

2025年 3月 6日

三菱製紙株式会社

代表取締役社長 木坂 隆一 殿

株式会社クラウドファンディング

代表取締役 伊東 修

執行役員 藤田 昇悟

上場会社三菱製紙(3864) 企業価値向上のための株主からの要望書¹

平素より度重なるミーティングの機会を頂きまして誠にありがとうございます。また先般は、弊社及び他の株主様から委任状を頂戴した要望(IR 強化項目)に対し、中期経営計画の骨子を先行公表していただきまして厚くお礼申し上げます。

現時点で、貴社は2028年3月期、過去最高益水準の営業利益200億円を見込まれているにも関わらずPBR0.30倍(2025年2月20日現在)の企業価値評価となっており、依然として市場の評価は極端に低い状態が続いております。事業ポートフォリオの見直しの実施等により、一定の恒常的な利益の見通しの目途が立ち、成長戦略の成果が実績ベースでも出始めているにもかかわらず、厳しい評価が継続している状態と見受けます。

つきましては、「資本コストと株価を意識した経営」という東証からの要請も含めて貴社の経営方針、素晴らしい技術力及び人材等を最大限アピールすべく、更なる改善案を弊社で考えさせていただきましたので、本要望書にて御説明させていただきます。この要望書が貴社の内在企業価値とマーケットとの乖離を埋める一助となれば幸いに存じます。

どうぞ引き続きよろしく願いいたします。

¹ 本書面の作成に当たっては、当社の顧問法律事務所である OMM 法律事務所(代表弁護士 中田吉昭)の確認を経ております。また、本書面の作成においては公開情報に基づいた当社の分析・評価を記載した部分がありますが、何らインサイダー情報を含むものではなく、また、当社は貴社からインサイダー情報取得を希望するものではありません。

〈企業価値向上のための改善案〉

1. 貴社の現状の強みや今後の見込まれている成長マーケット等の IR 及びその素晴らしい商品の営業活動強化

2024年3月期及び2025年第三四半期決算においても既に営業利益75%以上を占めている「機能商品事業」について、貴社の現状の強みや今後見込まれている成長マーケット等の情報開示が少ないため、適時・適切な情報開示の充実を図っていただくことをお願いします。貴社は、創業以来「技術重視の社風」を掲げられ高付加価値の商品を提供し来られました。是非とも、その素晴らしい**商品特性や顧客(特にエンドユーザー)にとってのメリットをマーケット参加者が見てわかるような内容**で IR をお願いいたします。またその素晴らしい商品の営業活動の強化を要望させていただきます。

2. 同業他社(紙・パルプ業界)並みの常識のある配当性向へ

社会相当性があり、説明責任が果たせるような適正な配当性向にしていきたいと存じます。2024年3月期実績の業界平均は28.2%程度になり、貴社は10.5%程度です。2025年3月期会社予想での業界平均は31.6%²であり、貴社は14.6%となっております。尚、日本の上場企業全体の配当性向(2025/3期予想)は現状36%³となっております。「株主への利益還元を経営の重要課題と位置づけ」としている貴社が、2028年3月期営業利益が過去最高水準の200億円も見込まれている状況であると公表もされているにもかかわらず、同業他社である紙・パルプ業界並みの常識のある配当性向になっていない現状は、即時に変更すべき点と存じます。自己資本比率の観点からも同業他社と同等であることも確認できるため、**常識のある配当性向として、同業他社の平均配当性向30%水準に、2026年3月期から変更することを強く要望させていただきます。**

3. 会社の名称(適切な商号)変更の検討

現状の2024年3月期及び2025年第三四半期決算においても既に営業利益

² 大王製紙(3880)、阿波製紙(3896)は赤字予想ないし、1株利益が極端に低すぎるため外れ値として計算から除外

³ 2025年1月29日付日本経済新聞社2025/3期見通し

75%以上を占め、さらに売上も紙素材事業を上回っているのが「機能商品事業」となっております。紙を製造しているということのみを連想されがちな会社名ではなく、中期経営計画の骨子の方針「SHINKA」のとおり、実態にあった会社名(商号)にすることを引き続きお願いしたいです。例えば、「**三菱グリーンテクノロジー**」、「**三菱ナノテクノロジー**」等を株主様からもご要望いただいております。会社を「SHINKA」させることの必要性を発信されている貴社がここまで会社の基盤をつくられてきた社員の方々や今後採用される方々のモチベーション向上に寄与することが可能と考えられる施策を否定する必要はないかと存じます。

また、商号変更により、貴社の高付加価値商品に関する取組みについて、お客様のご理解がスムーズになるだけでなく、マーケット参加者へのメッセージにもなり得るものと考えております。企業価値向上においても非常に大事なところですのでどうぞご検討をお願いいたします。

4.人材のインセンティブ機会の拡大

人材力については、素晴らしい技術力を持ち社会に貢献できる商品を開発している貴社がその商品の内容からすればもっと売上、利益を拡大できるということを弊社は理解しております。つまり、人材のフル活用ができていないとの印象を強く感じております。より適切なインセンティブ・ストラクチャーへの改革をしていただきたいと思います。それが中期経営計画骨子にあります「**従業員への成長機会の提供**」に該当すると存じます。

5.資本コスト経営についての考え方を早期公表

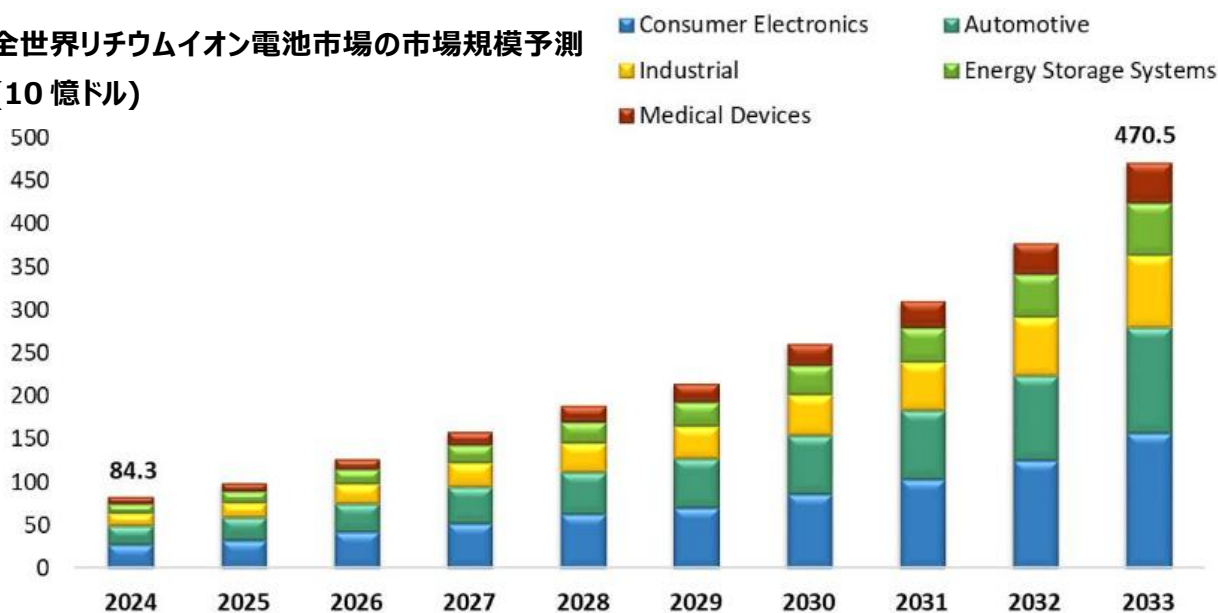
東京証券取引所より要請されている「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示をお願いしたいです。また、それに係る政策保有株式/みなし株式及び退職給付制度の売却計画についても明確にしていきたいと思います。**貴社は純資産比率 46.4%も政策保有株式(みなし株式含む)を保有しております。**これは各機関投資家の多くが 20%以上保有している上場企業に対して、取締役選任に反対すると公表しているほどのリスク要因であり、現状非常に危険な状況であることをご認識いただき、早急に株式の売却及び売却計画を策定いただきたい所存です。

〈要望内容〉

1. 貴社の現状の強みや今後の見込まれている成長マーケット等の IR 及びその素晴らしい商品の営業活動強化

例えば、貴社の機能商品事業における主要製品のひとつであるバッテリーセパレータについてですが、これはリチウムイオン電池に欠かせない部品でございます。リチウムイオン電池は 2024 年から 2033 年の約 10 年間で市場規模は実に 5 倍以上の勢いで成長することが見込まれております⁴。その中で、貴社の製造する不織布タイプのバッテリーセパレータは、優れた耐熱性、イオン透過率の圧倒的な高さ、電池寿命の大幅な向上という極めて重要な効果要素において、達成できているかと存じます。即ち、リチウムイオン電池に使用されるバッテリーセパレータを貴社の不織布タイプがデファクトスタンダードとなり得る、そう考えております。そして、それに切り替えていくことで、リチウムイオン電池の安全性及び電池寿命の向上(2~3 倍に寿命が延びる)に繋がり、世界中の方々に貢献できる製品と思われれます。

全世界リチウムイオン電池市場の市場規模予測
(10 億ドル)



(出所：DMR)

貴社は、これだけポテンシャルが高く既に売上拡大に寄与している製品を保有しておりますが、投資家からの理解が得られていない状況ゆえ、PBR0.30 倍という極めて低い水準に留まってしまっております。勿論、バッテリーセパレータのみならず、他の機能商品においても貴社の製品はポテンシャルが高い製品を有していらっしゃいますが、投資家に対して訴求しきれていない側面が散見されます。

⁴ リチウムイオン電池の市場規模は、2024 年の 589 億ドルから 2033 年までに 2,048 億ドル(約 31.3 兆円)に成長すると予測されております(出所-Dimension Market Research Jan27, 2025)。

先般、2024年6月27日開催の定時株主総会にて、「我々が取り組んでいる事業を投資家の方々に理解していただく必要がある」と仰っていただきましたので、是非とも、情報発信とIR活動の強化、営業力の一層強化にコミットして頂きたいと存じます。

2.同業他社(紙・パルプ業界)並みの常識のある配当性向へ

貴社が「株主への利益還元を経営の重要課題と位置づけ」としている関係上、株主価値の最大化を目指すべく、実際に配当性向を同業他社(現在の紙パルプ業界)水準へ適切に高めて頂きたい、そのように要望させていただきます。尚、足元の業界平均は下記表の通り28.2%程度になりますが、貴社は業界下位3番目に位置する10.5%となっております。

業種コード	業種	市場区分	証券コード	銘柄名	配当性向	配当利回り	PER	PBR	自己資本配当率
3150	パルプ・紙	プライム	3880	大王製紙	59.1%	1.4%	361.5	0.8	1.1%
3150	パルプ・紙	名証	3952	中央紙器工業	46.6%	4.2%	17.0	0.5	2.2%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3951	朝日印刷	45.9%	3.9%	10.7	0.6	2.3%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3953	大村紙業	43.0%	3.8%	10.8	0.6	2.1%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3896	阿波製紙	38.0%	0.4%	35.3	1.0	0.4%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3947	ダイナパック	37.1%	4.0%	4.8	0.3	1.4%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3955	イムラ	37.0%	2.8%	12.5	0.8	2.2%
3150	パルプ・紙	プライム	3865	北越コーポレーション	36.0%	0.9%	20.2	1.3	1.2%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3891	ニッポン高度紙工業	35.9%	2.7%	9.4	0.9	2.4%
3150	パルプ・紙	プライム	3861	王子ホールディングス	31.0%	2.5%	11.0	0.6	1.5%
3150	パルプ・紙	プライム	3708	特種東海製紙	30.8%	3.0%	11.0	0.6	1.8%
3150	パルプ・紙	プライム	3950	ザ・パック	30.3%	2.7%	10.1	0.9	2.4%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3958	笹徳印刷	29.0%	3.4%	10.0	0.4	1.2%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3948	光ビジネスフォーム	26.1%	3.9%	27.7	0.5	2.1%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3943	大石産業	23.3%	2.9%	8.2	0.5	1.4%
3150	パルプ・紙	プライム	3941	レンゴー	22.5%	2.6%	8.3	0.7	1.7%
3150	パルプ・紙	プライム	3946	トーモク	21.7%	2.6%	6.2	0.5	1.3%
3150	パルプ・紙	プライム	3877	中越パルプ工業	21.0%	3.1%	7.3	0.4	1.4%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3954	昭和ボックス	18.5%	2.1%	7.4	0.4	0.8%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3895	ハビックス	18.4%	2.5%	14.5	0.8	1.8%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3945	スーパーバッグ	15.4%	3.5%	4.4	0.9	3.2%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3944	古林紙工	12.6%	2.2%	14.3	0.3	0.6%
3150	パルプ・紙	プライム	3864	三菱製紙	10.5%	1.6%	3.4	0.3	0.5%
3150	パルプ・紙	スタンダード	3892	岡山製紙	9.6%	1.7%	8.4	0.5	0.9%
3150	パルプ・紙	プライム	3863	日本製紙	5.1%	0.8%	45.5	0.3	0.2%
競合平均					26.8%	2.0%	46.3	0.7	1.3%
業界平均					28.2%	2.6%	27.2	0.6	1.5%

注：業界平均とは東京証券取引所の業種コード 3150「パルプ・紙」業界全体の平均

競合平均とは三菱製紙と提供製品が競合すると見られる会社（証券コード：3708、3861、3863、3865、3877、3880、3891、3892、3895、3896、3948）の平均
尚データはすべて 2024/3 末ベース

中期経営計画の骨子による営業利益 2028 年度過去最高水準、それ以降の機能商品へのシフト及び紙素材事業における価格転嫁が進んだことで、利益を継続的にあげられる企業体質にシフトされていること、並びにドイツ事業の改革や不採算事業からの撤退等のコスト削減から他の業界各社と同等又はそれ以上の配当性向にしない理由が見当たらず、貴社自身が不十分としている見解からも、是非、早急な対応をお願いしたく存じます。

3. 会社の名称(適切な商号)変更の検討

商号変更を行っていただきたく存じます。先般、公表いただいた次期中期経営計画の骨子（添付資料）において貴社の主力事業は紙素材事業ではなく機能商品事業へと漸次移行しており、既にビジネスモデルの転換が図られております。貴社の現状を幅広くステークホルダーに認識して頂くためにも、コア・コンピテンスとビジネスモデルの変化に対応した社名変更(商号変更)とブランディングが妥当と考えております。長年使用してきた商号変更となると、大変な労力がかかり、決断力を要するものと認識しておりますが、従業員、お客様、株主等、ステークホルダーに対して商号変更コストを大幅に上回る効果が期待できるものと存じます。特に PBR0.3 倍とマーケットで評価されているのはむしろ存在自体がマイナスとされています。具体的には自己資本(借入を除いた純資産)911 億円に対して時価総額 279 億円のため 632 億円が存在価値としてマイナスに評価されています。つまり、会社としての価値は認められるどころか大きくマイナスであり、解散した方が 632 億円の価値が生まれるという状況です。さらに土地が簿価 203 億円で計上されていますが弊社が試算しますと低く見ても 600 億円の価値がございいます。こちらの価値(想定時価)も含めると**会社の価値がマイナス 1029 億円**ということになります。

ほぼ機能商品において利益が継続的に計上されており、売上も紙素材事業よりも既に機能商品の方が上回っており、更に 2028 年 3 月には機能商品を軸に売上を拡大し営業利益が 200 億円と過去最高水準になる見込みを発表している状況であるにも関わらずこのような評価になっているのは全く信頼されていないからです。会社の名前を変更することをするという変革を、経営陣がステークホルダーに対して真剣に考え、ビジョンを明確化しているということであれば大きな信頼につながる可能性があります。社名を変更した場合、今後伸びるマーケットに対してのコミットをしているとしっかりと受け止められ、PBR1 倍に向けた大きな転換点となると存じます。また、成長マーケットに対しての事業が営業利益の 75%を占めている会社(既に貴社はそうなっていますが)であれば通常 PBR1 倍を上回り、純資産に対して会社としての価値が発生することは容易に想像ができるかと思われま。

以下の、他の株主様からの意見も参考までに列挙しておきます。

【※他の株主様から募った、商号例】

『三菱ナノテクノロジー』『三菱グリーンテクノロジー』

業績目標値



- ・ 中長期アスピレーションは、機能商品事業の売上高倍増で売上高3,000億円、営業利益率10%。
- ・ 次期中期経営計画(2028年3月期)は、売上高2,500億円、営業利益率8%まで伸長。

	2025年3月期 予想	次期中期経営 計画目標値	中長期 アスピレーション
売上高	1,970	2,500	3,000
機能商品事業	1,010	1,500	2,000
紙素材事業	970	1,000	1,000
その他・消去	▲10	0	0
営業利益	80	200	300
機能商品事業	45	150	250
紙素材事業	35	50	50
営業利益率	4.1%	8.0%	10.0%
機能商品事業	4.5%	10.0%	12.5%
紙素材事業	3.6%	5.0%	5.0%
ROE	8.1%	10%	≥10%

(出所：貴社の中期経営計画 2026/3 期-2028/3 期の骨子より)

4.人材のインセンティブ機会の拡大

人材力については、フル活用できていないとの印象を強く感じております。紙素材事業から機能商品事業へのビジネスモデル転換を図る過程で、新規開拓向けの人材育成と営業力強化に必要な、より適切なインセンティブ・ストラクチャーへの改革を検討して頂きたいと考えております。

現状、貴社の平均年収は 649 万円と業界 5 位(業界平均以上)の水準、営業利益/従業員は 191 万円と業界 12 位(業界平均以下)の水準となっております(下記図参照)。これは、業界並みに一人当たりの従業員に対して効率的に営業利益を稼げていないという状況を物語っており、人材力を効果的に生かし切れていないことを表しております。ビジネスモデルの転換期ということ考えると致し方ない部分もありますが、この効率の悪さが市場評価の低さにも直結しております。新たなビジネスモデルに相応しい人材のインセンティブ・ストラクチャーの検討をお願い申し上げたいと存じます。

業種コード	業種	市場区分	証券コード	銘柄名	従業員数	売上/ 従業員 (万円)	営業利益/ 従業員 (万円)	平均給与 (万円)	
3150	パルプ・紙	プライム	3861	王子ホールディングス	38,322	4,426	189	840	
3150	パルプ・紙	プライム	3941	レンゴー	23,389	3,851	209	751	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3891	ニッポン高度紙工業	485	3,057	355	745	
3150	パルプ・紙	プライム	3950	ザ・パック	1,183	8,260	655	738	
3150	パルプ・紙	プライム	3864	三菱製紙	2,832	6,831	191	649	
3150	パルプ・紙	プライム	3708	特種東海製紙	1,750	4,944	131	647	
3150	パルプ・紙	プライム	3863	日本製紙	15,557	7,504	111	645	
3150	パルプ・紙	プライム	3877	中越パルプ工業	1,299	8,301	475	622	
3150	パルプ・紙	プライム	3880	大王製紙	12,372	5,429	116	610	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3955	イムラ	779	2,679	168	580	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3948	光ビジネスフォーム	390	2,532	326	570	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3895	ハビックス	204	6,473	370	569	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3943	大石産業	579	3,793	188	569	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3947	ダイナパック	2,143	2,708	90	566	
3150	パルプ・紙	プライム	3865	北越コーポレーション	3,749	7,924	407	559	
3150	パルプ・紙	名証	3952	中央紙器工業	176	6,654	331	555	
3150	パルプ・紙	プライム	3946	トーモク	3,783	5,592	213	552	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3892	岡山製紙	196	5,873	858	551	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3954	昭和ボックス	664	3,261	154	530	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3944	古林紙工	542	3,305	109	525	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3958	笹徳印刷	418	3,099	91	509	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3896	阿波製紙	640	2,518	55	509	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3953	大村紙業	211	2,719	162	490	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3945	スーパーバッグ	399	6,726	259	472	
3150	パルプ・紙	スタンダード	3951	朝日印刷	1,873	2,236	108	454	
					競合平均	6,483	5,484	299	626
					業界平均	4,557	4,828	253	592

注：業界平均とは東京証券取引所の業種コード 3150「パルプ・紙」業界全体の平均

競合平均とは三菱製紙と提供製品が競合すると見られる会社（証券コード：3708、3861、3863、3865、3877、3880、3891、3892、3895、3896、3948）の平均

尚データはすべて 2024/3 末ベース、年収データは四季報 2025 年新春版より

例①：＜株式報酬の幅広い導入＞

1. RSU（譲渡制限付株式ユニット）や PS（パフォーマンス・シェア）の活用拡大

背景と特徴：従来のストックオプションは株価上昇時のインセンティブとして有効でしたが、株価変動リスクや行使価格の設定難度が課題となるケースが多い。そのため、「譲渡制限付株式（RS）」「譲渡制限付株式ユニット（RSU）」や「パフォーマンス・シェア（PS）」などの直接的な株式付与型へ移行

する動きが増えています。

- ✓ 企業価値が向上すれば、従業員は確実にリターンを得られ、経営陣や従業員のモチベーションを企業成長と連動させやすい側面があります。
- ✓ パフォーマンス条件（KPI 達成率など）を付けることで、成果に応じた配分を行えます。
- ✓ 上場企業の場合、株主総会決議など適切な手続きや情報開示が必要となります。

2. 長期インセンティブ・プラン（LTI）の拡充

背景と特徴：ストックオプションや RSU に限らず、複数年の業績指標を基に報酬が確定する LTI（Long-Term Incentive）プランを導入する企業が増えています。

- ✓ 3～5 年の長期 KPI（売上成長率、ROE、ROIC、ESG 指標等）の達成度合いに応じてボーナスや株式付与を行います。
- ✓ 企業の中長期ビジョンやサステナビリティ戦略に合わせて指標を設定することで、投資家やステークホルダーにも「長期的視点での経営」姿勢を示しやすいメリットがあります。

例②：〈短期インセンティブの再設計と「継続的評価」へのシフト〉

1. 従来の年功ベース評価から成果ベース＋マルチファクター評価へ

背景と特徴：これまでの日本企業には「年功的要素の強い給与体系」が多く残っていましたが、ジョブ型雇用の導入拡大や人材流動化の進展により、スキルや成果に応じた報酬設計へ切り替える動きが加速しています。

- ✓ 個人の短期的な目標達成だけでなく、チーム・部門横断型プロジェクトへの貢献度やイノベーション創出を重視した評価を組み込むこともできます。
- ✓ 定期的な 1on1 や OKR・MBO などのフレームワークを用い、リアルタイムかつ透明性の高いフィードバックサイクルを回すことが求められます。

2. AI・HR テックを活用したパフォーマンス管理

背景と特徴：コロナ以降のリモートワーク増加に伴い、オンラインで業務進捗やコミュニケーションを可視化する HR テックが普及しています。

- ✓ チームのタスク進行度合い、コミュニケーション量、顧客満足度など多様なデータをリアルタイムでトラッキングし、ボーナスやインセンティブに反映させます。
- ✓ コンプライアンスや個人情報保護の観点から、取得データの範囲や評価方法を明確化する必要があると言えます。

例③：〈「クロー・バック（返還請求）」や「マルス（支給抑制）」条項の導入〉

背景と特徴：不正会計や情報開示の問題が生じた際に、支払済みの報酬を返還させる仕組みを求める声が世界的に強まっています。日本でも一部の上場企業や外資系企業で導入が始まっています。

- ✓ クロー・バック：既に支給されたボーナスや株式報酬を条件不達や不正行為発覚後に返還させる制度。

- ✓ マルス: 将来支給される予定の報酬（株式やボーナス）を抑制・削減する制度。
- ✓ ガバナンス強化: 投資家や社会への説明責任を果たしやすくなる反面、導入の際には明確な条件設定や就業規則の変更が必要となります。

無論、このような先進的なインセンティブ・ストラクチャーの導入には様々な課題が存在します。例えば、情報開示と透明性の担保、コンプライアンス・内部統制・企業文化との整合性、制度の周知・研修・サポートの拡充などが挙げられます。そのような導入の障壁を鑑みても貴社の状況及び貴社の素晴らしい技術力、商品、更にこれから生まれるであろう高付加価値商品を考えますとインセンティブについての強化を図っていくことにおいては極めて重要なことと考えております。どうぞよろしくお願いいたします。

5. 資本コスト経営についての考え方を早期公表

東京証券取引所は、2023年3月31日に、プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象として、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行ったことは周知の通りです。貴社におかれては、この要請に対して「検討中」という返答のみで未だ詳細を開示していないという理解でおります。東証プライム市場では上場企業の84%が開示済みとなっており、貴社は後塵を拝しております。そこで、次期中期経営計画の公表と同時にこちらの開示をお願いいたく存じます。

また、それに係る政策保有株式/みなし株式及び退職給付制度の位置付けについても明確にして頂きたいと考えております。弊社試算では、貴社の株主資本コストは概ね7%⁵前後と考えておりますが、現状保有されている政策保有株式/みなし株式（下記表参照）につきましては、全て上記株主資本コストを下回る資本投下と考えております。原則、株主資本コスト（7%前後）を上回る成長事業への資本投下を意識しない限り、企業価値を高めることはできませんので、過度な政策保有株式等の保有は低い市場評価に直結いたします⁶。過去5年間の貴社の資本収益率(ROE)は▲4.1～5.1%で継続的に7%を下回ってきました。早期是正に向けた政策保有株式/みなし株式の具体的な売却スケジュール、また資本収益率（ROE）向上につながる新たな退職給付制度への改定をお願いしたいと思います（具体的には確定給付型から確定拠出型への完全移行）。

なお、売却/整理等で得た資金については、機能商品事業への再投資、営業強化投資、株主還元等といった企業価値を高めるための適切な企業活動資金として活用頂きたく存じます。

⁵ CAPMにより算出されます。

株主資本コスト= $R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 1.2 + 1.1(4.8 \sim 5.8) = 6.48 \sim 7.58\%$ (7%前後)

- R_f : リスクフリーレート(無リスク金利・安全資産の利子率)10年日本国債利回り=1.2%を使用
- R_m : 市場ポートフォリオの期待収益率（株式市場全体の期待リターンなど）=名目で6～7%の活用が一般的
- $R_m - R_f$: 市場リスクプレミアム=4.8～5.8
- B (ベータ): 個別企業のリスク度合いを示す係数=過去データから1.0前後だが株式主体の資産構成を踏まえると1.1が妥当

⁶ 厳密には加重平均資本コスト(WACC)を上回る資本投下が企業価値向上につながりますが、通常負債コストより株主資本コストの方が高いため、株主資本コストを上回る資本投下であれば企業価値向上につながります。

業種コード	業種	市場区分	証券コード	銘柄名	要請に基づく開示状況
3150	パルプ・紙	スタンダード	3895	ハビックス	未開示
3150	パルプ・紙	スタンダード	3944	古林紙工	未開示
3150	パルプ・紙	スタンダード	3947	ダイナパック	未開示
3150	パルプ・紙	名証	3952	中央紙器工業	未開示
3150	パルプ・紙	スタンダード	3954	昭和パックス	未開示
3150	パルプ・紙	スタンダード	3955	イムラ	未開示
3150	パルプ・紙	プライム	3864	三菱製紙	検討中
3150	パルプ・紙	プライム	3877	中越パルプ工業	検討中
3150	パルプ・紙	スタンダード	3943	大石産業	検討中
3150	パルプ・紙	スタンダード	3951	朝日印刷	検討中
3150	パルプ・紙	プライム	3708	特種東海製紙	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3861	王子ホールディングス	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3863	日本製紙	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3865	北越コーポレーション	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3880	大王製紙	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3941	レンゴー	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3946	トーモク	開示済
3150	パルプ・紙	プライム	3950	ザ・パック	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3891	ニッポン高度紙工業	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3892	岡山製紙	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3896	阿波製紙	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3945	スーパーバッグ	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3948	光ビジネスフォーム	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3953	大村紙業	開示済
3150	パルプ・紙	スタンダード	3958	笹徳印刷	開示済

注：東京証券取引所の業種コード3150「パルプ・紙」業界の開示状況

出所は東京証券取引所（2024/12/31 現在）

また別の角度から補足しますと、政策保有株式等の縮減については内外多くの機関投資家が同調しております。過度な政策保有株式の投資は、持ち合い双方でガバナンス弱体化惹起の危険性から代表取締役/取締役の選任基準として議決権行使にマイナス影響を及ぼし、具体的な閾値を設けている機関投資家も多数存在します。多くの場合、純資産比率 20%以上の政策保有株式(みなし株式含む)の保有で、選任否決事由となると明確にガイドライン等を設定しており、この傾向は昨年加速しております(別紙参照)。

現在、貴社の政策保有株式(みなし株式含む)は、**純資産比率で 46.4%**⁷と推計され、全上場株式会社（4026 社）の中でも第 47 位と上位 1%レベルの非常に高水準であることが分かります。

⁷ 政策保有株式等の純資産比率 = (特定投資株式+みなし株式)/純資産 = (8,757 百万円 + 33,475 百万円)/90,954 百万円 = 46.4% (2024/3 末現在)

ｃ．特定投資株式及びみなし保有株式の銘柄ごとの株式数、貸借対照表計上額等に関する情報

特定投資株式

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果 及び株式数が増加した理由 (注) 1	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
	貸借対照表計上額 (百万円)	貸借対照表計上額 (百万円)		
北越コーポレーション(株)	1,101,000	1,101,000	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	2,118	976		
富士フイルムホールディングス(株)	201,831	201,831	主に機能商品事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	2,040	1,351		
三菱瓦斯化学(株)	342,245	342,245	主に資材調達に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	836	671		
光村印刷	511,760	511,760	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	840	624		
日本郵船(株)	164,466	164,466	主に物流関連に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	669	508		
大日本印刷(株)	123,847	247,694	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	978	917		
特種東海製紙(株)	118,925	118,925	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	476	349		
(株)八十二銀行	318,701	318,701	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	331	183		
(株)KADOKAWA	82,694	82,694	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	219	233		
NISSHA(株)	140,530	140,530	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	206	261		
(株)南都銀行	31,702	31,702	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	97	73		
コクヨ(株)	19,558	19,558	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	48	36		
(株)東邦銀行	123,135	123,135	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	44	26		
(株)学研ホールディングス	29,248	29,248	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	27	24		
(株)岩手銀行	10,423	10,423	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	26	22		
(株)紀陽銀行	12,155	12,155	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	22	18		
三菱製鋼(株)	15,218	15,218	主に設備関連に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	22	17		
福島印刷(株)	50,000	50,000	主に機能商品事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	22	21		
共同印刷(株)	5,500	5,500	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	19	15		
東日本旅客鉄道(株)	2,000	2,000	主に機能商品事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	17	14		
(株)プロクレアホールディングス	9,064	9,064	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	16	19		
トーイン(株)	17,921	17,519	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため 株式数が増加した理由：取引上の関係維持・強化	無
	11	9		
平和紙業(株)	15,000	15,000	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	6	6		
アキレス(株)	2,750	2,750	主に機能商品事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	4	3		
ギヤノンマーケティングジャパン(株)	555	555	主に機能商品事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	2	1		
TOPPANホールディングス(株)	-	181,541	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	-	483		

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果 及び株式数が増加した理由 (注) 1	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
	貸借対照表計上額 (百万円)	貸借対照表計上額 (百万円)		
三菱重工業㈱	-	84,300	主に設備関連に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	-	411		
三菱地所㈱	-	104,339	主に不動産関連に関わる取引関係を維持・強化するため	有
	-	164		
AGC㈱	-	26,090	主に紙素材事業の製品販売に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	-	128		
㈱I & Dホールディングス	-	72,100	主に金融取引関係を維持・強化するため	無
	-	118		
三菱マテリアル㈱	-	47,701	主に資材調達に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	-	102		
㈱めぶきフィナンシャルグループ	-	313,678	主に金融取引関係を維持・強化するため	無
	-	101		
㈱しずおかフィナンシャルグループ	-	76,417	主に金融取引関係を維持・強化するため	有
	-	72		
三菱ケミカルグループ㈱	-	54,573	主に資材調達に関わる取引関係を維持・強化するため	無
	-	42		
㈱百五銀行	-	31,140	主に金融取引関係を維持・強化するため	無
	-	11		
㈱ちゅうぎんフィナンシャルグループ	-	6,000	主に金融取引関係を維持・強化するため	無
	-	5		

みなし保有株式

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、定量的な保有効果 及び株式数が増加した理由 (注) 1	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
	貸借対照表計上額 (百万円)	貸借対照表計上額 (百万円)		
三菱商事㈱	9,600,000	3,200,000	退職給付信託契約により議決権行使指図権限を有している。	無
	33,475	15,203		

(注) 1. 定量的な保有効果については記載が困難であります。なお、年次で、政策保有株式の保有状況の調査を行ったうえで、取締役会においてそれらの目的及び合理性を検証しております。

2. 凸版印刷㈱は、2023年10月1日付けでTOPPANホールディングス㈱に株式移転しております。

3. 三菱商事㈱は、2024年1月1日付けで普通株式1株につき3株の割合で株式分割しております。

③ 保有目的が純投資目的である投資株式

該当事項はありません。

④ 当事業年度中に投資株式の保有目的を純投資目的から純投資目的以外の目的に変更したもの

該当事項はありません。

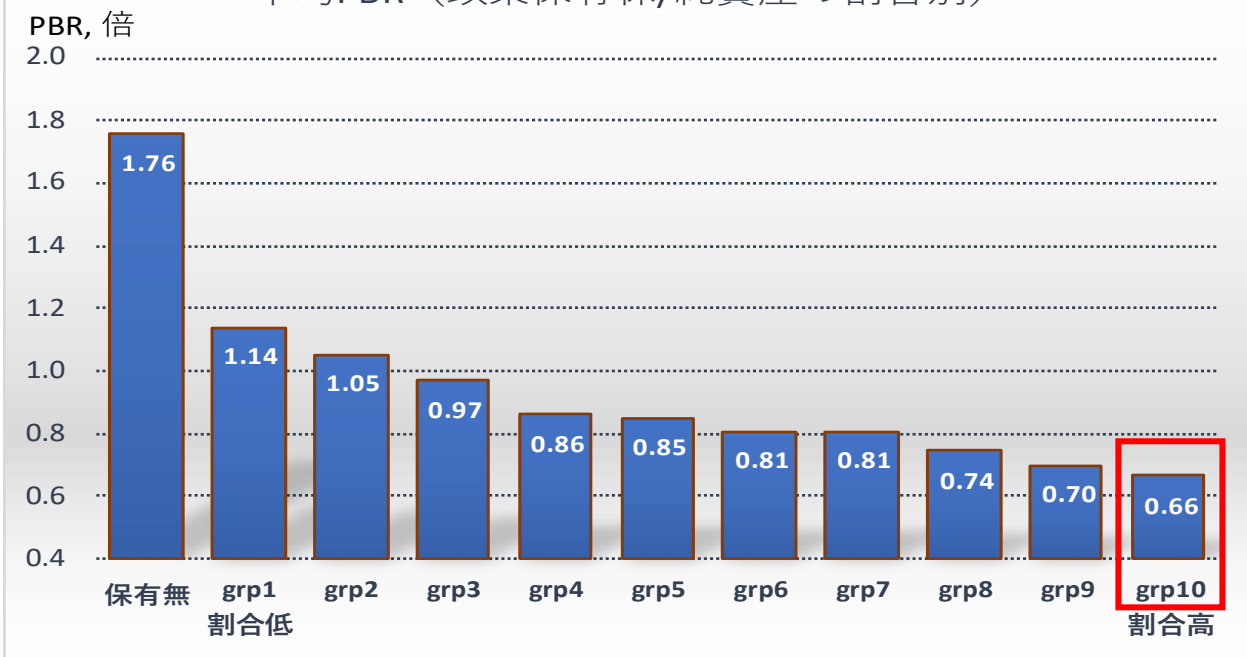
⑤ 当事業年度中に投資株式の保有目的を純投資目的以外の目的から純投資目的に変更したもの

該当事項はありません。

(注：赤色で囲まれている数値は前期から変化がない株式保有となります)

(出所：貴社の2024年3月期有価証券報告書より)

平均PBR（政策保有株/純資産の割合別）



注：全上場企業 4026 社のうち、政策保有株を持たない企業を「保有無し」とし、政策保有株を有する企業（2620 社）を、純資産に対する政策保有株の割合の高低で 10 のグループに分類（262 社ずつ）。各グループの平均 PBR を算出。貴社は Grp10 に分類されており、対純資産の政策保有株式割合は 46.4%と大きい。政策保有株式割合の大きい企業ほど PBR の評価が低く、株価も低いことが分かります。データは 2024 年 6 月末時点。

【結びに】

本提案は、貴社の卓越した技術力や今後の成長ポテンシャルに基づく、株主価値向上を目指すための建設的な意見/要望でございます。弊社は、これらの取り組みが実現することで、国内外の投資家からの評価が高まり、株価が適正に反映されると確信しております。また、経営陣との対話を通じて、双方が共に成長していく道筋を築けることを心より期待いたします。

今後とも、貴社の発展と株式価値の向上に向けた積極的な取り組みを、株主一同、温かく見守り、応援してまいります。何卒よろしくご検討くださいますようお願い申し上げます。

以上

■ 本要望書の位置づけに対する弊社の考え方

本要望書は、貴社に対し、建設的な対話のための要望をお伝えするものであり、株主提案権の行使など株主としての法令上の権利を行使することを内容とするものではありません。

弊社は、本要望書提出にかかる委任状の勧誘に際して、株主としての議決権、株主提案権、議事録・帳簿閲覧請求権、役員等に対する責任追及訴訟の提訴請求権その他株主としての法令上の権利の行使を貴社の各株主と共同で行う意思はなく、株主としての一般的な行動に関するものとして、貴社に対する要望書提出にかかる権限に限って弊社に委任することを申し入れております。

貴社の政策保有株式(みなし株式含む)は純資産比率で 46.4%である

【参考情報】

主要機関投資家の政策保有株式に係る議決権行使方針について

機関投資家	「政策保有株式」等の議決権行使方針
野村アセットマネジメント	<p>政策保有株式は資本効率性の低下に加え、保有先と株式の持ち合いになっている場合にはコーポレートガバナンスへの悪影響も懸念されます。コーポレートガバナンス・コードが政策保有株式の縮減を求めていることも考慮し、議決権行使基準では以下の通り定めています。</p> <p>① モニタリング・ボードの要件の1つとして政策保有株式が過大でないことを挙げています。具体的には金融機関は純資産の25%未満、その他の会社は投下資本の10%未満の場合が該当します。</p> <p>② 政策保有株式が特に多い場合には会長・社長等の取締役再任に反対します。具体的には金融機関は純資産の50%超、その他の会社は投下資本の20%超の場合が該当します。</p> <p>一方で、縮減に向けた取組みには個別の事情があることを考慮する必要があると考えています。コーポレートガバナンス・コードが取締役会による検証を求めていることも考慮し、適切な取組みが確認される場合には、上記とは異なる判断をするケースもあります。</p>
アセットマネジメント One	<p>純資産比率 20%以上（金融セクター（※）については、純資産比率 40%以上）を占める場合、代表取締役等に原則反対。</p> <p>（※）東京証券取引所 33 業種分類のうち、銀行業、証券・商品先物取引業、保険業及びその他金融業に属するものとする。</p>
ニッセイ・アセットマネジメント	<p>以下のすべての場合に該当し、「議決権行使判断時点で確認可能な有価証券報告書」で、政策保有株式（みなし保有株式を含む）の保有額が純資産の 20%以上の場合の代表取締役の選任（将来的には、対純資産の保有比率の水準を引き下げる）</p> <p>i. 資本収益性が長期的に市場平均以下（直近3年連続でROEが上場企業の中位以下）</p> <p>ii. 有価証券報告書で、今後、政策保有株式の基準を満たすと判断する十分な「保有株式の縮減の方針」と「進捗状況」の開示がない</p> <p>※「議決権行使判断時点で確認可能な有価証券報告書」とは、現状では、前年の有価証券報告書となる</p> <p>※なお、有価証券報告書で開示されている「個別銘柄の保有理由」が合理的と判断される場合、これを勘案した上で、政策保有株式の保有額を算出し、判断を行う</p>
三井住友トラスト・アセットマネジメント	<p>政策保有株式を過大に保有*している場合、原則として反対します。なお、政策保有株式を過大に保有されている企業に対しても問題意識をもっており、縮減を妨げないように求め</p>

	<p>ます。エンゲージメントを実施したにもかかわらず状況に改善がみられない場合、反対することも検討します。</p> <p>(*保有目的が純投資以外の目的である投資株式とみなし保有株式の合計額の純資産比の数値が概ね TOPIX 構成銘柄全体の上位 10%タイル水準、前年度の有価証券報告書ベースの数値で判断)</p>
三井住友 DS アセットマネジメント	<p>以下の場合には基準抵触とし、原則として代表権がある取締役の再任に反対する。政策保有株式を純資産の 20%程度以上保有している (実質的な政策保有株式の縮減とはいえない場合は、純投資に振り替えられた株式を政策保有株式とみなして判断する)</p>
SBI 岡三アセットマネジメント	<p>政策保有株式を過大 (純資産の 20%以上) に保有し、政策保有株式の縮減に関する考え方など、政策保有に関する方針が十分でないと思われる場合には、代表権のある取締役の選任議案に原則として反対する。</p>
日興アセットマネジメント	<p>以下に該当する場合、原則として経営トップの取締役選任議案に反対する 政策保有株式の残高が、純資産対比 20%以上の場合 (ただし、定量的な縮減目標や取組み状況等を勘案)</p>
大和アセットマネジメント	<p>政策保有株式を過大に保有している企業で、政策保有株式の縮減に向けた取り組みが十分に行われていると判断できない企業の代表取締役 (または代表執行役) である再任候補者。</p> <p>政策保有株式を過大に保有していると判断する基準は、政策保有株式(みなし保有株式を含む)の保有額が純資産の 20%以上である企業。ただし純資産の 20%未満であっても、縮減の取組等で特に問題があると判断する場合には反対することがある。</p>
りそなアセットマネジメント	<p>効率的な企業経営が行われていない企業 (3 年連続で ROE が 8%未満) の中で、政策保有株式の保有額が連結純資産の 20%以上ある場合、政策保有株式の縮減に関する方針について合理的かつ納得性ある説明と縮減実績がなければ、代表取締役に対して反対します (連結純資産に対する比率は、前年度に発行された有価証券 報告書を用いて計算しますが、株主総会招集通知の添付書類に直近期末の政策保有株式の状況について情報開示がある場合はその数値も活用します) 。</p>
三菱 UFJ アセットマネジメント	<p>取締役会に女性取締役が不在の場合および政策保有株式が純資産の 20%以上を占めている場合、代表取締役の選任に反対します。</p>
明治安田アセットマネジメント	<p>以下のいずれかの基準に該当する場合、原則、代表取締役の再任に反対する。 政策保有株式の保有額が純資産の 10%以上の場合</p>
朝日ライフ・アセットマネジメント	<p>代表取締役の再任に反対 (指名委員会等設置会社 においては指名委員である取締役の再任、該当者の再任議案がない 場合は取締役の再任)</p> <p>政策保有株式の保有額が純資産の 20%以上 (政策保有 株式の縮減に関する合理的な方針、純資産の 20%以下に向けての保有株式の縮減の取り組みの有無を考慮)</p>
東京海上アセットマネジメント	<p>政策保有株式を純資産対比 20%以上保有している企業については、経営トップである取締役の選任に原則として反対する。ただし、資本効率、縮減に向けた方針、縮減実績なども考慮する。</p>
しんきんアセットマネジメント	<p>総資産に対する政策保有株式の割合が 10%以上の場合、原則として代表取締役候補</p>

ント投信	者の選任議案に反対する。なお、当該数値については、前年度の有価証券報告書を用いて判断する。
SOMPO アセットマネジメント	<p>下記に該当する場合、その問題の程度に応じ、原則として代表取締役または担当役員の選任議案に反対します。</p> <p>過大な株式保有など、株主価値を毀損する、あるいは著しく不安定にする経営戦略・資本政策等を採用した企業</p> <p>自己資本に対するその他有価証券（株式）の保有比率が20%以上となっていることを指します。同比率が40%以上となる場合には特に厳しく精査します。ただし、その事業において純投資等の目的で株式を保有することが合理的であると判断される場合や、保有比率の削減に向けた十分な取り組みが認められる場合には、その限りではありません。自己資本は原則として純資産から非支配株主持分を除いたものを使用します。その他有価証券（株式）については直近取得可能な有価証券報告書等のデータを使用します。</p>
T&D アセットマネジメント	政策保有株を純資産の20%以上（銀行業、保険業は50%以上）保有する場合、代表取締役（代表権のない社長を含む）の再任に反対する。ただし、明確な縮減計画が示されている場合は、その限りではない。
楽天投信投資顧問	<p>取締役の選任</p> <ul style="list-style-type: none"> ・在任期間中に業績や資本生産性が低い場合 ・政策保有株式が過度に保有されている場合 <p>政策保有株式保有基準</p> <p>政策保有株式の保有額が純資産の20%以上（「保有目的が純投資目的以外の目的である投資株式」の貸借 対照表計上額及び「みなし保有株式」の合計額が純資産の20%以上）</p>
三菱 UFJ 信託銀行	以下に該当する場合には、原則、代表取締役の再任に反対します。 政策保有株式を過剰に（純資産の20%以上）保有している場合
みずほ信託	政策保有株式 業務提携など一定の合理性が認められるケースもあるものの、資本効率や経営規律の面から政策保有株式の保有は好ましくないため、合理的な理由なく過度な保有が認められる場合は代表取締役の再任に対し、原則として反対する。
日本生命	純資産対比で政策保有株式の保有が大きい企業は、収益性（低ROE）や株主還元等の議決権行使に係る「重要な論点」を有しており、資産効率や資本政策も意識した対話を実施する中で、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方に開示を要望していきます。
第一生命	政策保有株式について、既に「自社の資本コストを踏まえた合理的な検証と開示、保有意義が低いと認められる場合の縮減」を求めているが、「早期に純資産対比で過大でない水準まで（純資産の20%以下）の縮減が必要である」旨を明記する。
住友生命	業務提携など一定の合理性が認められるケースもあるものの、原則として資本効率や経営規律の面から過度の政策保有株式の保有は望ましくないと考えます。継続保有にあたっては、取締役会が保有意義と効果を検証し、その検証の内容について丁寧に説明する必要があると考えます。
大同生命	過剰に政策保有株式を保有している場合は、代表取締役の再任候補者に対して、否定

	的に評価します。
JP モルガン・アセットマネジメント	<p>当社では、議決権の形骸化や利益相反、資本効率の低下に鑑み、政策保有株式として上場株式を保有すべきではないと考える。従って、政策保有株式を新規に取得する企業、政策保有株式の完全売却への道筋が見えない企業等、政策保有株式の保有を是認する企業の取締役再任案には、反対票を投じる。</p> <p>なお、政策保有株式にかかるエンゲージメントにおいては、開示内容が複雑・抽象的で、かつ数値を伴わないために、建設的な対話が阻害されているケースが多く見られる。保有株式の議決権行使実績、取引先の株式を保有することに伴う利益相反のリスク、保有株式の経済的合理性について、定量的かつ定性的に充実したわかりやすい説明を求める。</p>
ゴールドマン・サックス・アセットマネジメント	当該企業の政策保有株式の保有が過大であると認められる場合、経営トップに反対します。
アムンディ・ジャパン	連結基準で政策保有株式の額が純資産の相当部分を占める場合、代表取締役の選任に反対します。
ブラックロック	<p>適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合で、かつ直近の資本生産性が低位である場合、責任があると考えられる取締役の再任に反対する。</p> <p>当該企業のバランスシートにおける現金および預金、有価証券および投資その他有価証券の合計が総資産対比で 50%以上に該当し、かつ自己資本当期純利益率が 5%未満の場合。ただし金融・保険業の企業に関しては、有価証券の保有および運用は事業上の必要性が高いと考えられるため、本基準の適用外とする。</p> <p>適切な資金使途に関する合理的な説明がなされずに必要以上の余剰資金を有している場合や、過度な持ち合い株式および政策保有株式を有していると考えられる場合、株主還元状況や投資計画等の財務戦略を勘案し、配当水準が過少である場合は反対する。また、配当額が純利益の 100%を超える場合は、会社の財務状況を勘案して判断する。当該企業のバランスシートにおける現金および預金、有価証券および投資その他有価証券の合計が総資産対比で 50%以上に該当する場合</p>
ステート・ストリート・ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ	<p>政策保有株式（日本のみ）</p> <p>「政策保有株式」は多くの日本企業のバランスシートにおける長年の特徴ですが、コーポレートガバナンスの実行、ひいては株主の利益にとって有害であると当社は考えています。したがって、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは、TOPIX500 指数の構成銘柄である企業のうち、保有する「政策保有株式」が純資産（前会計年度の有価証券報告書記載額）の 30%を超える企業については、当該企業の取締役会のリーダーに対して反対票を投じることがあります。</p> <p>企業がステート・ストリート・ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズとエンゲージメントを行い、「持ち合い株式」の削減について具体的かつ期限の定めがある計画を公表する場合は、当社は本ガイドラインの適用を見送ることがあります。</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025 年までに 30%未満に削減、または

	<ul style="list-style-type: none"> 2025年までに現在の水準の50%を削減
アライアンス・パースタイン	<p>株式持ち合い：日本市場では、顧客やサプライヤーとの関係を強化するためなど、単純な投資以外の目的で、企業が他の発行体の株式を長期保有することが一般的に行われています。この慣行は株式持ち合いと呼ばれ、一般に不適切な資本配分の一例と考えられています。株式持ち合いは、企業が持続可能な株主価値よりも事業上の関係を優先していることを示しており、持ち合いに使われる資本は、買収、設備投資、配当、自社株買いなどに利用できないからです。また、株式持ち合い先は通常、経営陣に友好的であり、経営陣が提案する決議案を普遍的に支持することから、少数株主の権利と市場の規律をさらに損なう可能性があります。このような背景を踏まえ、ABは、企業が純資産の20%以上を持ち合い株式に配分している場合、長期的な株主価値との整合性を欠く慣行であると捉え、トップ・マネジメントに反対票を投じます。</p>
キャピタル・グループ	<p>日本では、純投資目的以外の理由、例えば取引関係を強化する目的で、他の上場企業と株式の持ち合いを行うことが珍しくありません。こうした持ち合い関係は、企業の資本効率、内部統制、ガバナンス慣行にとって潜在的な課題となっています。日本版コードは日本企業に対し、ベスト・プラクティスの一環として、株式の持ち合いを減らすことを推奨しています。したがって、当社は、以下に該当するすべての候補者に対し反対を検討します。</p> <ul style="list-style-type: none"> 持ち合い関係により、特に当該企業の社外取締役及び社外監査役に就任する場合に、当該候補者の適格性及び独立性が損なわれる場合 当該候補者が取締役に応任することにより、株式持ち合い構造の解消が妨げられる場合 その他、個別事例ごとにGSEチームが利益相反の懸念があると判断する場合 <p>過度な株式の持ち合いをしている場合、取締役会議長への反対を検討します。エンゲージメントを通じて、株式の持ち合いの削減に向けた方針が確認できた場合には支持する場合もあります。</p>

(注) 本リストはあくまで一例であり、全主要機関投資家を網羅するものではありません。