

プレゼンテーション～ディスカッション

# 日本企業と機関投資家との対話の現状と課題

## 第一部 総論・概論編

2014年 3月24日

今出 達也

**JSS** 日本シェアホルダーサービス株式会社

## 「日本企業」と「機関投資家」の「対話」 問題意識

- 「日本企業」は対話が苦手なのか？ 日本企業の問題なのか？
- 「日本企業」は対話を敬遠しているのか？
- 対話先進企業の取り組みは？ → 第二部 資生堂・山崎様へ

- 対話をしている企業は、誰が誰とどのようにしているのか？
- 通常のIR活動と「株主との対話」は何が異なるのか？
- 機関投資家株主はなぜ対話をしたがるのか？

認識

- 対話の相手をどう選ぶか？
- 複数以上の株主とのエンゲージメント
- 選別的で深い対話は情報格差につながらないか？
- 対話する株主と、もの言う株主、重要提案する株主の違い
- 社外取締役は対話に参画すべきか？ 対話の体制は？
- 対話のリスク評価と管理

課題

## カバーしたいトピック・キーワード

### 機関投資家との「対話」とは？

- 対話はブームではない～古くて新しい話～基本留意事項
- 市場との対話 ～ 機関投資家 ～ ショート・ターミズム
- 責任投資・サステナビリティ・ESG・投資チェーン・受託者責任

### 対話の現状について

- スチュワードシップ～エンゲージメント～アクティビズム～株主総会
- 中長期投資 ～ 短期投資 ～ 認識ギャップ ～ 不足点

### 今後の課題

- 統合的対話・長期ビジョン・成長戦略・ガバナンスモデル・ROE
- 6W1H（誰が、いつ、どこで、誰に、何を、なぜ、どのように？）
- 対話の心得 質問に驚かないように。

# 「株主と対話する企業」

2012年夏秋執筆 ～ 2013年1月出版 対話のための基礎知識

**株主と対話する企業**

株主価値の持続的成長を  
実現させるIR・SR

何のために信頼を獲得するのか？

三菱UFJ信託銀行証券代行部  
日本シェアホルダーサービス  
編著

「対話を敬遠する企業」から  
「対話によって信頼を勝ち取る企業」へ

IR・SRコミュニケーションの本格化による  
競争力強化への道と実務的留意事項

商事法務

<b>第一部 序章</b>		
1 総論	.....	今出
2 IRに関する理解	.....	石野
<b>第二部 機関投資家との対話</b>		
1 株主名簿と実質株主	.....	山崎
2 内外機関投資家と議決権行使	.....	山崎
3 国内機関投資家の株式運用構造と議決権行使方	.....	川原
4 責任投資・ESG・SRI	.....	山崎
5 統合報告	.....	山崎
6 海外機関投資家	.....	今出
7 ソブリン・ウェルス・ファンド	.....	利根川
8 ヘッジファンド	.....	今出
<b>第三部 個人投資家との対話</b>		
1 個人投資家・株主の動向	.....	岩熊
2 個人投資家・株主向けIR/SRの基本	.....	長井・佐野
3 個人株主との絆づくり	.....	長井・佐野
4 個人株主構造と動態の分析	.....	岩熊
<b>第四部 対話の実務</b>		
1 コーポレートストーリーの作成と伝達	.....	三ツ谷
2 パーセプション・スタディー	.....	石野・今出
3 コーポレート・ガバナンス・コミュニケーション	.....	今出
4 コンテンジエンス・プランと買収防衛策	.....	下平
5 株主アクティビズムとその対応	.....	今出
6 M&Aコミュニケーション	.....	今出
7 クライシス・コミュニケーション	.....	山崎
8 株主総会招集通知による対話	.....	牧野
9 株主総会での対話	.....	牧野

有事の際に味方してもらおう？  
株主資本コストを最適化？

**株主関係管理**  
株主尊重の経営  
アメリカ経営協会編/内田幸雄 訳  
復刻版

1964年

**わかる CSR**  
基本から最新の知識まで  
三菱UFJ信託銀行証券代行部  
CORPORATE SOCIAL RESPONSIBILITY

2005年

**株主提案権の行使と総会对策**  
山田和彦 編著

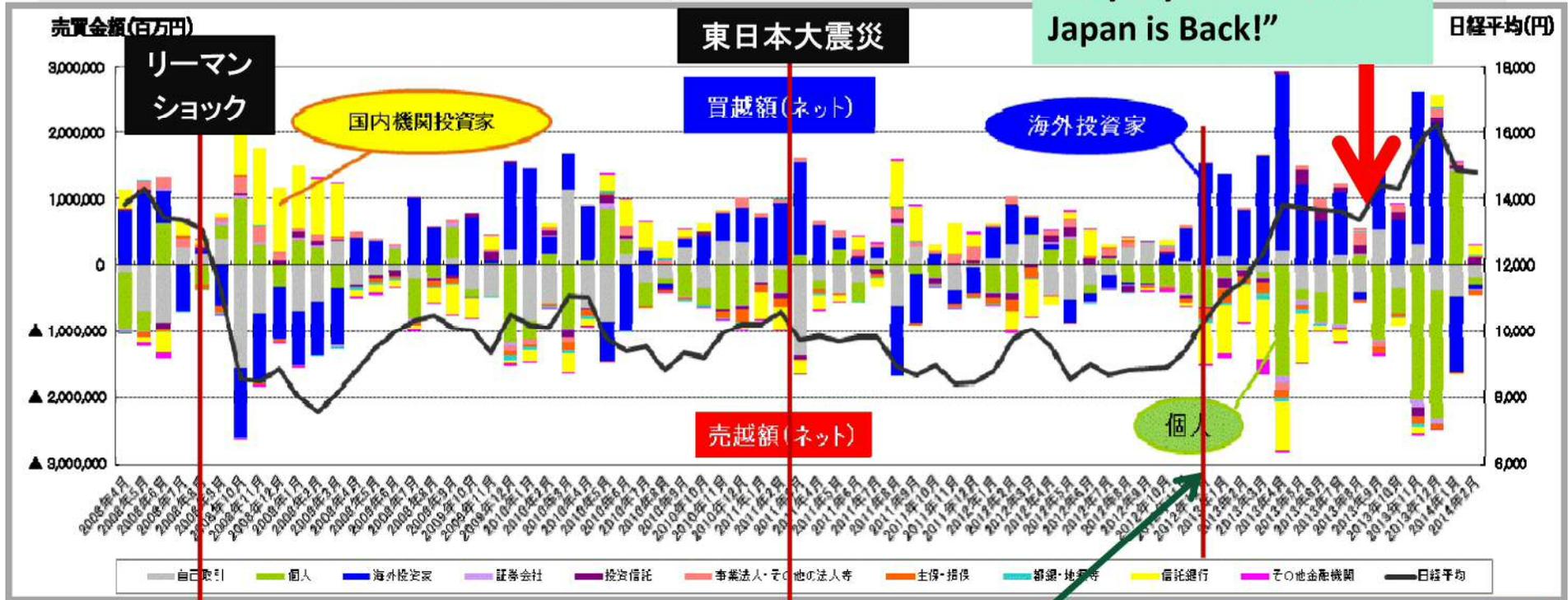
2013年



## 市場環境・制度的環境

# 「アベノミクス」と株式市場

9月26日 NYSEにて  
 “Buy my Abe-nomics!  
 Japan is Back!”



上記グラフ出所:東京証券取引所「投資部門別売買状況」をもとにJSS作成

国内機関投資家の  
 売買は「リバランス」  
 に留意

第2次安倍  
 内閣発足

「5つのD」で日本は暗雲の中

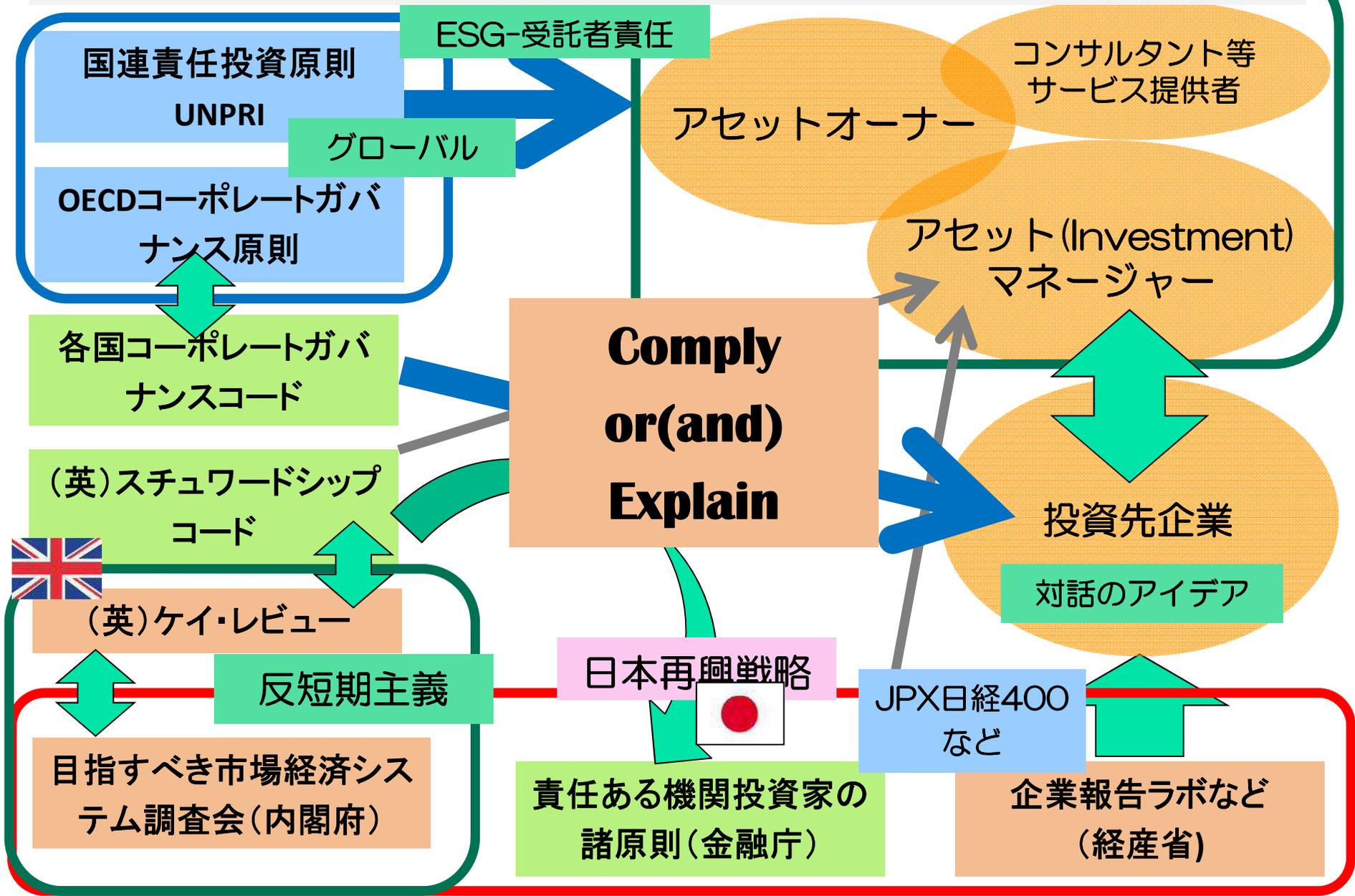
Deflation/Deficit/Demography/  
 Disaster/Demonstration

外国人投資家、「第4の  
 矢」に期待 (FT3・6)

外国人が動かすアベノミクス  
 日本株の3割握る(日本経  
 済新聞3・11)

海外マネー遠ざける日  
 本株の「ある数値」(日  
 本経済新聞 3・12)

対話の諸原則・提言等としくみのイメージ図 (JSS今出作成)



# 国連責任投資原則（UNPRI）とESG投資資金

1. 私たちは投資分析と意志決定のプロセスにESGの課題を組み込みます。
2. 私たちは活動的な（株式）所有者になり、（株式の）所有方針と（株式の）所有慣習にESG問題を組み入れます。
3. 私たちは、投資対象の主体に対してESGの課題について適切な開示を求めます。
4. 私たちは、資産運用業界において本原則が受け入れられ、実行に移されるように働きかけを行います。
5. 私たちは、本原則を実行する際の効果を高めるために、協働します。
6. 私たちは、本原則の実行に関する活動状況や進捗状況に関して報告します。

出所：国連 責任投資原則（2006年4月）



署名機関類型	署名機関数 (2014年2月末) 出所：UNPRI
資金拠出者 (アセット・オーナー)	269
投資運用者	796
サービス提供者	182
合計	1,247

地域	ESG/SRI投資資金(米ドル)
世界全体	13兆5680億
欧州	8兆7580億
米国	3兆7400億
カナダ	5890億
アフリカ	2290億
オセアニア(豪・NZ)	1780億
アジア(日本除く)	640億
日本	100億

出所：2012 Global Sustainable Investment Review  
(注)各地域毎に計算方法に差異あり(つまり欠落分等あり)

## 欧州ESG投資家から日本に11兆円

出所：EuroSIFデータをもとに計算

# ESGを機関投資家と議論する際の基礎的理解

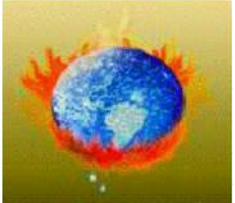
出所: JSS今出作成

ESGを重視する「持続可能性」「責任」投資

Sustainable and Responsible Investment

地球環境の保全

E = Environmental



サステナビリティ  
Sustainability



S = Social      G = Governance

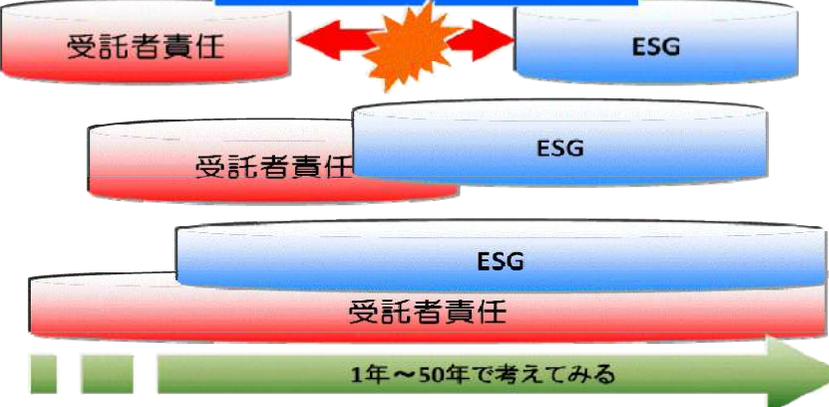
何年先を考えるのかという問題

高齢化社会 = 年金資産の確保

ESG概念と受託者責任

「長期的」株主価値の最大化とESG概念の共存

投資におけるグreshamの法則



受託者責任      ESG

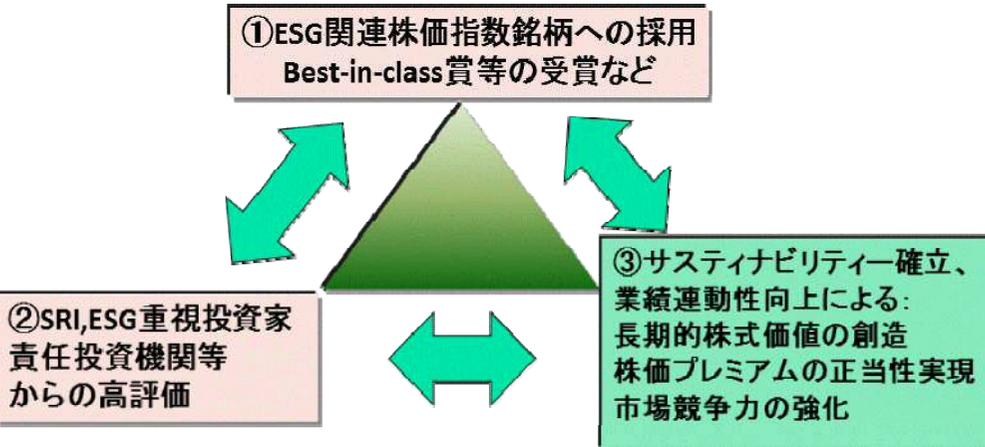
受託者責任      ESG

ESG

受託者責任

1年～50年で考えてみる

IRにおけるESG対応の目的と方向性



① ESG関連株価指数銘柄への採用  
Best-in-class賞等の受賞など

② SRI, ESG重視投資家  
責任投資機関等  
からの高評価

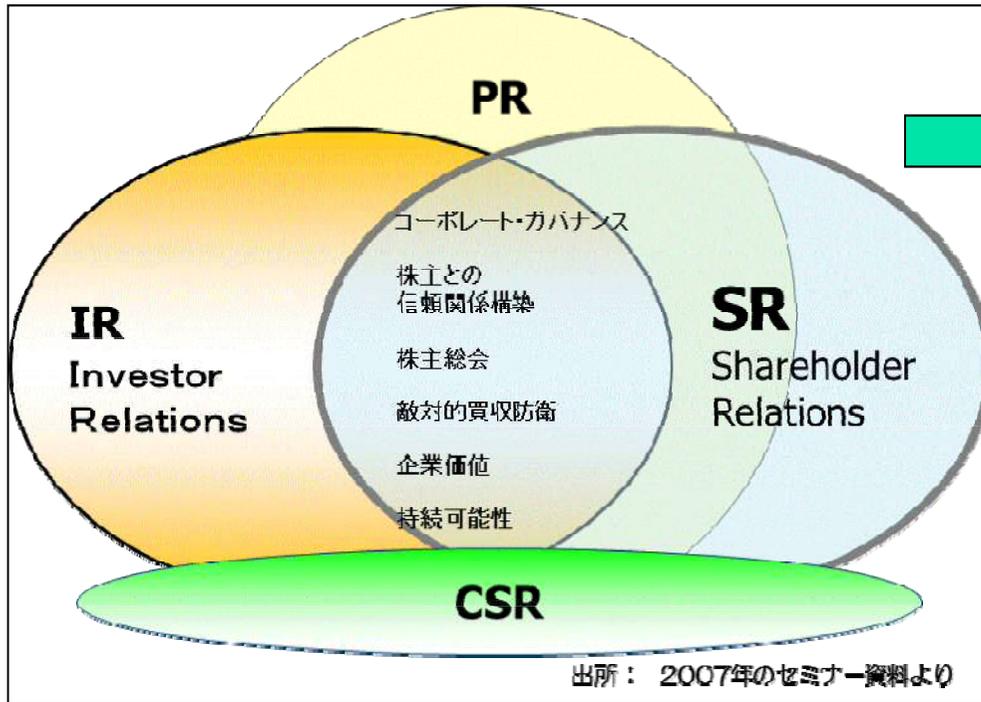
③ サステナビリティ確立、  
業績連動性向上による:  
長期的株式価値の創造  
株価プレミアムの正当性実現  
市場競争力の強化

攻めのESG対応 = 統合的コミュニケーションへ

機関投資家は、ESGの統合的な取組みが、どのような事業環境、メガトレンドの下で、どのような競争優位性をもたららし、株主価値を創造できるのかのストーリー提示を希望。

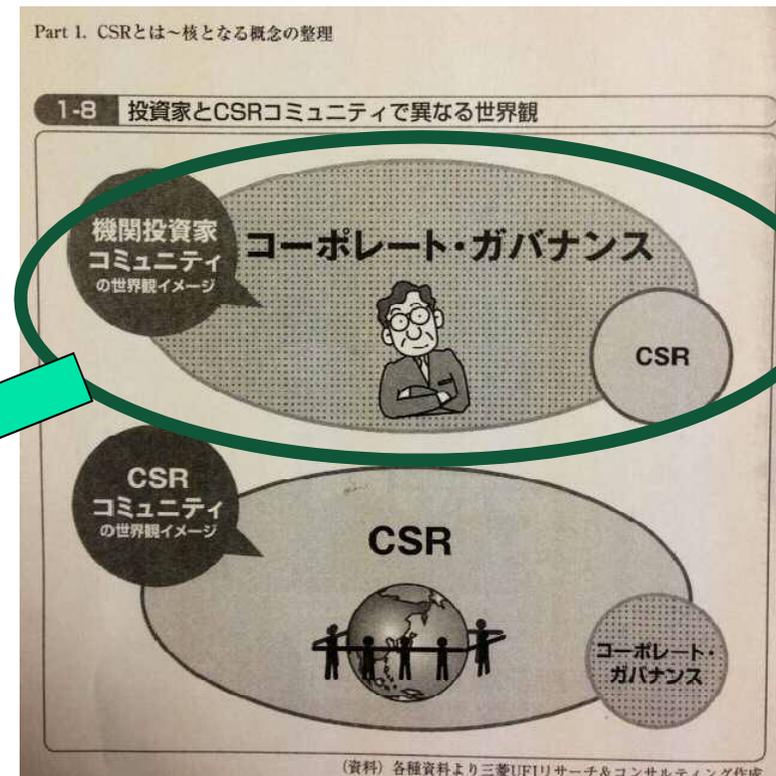
簡潔、かつ戦略的 & 叙述的な統合報告

# IR・SR・PR・CSR・CG・ESG



担当部署が異なり、対象ステークホルダーが異なることから発生しがちなテーマのズレ。

機関投資家相手の現場では、これがESGに変化したと考えた方がわかりやすくなる可能性が高い。  
 (ES系の株主提案の機関投資家支持率は高くないが、ガバナンス系の提案には多くの賛成が集まる傾向にも留意)



出所：「わかるCSR」(2005)より

この前提のもとに議論を進めます。

# 短期主義（ショート・ターミズム）偏重問題

短期的な企業業績・株価や投資パフォーマンスが偏重されると、企業が長期的視点の投資を控えることにつながり、ひいては国家の競争力にまで悪影響が及ぶとする問題意識。政策的な動きとしては英国の「ケイ・レビュー」（2012）が代表的。

## 想定要因

投資におけるグレシャムの法則か？

欧米か？  
欧 vs 米か？

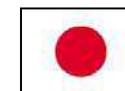
- 四半期業績の開示と予想～短期的パフォーマンスへの過剰配慮・反応
- 投資担当者の成績の短期評価
- ヘッジファンドや超高速・高頻度取引の台頭
- 経営者の実績評価や任期も短期的

## 想定可能な展開と懸念

- 規制強化～過剰規制か？ そもそも規制可能か？
- 投資家の差別につながるか？投資家を仕分けできるのか？
- 既に出来上がってしまったシステムへの挑戦
- 情報の公平性は保たれるのか？



## 英日スチュワードシップコード概要7項目



	(英)スチュワードシップ・コード	(日)責任ある機関投資家の諸原則
	最終受益者に帰属する価値を保全・増大させるために、	投資先企業の <u>持続的成長</u> を促し、顧客・受益者の <u>中長期的な投資リターン</u> の <u>拡大</u> を図るために、
1	機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。	機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2	スチュワードシップに関連する利益相反の管理について、堅固な方針を策定して公表すべきである。	スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
3	投資先企業をモニタリングすべきである。	投資先企業の <u>持続的成長</u> に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4	スチュワードシップ活動を、どのようなときに、どのような方法を用いて強めていくのかにつき、明確なガイドラインを持つべきである。	投資先企業との建設的な「 <u>目的を持った対話</u> 」を通じて、 <u>投資先企業と認識の共有</u> を図るとともに、 <u>問題の改善に努める</u> べきである。
5	適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。	議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の <u>持続的成長</u> に資するものとなるよう工夫すべきである。
6	議決権の行使と行使結果公表について、明確な方針を持つべきである。	議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7	スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。	投資先企業の <u>持続的成長</u> に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

# コーポレート・ガバナンス（「CG」）の意義

主体	それぞれの認識と理解
政策担当者	良いCGが金融市場の安定、投資および経済成長に貢献するということをより強く認識するようになっている。
企業	良いCGが如何に自身の競争力を強化することになるかをよりよく理解している。
投資家	特に受託者責任を負う立場にある機関投資家は良いCGを確保し、自身の投資の価値を支えることに、自分達が一定の役割を担っていることを認識している。

今日の経済において、CGへの関心は、個別企業の業績に対する株主の関心を超えるものとなっている。

企業が国民経済において中枢の役割を担い、貯蓄の管理・運用や退職後の所得の確保について民間部門への依存度が益々高まっていることから、良いCGはより広い範囲の人々にとって重要となっている。

出典：2004年OECD改訂CG原則より

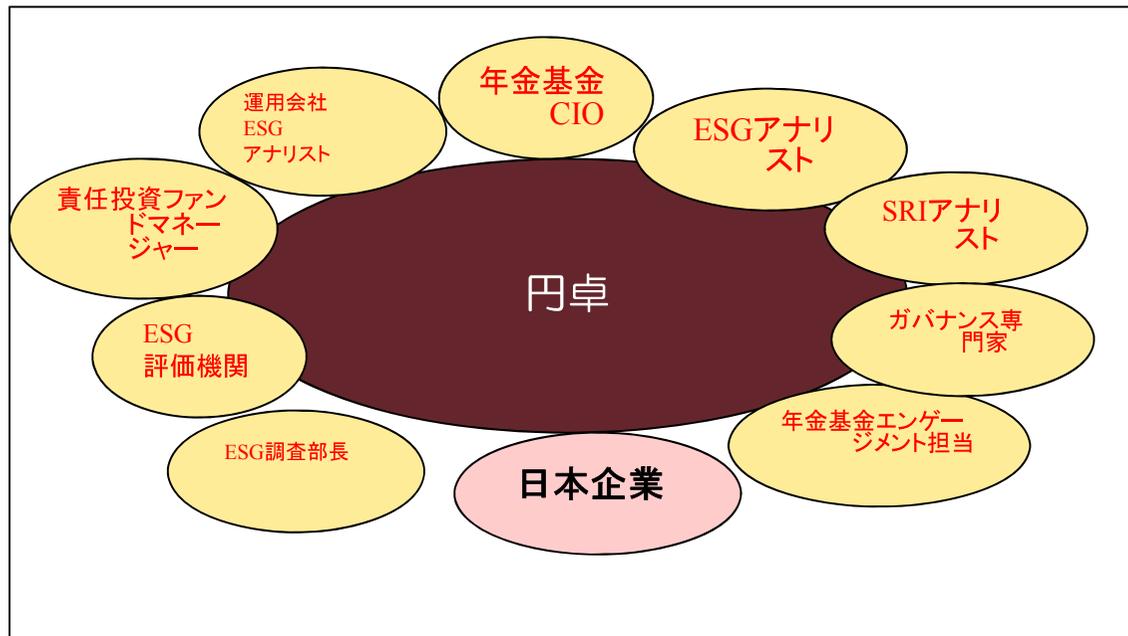
## 機関投資家がガバナンスに求めている点、考え方

企業が、長期持続的に株主価値を創造（向上）するための意思決定のための枠組み

キーワード	文脈
長期	企業にとって歓迎すべき「長期間の投資を前提とする」という修飾語
持続的に	サステナビリティ（持続可能性）は単に存続可能という意味ではなく次のキーワードの「価値創造」が持続可能かどうか重視される。「安定的」というニュアンスも含まれ、例えば株価の高いボラティリティ（上下の変動）は理論的に資本コストを高めることとなるので、「短期的株価形成の話ではない」という考え方を示す。
株主価値を創造（向上）	機関投資家にとっての企業価値は株主としての価値であり、純投資を業とする株主にとっての価値は市場価値と経済的リターン（投資用語でいうところの「トータルリターン」（株価と配当から得られる収益）とほぼ同義）であるという点を明確化している。
するための	
意思決定の枠組み	監視・モニタリングという考え方よりも、より積極的に価値創造（「価値保全」も当然入っている）の原動力として機能してほしいという考え方にシフトしてきている。

出所：ここ数年の長期投資家との対話より想像してJSS今出作成

# 日本企業と機関投資家 対話の現状と今後の課題について



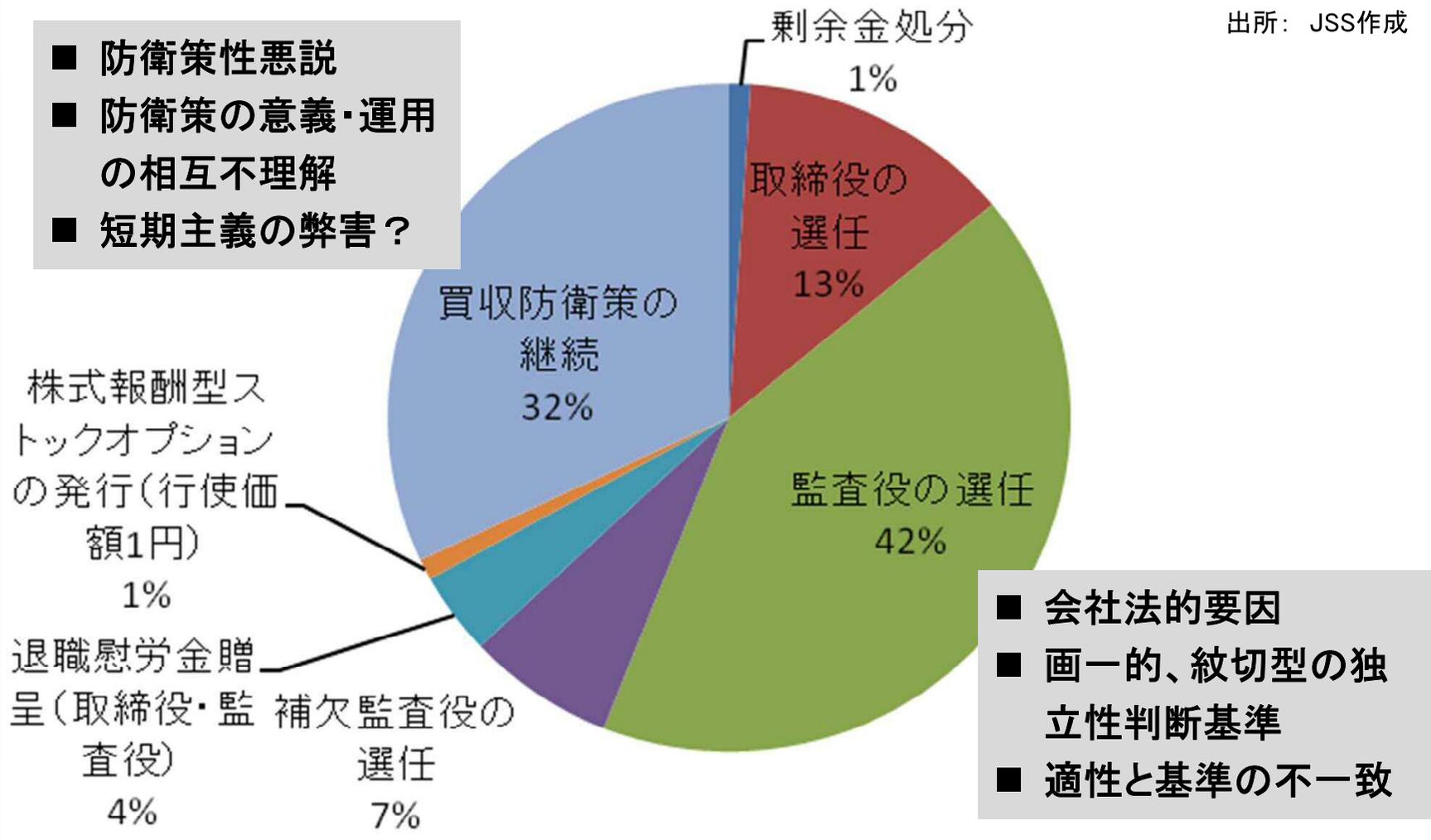
ロンドンでのESG対話スモールミーティングのイメージ



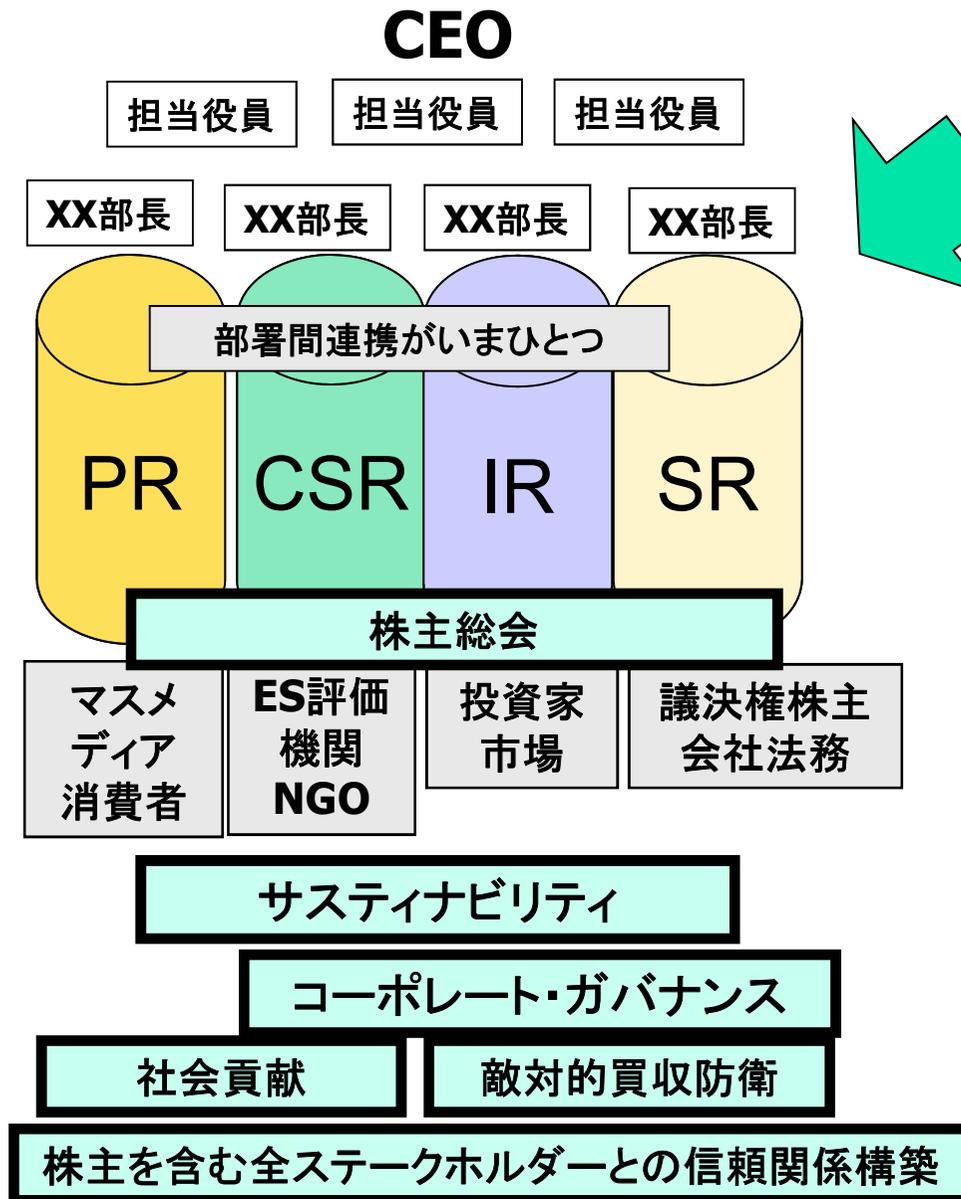
# 株主総会：議決権行使で反対票が多い議案

2013年6月株主総会でTOPIX1339社の公表賛成率を低い順に整理した結果： 第1位 56.60% ~ 第100位 68.86%

出所：JSS作成

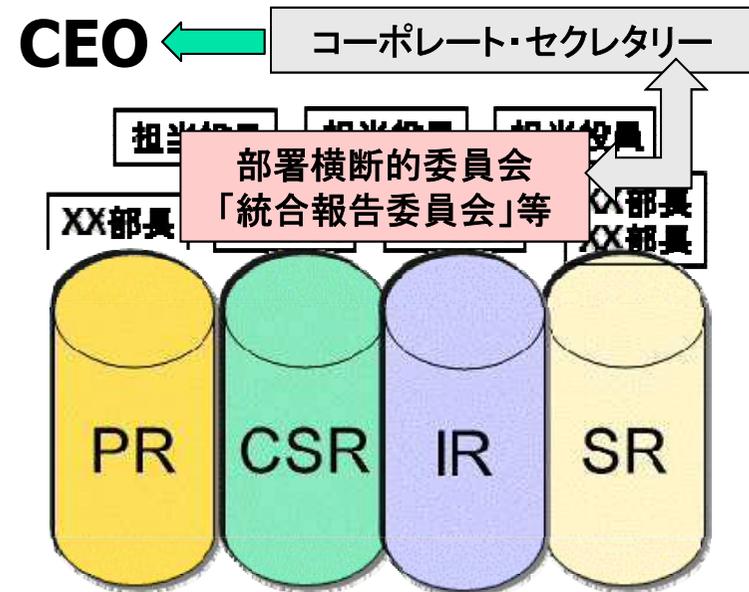


# 日本企業でたまにみられる組織体制面の課題



部署横断的なテーマで対話をする際に不自由な、「サイロ型」の組織体制

全社的課題はCEOの仕事だが実務的事項が多い。執事のようにそれを助ける「コーポレート・セクレタリー」や、部署横断的社内委員会の設置などが検討可能かもしれない



# 株主アクティビズムとエンゲージメント

## Shareholder Engagement

株主エンゲージメントとは、株式所有者による企業への関与のことを指します。一般的な議決権行使にとどまらず、その他の方法（直接対話など）も含む概念として認識されます。

出所： 国連責任投資原則

## 株主アクティビズムの理解

- 「株主アクティビズムは、少数株主が投資先企業のガバナンス改善を求めたり、全株主の公平な取扱いを求めたり、長期継続的な企業価値の向上を求めたりするためにとるあらゆる行動を含む」
- 「株主アクティビズムは、コーポレート・ガバナンス改革の重要な要素である『市場による規律』の不可欠な一部である」
- 「株主アクティビズムは、重要な経済的役割を持ち、資本市場の強化、深化に資する」

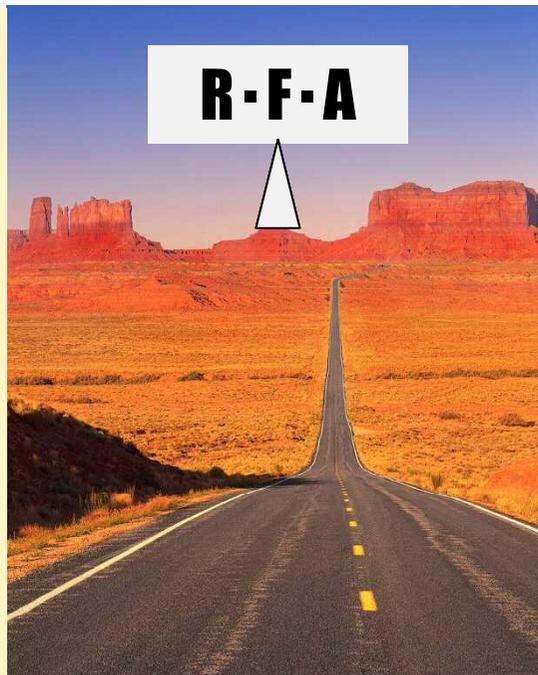
出所： ジェイミー・アレン（ACGA事務局長）2005年11月のプレゼンテーション（原文英語を今出試訳）「株主と対話する企業」より

内容	手法
議決権行使結果と理由説明	情報公開・書簡・面談
ES要因についての質問状。情報請求。	書簡・アンケート
一般的ガバナンス提言型レター	書簡（一斉送付型）
個別具体的なガバナンス改善提案	書簡・面談
資本効率・株主還元方針提言	書簡・面談
資本政策に関する質問・意見・提案	書簡・面談
株主還元・自社株買い要求	レター・面談
事業戦略上の提案	面談・公開書簡
会社提案反対キャンペーン	公開書簡等
株主提案権行使	情報公開・交渉
プロクシーファイト	キャンペーン
法廷での係争	訴訟

# 株主アクティビズムの隆盛トレンドに触れる

- 米国ではヘッジファンド・アクティビズムが花盛り。
- ファンドは巨大化し、ITやメインストリートの有名巨大企業を狙い撃ち。
- 時価総額世界トップのアップル（2014年2月末時点で約47兆円）や、P&G、ダウ・ケミカルとて例外ではない。
- ヘッジファンドが大量参入するアベノミクス・ジャパンにも一部のメジャーリーグ・アクティビストが参入（例：サードポイントのダン・ローブ on ソニー）
- アクティビズム始動による株価の短期的な上昇を狙う運用戦略も普及

注目すべき現象として、メインストリームの長期機関投資家がヘッジファンド・アクティビストの主張に賛同する事例、協働する事例が増加。（例：デル対アイカーン、TIMKEN対リレーショナル・インベスターズ+カリフォルニア州教職員年金基金の事例など）



- ヘッジファンドや空売りを非難し、忌避する傾向にある反短期主義とは裏腹に、「短期投資家」とは言えないヘッジファンド・アクティビストとの対話も避けて通れない時代が到来している。
- 公的年金、投信運用会社等のいわゆる長期投資家がヘッジファンドアクティビストに資金を委託したり、運用のパートナーに選んだりという傾向にあることは今後の日本企業の対話戦略上も無視できるものではない。

出所： JSS今出

# エンゲージメントの方向性 ～英国からの示唆

## ■ ダイアログからエンゲージメントへ

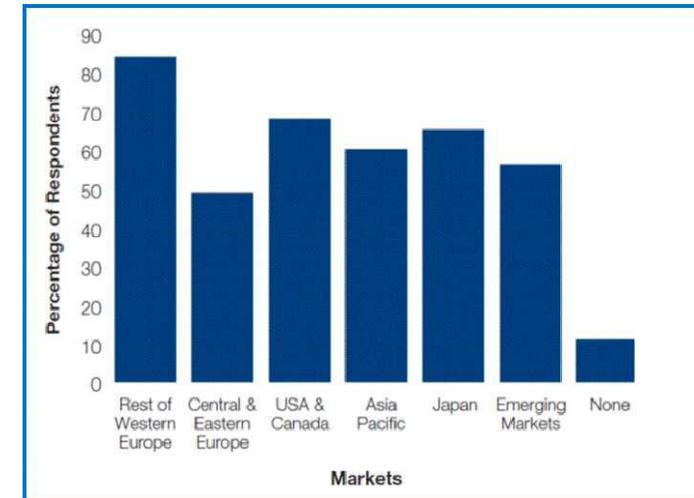
単なる対話ではなく、「建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努める」(日本版スチュワードシップコード 2014)

## ■ 個別エンゲージメントと協働（集团的）エンゲージメント

個別企業に対する個々の投資家によるエンゲージメントに加えて、複数の投資家による個別企業や業界、あるいは当局に対するエンゲージメントが増えている

### 英スチュワードシップコードへの投資家の対応

6割以上が日本企業に対してエンゲージメントを行っている



出所: 英Investment Management Association「Adherence to the FRC's Stewardship Code」

## ■ 個別企業との面談

- ✓ 英国ではCEO,CFO,IROに加えて機関投資家と企業の「社外取締役」との面談が普通に行われている。
- ✓ 社外取締役は株主に代わって企業経営を監督するものだからというのがその理由
- ✓ 特に非執行取締役会議長、筆頭独立社外取締役、報酬委員会委員長、指名委員会委員長などとのエンゲージメントが増加

## ■ 個別企業と複数の投資家の面談（スモールミーティング）、円卓会議（ラウンドテーブル）

- 企業に対する書簡の送付（個々の投資家、あるいは複数以上の投資家の署名）
- 当局や業界団体、政治家等との面談

英国流適用に限界はないのだろうか…？

# 英スチュワードシップコードへの投資家の対応レベルは多様

投資家と企業の真面目度の分布は同じくらいでは？..

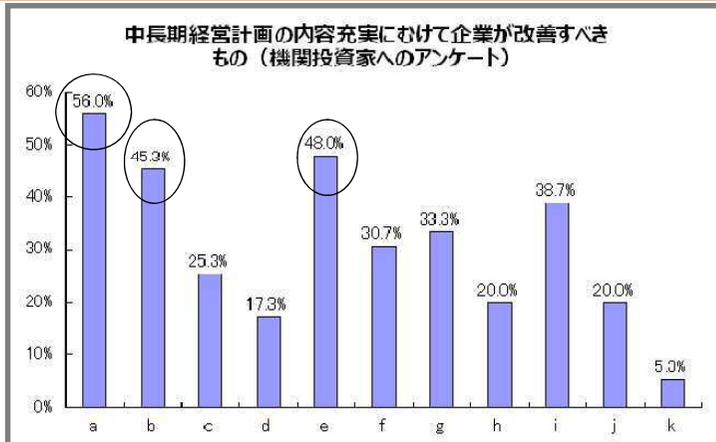
	フル対応	ほぼ対応	限定的対応	非対応・説明
議決権行使	9割以上行使	6割以上行使	6割以下行使	行使しない
エンゲージメント	ESG、経営戦略、業績、財務について前広に対応	限られたトピックについて受身的に対応	ESGについて投資先企業とはほとんど対話しない	行わない
ポリシー対応	各国でスチュワードシップに関する主要な討議に積極的に参加	いくつかの討議に参加。地域も限定的	めったに参加しない	まったく参加しない
統合	投資とガバナンス、環境・社会問題を一体化してとらえている	議決権行使、エンゲージメントなどで投資とESGチームの協働がある	ほとんど一体化していない	投資とESGが別々の対応
顧客向け報告	詳細な報告と最低年1回直接ミーティングで方針確認	詳細な報告書を提出	概要報告書の提出	-
運用スタッフの報酬・インセンティブ	最低過去3年間のパフォーマンス(担当商品または会社全体)に準拠	過去2年のパフォーマンスに準拠	2年未満のパフォーマンスに準拠	-
利害相反	全くないか、対応済み	回避努力を行っている	問題あり	-
透明性	スチュワードシップ方針や状況についてウェブサイトなどで詳細開示	ある程度きちんとした開示を行っている	概略のみ開示している	-

出所: Investor Stewardship Working Party 報告書よりJSS山崎が作成

# 機関投資家が求める説明テーマ

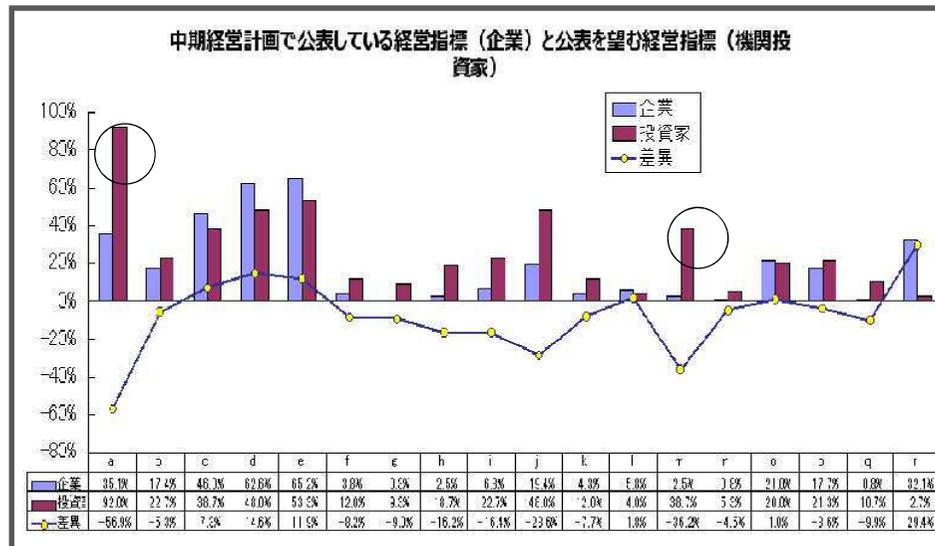
生保協会資料より

## 中長期計画： 長期ビジョン/事業環境・見通し分析/数値目標



- 長期的な経営ビジョン・スタンスの説明
- 具体的な数値目標の設定
- 達成確度の高い現実的な目標設定
- 計画達成に向けた組織・グループ体制の説明
- 事業環境や見通しに関する分析結果の説明
- 株主還元方針の説明
- 資金用途（設備投資、研究開発等）の説明
- 財務方針の説明（自己資本比率等）
- 計画の途上評価と見直しの実施（計画のローリング）
- 計画期間内での段階的な目標設定
- その他

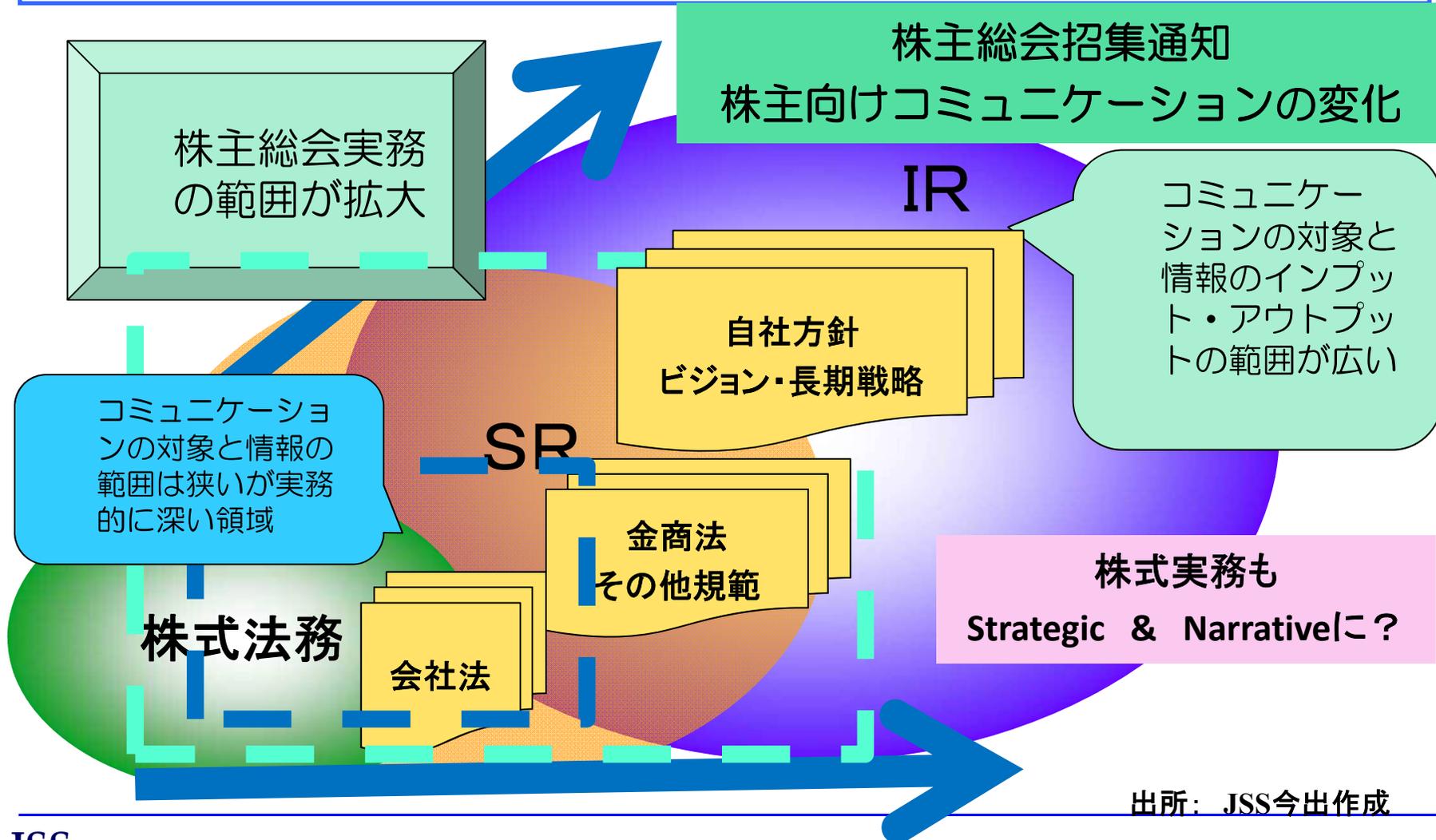
## 目標指標： ROE/株主還元



- ROE（株主資本利益率）
- ROA（総資本利益率）
- 売上高利益率
- 売上高・売上高の伸び率
- 利益額・利益の伸び率
- 市場占有率（シェア）
- 経済付加価値（EVA®）
- ROIC（投下資本利益率）
- FCF（フリーキャッシュフロー）
- 配当性向（配当／当期利益）
- 株主資本配当率（DOE）
- 配当総額または1株当たりの配当額
- 総還元性向
- 配当利回り（1株あたり配当／株価）
- 自己資本比率（自己資本／総資本）
- DELシオ（有利子負債／自己資本）
- 資本コスト（WACC等）
- その他

# 株式実務からの視点：本格化する投資家目線の対話

- 通年で株主総会の全社的重要度が高まり、株式実務も戦略的領域に
- 目的に合わせた情報、情報量、株主・投資家目線での説明の充実へ



出所：JSS今出作成

# 対話の6W1H

(ディスカッション用に作成：ご意見を！)

6W1H	概要例(IRとSRが混在)
だれが(Who)	CEO・CFO・執行役員・重要子会社トップ・IROとIR担当メンバー・コーポレートセクレタリー・CAO・コーポレートガバナンス担当役員～社外取締役～取締役会会長(議長)など
いつ(When)	決算発表時～平時(ノン・ディール・ロードショウ含む)～経営計画発表前後～リスク事象発生後～不祥事発生後 など
どこで(Where)	個別訪問～スモールミーティング～各種説明会会場～電話会議～投資家カンファレンス～インベスターデイ会場 など
だれに(To Whom)	ファンドマネージャー～アナリスト～投資家のガバナンス・議決権行使担当者～ESGアナリスト～議決権行使助言会社～アセット・オーナー など ～スチュワードシップ的エンゲージメントなら、長期責任投資家の株主を中心に
なにを(What)	業績～各種企業アクション～経営計画～長期ビジョン ESG～非財務情報～株主総会議案 など
なぜ(Why)	株価の適正評価のために ～ 自社の魅力を伝達 ～ 支持と信頼の獲得 ～ 株主・投資家の意見フィードバック ～ 株主総会議案の理解促進 ～ など
どのように(How)	Whatのそれぞれで戦略は異なる。 内容・相手により、非開示情報～フェアディスクロージャーに注意を要する。

出所： JSS今出作成

# 英国企業の対話戦略設計例 ～ 日本企業への示唆

実施事項	企業者側出席者	対話すべき相手	目的・課題
決算説明会 (本決算および中間決算)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CEO, CFO, IR担当者</li> <li>必要に応じて取締役、<u>社外取締役</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>バイサイドアナリスト、セルサイドアナリスト</li> <li>クレジットアナリスト</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>パフォーマンスを報告し、次期に向けての方向性・戦略を示唆する</li> <li>必要に応じてフォローアップミーティングを実施</li> </ul>
CEO, CFOとのミーティング(年1回以上)	<ul style="list-style-type: none"> <li>CEO, CFO</li> <li>IR担当者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドマネジャー、バイサイドアナリスト</li> <li>コーポレート・ガバナンス担当</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>業績、リスク、喫緊の課題などについての解釈や意見交換を行う</li> </ul>
取締役会議長、独立社外取締役とのミーティング(年1回以上、投資家等からの要請に応じて随時)	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会議長</li> <li>筆頭独立社外取締役 またシニア独立社外取締役</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドマネジャー、バイサイドアナリスト</li> <li>コーポレート・ガバナンス担当</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>業績、リスク、喫緊の課題などについての解釈や意見交換を行う</li> </ul>
「日本企業」の未体験ゾーン スチュワードシップに関する定期的な対話	<ul style="list-style-type: none"> <li>取締役会議長、CEO</li> <li>主な執行担当役員・ 上級職員(PDMR)</li> <li>IR担当者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ファンドマネジャー、バイサイドアナリスト</li> <li>コーポレート・ガバナンス担当</li> <li>セルサイドアナリスト</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経営戦略や長期パフォーマンス、リスク、ガバナンス状況等ESG含むすべてのステークホルダー関心事について意見交換・討議する</li> </ul>

出所:「Enhancing Stewardship Dialogue」付録をもとにJSS山崎が作成、今出が編集

## 機関投資家対話で聞きたい広義のガバナンス・トピックス

経営の規律について(計画の局面)	経営の規律について(評価の局面)
貴社の経営が目指す価値、経営のミッションは何か。	競争力・収益力の悪化の兆しを的確に読み取り手立てを講じる姿勢、プロセスは経営の中でどのように担保されているか。
長期的な観点から5-10年後の貴社の姿はどのようにあるべきと考えているか。	成功を評価する基準は何か。評価を経営の次の打つ手につなげる仕組みはどのようなものか。
貴社が中期計画策定に利用する経営指標(連結ベース)は基本的な価値観や方向性とどのように関係しているか。	財務的な見地から経営をチェックするCFOに相当する役職はつくりられているか。
資本の効率的な利用の観点はどのように経営計画に反映されるか。資本の調達コスト、余裕資金のコストはどのように意識されるか。	業績が悪化したとき、あるいは大きな経営問題が発生したときに、責任を明確にする姿勢、プロセスが経営の中でどのような形で担保されているか。
経営目標に対する社内のコミットメントをどのように確保するか。目標に対するコミットメントを外部にどのようにアピールするか。	社内取締役、社内監査役の責任減免についてどのような考え方を持っているか。

出所： 経済産業省 企業報告ラボ「長期投資家が企業経営者に聞きたいコーポレート・ガバナンスについて - 持続的な企業価値向上に向けた対話を深めるための調査 -」(2013年)より一部抜粋

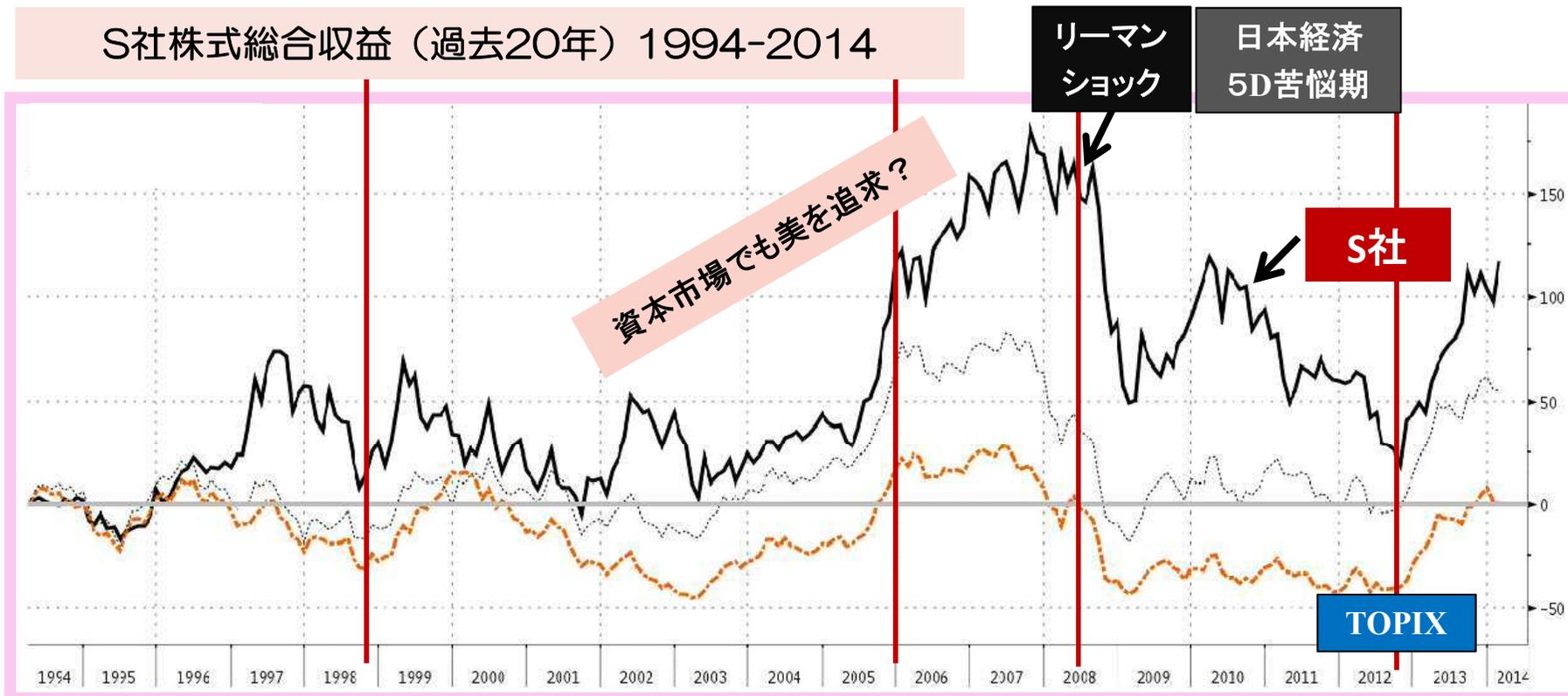
本質問事例については上記出所のプロジェクト座長であった江口様（ブラックロック・ジャパン）より、発行企業に広く案内したいとの趣旨で昨年ご案内があり、今回のテーマに合う好事例と考えましたので、そのご紹介のために一部のみを掲載しています。詳細は下記URLなどで是非ご参照ください。

[http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/kigyoukaikai/pdf/C\\_CRQuestionnaire.pdf](http://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyoukaikai/pdf/C_CRQuestionnaire.pdf)

<http://www.meti.go.jp/press/2013/08/20130823001/20130823001-2.pdf>

# おわりに：対話の効果検証・サンプル事例

S社株式総合収益（過去20年）1994-2014



グラフ出所：ブルームバーグで今出作成

日本株からバブル分が蒸発した頃

対話研究準備・黎明期？

対話進展期

対話定着期

次世代対話へ？

資本市場での  
ブランド力確立

ベスト・プラクティスの探求

統合報告の  
深化？

⇒ 第二部 資生堂・山崎様へ

ご清聴ありがとうございました。

「地道な支援・着実な成果」

**JSS** 日本シェアホルダーサービス株式会社

住所：千代田区内幸町1-2-2 日比谷ダイビル19F

電話：03-5512-2761

常務執行役員

今出 達也

- 本資料ならびに本資料に基づいたプレゼンテーション等により、研究会主催者ならびに参加者の皆様と日本シェアホルダーサービス株式会社(弊社)の間には何ら委任その他の契約関係が発生するものではなく、弊社が一切法的な義務・責任を負うものではありません。
- 本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されておりますが、弊社がその正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料ならびに本資料に基づいたプレゼンテーション等は、弊社ではなく、主に講演者の個人的意見・考察・見解によって構成されており、本資料に関連して生じた一切の事象について、弊社は責任を負いません。
- 本資料は弊社ならびに講演者の著作物であり、著作権法により保護されております。弊社の事前の承諾なく本資料の一部または全部を引用、複製または転送等により使用することは禁じられております。