



「株主との対話の推進と開示」に関する 企業の対応状況とフォローアップ

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

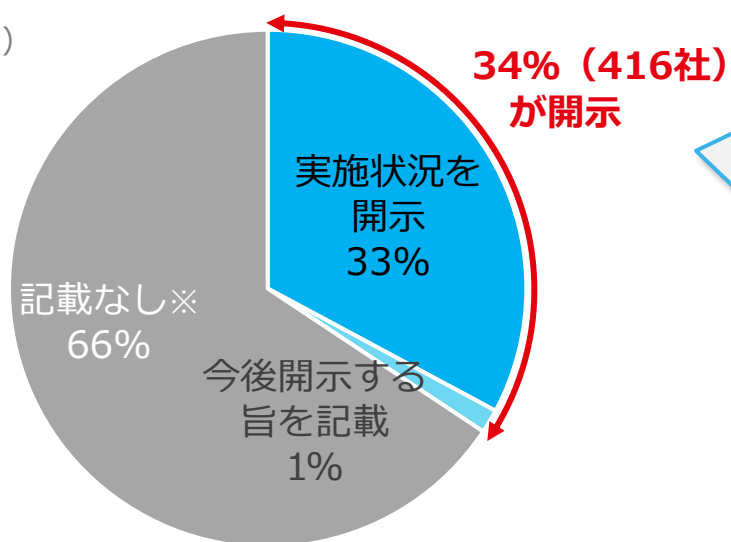
2023年8月29日

「株主との対話の推進と開示」に関する要請への対応状況

- **プライム市場を、多様な投資家との建設的な対話を中心に据えて企業価値向上に取り組む市場と位置付け、本年3月には、プライム市場の全上場会社に対して、「株主との対話の推進と開示」に関する要請を実施**
 - 株主からの対話の申込みがあった場合には、真摯に対応することが重要であることから、そのための体制整備・取組みを促すことを目的に、対話の実施状況等の開示を要請したもの
- **要請を踏まえて、3月期のプライム市場上場会社の34%（416社）が対話の実施状況を開示**
 - 時価総額が大きく、機関投資家による対話の対象となりやすい企業ほど開示が行われており、時価総額1,000億円以上のプライム市場上場会社では、40%（212社）が開示

対話の実施状況等の開示状況（プライム市場）

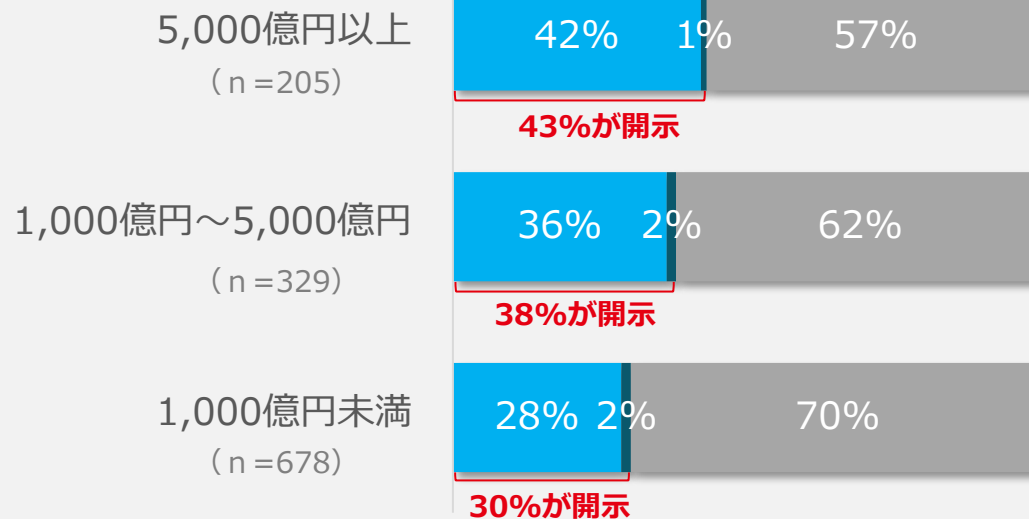
(n=1,212)



※コーポレートガバナンス・コード原則5-1に基づき「株主との建設的な対話に関する方針」のみを開示している場合は、「記載なし」として集計

注：3月期決算上場会社を対象に、要請後から2023年7月14日までに提出されたコーポレート・ガバナンス報告書の内容等に基づき集計

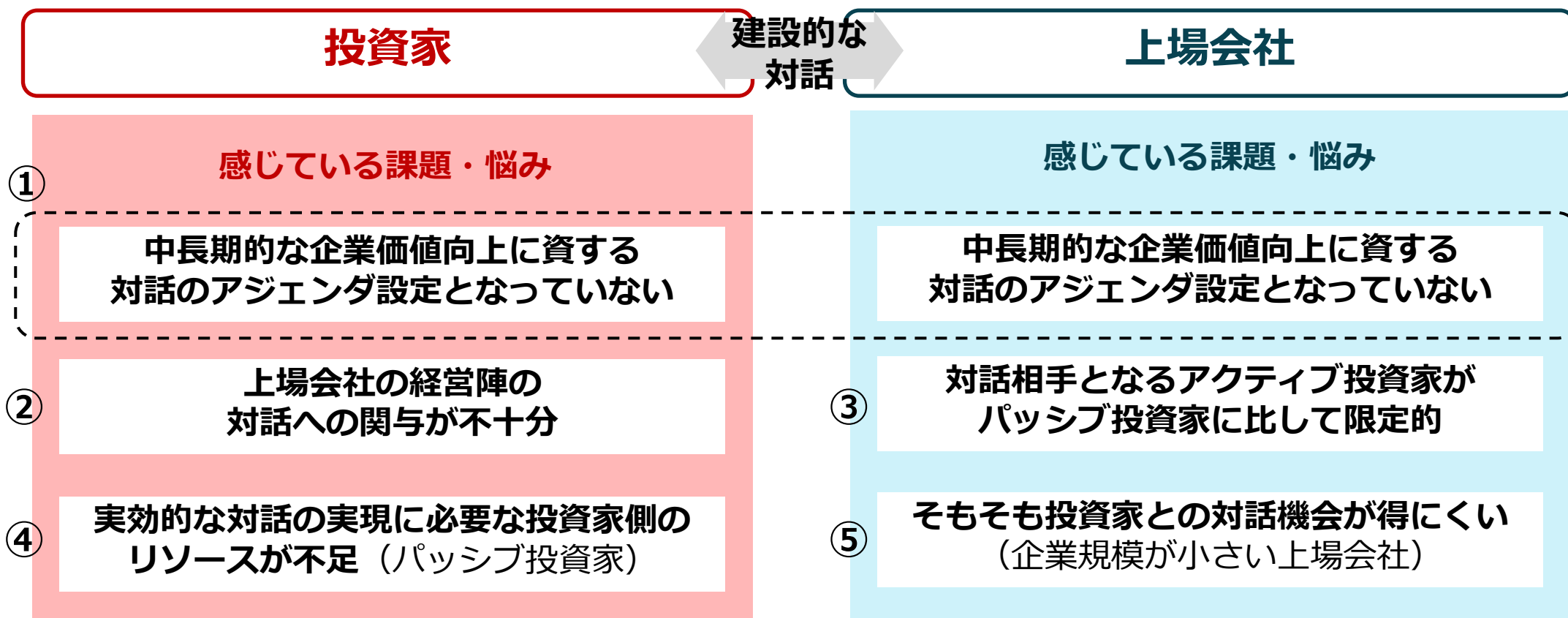
時価総額別の開示状況（プライム市場）



⇒ 1,000億円以上では、40%（212社）が開示

- 要請をきっかけに、**プライム市場上場会社の対話姿勢には前向きな変化**
 - ✓ 投資家からは、従来対話に応じていなかった企業が、要請後は対話に積極的になったとの声も（資料1参照）
- 一方で、上場会社の中長期的な企業価値向上の実現に向けては、今回の要請が単に形式的に対話回数を稼ぐといった対応に終始しないよう、上場会社や投資家の感じている課題・悩みを踏まえ、**対話の実効性向上の観点から追加的なサポートを進めていくことが肝要**と考えられる

（要請前後において、上場会社・投資家から聞かれた主な課題・悩みは以下のとおり）



① 中長期的な企業価値向上に資する対話のアジェンダ設定となっていない

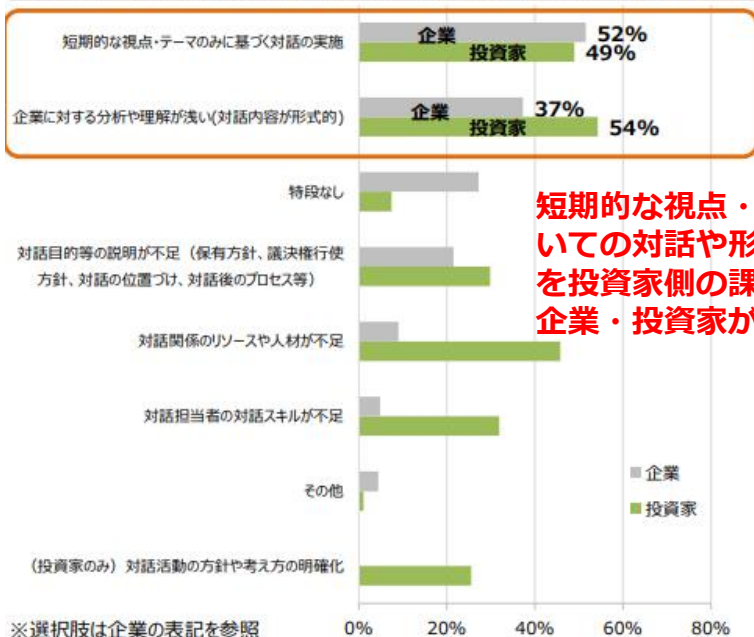
- 対話のアジェンダの適切な設定は、上場会社・投資家の双方が課題として認識
 - ✓ 上場会社からは、投資家に対して、短期的視点や形式的な対話に留まらない、**企業価値向上に資する中長期視点での対話を望む声が多い**（投資家自らも課題として認識）
 - ✓ 投資家からは、上場会社に対して、**投資家の属性等によって重視するマテリアリティは異なる一方、企業側でそうした理解が十分でないため、アジェンダ設定が適切なものとなっていないとの指摘も**

② 上場会社の経営陣の対話への関与が不十分

- 対話の対応者については、アジェンダや相手先の投資家の属性等に応じて適切な人物を設定（合理的な範囲で経営陣幹部が対応）することが重要な一方、**投資家は経営陣の対話への関与が不十分と感じている**

対話における投資家側の課題

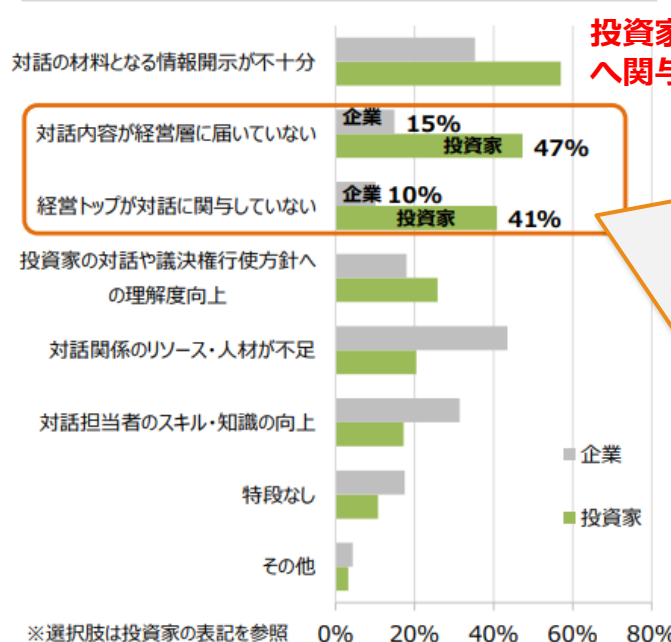
【企業／投資家向け】（3つまで）
対話において、投資家に感じる課題／投資家自ら課題と認識していること



短期的な視点・テーマについての対話や形式的な対話を投資家側の課題と感じる企業・投資家が多い

対話における上場会社側の課題

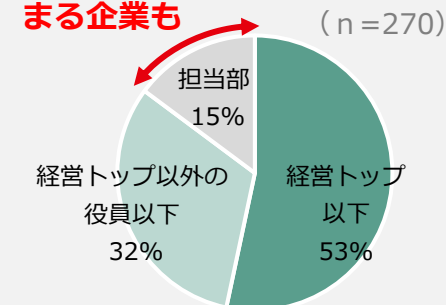
【企業／投資家向け】（3つまで）
対話に際し、自社の体制や取組の課題／企業に対して感じる課題



投資家は、企業に対して、経営陣が対話へ関与していないと感じている

対話の対応者

担当部のみでの対応に留まる企業も



(注) 対話の実施状況等の開示において個別面談、スモールミーティング等における対応者を開示している企業を対象に集計

(出所) 『一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた「株式市場の活性化」と「持続可能な社会の実現」に向けた取組について（2023年4月）』

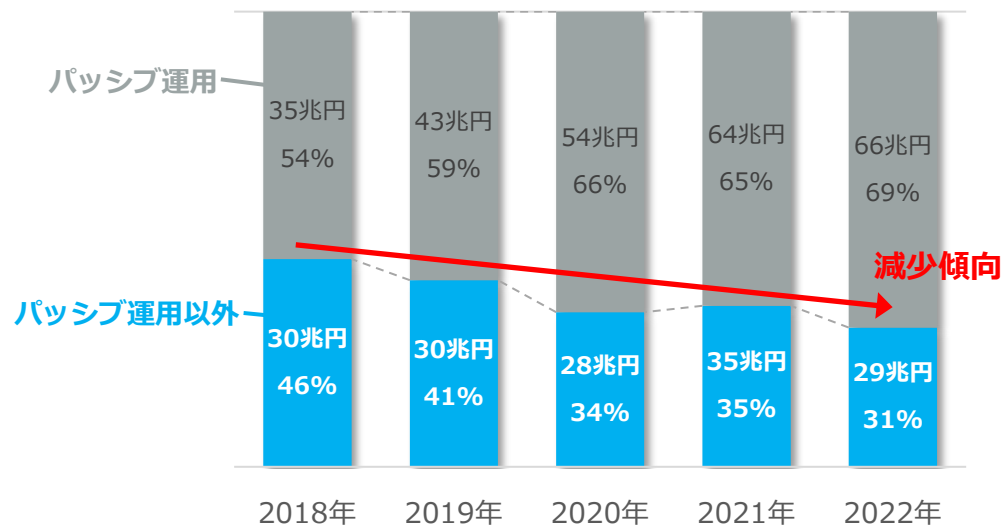
③ 対話相手となるアクティブ投資家がパッシブ投資家に比して限定的

- **アクティブ投資家**については、対話・エンゲージメントに際し、中長期的な企業価値向上の観点から企業に示唆を与える個別具体的な提案等を期待する声大きいですが、**上場会社からは、アクティブ投資家による保有はパッシブ投資家に比して限定的であり、対話の相手先としてアプローチすべき先が見つかりにくい**との悩みも聞かれる（資料1参照）

④ 実効的な対話の実現に必要な投資家側のリソースが不足（パッシブ投資家）

- **パッシブ投資家**については、対話を行う上での課題として、**リソース（人材・時間）の不足等**が従前から指摘されているが、**今回の要請が更なるリソースの逼迫に繋がることを懸念する声も**

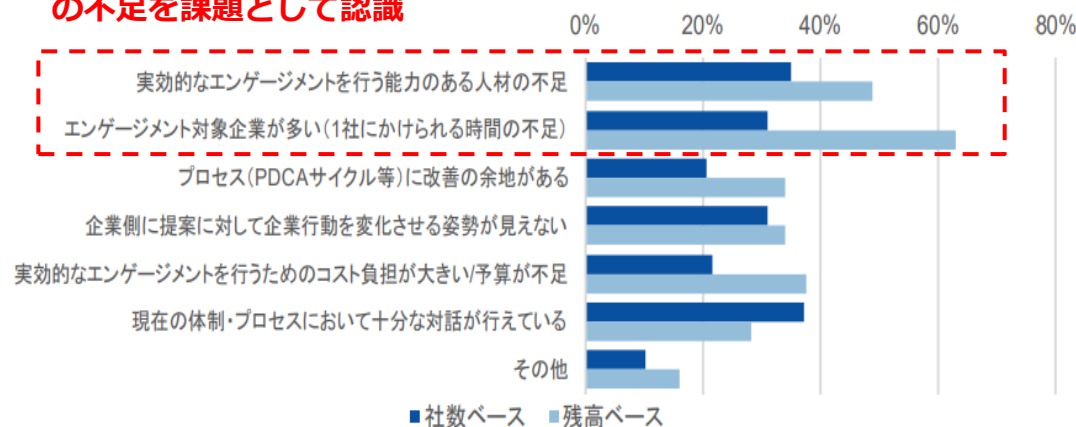
日本株投資残高に占めるアクティブ運用の比率の推移



（出所）日本投資顧問業協会「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケートの結果について」より東証作成
 （注）投資運用会員および日本版スチュワードシップ・コードの受入れを表明したその他会員を対象に調査。各年6月時点の状況

企業に新たな示唆を与えるためのスチュワードシップ活動を行う上での課題

多くの投資家が、エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足を課題として認識



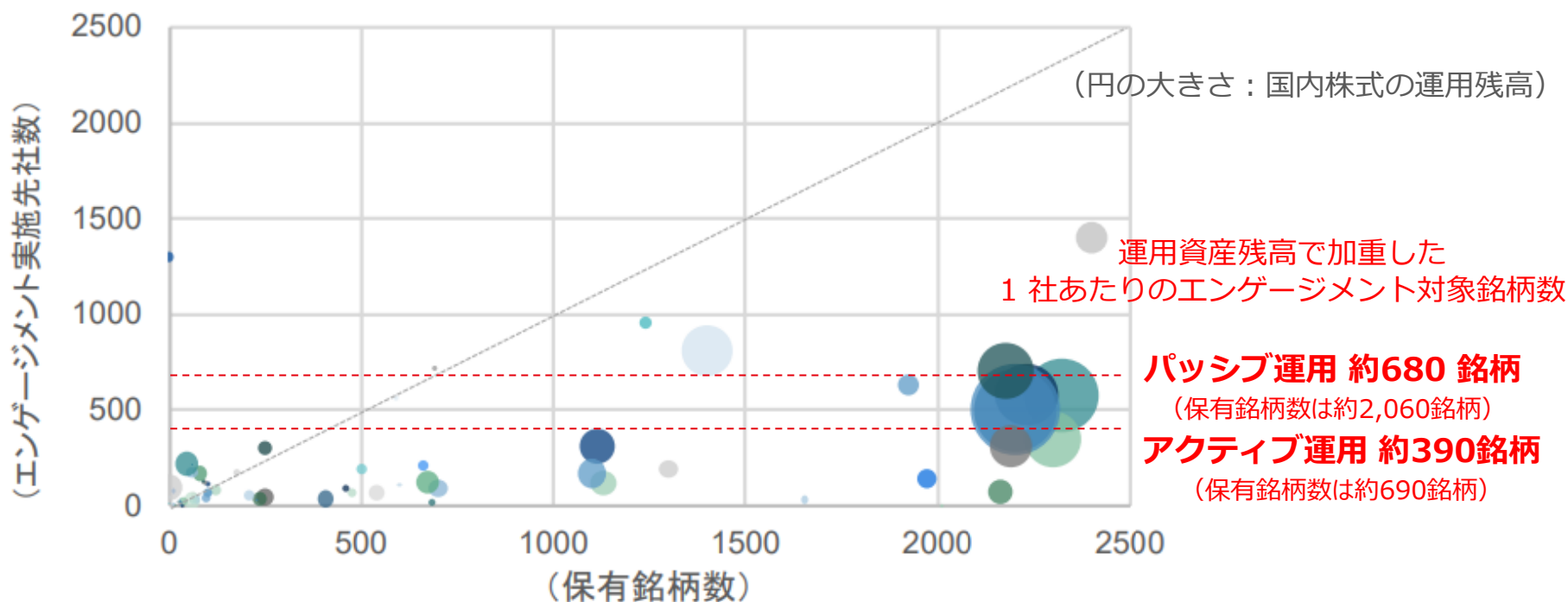
（※）有効回答数：97社（国内株式残高190兆円）

（出所）みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社「『機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査』最終報告書」

⑤ そもそも投資家との対話機会が得にくい（企業規模が小さい上場会社）

- 投資家は保有銘柄のうち、対話の対象となる銘柄を一定程度限定していることから、**企業規模が相対的に小さい企業は、そもそも投資家との対話機会が得にくいと感じている状況**
 - ✓ 投資家からは、個別の対話機会がない中で、こうした企業に投資家の視点を如何に意識してもらうかが課題との声も

機関投資家による保有銘柄数とエンゲージメントの実施先数の分布



(※) 有効回答数：74社／国内株式残高173兆円

(※) 保有銘柄数はアクティブ保有銘柄数とパッシブ保有銘柄数のうち多い数値を利用、エンゲージメント実施先数は過去1年間における1:1の対話の企業数を利用。丸の面積は国内株式運用残高の大きさを表す。

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社「『機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査』最終報告書」

ご議論いただきたい事項

1. 対話の実効性向上の観点で、上場会社や投資家の感じている課題・悩みについて、どのように考えるか
2. そうした課題・悩みに対して、取引所として、どのようなサポートを行っていくことが考えられるか

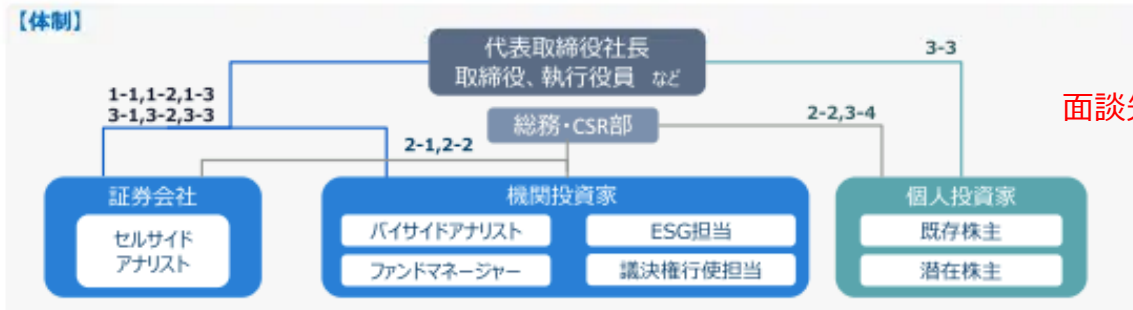
(想定される取組みの例)

課題・悩み	取組みの例 <取組みの対象>
① 中長期的な企業価値向上に資する対話のアジェンダ設定となっていない	<ul style="list-style-type: none"> ● 建設的な対話の論点に関する共通理解の推進 <上場会社・投資家> ● 投資家の概要の理解及びそれを踏まえたアジェンダ設定のサポート <上場会社>
② 上場会社の経営陣の対話への関与が不十分	<ul style="list-style-type: none"> ● 適切な対応者の設定の推進 <上場会社>
③ 対話相手となるアクティブ投資家がパッシブ投資家に比して限定的	<ul style="list-style-type: none"> ● 海外投資家との対話の推進（英文開示） <上場会社>
④ 実効的な対話の実現に必要な投資家側のリソースが不足（パッシブ投資家）	<ul style="list-style-type: none"> ● 「株主との対話の推進と開示」の要請の趣旨（株主からの対話の申し込みがあった場合に、真摯に対応することを求めるもの）の周知徹底 <上場会社・投資家> ● 企業情報の効率的な取得に向けた枠組みの整備 <投資家>
⑤ そもそも投資家との対話機会が得にくい（企業規模が小さい上場会社）	<ul style="list-style-type: none"> ● 自主的な取組み（投資家の目線を意識した自社課題の検討や取締役会での議論、情報開示・IR等）のサポート <上場会社>

(参考) 対話の実施状況に関する開示例

2. 資本市場との対話：当社対応者・面談先の概要

KOBELCO



面談先ごとの対応者等の体制や実際の実績を記載

【2022年度実績】

内容	当社対応者（役職は対応当時）	面談社数・回数（話べ数）
1-1 機関投資家・証券アナリストとの意見交換	代表取締役社長 山口貴	12社
1-2 海外機関投資家面談	取締役執行役員（経営企画部・財務経理部の担当）勝川四志彦	
1-3 国内外機関投資家面談（ESG、議決権行使など）	取締役執行役員（サステナビリティ推進委員会委員長）永良哉	
2-1 IR取材	総務・CSR部	
2-2 問い合わせ対応	総務・CSR部	
3-1 決算説明会	取締役執行役員（経営企画部・財務経理部の担当）勝川四志彦 執行役員（財務経理部の担当）河原一朗	
3-2 事業説明会等	代表取締役社長 山口貴、事業部門長、関係会社社長ほか	
3-3 株主総会	代表取締役社長 山口貴ほか	
3-4 個人投資家向け説明会	-	

2. 資本市場との対話：対話の実例

KOBELCO



資本市場

建設的な対話



当社

- ✓ : 対応実施
- 🗨️ : 対話を継続
- 🧠 : 検討中

S	役員報酬に、非財務指標のKPIを導入してほしい。	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2021年度に制度導入した業績連動報酬の個人評価反映分において、各役員の委嘱業務におけるESG関連の取組状況も総合的に勘案し評価している。 🧠 非財務指標に関しては、①中長期的な時間軸に立って取り組むべき課題が多く、短期的な評価が困難であること、②委嘱業務が異なる役員を、共通の指標で評価かつモチベートする指標である必要があり、具体的なKPIを設定することに課題を感じている。 ✓ まずは現行の報酬制度を運用しつつ、継続的に検討を進めていく。
S	「人的資本」や「社員エンゲージメント」について開示の拡充を期待する。	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 当社はこれまで多様な人材の活躍推進のため、各種人事制度の整備や人材育成の強化などに取り組んでおり、統合報告書やホームページ等で内容を開示してきた。 ✓ 2023年度は有価証券報告書に多様性の指標に関するデータや人事戦略等開示することに加え、9月発行の統合報告書にて開示を充実させる予定。
G	政策保有株式は、資産効率及びガバナンス面において問題視している。戦略上必要なのであれば、戦略と保有の関係性を明確に開示すべきである。	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 2023年4月に「保有は必要最小限とし、段階的に縮減を図る」方針に変更した。 ✓ コーポレートガバナンス委員会において、保有の意義に関する議論や縮減の進捗をモニタリングしている。
企業価値	キャッシュアロケーション（株主還元を含む）についてどのように考えているか。	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 将来の多額のカーボンニュートラル投資に耐えられるよう、財務基盤を強化することが重要である。 ✓ 財務安全性の指標であるD/Eレシオも意識しながら、現行の中期経営計画では、投資は厳選した上で実施する。 ✓ 株主還元の方針については、将来のカーボンニュートラル投資や中長期的な業績、財務状況などを総合的に勘案して検討する。

対話の実例と、対話を踏まえた対応（対応実施／対話を継続／検討中といったステータスを含む）を記載

（出所）ウェブサイト「資本市場との対話について【2022年度】」より抜粋
※赤字は当取引所が追記

Kobe Steel, Ltd. all rights reserved

P8

株主・投資家

「株主との建設的な対話の方針」を定め、積極的な情報開示に努めるとともに、株主総会のほか、決算説明会や現場見学会、個別面談などを通じ、建設的な対話の促進を図っています。

対話を通じて把握した株主・投資家の意見は、定期的かつ適時・適切に取締役会や経営会議に報告し、経営やIR活動の改善に反映しています。

2022年度

株主・投資家との対話	実績	活動状況
機関投資家・証券アナリスト向け決算説明会	4回	社長及び事業部門や財務、経営企画部を担当する取締役・執行役員が出席する決算説明会を2回開催。（第2四半期末、年度末） 財務担当取締役及び経営企画部を担当する執行役員が出席する決算説明会を2回開催。（第1、第3四半期末）
証券アナリストとのスモールミーティング	1回	社長が出席するスモールミーティングを開催。財務担当取締役及び経営企画部を担当する執行役員も出席し、証券アナリスト6名と対話
機関投資家議決権行使担当者等との個別対話	18回	経営企画部を担当する執行役員のほか、関連する取締役、執行役員並びにIR部門が出席し、Shareholder Relations（シェアホルダー・リレーションズ）の一環として定期的に対話。
機関投資家・証券アナリストとの個別対話	215回	経営企画部を担当する執行役員並びにIR部門が中心となり、個別に対話。ESGテーマに特化した対話も含む。
（国内機関投資家）	（106回）	
（海外機関投資家）	（73回）	
（証券会社）	（36回）	
証券会社主催カンファレンス	2回	IR部門が海外機関投資家向けカンファレンスに参加。

株主・投資家の属性ごとに対応者などの活動状況を記載

経営陣へのフィードバックの概要や対話の成果を記載

経営陣へのフィードバック	回数	内容
決算説明会状況報告	4回	決算説明会における質疑応答、アナリストレポートの概要を経営会議等にて報告。
機関投資家議決権行使担当者等との対話状況報告	2回	議決権行使担当者等との対話状況、意見・要望などを報告。
四半期IR状況報告	4回	IR活動を通じて把握した機関投資家等の関心が高いテーマや意見・要望などを報告。
その他報告（株主・投資家関連）	都度	株主構成、機関投資家等の株式保有動向などについて、必要に応じて適時報告。

主な対話の成果		
スモールミーティング開催	要望	社長との対話機会の増加。
	対応	社長が参加する証券アナリストとのスモールミーティングを開催。
決算説明資料の充実化	要望	決算に関する資料の更なる充実。
	対応	第1四半期、第3四半期末の決算説明会資料を新規作成、「決算のポイント」ページを作成、四半期毎の政策保有株式縮減状況の開示など。
不動産開発投資の成果の開示	要望	積極的に推進する不動産開発投資の成果の明示。
	対応	国内・海外開発事業の利益成長を示す情報を開示。（通期決算説明会資料）

（出所）ウェブサイトより抜粋
※赤字は当取引所が追記

2. 株主との対話の実施状況(2023年3月期)

株主からの意見を踏まえて実行している
具体的な取組み等を記載

<株主との対話の実施状況>

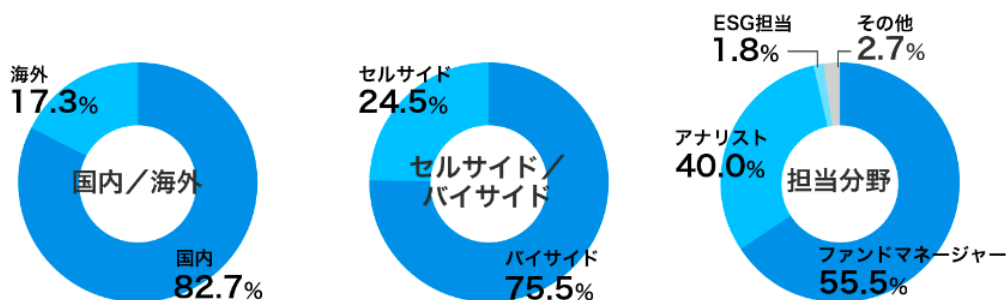
株主の概要				対応者	実施回数	主なテーマや関心事項	経営陣へのフィードバック等
分類	地域	投資スタイル	投資家担当分野				
アセットマネジメント	国内	アクティブグロース	ファンドマネージャー	執行役員(又は社長執行役員) IR室長	70回	通期ガイダンスに対する進捗状況、営業利益率の推移、資本コスト(目標 ROIC 水準)に対する考え方、営業体制、新規導入品の販売状況、償還価格下落影響、新型コロナウイルス感染症影響、為替感応度、中国展開、採用状況、整形外科市場環境、株主還元方針	投資家が求める営業利益率、ROIC 等、株価に影響する重要 KPI を経営陣に報告。
アセットマネジメント	海外	アクティブグロース	ファンドマネージャー	執行役員(又は社長執行役員) IR室長	25回	ビジネスモデル、整形外科市場環境、通期ガイダンスに対する進捗状況、営業利益率の推移、新規導入品の概要、償還価格下落影響、新型コロナウイルス感染症影響、中国展開	外国籍投資家からの意見で英文 Web サイトの充実を推進中。
アセットマネジメント	海外	アクティブグロース	ESGアナリスト	社外取締役 執行役員 IR室長	5回	サステナビリティ サステナビリティ強化に関する会社の方針や考え 1. 環境:GHG 排出量(スコープ1, 2, 3)、TCFD 賛同、水排出量、生物多様性保全、廃棄物排出量 2. 人権:人権方針、人権 DD 3. 人的資本:女性管理職比率、女性従業員比率、外国人社員や管理職比率、男女賃金差異、労働安全衛生 4. ガバナンス:女性役員比率、社外取締役比率、取締役会での社外取締役の関与、経営陣の後継者計画文書化、取締役の固定報酬と業績連動給の比率	株主の意見により、サステナビリティを巡る取組みを強化。組織にサステナビリティ推進室を新設し、サステナビリティ委員会を設置。マテリアリティの特定、UNGC に加盟、TCFD に賛同し、環境負荷低減、人権方針策定、人的資本に関する方針策定、サステナビリティに関する取組みを推進中。
セルサイドアナリスト	国内	-	アナリスト	執行役員 IR室長	1回	通期ガイダンスに対する進捗状況、営業利益率の推移、営業体制、新規導入品の販売状況、償還価格下落影響、新型コロナウイルス感染症影響、為替感応度、中国展開	-
バイサイドアナリスト	国内	-	アナリスト	執行役員 IR室長	2回	通期ガイダンスに対する進捗状況、営業利益率の推移、資本コスト(目標 ROIC 水準)に対する考え方、営業体制、新規導入品の販売状況、償還価格下落影響、新型コロナウイルス感染症影響、為替感応度、中国展開、整形外科市場環境	-
調査会社	国内	-	アナリスト	執行役員 IR室長	7回	通期ガイダンスに対する進捗状況、営業利益率の推移、営業体制、人員計画、新規導入品の販売状況、償還価格下落影響、新型コロナウイルス感染症影響、為替感応度、中国展開、採用状況、整形外科市場環境	-

株主の属性ごとに対応者や主なテーマ等を記載

(出所) ウェブサイト「資本コストポリシー 株主との対話状況」2. 株主との対話の実施状況(2023年3月期)より抜粋
※赤字は当取引所が追記

株主からの要望の内容と
それに関する考え方、対話を踏まえた成果などを記載

対話相手の属性情報



対話相手を属性別に記載

対話の主なテーマ・関心事項

- ・ ビジネスモデルの特徴、強み
- ・ 国内外デンタル事業の業績好調要因
- ・ 中長期の成長に向けた具体的取り組み
- ・ 成長を阻害する可能性のあるリスク要因
- ・ XXXXXXXXXX 業務提携の進捗・成果
- ・ 中長期基本方針（売上高500億円、営業利益75億円、営業利益率15%）の達成時期
- ・ マネジメント体制・ガバナンス（会長と社長の役割分担、女性役員登用についての方針・見通し）
- ・ 株主還元、資本政策、資本収益性の改善に向けた考え方
- ・ 現状の株価・PBRに対する当社経営陣の評価

対話から得られた気づき・成果

要望	気づき・成果
当社海外事業について、アジア・オセアニア地域における中国の占める割合が高いため、切り分けて情報を開示してほしい。	2023/3期(通期)決算より、「決算発表参考資料」を通じて、アジア・オセアニア地区を、中国とそれ以外の地区に分けるとともに、各地域の為替変動による売上高への影響額を開示することにいたしました。
海外各エリアの事業成長を適切に評価するため、為替変動の影響を除いた情報を開示してほしい。	
当社は現金と投資有価証券が総資産に占める割合が過大であるように見える。投資有価証券、いわゆる政策保有株式を保有していることについて考えを伺いたい。	当社が円滑に事業活動を展開するために、協力関係を維持する必要があると認められる会社の株式を保有しておりますが、毎年、その保有の妥当性や合理性を検証しております。現時点で、保有の妥当性や合理性が認められない株式はありませんが、株主・投資家の皆さまとの対話を踏まえ、また、資金の成長投資への充当などより有効な活用という観点から、方向性として保有株式の縮減を進めていく考えであります。縮減に当たっては、取得経緯、相手先の動向等に留意のうえ、保有先企業と対話を行い理解を得たうえで売却を進めることとし、また、相手先に当社株式の売却意向があれば、先方の意向を受け入れることを基本的な方針としております。こうした方針に基づき、2023/3期は、上場株式2銘柄の株式を一部売却いたしました。
配当方針について、自己資本比率がかなり高い状況で推移している状況を踏まえると、利益に対する配当性向だけでなく、別の考えも必要ではないのか。	長期的な企業価値（株主価値）の増大と、株主の皆さまへの利益還元を目指しつつ安定した配当の維持・継続を基本方針とし連結ベースでの配当性向30%以上を目標としてまいりましたが、2021/3期からは、これに加え、株主様への還元の充実を図るとともに、資本効率を考慮した還元を実施していくことを目的として、新たに純資産配当率（DOE）1.7%を目安とするごいたしました。DOEは、自己資本利益率（ROE）と配当性向の積でありますので、収益性と資本効率をともに高めることにより、DOEの向上を目指していく考えとしております。

(出所) ウェブサイトより抜粋
※赤字は当取引所が追記