

エンゲージメントの考え方について（各メンバーからのコメント）

2014 年 7 月 25 日

0. エンゲージメントとは

【本文（案）】

エンゲージメントは「目的ある対話」

- 01 「エンゲージメント」の定義には様々な考え方があり得るが、『責任ある機関投資家』の諸原則（日本版スチュワードシップ・コード）では、機関投資家が「中長期的視点から投資先企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことを目的とした対話」を「目的を持った対話（エンゲージメント）」としている。また、企業と投資家の関係では、エンゲージメントも含む企業と投資家の様々な「対話」の質向上が課題である。

●企業サイドからの意見

ーエンゲージメントは「企業価値と資本効率を高め、持続的成長を促すための対話」（日本版スチュワードシップ・コード 注4）であるので、投資判断のための対話ではなく、経営参画のための対話であると捉えられ、対話する内容は、事業目的達成に向けた長期的持続的な経営の在り方となる。

1. 目的

【本文（案）】

対話・エンゲージメントの目的

- 02 前述のように「企業価値」の解釈には広狭かなり差がある。また、企業側と投資家・アナリストの間にも認識の差がある。この認識ギャップを埋めることによって初めて相互の効果的な対話が可能となる。したがって、対話を通して、そのギャップを埋めていくことがエンゲージメントの重要な目的となる。
- 03 企業経営者は事業の目利きをし、投資家は投資先の目利きをする。それぞれが、何を価値と考えているかを理解することが、エンゲージメントの目的の一つである。

対話における緊張と協調

- 18 企業と投資家の対話・エンゲージメントは「緊張と協調」の両側面を満たすべきである。

緊張：経営陣は企業価値創造に向けたビジョンや戦略を投資家と対話し、支持と理解を得る必要がある。しかし、こうした対話の機会は、投資家の厳しい評価によるスクリーニングを受ける機会でもあり、投資家が厳しい評価を下せば、成長資金を絶たれること

になりかねない。まさに「緊張」の場面である。

協調：前述のとおり投資家は「当社株主に帰属する当期純利益」を内部留保として企業内に留保し、それを（持続的）成長原資として役立てることを期待している。持続的成長は企業と株主との協創（協調）の成果なのである。良質な対話・エンゲージメントを通じて相互理解を促進し、共通目的である「持続的成長」つまり長期的な企業価値向上を目指すことは共通の利益である。

目的の明確化と認識共有

- 20 良質な対話・エンゲージメント（対話）は、相互理解を促進するとともに企業価値を高め、企業と長期志向の機関投資家の双方に利益をもたらすことが出来るものであるという共通認識を醸成することが重要である。
- 21 対話の目的は、投資家の理解と支持を得て、長期的・持続的成長への原資を確保すること、資本コストを低減することである。上場責任を果たすとは、まさに株主・投資家との効果的な対話を通じて持続的な企業価値創造を目指すことである。経営者と投資家とが「持続的成長」に向けた協創者であるならば、持続的成長に向けたシナリオを共に理解し、共有する必要がある。そのためには密な対話・エンゲージメントが必要である。
- 22 この大きな目的に立てば、対話においては開示されていない情報を聞きだすのではなく、開示情報の裏にある考え方、たとえばどのように戦略策定に至ったのか、経営目標をどのように達成しようとしているのかといったことを共有することが重要となる。

●企業サイドからの意見

目的は、持続的な企業価値創造と長期資金の確保

- 一 企業と資本市場とのエンゲージメントに期待される役割は、両者の協創関係下での建設的対話を通じて、日本企業が持続的に価値を創造していくことにある。更には、それを支える長期的なリスクマネーの安定的供給を受けつつ、持続的な価値創造を日本経済の好循環、成長に繋げていくことが期待されている。
- 一 長期的・持続的な企業価値の向上を共通目標として双方向かつ継続した対話の実施が必要。

企業価値向上の考え方の相互理解により、経営を支持する応援株主を得ること

- 一 株主市場関係者（機関投資家）との定期的なコミュニケーションを通して、企業価値の向上に関するお互いの考え方について相互理解を図るとともに、事業会社としての経営哲学や経営戦略等に支持・賛同を得るプロセス
- 一 対話の目的の第一は、個別企業と個別投資家間での中長期的かつ良質な「パートナーシップ」の構築。企業は「当社を応援する株主」を発掘・維持し、投資家は「応援する企業」を発掘し投資する。中長期的に、建設的で良質な対話のできる関係を構築したい。

- －「パートナーシップ」の構築を望む中長期目線の投資家に対しては、企業毎に異なるバックグラウンド（事業内容・規模、業界特性、社歴、経営実績、経営哲学等）や、競争力の源泉（研究開発、製造現場力、人材力、顧客との信頼、グローバル・ネットワーク等）を真摯に理解したい、というマインドから生まれる建設的な対話を求めたい。そして、その結果として、投資先に選んだ先の経営者を信任し、応援して欲しい。

●投資家サイドからの意見

投資家の顧客利益最大化のための情報収集

- －株主である顧客に代わって顧客利益最大化の観点から、投資先企業の企業価値の向上や持続的成長に貢献すること、そして、より良い株主議決権の行使判断や、投資判断を行うための情報収集をすること。

企業との信頼関係の構築

- －投資先企業との「建設的な対話」と「信頼関係構築」に注力

企業の価値向上・成長を理解する

- －ビジョン・経営理念などを題材に、どのような価値創造を目指している会社なのかについて認識を共有する。
- －会社の長期的成長（主に収益面）が、経営陣にとっても投資家にとっても、共通のゴールである。

適正な株価形成

- －長期的成長の見通しを適切に説明することが、適正な株価形成の決め手となる。

長期保有・投資の見極めと戦略の確認・提案、価値毀損防止

- －従来型アクティブ運用における投資家サイドの面談目的は、新規組み入れ銘柄の発掘や保有銘柄の定期的調査であるところ、エンゲージメント投資においてはこれらに加え、長期保有/集中投資に合致するかの見極め、投資先企業の価値向上戦略の確認および有効な施策の提案、投資先企業の価値毀損の防止、経営陣/取締役の人柄/人間力の判断。

応援株主（個人投資家）を増やし経営基盤を強化

- －企業は、長期投資のスタンスで持続的成長を応援してくれる個人株主の比率を増やすことの重要性を認識し、その方向でのIRなど啓蒙活動に注力すべき。それが、企業の長期的な経営基盤を強力にバックアップしてくれることになる。

議決権行使前の意見聞き取り

- －（企業の意図）エンゲージメント投資においては、議決権行使前の株主からの意見聞き取り

2. 対話・エンゲージメントにおいて取り扱うべき事項

【本文（案）】

対話・エンゲージメントの内容・議題

- 05 機関投資家には、企業がどのような財務指標を念頭に置きながら、どのような規律に基づいて戦略達成に向かっているかを理解し評価する責任がある。
- 06 対話に前向きな企業と長期投資家との対話では、経営理念やビジョン、具体的な戦略、さらには企業価値を創出する仕組みとしてビジネスモデル等の話題が中心となっている。また、ガバナンスに関連して、投資家は取締役会の構成や独立性、研修、執行役員や戦略に対する監督、資本の効率性等を重視するとの意見がある。ROI や ROE 等の具体的数値を出すことも重要ではあるが、投資家はそうした指標や KPI をどのように規律として活かしているかが説明されることがより重要と考えている。
- 07 この際、投資家側は、インサイダー情報になる詳細情報や競争戦略上企業が公開したくない情報を求めることはなく、むしろ基本的な話で十分であるとの認識を持っている。

対話・エンゲージメントにおいて取り扱うべき事項

- 23 対話・エンゲージメントは、企業の中長期的な企業価値向上や持続的成長を促す限りにおいて望ましい。このため、機関投資家は投資先企業やその事業環境等に関する深い知識を得る十分な準備をし、業績数値の詳細に関する議論に陥らないようにすることが肝要である。また、経営の細部に介入することなく、例えば、ガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関するリスクを含む）への対応など、投資家として建設的に対話できる項目に関し、目的を持って対話に臨むべきである。このような対話は、投資家が自らの期待・希望を投資先企業に伝える手段として重要である。ただ、対話を行うこと自体が目的となったり、投資先企業の持続的成長に資する対話を行う実力を伴わない場合は、経営の貴重な時間を奪うことで企業価値向上や持続的成長の阻害要因にもなりかねないことを、機関投資家は自戒しなければならない。
- 24 対話に当たっては、損益だけではなく、バランスシートやキャッシュフローにも踏み込んで、それら相互の関係を含み、長期的視点に立った議論を心がけるべきである。この観点から、資本効率に関する経営上の課題について話し合われることも重要である。資本コストの考え方やそれが経営判断の中でどのように使われているかなど対話を通じて企業の考え方を投資家に

伝えることは特に重要と考えられる。

- 25 対話・エンゲージメントにおける議題として、ESGを含む非財務情報に関する共通理解を得ることも重要である。企業側がそうした情報を開示・提供し、そうした情報を基に相互のコミュニケーションを図ることで、企業側と投資家側との企業価値概念に対する認識ギャップを解消していくことには大きな意義がある。一方、そうした情報開示や対話・エンゲージメントの有用性を裏付けるために、ESGあるいはCSR活動での評価が企業業績や資本コストにどのような影響を与えているかについての実証研究がさらに推進されるべきである。

●企業サイドからの意見

目指す姿、ビジョン

- － 会社の目指す姿、
- － 目指す姿
- － 経営ビジョン
- － 10年間の長期ビジョン策定による持続的な成長の達成
- － 何を達成しようとしているのか

長期的な経営戦略

- － 中長期経営計画の目標、長期的な戦略、
- － 成長戦略
- － 長期戦略は何か
- － 経営戦略・企業戦略＜含む主たる経営指標＞
- － 持続的な成長を図るための中長期の経営方針やそれに基づく戦略についての対話をもっとすべきと思う。

ビジネスモデル

- － 価値を創造する仕組みとしてのビジネスモデル・事業戦略
 - ・ 価値創造の源泉／バリュードライバー（強み）
 - ・ 中長期的な価値創造ストーリー（資本の活用方法を含む）
- － ビジネスモデルの説明：そのビジネスモデルの強靱さ、強みと課題、弱み、および課題解決に向けた計画
- － どういうビジネスモデルか
- － 価値を創造する仕組みとしてのビジネスモデル
- － 自社の競合上の優位、劣後

コーポレート・ガバナンス

(全般・考え方)

- － コーポレート・ガバナンス
- － ガバナンス体制
- － コーポレート・ガバナンス体制（CEO の暴走を止めることができる機能）
- － どのように企業統治するのか
- － コーポレート・ガバナンス：経営の規律（discipline）をどのような仕組みで担保しているのか
- － ガバナンスについては決して外形的なものだけで評価し、あるいは評価されるものではない。従って、企業側は何故そのような体制・しくみを取り入れているのかを説明し、投資家の皆様もそれをベースに議論していくことがよりお互いの理解を深めるために有効。

(報酬)

- － 経営者の報酬
- － 業績と連動した役員報酬制度

(取締役会、独立取締役)

- － 取締役会の構成～取締役選任基準・独立取締役の数等
- － 社外取締役にについての考え方

(サクセッションプラン)

- － 経営者と上級経営陣のサクセッションプラン

(環境・社会・コンプライアンス（ESG）)

- － ESG やコンプライアンスについて（これらは長期的な企業価値向上や保全の視点から 企業、投資家の双方にとって基本となる重要な要素）
- － 環境・社会問題への対処
- － 投資家の幅広い知見等を踏まえた意見を聞くことは企業にとっても有効と思う。企業が存続し、持続的な成長を図るためには、事業活動を通じて社会への貢献が図られているかがポイント。時代とともに社会の課題も変わるが、それに対して企業は慈善事業や社会貢献活動だけではなく、事業そのもので課題解決に貢献していく必要がある。いわゆるCSV の概念であり、その企業にとってのCSVは何かを議論し、共有することは企業と投資家のWin-Winの関係を構築するために有効と思う。

課題認識（リスクと機会）

- － 自社の現在、将来直面するリスク
- － 持続的成長のための戦略課題
- － 取り巻く経営環境・メガトレンドは何か
- － 重要な機会とリスクは何か。それらにどのように対応するのか（非財務的活動）
- － 企業経営における「機会」と「リスク」について（トップマネジメントが自社の企業経営において何が「機会」および/または「リスク」と捉えているか、またリスクマネジメ

ントをどうするか、などについて投資家と共有)

- － 経営課題認識の共有と解決策に関する双方向ディスカッション
- － 当該企業にとっての「持続的成長」の定義とは何か？業種によっては、市況産業、あるいは景気敏感産業など、持続的に右肩上がりの成長が困難な企業もある
- － 自社の競争相手は、どの会社、ブランド・製品・サービス

実行手段

- － どうやって目的地に到達するのか（道筋）
- － 持続的成長のための戦略課題と実行手段（具体的な戦略）
- － どのように投資し、どのように収益を上げるのか
- － 投資、研究開発の優先順位

資本政策（構成・配分）・資本規律

- － 自社の目指すべき（あるべき）資本構造
- － 資本構成・資本政策
- － キャピタル・アロケーション（事業投資・株主還元・有利子負債の返済など資金をどのように使うか）の考え方
- － 中期キャッシュフローの用途明示（成長投資・設備投資・株主還元）
- － 株主還元
- － 資産効率やキャッシュの活用、資本政策についての考え方（定性的＋定量的）
- － ROE を向上するための該当企業の経営戦略＝資本（資金）の配分（allocation）の考え方
- － 株主資本の効率的活用＝ROE に関する、該当企業の考え方、ポリシー
- － 個別事業案件、投資案件の投資基準は何か。ROIC、EVA など。その基準を守ることによって、どう ROE 向上へとつながっていくか、そのプロセス
- － M&A の強化・事業ポートフォリオ見直しによる事業価値向上

経営指標（目標・管理指標）

- － KPIs
- － KPI は何か
- － 財務成績＜特に KPI : P/L、B/S、C/F＞
- － ROE 等財務指標改善への取り組み
- － ROE およびその他の経営指標についての考え方、将来的な見通し
- － ボトムアップの計画に基づく中期経営目標の策定（特に ROIC・EPS）
- － 目標数値は何か、－ 今は戦略の道筋のどこにいるのか（効果測定・進捗管理）
- － 事業戦略を総括する経営力の裏付けとしての中長期の業績トラッキングレコード

●投資家サイドからの意見

目指す姿、ビジョン

- － 経営理念、経営ビジョンはステークホルダーと共有されているか
- － 10年後の会社の「姿」を経営者がどうイメージしているか。必ずしもエンゲージメントの場に限らない視点ではありますが、投資家として聞きたい質問。
- － 従来型アクティブ運用が、足元業績（翌四半期決算）の動向や通期決算の見通しが中心だったこととの比較で、エンゲージメント投資においては中長期的な企業価値向上の戦略/ビジョンの議論が必要。
- － 投資先企業についての理解をより深めるため、投資先企業の目標、理念、価値観、そしてそれらを実現するための経営戦略やガバナンスに対する取り組みについてヒアリング、ディスカッション。
- － ビジョン・経営理念などを題材に、どのような価値創造を目指している会社なのかについて認識を共有する。

ビジネスモデル

- － 将来のありたいビジネスモデルを明確化しているか
- － ビジネスモデルと業績、中長期の収益力の考え方
- － ビジネスモデル、主要製品のサステナビリティ
- － 会社の現状分析と方向性（利益成長の源泉を中長期的にどこに求めるのか）

イノベーションへの先行投資

- － イノベーションに挑戦して、先行投資をしているか

コーポレート・ガバナンス

（全般）

- － コーポレート・ガバナンスの仕組みは十分機能しているか、
- － 経営トップへの規律付けとしてのガバナンス体制について聞く。
- － ガバナンス体制、社外取締役の役割、経営者の任期・後継対応、社員の採用・人材育成ポリシーなどを題材として、経営の意思決定・経営のサステナビリティ・経営環境が変化した場合の対応力を議論
- － エンゲージメント投資においては、コーポレート・ガバナンス体制（取締役・執行役員任命理由）の説明

（報酬）

- － 報酬制度
- － 業績連動したCEOの報酬制度
- － 経営陣の報酬体系やその他インセンティブに関する意見交換。例えば、何らかの形で資本市場における評価が反映される仕組みになっているかについて議論したい。
- － 現状のCEOの報酬制度について議論。業績連動性が低い場合は、それをより業績連動性の高いものに移行することをエンゲージメント（EVA等の経済価値に連動した報酬制度、ストック・オプションの導入など）。ただし、創業者CEOは対象外

（社内外取締役の任命・評価）

- － CEO（現在及び次期）指名の透明性と説明責任
- － 将来の経営陣の育成・リクルーティングの考え方
- － 経営陣の評価方法
- － 現状の指名制度が、透明性と説明責任が担保されているかどうか議論。されていない場合は、指名制度の改善をエンゲージメント。理想的には、指名委員会の設置が望ましい（社外取締役が議長で、過半数）。
- － 社内外役員候補者の適性、独立性
- － 社外取締役へモニターをお願いする
- － 例えば、社外役員が実際にどのように機能しているか、その他客観的・批判的な視点からの建設的なフィードバックを受ける体制があるかなどについて、確認したい。
- － 社外の意見を取り入れる体制の整備（平時・緊急時双方：例えば、社外取締役・アドバイザー・ボード、独立第三者委員会）

（その他）

- － ダイバーシティについて明確な目標を持って推進しているか
- － ESG についての経営陣の考え方
- － 危機管理
- － 不祥事
- － リスク事象をカバーする仕組みを働かせ、リスク情報を迅速に公表しているか
- － 株主提案

資本政策（構成・配分）・資本規律

- － 資本政策（配当、増資）
- － 財務戦略
- － 資本・現金の使途
- － 対話の議題は「適正な資本効率（資本アロケーションの妥当性）」を念頭に置いたものであるが、企業の状況に応じて焦点となる具体的議題は適切且つ柔軟に検討されるべき。
- － 資本コスト、配当性向（総還元性向）、保有するキャッシュレベル、投資（設備投資、M&A、研究開発）、自己資本比率

- － 現在の企業の状況と今後の戦略から、妥当な配当政策について議論。合意された配当政策（配当性向等）をエンゲージメント。
- － 資本コストを意識した事業ポートフォリオ運営（ROIC 経営）
- － 不採算事業を見直す基準を設けているか

内部留保の使途

- － 内部留保の使途に関する意見交換。
- － 内部留保の使い道から経営の打ち手を考える
- － 内部留保&成長投資 or 株主還元などキャッシュ使途の経済合理性について
- － エンゲージメント投資においては、内部留保 or 株主還元などキャッシュ使途およびその意思決定背景の説明
- － 本来であれば内部留保よりも資本コストについての認識やエクイティ・スプレッドの議論をするのが正攻法でしょうが、現実的には資本コストの計測誤差の問題があり、生産的な議論がしにくいと思われます。

経営指標（主にROE）

- － ROE、ROIC
- － ROEのターゲットとそれに達する期間
- － 産業や企業のリスク特性により、ROEのターゲットは変ってくるが、目標ROEの設定と、それに到達する期間をエンゲージメント。さらに、そのための戦略について議論。
- － 望ましいROEの水準を定め、その達成に向けて事業を展開しているか
- － トップマネジメントは、主体的なKPIを掲げて、それにコミットしているか

● 市場関係者等からの意見

- － エンゲージメントが目的を持った対話であるので、その中身は企業が機関投資家等に説明すべきこと、あるいは説明して共感を得たいことであろう。機関投資家が中長期投資を前提とする投資家であるので、株式をbuy & holdするために必要な以下の情報。
 - ・ 株主総会への付議事項全般
 - ・ 中長期の戦略（ROEの中長期的な向上策）
 - ・ 同戦略の前提となる企業経営をめぐる環境変化に対する経営者の見方
 - ・ ROEが国際標準に満たない場合はその合理的理由の有無

3. 対話・エンゲージメントへの姿勢と方法（全般）

【本文（案）】

対話・エンゲージメントへの姿勢と方法（全般）

- 26 対話・エンゲージメントのあり方として、単に企業との会合回数等の量ではなく、質が重視されるべきである。短期志向のプレビューなど持続的成長に寄与しない対話はエンゲージメントとは別と認識すべきであり、長期のトータルリターンを志向する投資家と企業の対話が深まることが重要である。
- 27 目的ある対話・エンゲージメントは、従来の IR ミーティングとは異なり、「双方向の対話」であることを重視すべきである。企業は IR 活動を通じて、分ってほしい情報を投資家に開示していく。投資家は自らの投資判断に必要な情報を企業に求めていく。エンゲージメントは投資家からの一方的な質問に終わることなく、投資家が自らの考えを企業に伝える。そのためには投資家は資本市場の声あるいは株主共同の利益を代弁する責任を自覚することが重要である。短期的・個別利害を追求して単にリストラを要求するといったことではその責務を果たすことはできない。

● 企業サイドからの意見

企業と投資家の方針が合致した場合のみエンゲージメントが生まれる

- － エンゲージメントに至るには、投資家による企業の経営への理解と、企業側による投資家の投資方針への理解が必要。投資家が自分達の投資方針に合致した投資対象としての企業を選別すると同様に、企業側も自分達の経営方針に合致した投資家を選別して行く事により、エンゲージメントが生まれる可能性が出てくると考える。もちろんそれが合致しても、対話する努力が無ければエンゲージメントに至らない。

投資判断に必要な経営実態を表す情報を自発的に開示（統合報告等を利用）

- － 自発的な情報開示（含：統合報告）に基づく投資家とのエンゲージメント
- － 投資家側が企業を深く理解する必要がある、その為にもまずは企業側から中長期的な経営の方向感の理解に資する情報の開示に努める必要がある。具体的には、統合報告書を含む IR ツールにおいて企業からの情報発信がなされることが望ましい。
- － 対話の際に重要と思われるのは、企業の開示内容（定性的、定量的）が投資家の投資判断に必要な情報と合致しているかという事と、実際の企業経営の実態が開示内容とで合致しているかという事と考える。例として、ROE などの目標数値を投資家から開示要求があるからという理由から企業側が作り上げて開示をしても、その ROE を企業側が経営上の KPI にしていないのなら意味が無いどころか、それを信じた投資家へは誤った情報を出す事になる。

- － ROE という指標が共通言語として用いられるべきであるが、企業側から ROE 以外の KPI が示される場合も、ROE との関連が分かり易く説明されることが望ましい。

双方向の対話が必要

- － 企業価値の向上に繋がるエンゲージメントは「双方向の対話」が条件であり、投資家側も企業の戦略等に対する自らの評価や改善に向けた提案を伝える事が望ましい。

目的から語る説明の仕方が重要

- － 所謂、日本的な、現在地点から進む方向を語る「フォーキャストリング」ではなく、欧米的な、目的地から進むべき道筋を語る「バックキャストリング」がよいだろう。

様々なエンゲージメントの場

- － 実際にエンゲージメントの場をどのように設置するのか？
 - ① 株主総会：ただし、機関投資家はカストディ名義ではなく、株主として名簿に必要がある
 - ② 決算説明会：該当企業に投資している機関投資家が全て対話するのは困難
 - ③ 個別対話：経営は時間的に対応困難
 - ④ 機関投資家は投資先企業に株主であることを表明するのか

その他

- － 企業の個性を十分に理解しない（又は理解しようとしない）形式的、画一的、ステレオタイプの指摘・批判は、個々の企業の健全な成長を歪めるおそれがあり望ましくない。議決権行使助言会社等が策定する議決権行使ガイドライン上の評価を鵜呑みにしない。（投資家も企業も、自分の頭で、何か正しいことか、何が本質的なことかを判断する。ないしは、判断できるスタッフを相互に育成する。）

● 投資家サイドからの意見

情報開示のあり方についても議論する

- － 企業と投資家の議論は企業の発信する情報によって左右される。情報開示そのものについての議論を深めることも必要。具体的には、決算説明会や経営計画説明会などの IR イベント、マネジメント層を中心とするスモールミーティング、IR 担当者を中心とするワンオンワンミーティング、制度開示以外のレポートリング、非財務情報（ESG 情報やリスク情報）の開示などの論点が中心になる。
- － 企業価値創造のプロセスを統合報告として明示化し、対話する場を設けているか

投資家の考え方を企業側に伝えることも重要（双方向性に関連）

- － 投資家の考え方を明確に提供することで、投資先企業のより良い取り組みや情報発信に貢献。
- － 経営者に対する信頼はあるが、社外取締役がいないばかりに、役員の選任議案に反対した事例があった。総会に参加しなくても、反対した理由を、フォーマルな場で経営者側に説明できるシステムが必要であるという提案を最終報告書に入れて欲しい。

双方向かつ建設的な対話

- － 株式市場参加者に対する経営者からの注文を聞く。あくまで双方向のコミュニケーションの場であることが肝要なので。
- － 投資先企業との「建設的な対話」と「信頼関係構築」に注力
- － 各社の企業文化を尊重し、最大の理解者となれるように常に努める

ガバナンス担当者（だけ）でなく運用責任者が実行

- － 従来型アクティブ運用における議決権行使は、社内アナリストや助言会社の意見を参考にガバナンス担当者が実行しているところ、エンゲージメント投資では株主価値向上に結び付いているかを吟味して、運用責任者が実行。

4. 機関投資家に求められる姿勢と実力

【本文（案）】

機関投資家に求められる姿勢と実力

- 28 「日本版スチュワードシップ・コード」の趣旨に従えば、機関投資家は（１）投資対象企業やその事業環境等に関する深い理解を持ち、（２）「企業価値」を評価し、そのうえで（３）持続的成長を期待できる企業に投資し（４）顧客・受益者（最終受益者を含む）の長期的なリターンを確保することを職務としなければならない。そしてこれらの一連のプロセスの中で企業側と（５）目的をもった対話を行うことが期待されている。
- 29 まず、上記（１）の企業等への「深い理解」を持つためには、ポートフォリオ・マネージャーが一応の知識を備えているだけでは不十分である。すなわちしかるべきバイサイド・アナリストチームを擁する必要がある。もしくはバイサイド・アナリストの役割も兼務できる卓越したポートフォリオ・マネージャーが求められよう。
- 30 そして上記（４）の長期的なリターンを判断するためには、（２）企業価値を算定・評価するための何らかの投資評価手法を採用していなければならない。大別すればDDM（配当割引モデ

ル)かDCF(割引キャッシュフロー法)あるいはその応用的な手法となろう。これら投資評価手法では、アナリストは最低でも5年～7年の業績予想を行う必要がある。そうでなければ企業価値は算出できず、妥当な株価(フェアバリュー)も算定できない。「長期投資」を行うとする機関投資家が、たとえば2期程度の予想を基に四半期決算の達成度を気にしながら実質的には「短期投資」を行っているような状況では、「対話」は成り立たない。

- 31 「日本版スチュワードシップ・コード」の原則7では「機関投資家は、投資家企業の持続的成長に資するように、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」と示している。企業経営者と対話を行ってしかるべき質問をするためにも、投資家側に長期的企業価値を算定するインフラが整っていないなければならない。したがって、機関投資家は、自らの投資評価手法がどのようなものであるか企業やアセット・オーナーに対して明示することが求められる。企業側は、そのような体制がない機関投資家との対話を断る、あるいは現在そのような実力はないが、努力によって備えられるとみなして教育的見地から対話を行うという高い見識からの対応を行う場面も想定されよう。
- 32 機関投資家がエンゲージメントを行うインセンティブは、幅広いポートフォリオ投資ではなく、少数の銘柄に集中投資を行うことによって、より高くなるものと考えられる。機関投資家が適正なエンゲージメントを通じて企業価値向上や持続的成長を促すことは新たな付加価値として正当に認識されるべきで、英国の「ケイ報告」が提言するように、集中型ポートフォリオによるエンゲージメントに対して支払われるフィーの引き上げ・適正化や、アセット・オーナーによる前向きな評価等を通じ、適切なインセンティブが与えられる工夫が必要である。
- 33 機関投資家のエンゲージメントは、機関投資家を通じて投資する最終受益者である個人の長期的なリターンの拡大を目指すものであり、これら個人が自らのこととして機関投資家への関心を高めていくことが重要である。
- 34 企業と投資家の対話・エンゲージメントを根付かせるには、アセット・オーナーの意識改革が必要である。四半期毎の業績に一喜一憂せず、長期の運用を任せるような我慢強い姿勢があってもよい。企業と本気で向き合うには、最低3～5年の運用期間が必要であろう。
- 35 さらに、各国でも進められているように、企業との対話に向けた「実力」を高めるため、機関投資家等が知識や経験を共有し、投資家間での忌憚ない議論や情報発信等ができるプラットフォームづくりを促進することも重要である。その際には、組織を作ること自体ではなく、より充実した対話・エンゲージメントをするために何が必要かという実質的な検討が継続的に行われることが肝要である。対話・エンゲージメントに関し、その深さや相手、対話軸はどうあるべきかといった共通基盤を知的インフラとして提供することなどが期待されよう。

● 企業サイドからの意見

- ー 各四半期の業績動向は長期的な企業価値との関連性が比較的小さいにもかかわらず、また決算

発表後に十分な分析の材料や対話の機会が提供されるにもかかわらず、プレビュー取材が活発に行われ、レポートを期待している投資家も多数存在する。このような状況は短期志向を助長する事につながり、また選択的開示に抵触する恐れも否定できない。

- － その機関投資家の知見がどう該当企業に活かされるのか、機関投資家の株主としての優れたところ、分析能力は何か

● 投資家サイドからの意見

受託者責任・株主責任の認識

- － 受託者責任を全うするためのコミットメント 株主の権利と義務に対する理解
- － 上場会社と株主は一心同体。経営者責任と同様、株主責任も！
- － 企業の日々の業務は、取締役会の適切な監督の下、経営陣が責任を持って執行すべきであり、株主が介入できるものでも、また介入すべきものでもない。日本版スチュワードシップ・コードの趣旨に沿い、中長期的視点から日本企業の企業価値及び資本効率を高め、その持続的成長を促すことに向けて取り組むことを目指すべき。（企業のガバナンス、企業戦略、業績、資本構造、リスク（社会・環境問題に関連するリスクを含む）への対応等に関する状況把握に注力

企業のファンダメンタルズに対する深い理解

- － 投資先企業のファンダメンタルズに対する深い理解
- － 各社の企業文化を尊重し、最大の理解者となれるように常に努める
- － 従来型アクティブ運用における投資家側の事前準備が過去 5-10 年の会社公表資料の分析（有価証券報告書、annual report、決算短信、説明会資料）、同業他社の財務分析、ラージミーティング、スモールミーティングへの参加、セルサイドからの情報収集などであるのに対し、エンゲージメント投資では、これらに加え、投資前の Due Diligence（競合、サプライヤー、顧客、物流体制、マネジメント、技術・サービス開発力、事業ポートフォリオ、潜在リスク etc.）のほか、経営陣との面談ではファンダメンタルズ周知が前提、エンゲージメントアジェンダを用意する必要がある。

建設的な対話力

- － 投資先企業の経営陣との建設的・双方向の対話力
- － 投資先企業との「建設的な対話」と「信頼関係構築」に注力

● 市場関係者等からの意見

- － 日本版スチュワードシップ・コード」の趣旨に従えば、機関投資家は（１）投資対象企業やそ

の事業環境等に関する深い理解を持ち、(2)「企業価値」を評価し、そのうえで(3)持続的成長を期待できる企業に投資し(4)顧客・受益者(最終受益者を含む)の長期的なリターンを確保することを職務としなければならない。そしてこれらの一連のプロセスの中で企業側と(5)目的をもった対話を行うことが期待されている。

- ー まず、上記(1)の企業等への「深い理解」を持つためには、ポートフォリオ・マネージャーが一応の知識を備えているだけでは不十分である。すなわちしかるべきバイサイド・アナリストチームを擁する必要がある。もしくはバイサイド・アナリストの役割も兼務できる卓越したポートフォリオ・マネージャーが求められよう。
- ー そして上記(4)の長期的なリターンを判断するためには、(2)企業価値を算定・評価するための何らかの投資評価手法を採用していなければならない。大別すればDDM(配当割引モデル)かDCF(割引キャッシュフロー法)あるいはその応用的な手法となろう。これら投資評価手法では、アナリストは最低でも5年~7年の業績予想を行う必要がある。そうでなければ企業価値は算出できず、妥当な株価(フェアバリュー)も算定できない。「長期投資」を行うとする機関投資家が、たとえば2期程度の予想を基に四半期決算の達成度を気にしながら実質的には「短期投資」を行っているような状況では、「対話」は成り立たない。
- ー 「日本版スチュワードシップ・コード」の原則7では「機関投資家は、投資家企業の持続的成長に資するように、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」と示している。企業経営者との対話を行ってしかるべき質問をするためにも、投資家側に長期的企業価値を算定するインフラが整っていなければならない。したがって、機関投資家は、自らの投資評価手法がどのようなものであるか企業やアセット・オーナーに対して明示することが求められる。企業側は、そのような体制がない機関投資家との対話を断る、あるいは現在そのような実力はないが、努力によって備えられるとみなして教育的見地から対話を行うという高い見識からの対応を行う場面も想定されよう。

5. 企業側が持つべき視点

【本文(案)】

企業側が持つべき視点

- 36 企業の視点では、株主総会の機会を利用して、総会議案における賛成・不賛成だけでなく、その理由について世界中の投資家と議論することが有益である。そして、投資家との対話で得た知識や情報を経営陣の間で共有し、納得した部分について今後の企業経営に生かすことが重要である。
- 37 企業は機関投資家からの対話・エンゲージメント要請に怖れることなく、企業価値向上の一手

段として、積極的に対応することが求められる。対話のベースとして、たとえば統合報告書等の作成・活用などを通じて、経営者の言葉で長期志向の投資家に訴求するビジネスモデル等を開示・説明することも有益であろう。

- 38 また、企業は、投資家との対話の質が資本コストに影響を与えることを認識すべきである。前述のとおり、事業における競争力はもちろん、経営陣の価値創造への姿勢やコミットメント、環境変化への適応力・課題解決力等が、投資家が認識する将来の不確実性に影響を与え、資本コストの水準に投影される。したがって、経営者が投資家側の視点を視野に入れて、投資家との対話を通じて理解を促すことは資本コストを低下することにつながる。

● 企業サイドからの意見

理解を得られる説明が必要

- － 企業側は、中期経営計画とその進捗状況、財務戦略と資本政策・株主還元策、採用するガバナンス体制等についても、しっかりと投資家に説明を行い理解が得られるよう努める。

短期志向に偏らない情報提供

- － 東証が定める業績予想開示制度に基づく業績予想の開示内容については、2年前から企業の自由度に委ねられるようになり、弊社も適切な開示内容に変更している。しかしながら未だ過度に詳細な開示内容を継続している企業も多く、短期志向を助長している面がある。

長期投資家の優先度が高い

- － エンゲージメントにおいて優先度の高い機関投資家とは長期視点の機関投資家
- － 短期志向の投資家を必ずしも排除するものではないが、企業にとって優先度の高い相手は、長期視点の機関投資家である。

● 投資家サイドからの意見

株主との対話・エンゲージメントへの理解と説明責任

- － 投資家側だけではなく、企業IR側もエンゲージメントに深い理解を持つ又は特化した人員配置することが望ましい。
- － 企業サイドのエンゲージメント投資への対応としては、IR活動の深化に加えて、機関投資家向け SR 活動の双方向化・高度化が必要になってくると考えられる。
- － 株主に対するアカウンタビリティ
- － 株主価値の意味とその重要性に対する理解度

企業価値向上、資本規律に対する取組み

- － 企業価値向上に対するコミットメント
- － 株主資本に対し、適正な利益率を確保すること
- － 株主に対してキャッシュフローを提供すること（いわゆる「株主還元」）
- － 長期的成長が損なわれないように適切なリスク管理・財務運営をすること
- － コーポレート・ガバナンスへの理解

6. 「誰」と対話するか

【本文（案）】

「誰」と対話するかが重要

- 39 企業と投資家との対話・エンゲージメントを実施する際には、内容とともに「誰と」対話するかが重要である。特に企業戦略やガバナンス等の対話・エンゲージメントにおいては、取締役やCEO等経営トップとの対話が有益であり、IRとは数値的な裏付けを議論するなど明確に目的意識を持って臨むべきである。また、実務的には、CEO等の時間的制約も考慮すると、決算説明会の場等を投資家との対話の場として有効活用することが考えられる。
- 40 また、社外取締役が株主代表の側面を持つことを勘案するならば、社外取締役がIRイベントへの参加、投資家との対話、アニュアルレポートでの意見表明等、株主との対話を自ら実践する機会を持つことも重要である。

●企業サイドからの意見

- － 欧米の投資家は、経営アイデアを企業側にぶつけてくる傾向が強まってきている。単なる実績解説や数値解説だけではできないIR担当者では不満を言う投資家が増えており、企業の経営方針に影響力がある人間との対話をもとめてきている。セルサイドアナリストを同席させることがよくある日本のケースとは異なり、セルサイドアナリストの同席をも断る投資家が欧米では主流となってきている。この事と、セレクトティブディスクロージャーとの考え方の整合性には留意が必要になってきている。
- － 投資家とのエンゲージメントに対してトップ（CEO、CFOなど）自らが積極的に関与するとともに、投資家からの建設的な意見については適宜、経営に反映していく姿勢。

●投資家サイドからの意見

- ー 投資家が「建設的エンゲージメント」を行う相手は、企業の経営執行の責任者（代表執行役、執行役）、経営監督の責任者（取締役、社外取締役等社外役員）。ただし、経営執行の責任者または経営監督の責任者との対話は、IR 担当者経由で設定されるべきであり、IR 担当者の同意なしには行わない。
- ー 従来型アクティブ運用の企業側の相手は IR 担当、CEO、CFO、CSO、事業部長、工場長、研究所長などであるのに対し、エンゲージメント投資では、これらに加え取締役会議長、社外取締役。

7. その他

【本文（案）】

- 12 本報告での問題提起を踏まえ、持続的な企業価値創造の観点から、企業と投資家の望ましい関係構築を促すための、産業界と投資家、市場関係者や関係機関等から成る「プラットフォーム（経営者・投資家フォーラム（Management-Investor Forum :MIF）（仮））」を創設すべきである。そこでは、本プロジェクトで問題提起した中長期的情報の開示や統合的な報告の在り方、企業と投資家の建設的な対話促進の方策等をさらに深掘りし、実施に移すための継続的な協議が行われることが期待される。特に対話に必要な情報等は、普遍的なものもあれば時代に応じて変化するものもあるため、継続的かつ開かれた形での検討が重要となる。同様の観点から、制度上・実務上の課題についても継続的な検討が行われることが求められる。

● 投資家サイドからの意見

- ー 株式持合いについての監視委員会の設置、政策立案能力を高めるための「投資家フォーラム」の設立を提言してはどうかという意見有。
- ー 企業と投資家の対話については、経済産業省の「企業報告ラボ」でいくつかのプロジェクトが過去にも現在にも実施されている。例えば、以下の活動内容や成果を積極的に活用する形で、対話に関する議論の中身の充実を継続的に図る方針も検討すべきではないか。
 - ・ 企業と投資家の対話と意識ギャップについて（参考事例集）
 - ・ 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 《質問票、対話集》
 - ・ 投資家フォーラム作業部会

以上