



議決権行使におけるいちごの誓約

2024年2月

日本企業の価値創造経営は更なる高度化に向けて進化を遂げています。東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を受け、資本コストを重視した収益性と成長性に対する意識は広く浸透してきました。加えて、政府の「資産運用立国実現プラン」によるアセットオーナーシップの改革も、スチュワードシップ活動の強化策の一つとして期待されています。これらのコーポレートガバナンス改革の一層の進展により、日本企業の企業価値向上と国内外の投資家からの信頼獲得が、相乗効果を伴い顕在化するものと期待を寄せております。

我々は今後とも、企業理念である「いちごの三方よし」の下、インベストメント・チェーンの一端を担う機関投資家として「投資先企業のために 顧客のために 日本のために」研鑽に努め、企業の皆様の事業・社会・環境価値向上への取り組みを支援して参ります。そして、スチュワードシップ・コードの精神に則り、投資先企業の企業価値創造と持続的成長に資するよう、株主としての責務を果たし、日本社会へ貢献すべく、以下の三点をお約束いたします。

1：建設的な対話

私どもは長期的視点から企業価値を考え、エンゲージメントを行う投資家として、これからも我が国の歴史や文化に根差した企業と機関投資家の関係を尊重し、日本らしいエクセレンスを備えたコーポレートガバナンスの推進に力を尽くして参ります。創業からの企業理念である「一期一会」の精神に基づき、投資先企業に対する深い理解と、建設的かつ高質な対話を可能にする実力を備えることに努め、エンゲージメントを通じて投資先企業の皆様との相互理解を深め、強い「絆」を築いていけるよう最大限の努力をいたします。

2：全ステークホルダーに資する価値創造のための議決権行使

私どもの存在意義は「社会貢献投資家」として日本の発展と豊かさに寄与することです。企業が持続的成長を果たすには、将来の事業リスクを低減するとともに持続可能性(サステナビリティ)と成長力を支える ESG への積極的な取り組みが不可欠です。企業のステークホルダーの中で議決権行使の権利を有しているのは株主のみです。我々は、すべてのステークホルダーとの Win-Win の関係を重視するとともに、ESG の各要素にも最大限の配慮を払い、「すべてのステークホルダーのための価値創造」と「日本全体の成長への貢献」の観点から議決権行使を行うことで株主責任を果たして参ります。

3：中長期的な持続的成長を支援

私どもの使命は、投資先企業の皆様との「対話」を何よりも大切にし、Open Mind と Open Heart で企業理解と関係構築に努め、前向きな改革を全面的にサポートすることです。スチュワードシップ・コードの原則 5 では、議決権行使の方針は「形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべき」と示されています。我々はこの趣旨に則り、議決権行使は基本的に個別判断とし、すべての議案は投資先企業の皆様との対話に基づいて行使を行います。投資先企業の皆様からの各議案に対する事前のご説明は随時承るとともに、議決権行使に際しては可能な限りの対話を重ね、相互理解に努めた上で判断させていただくことをお約束いたします。

いちごの議決権行使重点項目・ご検討いただきたい事項：要約

【いちごの議決権行使重点項目】

| 項目 | 基準 | 改善基準／ 移行期間基準 | 取り組み ステータス |
|---------------------------|-----------------------|--|---------------|
| PBR | 1倍以上 | ・株主総会開催前月末のPBRが前年同月末比0.05以上向上 ・合理的かつ説得性のある経営方針の策定 | 継続 |
| ROE | 8%以上 | ・前年比0.5%ポイント以上向上 ・合理的かつ説得性のある経営方針の策定 | 継続 |
| 独立社外取締役の構成割合 ¹ | 1/3以上 | (移行期間終了) | 強化 |
| 女性取締役の人数 | 1名以上 | (移行期間終了) | 強化 |
| 指名・報酬委員会の設置 | (推奨項目から議決権行使基準へ引き上げ) | | 強化 |
| 将来価値向上に向けた 取り組み | 個社ごとに対話 | | 継続 |
| | 推奨項目：最高財務責任者（CFO等）の選任 | | 新規 |

【ご検討いただきたい事項】

| カテゴリー | 内容 | 取り組み ステータス |
|-------|-------------------------------------|---------------|
| 社会 | 経済産業省「健康経営優良法人」の認定取得 | 継続 |
| | サプライチェーンにおける人権デュー・ディリジェンスの実施 | 継続 |
| 環境 | 気候変動に対する対応策の策定・推進強化 | 継続 |
| ガバナンス | 取締役任期の単年度化 | 継続 |
| | 政策保有株式の縮減と、株主総会招集通知の事業報告書類での保有状況の開示 | 継続 |
| | 企業年金基金のスチュワードシップ・コードへの賛同 | 継続 |
| | 独立社外取締役と投資家・株主との対話の推進 | 継続 |
| | 上場企業の経営経験を有する独立社外取締役の選任 | 継続 |

¹ 独立社外取締役の独立性基準は東京証券取引所が定める基準に準じますが、独立性を実質面において担保することが重要です

いちごの議決権行使重点項目:2024年

【1.株価純資産倍率(PBR)】

企業経営とは多様な資本に支えられ成立するものであり、長年蓄積されてきた価値の総和としての企業価値は、以下のように表すことができると私どもは考えています。企業価値の構成要素として非財務価値の重要性を示すこの概念は、昨今、多くの企業が非財務資本の強化を重要経営戦略の一つとして位置づけていることから、企業経営における共通認識となっているものと理解しています。

$$\text{企業価値} = \text{社会価値} + \text{資産価値} + \text{事業価値} + \text{人財価値}$$

我々は、2016年よりPBRを議決権行使基準として定めています。価値創造経営の指標の一つであるPBRには、本来、財務・非財務の双方の資本の価値が考慮されるべきです。しかし、一定期間に亘ってPBRが1倍を下回る場合は、それらの資本の価値を勘案してもなお、将来において平均的に価値毀損が懸念されていることを意味します。

東京証券取引所(以下「東証」という)からの要請を機に、 $PBR = ROE \times PER$ であることが広く浸透し、PBRの向上には資本収益性と成長性が重要であることが認識されました。しかしながら、ROEが資本コストを超えていない場合には、PBRが1倍を超えることは理論上難しく、成長率の向上はむしろ逆効果となることには留意が必要です²。ROEの改善はPBRを高める万能薬ですが、成長は必ずしも万能薬ではないのです。

PBRの改善は、収益性と生産性の向上、そして資本コストの低減により実現可能です。そして取締役会には、この課題の解決に向けた本質的な施策を講じる責任があります。私どもは引き続き「PBR 1倍以上」を議決権行使基準として重視し、以下に挙げるいずれの基準も満たされていない場合は、心苦しい限りではありますが、原則として代表権を有する取締役の選任、および最高財務責任者(もしくは同等の役割を担う取締役)の選任に対して反対票を投じます。

なお、行使判断に関しましては、東証要請である「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示内容も踏まえ、投資先企業の皆様とご相談を重ねさせていただいた上で決定させていただきます。

PBR基準の達成もしくは改善基準

1. 株主総会開催月の前月末から遡って過去3年間の月次平均PBR³が1倍以上
2. 株主総会開催月の前月末から遡って過去3ヶ月間において、いずれか1ヶ月間の日次平均PBRが1倍以上
3. 株主総会開催月の前月末株価を基準としたPBRが、前年同月末比0.05以上向上⁴
4. 単年度で0.05以上のPBR向上の実現に向けた、合理的かつ説得性のある経営方針の策定

² 明田雅昭「【注意喚起】PBR向上のため分解「PER X ROE」の大いなる誤解」日本証券経済研究所(2023)
https://www.jsri.or.jp/publish/topics/pdf/2307_03.pdf

PBR=PER x ROEは以下のように展開でき、ROEが資本コストを超えない限りPBR1倍が達成されてない事が分かる。

$$PBR = PER \times ROE = \frac{1}{ROE} \times \left(1 + \frac{ROE - r}{r - g}\right) \times ROE = 1 + \frac{ROE - r}{r - g}$$

(r = 資本コスト(割引率)、g = 利益成長率)

³ 1株当たり純資産は各月末の直近四半期数値を使用

⁴ 損失等の資本減少の場合を除く

【2.株主資本利益率(ROE)】

持続的な価値創造経営には、適切な資本配分が必要不可欠です。資本管理の高度化は、価値破壊を抑制し、質の高いビジネスを継続的に営むことを可能にします。

伊藤レポート⁵において ROE8%以上の経営が言及された 2014 年度の東証全市場の全産業 ROE は 8.09%、2022 年度は 9.10%でした⁶。この 8 年間で 1.0 ポイント向上しています。一方、欧米の ROE はこの 8 年超で 2 桁を超え、S&P500 は 3.10 ポイント、ストックス欧州 600 は 3.39 ポイント向上しています⁷。少なくとも ROE の観点では、グローバル投資家が日本に長期視点で投資を行うための動機付けとしては未だ改善余地があると言わざるを得ません。

また、ROE の持続的改善には、資本コストを用いた事業ポートフォリオの見直しや投資の意思決定が求められますが、資本コストの水準は、企業と機関投資家の認識が異なる場合が多いことにも注意が必要です。資本コストは、自社の試算値だけでなく、株式市場が示唆する値も意識することが肝要です。

貴重な経営資本を用いて事業を営む上場企業において、継続的に価値を創造しつづけることは、経営責任の一つです。多くのステークホルダーの期待に応える経営を推進するためにも、引き続き資本生産性を重視した経営をお願いし、**「ROE 8%以上」**を議決権行使基準とさせていただきます。以下に挙げるいづれの基準も満たされていない場合は、心苦しい限りではありますが、原則として代表権を有する取締役の選任、および最高財務責任者（もしくは同等の役割を担う取締役）の選任に対して反対票を投じます。

なお、行使判断に関しましては、東証要請である「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示内容も踏まえ、投資先企業の皆様とご相談を重ねさせていただいた上で決定させていただきます。

ROE 基準の達成もしくは改善基準

1. 直近終了事業年度を含む過去 3 年間の平均 ROE が 8%以上
2. 直近終了事業年度の ROE が 8%以上
3. 直近終了事業年度の ROE が前年比 0.5%ポイント以上向上
4. 単年度で 0.5%ポイント以上の ROE 向上の実現に向けた、合理的かつ説得性のある経営方針の策定

⁵ 正式名は「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト

⁶ 2014 年度は 2014 年 4 月期～2015 年 3 月期、2022 年度は 2022 年 4 月期～2023 年 3 月期 を集計。各年度に終了した決算が変則決算である企業、新規上場会社、金融業を除く。2022 年度の集計対象企業は 3,460 社。東京証券取引所「決算短信集計結果」（2023）

⁷ 日米欧の主要インデックスの ROE (出所: Bloomberg)

| | 2014 年 12 月末 | 2023 年 12 月末 | 変化 |
|------------------|--------------|--------------|----------|
| TOPIX 500 | 8.14% | 8.38% | +0.24 pt |
| S&P 500 | 14.79% | 17.89% | +3.10 pt |
| STOXX Europe 600 | 8.83% | 12.22% | +3.39 pt |

【3. 取締役会の実効性】

取締役会の人員構成はビジネスモデル・経営戦略に応じた多様性のある構成であることが重要です。また、多様性の確保は、組織の持続可能性を高める目的に留まらず、公平性の観点からの社会的要請でもあります。

コーポレートガバナンスの進化により、独立社外取締役が取締役会の3分の1以上を占める企業は、プライム市場 95.0%、スタンダード市場 49.2%、全上場会社 72.3%となりました⁸。一方、女性役員(取締役、監査役、執行役)の選任は未だ十分とは言えず、プライム上場企業の取締役構成のうち、女性の社内取締役は1.6%、社外取締役は12.3%に留まります⁹。国際的に大きく立ち遅れている女性登用の加速化は、日本企業の優先課題であり、経営責任の一つです。

我々は、2022年3月以降、全上場企業を対象に「3分の1以上の独立社外取締役の選任」と「女性取締役の選任」を議決権行使基準として参りましたが、同時に、移行期間として緩和基準も設定しておりました。しかし、本基準を導入してから2年が経過し、また「改訂コーポレートガバナンス・コード」や「女性版骨太の方針2023」の浸透が図られてきたことから、2024年3月以降に開催される株主総会より緩和基準を撤廃させていただきます。

また、指名と報酬はガバナンスの要諦であり、その決定プロセスを独立性ある委員会で監督することは、取締役会の責務の一つです。よって、これまで推奨項目としておりました「指名委員会・報酬委員会の設置」を、2024年より議決権行使基準として適用させていただきます。

なお、これまで通り、特殊要因や突発的事象などの個別要因は十分に考慮した上で行使判断をさせていただきます。

取締役会構成基準(2024年3月以降)

1. 独立社外取締役の選任¹⁰：3分の1以上
2. 女性取締役の選任：1名以上
3. 指名委員会・報酬委員会の設置¹¹

⁸ 東京証券取引所「東証上場会社における独立社外取締役の選任状況及び指名委員会・報酬委員会の設置状況」(2023)

⁹ 株式会社プロネッドによる2023年調査

¹⁰ 独立社外取締役の独立性基準は東京証券取引所が定める基準に準じますが、コーポレートガバナンス・コード原則4-9に則り「独立社外取締役となる者の独立性をその実質面において担保することに主眼を置いた独立性判断基準の策定・開示」が望まれます

¹¹ 独立社外取締役が過半数を占めることが望まれます。プライム市場で指名委員会を任意に設置している企業は83.3%、うち社外取締役が過半数を占める比率は90.5%、報酬委員会に関しては任意設置企業85.2%のうち、90.1%の企業で社外取締役が過半数を占める。スタンダード市場における任意設置比率は、指名委員会37.1%、報酬委員会40.6%(東証、前掲注8)

【4. 将来価値の向上に向けたその他の取り組み】

価値創造経営の在り方は、業界構造や競争環境、目指しておられる将来像によって様々です。私どもは議決権行使の重要項目として ROE8%の達成もしくは改善をお願いしておりますが、ROE8%はあくまでも平均株主資本コストを前提に設定された値に過ぎず、また価値創造経営の実践のためにベンチマークとすべき指標は ROE だけではありません。

各社の歴史、ビジネスモデル、そして国内外の同業他社が設定している KPI 等も勘案し、価値創造経営に向けた課題について対話をさせていただきます。継続的な対話を経ても十分な取り組みが見込まれない場合には、大変恐縮ですが当該課題を管掌する取締役の選任に反対行使を行わせていただく可能性がございます。

なお、対話の期間、密度、正当性については十分に配慮させていただくとともに、議決権行使に際しては可能な限りの対話を重ね、相互理解に努めた上で判断させていただきます。

また、議決権行使には直接的な影響はないものの、将来価値向上に向けたその他の取り組みの一つとして 2024 年より、最高財務責任者(CFO)の選任を推奨項目とさせていただきます。

最高財務責任者は、企業価値を守り、企業と投資家を繋ぐ重要な役職です。経営戦略の策定・実行の基盤となるコーポレート・ファイナンスをはじめとする知識と経験に長けた最高財務責任者の選任は、価値創造の実現可能性を高め、投資家との信頼関係を築くために極めて重要です。

現在、プライム市場上場企業において最高財務責任者もしくは財務・経理担当取締役¹²を選任している企業の割合は 43.3%です。すべてのステークホルダーのための価値創造経営の着実な遂行と、資本市場との円滑な対話の推進のために、最高財務責任者の育成・選任をお願いいたします。

¹² 2022 年 6 月期～2023 年 5 月期の有価証券報告書および 2023 年 8 月 31 日時点の確認書、当社調べ

ご検討いただきたい事項

以下は、株主総会における議決権賛否に直接的な影響はないものの、企業価値創造とサステナビリティ向上の観点から企業の皆様にぜひ前向きにご検討いただきたい事項です。

経済産業省「健康経営優良法人」の認定取得

経済産業省が推進している「健康経営優良法人」認定制度とは、『従業員の健康管理を経営的な視点で考え、戦略的に取り組んでいる法人』を認定する制度です¹³。健康経営度調査には経営トップのコミットメントの下、従業員の心身の健康保持・増進のための評価項目が網羅されています。

健康経営の実践は、従業員の健康保持・増進を通じた業務パフォーマンスの向上が期待されています。その結果、企業業績(総資産経常利益率、営業利益率)に対してプラスの効果が現れる可能性が示唆されています。加えて、労働市場への訴求効果も高く、健康経営の推進によって、様々なステークホルダーに対する好循環がもたらされると考えられています。

企業の価値の源泉の一つが人財です。役職員の健康を第一として、企業力を磨き、経営責任を全うすることは企業経営の基本であるため、健康経営優良法人の認定取得についてご検討をお願いいたします。

サプライチェーンにおける人権デュー・ディリジェンスの実施

日本政府が2022年に策定・公表した「責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン」は、国連による「ビジネスと人権に関する指導原則」をはじめとした国際スタンダード¹⁴を踏まえ、企業が人権尊重責任を果たしていくためのガイドラインです。

サプライチェーンにおける人権への負の影響を特定・評価するための人権デュー・ディリジェンスは、人権侵害を未然に防ぐだけでなく、企業の強靱性と持続可能性を高めることに繋がります。人権尊重への取り組みを通じた労働環境の整備と社会課題の解決推進は、社会の貴重な生産資源を活用する企業に課せられた責任であることから、人権デュー・ディリジェンスの実施につきましてご検討をお願いいたします。

気候変動に対する対応策の策定・推進強化

気候変動はビジネスモデルの転換を強いられる大きなリスクです。地球温暖化に対する緩和と適応における機会も多岐に亘ります。企業がどのようにリスクを評価し、機会に対して戦略的に取り組んでおられるのかは、我々にとって極めて重要な関心事です。

多くの企業がすでに気候変動対応を実施しておられ、また、2023年からの有価証券報告書でのサステナビリティ情報の開示義務化により、各社の取り組みと開示は一段の進化が図られました。この活動をさらに加速化するため、気候変動対応強化策として以下についてご推進いただきたいと考えます。

- ①気候変動対応策に対する責任者の任命
- ②Science Based Targets(SBT)へのコミットもしくは認定取得
- ③TCFD提言への取り組みと定期的な目標見直し、もしくは温室効果ガス削減計画・目標の策定
- ④取締役の報酬基準項目として、気候変動に関連した目標の達成度を追加

¹³ 健康経営優良法人 2023 では、大規模法人部門 2,676 法人、中小規模法人部門 14,012 法人が認定されており、認定申請法人は毎年増加をしています。認定取得は大規模法人部門、中小規模法人部門を問いません

¹⁴ OECD「OECD 多国籍企業行動指針」および ILO「多国籍企業及び社会政策に関する原則の三社宣言」等

取締役任期の単年度化

監査役会設置会社の取締役任期は、会社法において 2 年、もしくは株主総会の決議によって 1 年に短縮されることを妨げないと定められていますが、我々は特段の事情がない限り、取締役の任期を 1 年とすることを検討いただきたいと考えます¹⁵。

取締役の任期はサクセッションプランの一つであり、取締役会構成の機動性確保の観点からも、取締役の任期の単年度化はガバナンス向上に資すると考えられます。

政策保有株式の縮減と、株主総会招集通知の事業報告書類での保有状況の開示

政策保有株式の最大の問題は、①資本効率の低下と株価変動による財務不安定化、②議決権行使を通じた監視機能の形骸化と利害関係者株主(いわゆる安定株主)による少数株主の権利の毀損です。政策保有株の個社および社会的な弊害についてぜひ再考いただくとともに、段階的な縮減を強く希望いたします。

また、政策保有株式の保有状況は、上記の観点から取締役の選任における検討材料となるため、株主総会招集通知に報告事項の一つとして記載すべきであると考えます。政策保有株式についてはコーポレートガバナンス上も大きな論点であるため、事業年度末での政策保有株式の保有状況を明示していただくことは、透明性高くガバナンスの効いた上場企業としての真摯なご姿勢を示すことに繋がります。

企業年金基金のスチュワードシップ・コードへの賛同

2023 年 12 月に政府が策定した「資産運用立国実現プラン」では、アセットオーナーシップの改革が掲げられました。企業年金基金には、インベストメント・チェーンの最上位に位置するアセットオーナーとして、高い倫理観に基づく運用方針とガバナンス体制の整備を通じて、役職員とそのご家族を守るためのフィデューシャリー・デューティーを果たすことが求められています。

上場企業には、企業年金基金の母体企業として、企業年金がアセットオーナーとして正しく機能するための適切な人材の登用・配置が求められています。2024 年夏を目途に策定されるアセットオーナー・プリンシプルの遵守のみならず、インベストメント・チェーンの好循環を自ら促すために、企業年金基金のスチュワードシップ・コードへの賛同は必要不可欠であると考えます。

独立社外取締役と投資家・株主との対話の推進

独立社外取締役は、株主の代表として株主総会で承認され、透明・公正なコーポレートガバナンスと企業価値向上に貢献することが期待されています。投資家・株主との意見交換、意識の共有を目的とした対話の場の設定は、合理的な範囲で定期的実施されることが望まれます。

上場企業の経営経験を有する独立社外取締役の選任

上場企業の経営には、すべてのステークホルダーのための価値向上経営を実践する責任が伴います。雇用流動性の低い日本企業にとって、社外の経営経験者の実務に基づく助言と監督は、その経験・知見を自社に取り込む有益な機会であり、社外の経営幹部人材を社外役員として登用することは、検討に値すると考えます。

¹⁵ 監査役会設置会社のうち取締役の任期を 1 年と定める企業は全上場企業の 65.2%(東京証券取引所上場部「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書 2023」(2023))