

令和 6 年 12 月吉日

親愛なる取締役の皆様、

平素より大変お世話になっております。世界の資本市場は本年も、非常に多くの政治・経済・地政学イベントに揺さぶられてまいりました。その最たるものの一つが8月上旬の株価急落でしたが、その際にもレターでお伝えした通り、私共は長期投資の哲学をご理解・ご指示いただくアセットオーナーのお客様、そして環境変化に対して耐性のある強い事業競争力と経営力を有しておられる投資先企業の皆様のおかげで、変わらぬ運用方針を維持することが出来ました。改めて皆様には、日頃より不断の企業価値向上への取り組みを頂き、また株主に対して惜しみない対話の機会を賜っておりますこと、心より感謝申し上げます。

昨今、私共は東京証券取引所（以下、東証）・経済産業省・金融庁が一体となった資本市場改革がいよいよ実態を伴ったものになってきたと感じています。とりわけ東証の「資本コストや株価を意識した経営」（以下、東証要請）により、多くの上場企業において企業価値向上の取り組みが実態面・開示面の双方で大きく改善されました。東証要請のフレームワークにおいては私共投資家・株主との対話も価値創造サイクルの一部として位置づけられており、その責務を果たせる様、私共も建設的な対話とエンゲージメントに一層取り組む所存です。

現状、プライム市場上場企業の約8割が東証要請に関する対応を開示済みという状況を踏まえれば、本要請はすでにその役割を終えていると思われるかもしれませんが。しかし、私共の最大の問題意識は企業によってその開示・取り組みの質の差が著しいことです。優れた開示に基づき、対応を推進し、企業価値向上に向けた取り組みと実効性の高い連携を行っている企業もある一方、残念ながら東証要請の趣旨を理解していない、あるいは意欲がないまま形式だけ整えたと思われる企業も少なからず存在します。中には、資本コストや株価に関する一切の言及がない「開示」企業すら存在します。このように上場の恩恵のみを享受し、責務を果たさない姿勢が許容されれば、誠実に取り組む上場企業の意欲は削がれ、日本株式市場の変革のモメンタムが減退し、形式的な変革にとどまりかねません。

今回、私共から提起させて頂きたいのは、本年2月に東証が発表した「投資者の視点

を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」（以下、「ポイントと事例」）に基づく、取り組み・開示内容の妥当性、更なる改善余地の検証です。「ポイントと事例」には取り組みを本質的なものとするためのポイントが10項目列挙されています。

東証要請「ポイントと事例」概要

テーマ	項目	具体的に求められている事
現状分析・評価	投資家の視点から資本コストを捉える	・ 資本コストの開示
	投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価	・ 資本収益性と市場評価比較
	バランスシートが効率的な状態となっているか	・ 必要な株主資本や現金水準の開示
取り組みの検討・開示	経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組み	・ 資本コストや資本収益性を意識した資源配分 ・ 事業ポートフォリオの見直し
	資本コストを低減させる意識	・ 非財務情報開示、IR、業績ボラティリティの低減など
	中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計	・ 企業価値向上と連動性の高い報酬制度（株式報酬等）
	中長期的に目指す姿と紐づけて取り組みを説明	・ 因数分解→具体的な取り組み
株主・投資者との対話	経営陣・取締役会が主体的に関与	・ 経営陣の直接参加、フィードバックの共有、社外役員の参画
	属性に応じたアプローチ	・ 属性に応じたアプローチ
	対話の実施状況を開示、更なるエンゲージメント	・ 対話状況の開示

出所：日本取引所 (<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/240201.pdf>)

<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/240201.pdf>

私共はすべての投資先の皆様が形式的・初歩的な開示にとどまらず、中長期的な企業価値向上と直結した高度な対応を行っていただけることを期待します。事業の特性や企業としてのステージによって重要性の高いポイント（マテリアリティ）は異なりますが、高度な対応とは少なくとも過半のポイントに対応し、特に各社にとってマテリアリティの高い項目への対応がなされていることです。

「ポイントと事例」は東証要請の単なる要約ではありません。実際、これに即して会社の開示を分析すると多くの上場企業に共通する重要な課題が浮かび上がります。いくつか私共の問題認識を下記に挙げます。

1. 株価を意識した経営について：PBR1倍を超えて「株価を意識した経営」を実践する経営は少数。より踏み込んだ市場評価の分析及び（ディスカウントの場

DaltonInvestments

合) 原因究明と対応が求められる。特に事業領域が多岐にわたる企業において
コングロマリット・ディスカウントを重要な経営課題として認識すべき

2. 適切なバランスシートのあり方について：多くの企業においてキャッシュアロケーション計画の開示がなされていることは近年の進歩。しかし、議論の対象がキャッシュフローにとどまる事が多い。フローの改善は限界的な資本効率の悪化を抑制するが、資本効率を改善するためにはストック（最適資本構成、必要現金）を見直さなければいけない企業が多い
3. 適切な資源配分について：ROIC/ROEの自己分析や目標が連結ベースにとどまる企業が多い。事業単位あるいは投資案件単位で資本コストに照らした資本配分の判断がなされるべき（特にコングロマリット企業）。
4. 資本コストについて：上記論点のいずれも適切な資本コストの把握と開示が発点。市場データから資本コストを計測するアプローチには限界があり、特段の事情が無ければ8%程度の資本コストと認識することが望ましい

以上を踏まえ、株主として投資先の取り組みに資することを企図し、私共は投資先各社に対して下記の活動を行っています。

1. 投資先企業の現状を公開情報に基づき独自の分析評価を提供
2. 投資先企業との対話、認識のすり合わせ
3. 取締役会宛に改善余地を提案、フィードバックを依頼

投資先との対話内容を踏まえて、私共は今後のエンゲージメント方針を検討・決定していく方針です。仮にご対応が真摯ではないと判断する場合、私共は下記のアクションを検討します。

1. 弊社評価の公表
2. 株主総会における株主提案の上程
3. 株主総会における会社提案への棄権ないし反対

昨年同様、株主総会まである程度時間があるこのタイミングで私共の方針をお伝えする事により、ご検討と対話の機会を十分に担保する主旨である事をご理解いただけま

DaltonInvestments

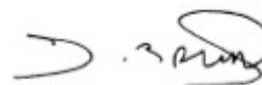
すと幸いです。マテリアリティの高い項目への真摯な取り組みは、中長期的にみた企業価値創造に決定的な差を生み出すものと考えます。重ねて「ポイントと事例」を踏まえた貴社開示・対応状況の再点検、及びより高次元の対応への取り組みをお願いいたします。

2025年が皆様にとって更なる飛躍の年となることを期待します。来年も引き続き対話の機会を頂けます様、よろしくお願いいたします。

ご参考：スコアカード評価の実例

テーマ	項 東証要請	評価	貴社の現状
現状分析と評価	1 投資者の視点から資本コストを捉える	C	開示無し
	2 投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する	B	ROE8%の目標を開示 市場評価にかかる開示無し
	3 バランスシートが効率的な状態となっているか点検する	C	開示無し
取組みの検討・開示	4 経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う。将来目指すバランスシートの姿を検討し、それに至るまでの計画を策定	B	政策保有株の縮減目標を開示済み 投資計画について資本コスト、収益性が紐づけられていない 事業単位でのROIC管理が望ましい
	5 資本コストを低減させるという意識を持つ	C	開示無し
	6 中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う	B	株式報酬制度は導入済みだが、水準に改善の余地
	7 中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する	C	発表された投資計画と経営目標の紐づけがなされていない
株主・投資家との対話	8 経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する	B	トップマネジメント、社外取締役との対話機会が少ない
	9 株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う	N/A	-
	10 対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる	C	非開示

James B. Rosenwald III
Co-Founder and Co-Managing Member
Dalton Investments, Inc.



(翻訳/編集：ダルトン・アドバイザーズ株式会社)