企業で実施され、SSBJに基づく非財務情報開示も府令改正が予定され、CSRとは異なるサステナビリティの理解が広がりました。当法人が設立以降、取り組んできたことは「サステナビリティとガバナンスコードの浸透」と言えます。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捉え、当期より一部のアジェンダのクロージングに取り掛かりました。

そのようななか、2024年5月、改正金商法が公布され、協働対話の法的な障害であった「重要提案行為等」と「共同保有の合意等」に対する解釈が明確化されました。2025年5月、スチュワードシップ・コード改訂により、協働対話が選択肢の一つとして明文化されました。当法人もスチュワードシップ・コード(第3次改訂)への賛同表明を更新します。当プロ

グラム未参加の投資家も、今後、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として、当期より、協働対話第2ステージとしての活動に切り替えてきました。

(3) 今後の方向性

第2ステージの重点的な戦略テーマは、

- ・残る古いパラダイムの日本的経営の考え方に縛られている企業を動かすこと。そのために、世論を動かし、法制度改正を促す。
- ・形だけは整えた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、社外取締役の思考と行動を変える。
- ・スチュワードシップ・コードの改訂を踏まえ、協働対話の意義に対する投資家と企業の意識を高める。

の3つです。

第9期は、この3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 参加投資家の拡大
- を図ります。

① アジェンダの見直し・進化

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の見直しを進めており、今後、さらに進化を図ります。

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、最終報告をまとめ、サイトで公表しました。

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れてきたことから、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へのレター送付や、大手の制作会社への説明会実施により、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。有価証券報告書へのSSBJ基準の記載などの機会を踏まえ、資本コスト株価アジェンダとともに、企業価値向上に向けたストーリーの整備を促すアジェンダに進化させていきます。

アジェンダ「資本コストや株価を意識した経営」では、2024年10月から督促レターを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。むしろ反応が増加しているため、投資家のミーティング負荷を分散させるとともに、今後は事務局だけの対応も検討していきます。今後は、レターやミーティングを通じて投資家の考え方について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ROEなど資本効率への意識を高める目的のアジェンダでしたが、投資家各社の議決権行使基準で中断していた資本効率基準が復活し、企業のSR訪問が増えていることや、企業の資本コスト・資本効率への

意識の高まりを背景として、企業とのミーティングの実施状況・対話内容を踏まえ、ミーティング時に事務局だけでなく、投資家も同席する方法などに改善しました。

次期からは、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設定することとしました。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。まずは、特徴的な取り組みをしている企業に協働ヒアリングを開始します。

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、IR 支援会社等のチャンネルを活用したセミナー・講演・メルマガ」の手法を展開してきましたが、前期から、「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 支援会社等のチャン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、事務局だけでミーティングを行うことも実施します。従来、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、重要提案行為・共同保有の合意に触れる危険性があったことから、事務局だけでミーティングを実施してきましたが、レター送付数増大や企業からの対話要請が増加しているため、今後はそのほかのアジェンダにおいても事務局だけでミーティング要請に応えることも行っていきます。

また、マスコミへの登場を図り、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、関係省庁や東証、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

前期に事務局体制を1名増員、当期7月にさらに2名増員し事務局7名体制としました。

④ 参加投資家の拡大

スチュワードシップ・コード改訂により、協働対話に対する意識が広がることから、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。これにより、未参加の投資家に協働対話への参加意識を高め、参加勧誘を行っていきます。

5. 役員の役職および重要な兼職の状況

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	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 株式会社みずほ銀行 社外取締役
齊藤太	理事	アクロポリス・アドバイザーズ株式会社 顧問
中熊靖和	理事	一般社団法人スチュワードシップ研究会 運営委員

以上