



運用受託機関インタビュー（結果概要）

～ 「資本コストや株価を意識した経営」
エンゲージメントの実効性を高める取組みについて～

2026年6月

GPIF
Homepage



GPIF
YouTube channel



GPIF
X



GPIF
Instagram



はじめに – GPIF のスチュワードシップ活動について

- GPIFは、アセットオーナー・プリンシプルを受け入れており、アセットオーナーとして、サステナビリティ投資の一環で、専ら被保険者の利益のために長期的な投資収益の拡大を図る観点から、スチュワードシップ責任を果たすための活動（スチュワードシップ活動）を実施。

（注）日本版スチュワードシップ・コード（金融庁 2025年6月26日）より

「スチュワードシップ責任」とは、機関投資家が、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解のほか運用戦略に応じたサステナビリティ（ESG 要素を含む中長期的な持続可能性）の考慮に基づく建設的な「目的を持った対話」（エンゲージメント）などを通じて、当該企業の企業価値の向上や持続的成長を促すことにより、「顧客・受益者」（最終受益者を含む。以下同じ。）の中長期的な投資リターンを拡大を図る責任を意味する。

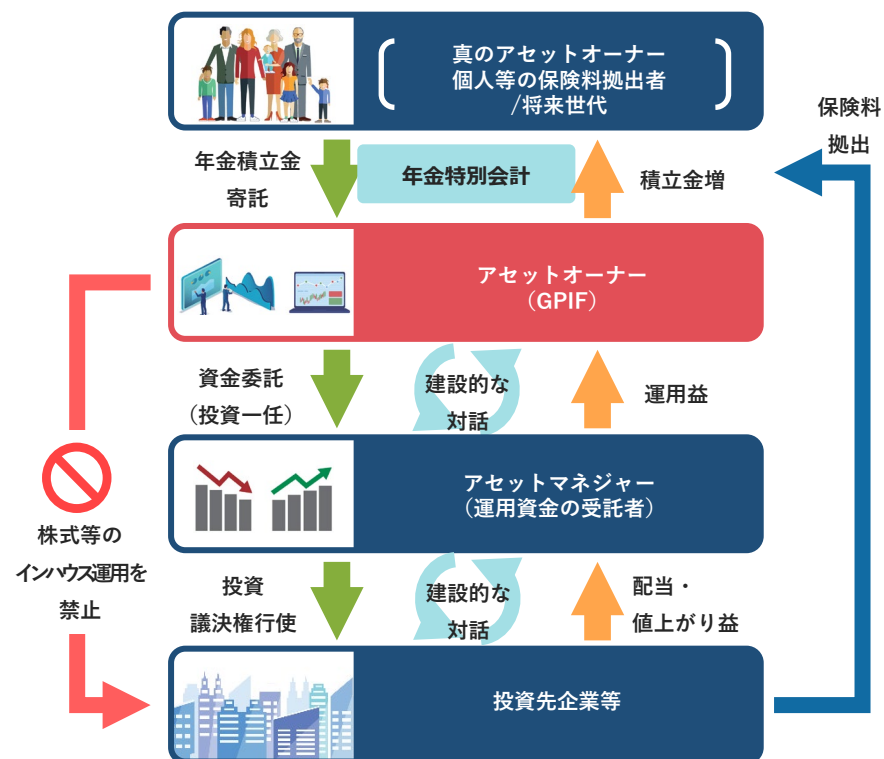
- GPIFは、現物株式に対して直接の投資を行わず、投資一任契約により委託先の運用会社（以下、運用機関）を通じて運用を行っている。このため、スチュワードシップ活動においては、

- 運用機関が、投資先企業との間でサステナビリティを考慮に入れた「建設的な対話」（エンゲージメント）等を行うことを通じて、
- 長期的な企業価値が向上し、それが、
- 資本市場や経済全体の持続的な成長につながることで、
- 最終的にGPIFの長期的な投資リターンが向上するという、**インベストメントチェーンの好循環の促進**を目指している。

- GPIF自身は、アセットオーナーとして、主に以下の取組みを実施していく。

- 運用機関のスチュワードシップ活動を評価すること等を通じた**運用機関とのエンゲージメント（双方向）**
- 運用機関とのエンゲージメント等を踏まえた**アセットオーナーとしての考え方・取組みの積極的な発信**
- 企業、関係団体、他のアセットオーナー等の**ステークホルダーとの意見交換・情報交換**

【インベストメントチェーンのイメージ図】



- 第5期中期目標期間（2025年4月～2030年3月）における重点事項**を「[GPIFのスチュワードシップ活動の方向性と当面の取組み](#)」で公表

■ 運用機関には、企業価値向上のための重点事項に基づく実効的なエンゲージメントを要請

長期的な企業価値向上

1
資本コストや株価を
意識した経営

企業価値に直結する
テーマ

財務

2
マテリアリティに基づく
サステナビリティ
経営・開示

主として長期的なリスク
低減を想定

非財務

3
実効的なコーポレート・
ガバナンス

①②を継続的に実行す
るために必要

出所：「GPIFのステュワードシップ活動の方向性と当面の取組み」よりGPIF作成



インタビューの概要

【謝辞】

当インタビューについては、インタビューに先立って実施したアンケートも含めて、多くの国内株式運用受託機関のご担当者の協力により実施いたしました。多大な貢献をいただき、厚く御礼申し上げます。

1. インタビューの背景・目的

- 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」の要請以降、多くの企業が、資本効率、成長投資、事業ポートフォリオ、株主還元、保有資産のあり方などについて、これまで以上に意識的に検討し、開示や対応を進めている。
- GPIFとしても、当テーマは投資先企業の中長期的な企業価値向上、ひいてはGPIFの長期的な投資リターンの拡大にとって重要と認識し、第5期中期目標期間における重点事項の1つとして位置づけ、運用機関に積極的なエンゲージメントを要請している。
- 当テーマに関連した対話は、パッシブアクティブ問わず、全ての国内株式運用機関において数多く実施されているが、GPIFとしては、件数のみならず、どのような成果が出ているかも含めて、実質的な対話が行われているかを把握することが重要と認識している。
- そうした観点から、国内株式運用機関のうち13機関に対して具体的な対話事例を中心にインタビューを実施した。運用機関がどのような工夫を行い、どこに難しさがあるのかを明らかにし、GPIF自身の活動の高度化やインベストメントチェーンの好循環促進に活用することを目的としている。個別運用機関の評価を目的とするものではなく、また、対話の手法に唯一の正解がある訳ではない。
- 本資料は、インタビューを通じて得られたベストプラクティス等を一般化して整理し、GPIFから運用機関への期待や運用機関から企業への期待を示したものである。本資料が、運用機関にとっては実務上の工夫を共有する素材となり、企業にとっては投資家の期待を理解する一助となり、ひいては建設的な対話の一層の深化につながることを期待したい。

<参考：2025年1月-12月 国内株式運用機関 対話上位10テーマ>

順位	パッシブ・アクティブ合計	比率
1	経営戦略・事業戦略	23.1%
2	資本効率	13.0%
3	取締役会構成・評価	10.4%
4	情報開示	6.9%
5	気候変動	5.7%
6	株主還元	5.3%
7	人的資本	4.9%
8	株主総会関連	4.4%
9	財務戦略(除く株主還元)	3.5%
10	役員報酬	3.0%

パッシブ	比率
経営戦略・事業戦略	21.3%
資本効率	14.4%
取締役会構成・評価	10.3%
情報開示	8.0%
気候変動	5.7%
株主還元	5.3%
人的資本	4.7%
株主総会関連	4.3%
財務戦略(除く株主還元)	4.1%
役員報酬	2.5%

アクティブ	比率
経営戦略・事業戦略	26.2%
資本効率	10.6%
取締役会構成・評価	10.5%
気候変動	5.6%
株主還元	5.2%
人的資本	5.2%
情報開示	5.0%
株主総会関連	4.6%
役員報酬	4.0%
少数株主保護(政策保有)	4.0%

*上記の表は、本インタビューとは別に、全ての国内株式運用機関から提出いただいた企業との対話実績データを集計したものの対話テーマは、個々の対話内容について、GPIFが提示した38の選択肢から最大5個選択いただいたもの。「比率」は合計のテーマ別対話件数に対する割合。赤字は「資本コストや株価を意識した経営」と関連が深いと考えられるテーマ

2. 実施要領

- 対象：GPIFの国内株式運用機関のうち13機関
- 実施期間：2025年10月～12月
- 実施方法：GPIF職員の往訪によるインタビュー
- 調査事項：「資本コストや株価を意識した経営」に関するエンゲージメントの実施状況

3. 本資料の内容・構成・想定読者

- 内容：インタビューで聴取した事項を基に、運用機関がエンゲージメントの実効性を高めるための工夫や、運用機関による企業への期待、GPIFにおける今後の活用方法等についてまとめたもの（文責：GPIF）
- 構成：Ⅰ．インタビューから見られた傾向、Ⅱ．エンゲージメントの実効性を高めるうえでの運用機関の工夫、Ⅲ．今後に向けて
- 主な想定読者：運用機関、上場企業に加えて、証券会社や東証・金融庁等の資本市場関係者

I. インタビューから見られた傾向 P.7

- 当テーマの対話を積極化している運用機関も見られたほか、東証の要請以降、多くの企業が投資家との対話に前向きになっていることで、対話が成立しやすくなっている。
- 成功事例として取り上げられた企業で比較的多く観測された変化は、株主還元強化、政策保有株式縮減、資本配分に関する方針の開示である。
- 実際の対話はその一段先に進んでおり、資本配分の優先順位など、経営の質そのものにまで及んでいる。

II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫 P.11

- 事前準備に相当なリソースをかけており、必要に応じて企業が社内で使えるよう資料を準備しているケースもある。
- 対話を進める際は、企業の段階を見極めながら論点を深め、企業に自律的に経営を進化してもらうよう努めている。
- 対話による変化が出やすい企業/出にくい企業に特徴がみられるが、変化が出にくい企業に対しても粘り強く対話を行っている。
- エンゲージメントツールとしての議決権行使の活用や、スチュワードシップ部門と運用部門の連携や投資判断への反映も確認された。

III. 今後に向けて P.17

- 運用機関においては、引き続き将来キャッシュフローにつながる論点について、投資家ならではの視点を活かし、企業価値向上に向けた経営の質をさらに高める役割を期待する。
- 多くの運用機関が企業に期待することは、企業が資本コストや市場評価も踏まえながら、自社の経営課題を主体的に捉え、中長期的な企業価値向上と持続的な成長に向けて、実効的な経営戦略を推進していくことである。
- GPIFは、インタビューの内容から得られた知見を運用機関評価へ反映するよう努めるとともに、アセットオーナーとして、得られた知見を広く発信することでインベストメントチェーンの好循環の促進につなげていく。



1. インタビューから見られた傾向

本資料は、本インタビューを通じて得られたベストプラクティス等について、GPIFが一般化して整理したものであり、運用機関の発言を記載したものではありません。

1. インタビューから見られた傾向

当テーマの対話を積極化している運用機関も見られたほか、東証の要請以降、多くの企業が投資家との対話に前向きになっていることで、対話が成立しやすくなっている。

- 「資本コストや株価を意識した経営」に関する対話は、すでに多くの運用機関で主要テーマの一つになっていることが確認された。
- また、今回のインタビューは、取組みがある程度進んでいると考えられる先を対象に行ったこともあり、どの運用機関でも相応の工夫が見られた。ただし、その取り組み方は一様ではなく、東証要請を契機に明示的に活動を強めた運用機関もあれば、もともと企業価値評価や日常的なエンゲージメントの中で扱っていたテーマと捉えている運用機関もある。
- エンゲージメントの実施体制は運用機関によってさまざまではあるが、**スチュワードシップの専任部署を設ける運用機関のうち一部では、スチュワードシップ部門と運用部門の連携が強化されていることを確認した。**このことは、当テーマの対話が投資判断にも近いテーマである可能性を示唆している。
- 運用部門との連携を含めて**様々な事前準備を実施のうえ、深いエンゲージメントを行っていることから、対話対象企業を絞っている運用機関も見られた。**これは、必ずしも対話対象を課題のある企業に限定していることを意味するわけではない。運用機関によっては、**相対的に優れている企業に対しても、さらなる企業価値向上のために対話を実施しているケースも見られた。**
- 他方で、幅広い企業をカバーするために協働エンゲージメントを活用している運用機関も見られた。また、東証や政策当局との対話も積極的に行われていた。
- 逆に、企業側の変化として運用機関が言及していたことは、**この2～3年で、多くの企業において「資本コストや株価を意識した経営」というテーマそのものに対する受け止め方が変わった**という点である。以前よりも**トップマネジメントとこうした論点を直接議論しやすくなり、企業側から相談が来るケースも増え、対話そのものが成立しやすくなっている**という認識が示されていた。

1. インタビューから見られた傾向

成功事例として取り上げられた企業で比較的多く観測された変化は、株主還元強化、政策保有株式縮減、資本配分に関する方針の開示である。

- 今回のインタビューで成功事例として比較的多く提示された企業の変化として、株主還元方針の見直し、政策保有株式の縮減、現預金や資本配分に対する考え方の明示、ROE・ROIC・資本コストに関する開示の改善などが挙げられる。
- 他方で、還元方針の強化や様々な数値目標が示されても、その背後で企業が本当に資本配分の論理を持ち始めたのか、投資規律まで考えているのかは別問題であるという説明があった。
- 資本コストをどう把握するかという段階から一歩進んで、市場や投資家から自社がどう見られているのか、株価にどのような期待や懸念が織り込まれているのかを踏まえながら、自社の考え方を経営戦略として整理し、実行できている企業はなお限られるという見解も示された。
- なお、ここで観測された変化を、対話だけの結果として単純に捉えることは適切でないという運用機関の認識も示されている。企業の変化は、業界環境、業績動向、東証要請、経営トップの問題意識、他の株主からの働きかけなど、特定の運用機関との対話以外の複数の要因が重なって変化が生じている場合が多い。
- そのため、企業によって行われた施策を確認することは重要だが、それだけをもって対話の深度や実効性を判断することはできない。外から見える変化を手掛かりにしつつ、その背後の実質までどう捉えるかが、GPIFとしての次のステップとなることを示唆している。

1. インタビューから見られた傾向

実際の対話はその一段先に進んでおり、資本配分の優先順位など、経営の質そのものにまで及んでいる。

- 企業の課題を踏まえた論点として、株主還元や政策保有株式が対象となっていることはあるものの、今回のインタビューで確認されたことは、**運用機関の対話が、単に「還元を強化してほしい」といった要請ではない**という点である。
- 実際には、**資本配分の優先順位、投資判断の基準、事業ポートフォリオの見直し、組織文化、取締役会の実効性**といった、**将来キャッシュフローを左右する経営の質そのものが議論の対象**になっている事例が確認された。
- **多くの運用機関が企業に期待していることは、企業が資本コストや市場評価も踏まえながら、自社の経営課題を主体的に捉え直し、中長期的な企業価値向上と持続的な成長に向けて、実効的な経営を進化させていくこと**である。
- もっとも、こうした議論は最初からすぐにできるわけではない。**資本コストそのものの考え方から説明しなければ議論が始まらず、まずその共通理解をつくり、その後によろやく個社の資本配分や事業戦略の話に入れた、という説明もあった。**
- 業種や企業によっては、この抽象論から具体論に移るまでに1年、2年とかかることもあるとされており、このテーマが中長期で扱われやすい背景の一つになっている。



II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫

本資料は、本インタビューを通じて得られたベストプラクティス等について、GPIFが一般化して整理したものであり、運用機関の発言を記載したものではありません。

II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫

事前準備に相当なりソースをかけており、必要に応じて企業が社内で使えるよう資料を準備しているケースもある。

- 提示された事例を通じて、**運用機関が対話準備に多くの労力をかけていることを確認した。**
- 「資本コストや株価」が表面的には同じような数値であっても、課題は企業ごとに異なる。**運用機関は、その企業にとって何が課題となっているかを可能な限り深く具体的に特定しようと努めている。**現預金や政策保有株式など**財務指標として現れている課題の本質を、経営陣の問題意識、投資規律含めたガバナンス、組織文化など、非財務の要素で特定している運用機関が見られた。**また、また、**企業のどこに構造的な課題があるのかについて、具体的な事実に基づき、反論しにくいレベルまで掘り下げて分析することを意識している運用機関もいた。**
- さらに複数の運用機関において、**企業側の対話対応者が社内に持ち帰りやすい形での資料を作成している事例があった。**たとえば、**企業が考える資本コストと市場が織り込む要求水準の差を示す資料、具体的な課題を提示する資料、アナリストの分析モデルを活用した資料、海外企業を含めた他社比較**などである。また**必要に応じて、対話先に事前に対話のアジェンダを伝える例も見られた。**
- また、多くの企業が「**資本コストや株価を意識した経営**」に関する情報開示を行っていることから、**他社の開示例を活用するケースが見られた。**ただし、その使い方にも幅があり、**ベストプラクティスの羅列にとどまらず、「少なくともこの程度までは行っている企業がある」という現実的な比較対象として示すことで、企業の取組みを促す使い方も見られた。**さらに、**同業他社に限らず、他業種企業との比較を通じて、企業の目線を引き上げたりする事例も見られた。**また、適切な他社事例を提示するために**独自で開示例を収集している運用機関も見られた。**
- 他方で、**こうした資料を作ること自体が簡単ではないという認識も示されている。**対話前の分析に時間をかけて行っていることに加えて、**企業に伝えたいことを社内で議論できる形に整理し、必要に応じて取締役会でも使える水準まで整えるには、相当の準備時間と労力がかかる。**

II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫

対話を進める際は、企業の段階を見極めながら論点を深め、企業に自律的に経営を進化してもらうよう努めている。

- **企業への質問の設定は、その企業の段階を見極めながら行われている。**そもそも資本コストや株価の議論に慣れていない企業、課題認識にギャップがある企業、課題は認識しているが何をどう整理すべきか分かっていない企業、株主還元やバランスシートの議論は一通り終えたが、その先の事業戦略や事業ポートフォリオの見直しに進めていない企業、といったように、企業によって議論すべきポイントが異なる。
- そのうえで、企業との対話の際はいきなり個別施策を迫るのではなく、**企業の段階にあわせて、上場の意義、将来像、株価や資本コストの市場評価、事業戦略、資本配分、ガバナンスといった上位の論点から入り、運用機関や市場と企業との認識をすり合わせ**たうえで、**具体的な論点に掘り下げていくことで効果を高めようとしている運用機関が見られた。**
- また、資本コストについては理論的な説明だけでは実務上の腹落ちは得にくいという問題意識から、**理論の正しさを議論するのではなく市場がどう見ているかを理解してもらうことを意識している、という趣旨のコメントが複数の運用機関からあった。**自社のモデルから算出した数値を用いて具体的なギャップを指摘したり、益回りといった直感的に伝わりやすい指標を提示するなどの工夫が見られた。
- また、**企業に対しては、前年にどのような質問をし、企業がどう答えたのかを記録し、翌年に「その後どう進捗したか」「前回はどう説明していたが、現在はどのように考えているのか」と確認することで、対話をPDCAとして機能させ、成果に結びつけている事例があった。**なお、運用機関は、施策の公表や数値の変化だけでなく、発言内容、質問への反応など、端々から企業内部の変化を見極めようとしている。

II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫

対話内容だけでなく、誰に何を話すか、企業の変化のタイミングも見極めている。

- 多くの運用機関が、論点の内容だけでなく、誰にどう届けるかを意識していることが確認された。
- 資本政策や事業ポートフォリオに関する議論は、IR部門との対話だけで完結するものではなく、テーマによって、**CFO、経営企画部門、事業責任者、場合によっては社長や社外取締役まで幅広い相手との対話に努めていることが確認された。特に、社長やCFOとの対話はその後の変化につながりやすい、という見解も多く聞かれた。継続的な対話の中で面談相手のレベルが上がっていく事例や、運用機関が取締役会向けの説明会を行い、成果につながった事例も見られた。**
- もっとも、幅広い相手との面談は容易に実現できるものではない。**企業の問題意識や対話への姿勢にも左右されるため、粘り強いアプローチやこれまでの対話の積み重ねを通じて信頼関係を構築し、その結果として実現することもある。**
- また、**企業内部でどの部署、誰が力を持っているのか（あるいは今後誰が力を持ちそうか）、社内の力関係やキーパーソンを見極めることが重要である**という認識も示された。
- さらに、運用機関が**企業に働きかけるタイミングを見極めている事例も確認された。**例えば、**中期経営計画策定のタイミングを念頭に置きながら、企業に期待する取組みや課題認識を伝えていた事例があった。**もっとも、運用機関は、課題に対してどのようなアクションを期待するかをはじめに考えており、それを反映してもらうには、中計策定のタイミングが重要になることが多いようである。中計期間中であっても計画修正に踏み込む企業も存在するものの、**対話の内容が優れていたとしても経営に反映されるかは実施時期に左右されることもある。**

II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫

対話による変化が出やすい企業/出にくい企業に特徴がみられるが、変化が出にくい企業に対しても粘り強く対話を行っている。

- インタビューを通じて、対話によって**変化が出やすい企業としていくつかの特徴が挙げられた。**
 - ✓ **企業側（特に社長や経営陣）が問題意識を持っていること**
 - ✓ 対話の場に比較的高い役職者が出てくるなど、**対話内容が社長や取締役会まで届きやすいこと**
 - ✓ 財務基盤が比較的強固であり、**資本政策や資本配分の見直しを行う余地があること**
 - ✓ **他の株主からも要請があること**

- **変化が出にくい企業は、変化が出やすい企業の逆の特徴を持っている（例：企業が問題意識を持っていない）可能性が高いものの、そのほかには業界環境や業績そのものが厳しいことが挙げられていた。**仮に社長が問題意識をもち、直接対話に出てきても、外部環境や業績そのものが厳しい場合には、短時間で劇的な改善には結びつきにくいという認識も示された。

- 加えて、社内の縦割りなどの**組織文化**や、取締役会の実質的なモニタリングなど、**ガバナンスに課題があることも、変化を難しくする要因**として挙げられていた。

- なお、**対話によって企業の変化が見られない場合、運用機関は、議決権行使での意見表明等へのエスカレーションを検討している。**また、**本質的には同じメッセージを、企業の状況に応じて伝え方や切り口を工夫しながら、粘り強く働きかけることが重要との認識も示された。**慎重な企業では変化が生じるまでに時間を要することも多く、数年前から継続的に対話を積み重ねる中で、外部環境の変化なども相まって、ようやく意見を聞いてもらえるようになった、という事例も確認された。

II. エンゲージメントの実効性を高めるための運用機関の工夫

エンゲージメントツールとしての議決権行使の活用や、スチュワードシップ部門と運用部門の連携や投資判断への反映も確認された。

- **議決権行使基準を対話の起点として活用するなど、議決権行使を対話の実効性を高める手段として位置づけている運用機関が見られた。** 議決権行使の基準改正を機にエンゲージメントを行う場合や、ROEや、政策保有株式といった特定の基準への該当可否や該当可能性を踏まえて、対話をしているケースも多く見られた。
- 実際の行使においても、対話の内容を踏まえて行使をしていることが確認された。**議決権行使の基準に該当したとしても、対話の内容を踏まえて会社提案に賛成するケースも存在する。** その場合は、賛成するための合理的な理由が必要であり、企業の取組みについて相当程度踏み込んで確認をしていた。**株主提案に対しても、その内容や対話の状況次第では賛成する事例も見られた。**
- スチュワードシップの専任部署を有する多くの運用機関（パッシブに限らない）では、効果的なエンゲージメントに向けて運用部門との緊密な連携に努めており、両社の連携強化が進んでいることが確認された。
- 運用部門からスチュワードシップ部門に対して、企業を特定してエンゲージメントを依頼している事例が確認された。また、**企業との面談を通じて感じ取った変化の兆しや経営姿勢の変化がファンドマネージャーに共有され、投資判断に活用されることもあることが確認された。**
- GPIFがアクティブ運用を委託している運用機関のなかには、**企業になぜ「投資をしているのか」を伝え、そのうえで何が足りないのかを伝えることで実効性を高めている事例や、アナリストの実際の業績予想モデルを用いて課題を指摘した事例も見られた。**

Ⅲ. 今後に向けて

- GPIFの運用機関への期待
- 運用機関の企業への期待
- GPIF自身の課題と今後の取組み

本資料は、本インタビューを通じて得られたベストプラクティス等について、GPIFが一般化して整理したものであり、運用機関の発言を記載したものではありません。

III. 今後に向けて — GPIFから運用機関への期待

運用機関においては、引き続き将来キャッシュフローにつながる論点について、投資家ならではの視点を活かし、企業価値向上に向けた経営の質をさらに高める役割を期待する。

- 今回インタビューを実施した運用機関については、「資本配分や事業戦略といった企業の将来のキャッシュフローに直結する対話」が一部で行われていた。たとえば、既存事業の収益性や、事業ポートフォリオの見直し、親子上場の在り方、成長投資と投資規律の考え方など、将来の企業価値やキャッシュフローに直結する論点について、踏み込んだ議論が行われていた。
- 他方で、インタビューからは、資本コストや株価といった前提に対する認識、成長投資、事業ポートフォリオの見直し、株主還元を含む財務戦略といった資本配分の考え方に対して、企業と運用機関の間には依然としてギャップがあることも明らかになっている。
- 従って、今後もこうした方向性の対話を一層深めることに期待したい。企業価値向上に向けた実効的な経営を促すためには、投資家ならではの視点を提供し、上記の論点について、適切に規律をかけることが貢献になりうると思われる。
- 当テーマの対話においては、論点の重要性や必要な分析の深さを踏まえると、対象企業をある程度絞り込んだうえで中長期にわたり継続的に取り組む性格が強いと認識している。企業によって対話の成果の出やすさに差があることを踏まえると、企業と伴走することが有効なケースもあれば、議決権行使等のエスカレーションが必要なケースもある。運用機関には、中長期的な企業価値の向上や持続的な成長の観点から、適切な手段を選択し、対話の実効性を高めていくことを期待したい。
- エンゲージメントの最終的なゴールは中長期的な企業価値向上や持続的な成長であるが、一方で、アセットオーナーとして、エンゲージメントの結果どのような成果（アウトカム）が出ているのかにも強い関心を有している。財務指標に限らず、その中間地点としての企業の変化についてモニタリングを行うことを期待する。
- また、GPIFがアセットオーナーとして果たすべき役割について、運用機関側から見た期待事項や要望についての意見交換も期待する。

III. 今後に向けて 一運用機関から企業への期待

多くの運用機関が企業に期待することは、企業が資本コストや市場評価も踏まえながら、自社の経営課題を主体的に捉え、中長期的な企業価値向上と持続的な成長に向けて、実効的な経営戦略を推進していくことである。

- 今回のインタビューを通じて見えてきた運用機関から企業への期待は、「投資家や市場から自社がどのように見られているか」を認識することである。企業が抱える課題は個社ごとに異なるが、多くの運用機関が前提として挙げている点である。
- その上で、**継続的に資本コストを上回る資本収益性を実現するために、何に投資し、なぜそれが必要で、どのようなリターン・リスクを見込み、株主還元とどう優先順位をつけるのかといった資本配分の論理を経営として持ったうえで実行し、それを市場に説明できるようになることの重要性が挙げられた。**成長ステージ等、企業の状況に応じた施策の実行が期待されているが、それと同時に、どのような考えに基づき実行されているかを確認したい、とのことである。
- また、企業が考える**成長ストーリーについては、リスクや不確実性も含めて、投資家が納得する説明をできるだけ具体的に示すことも期待**されている。長期志向は重要だが、長期で成果を出すために今何をしているのか、今後どのようにしていくのかが具体的に示されないと、投資家としては評価しづらい、という見解も示されている。
- さらに「**資本コストや株価を意識した経営**」は、TOBやMBOなど有事における説明責任にもつながるとの認識も示された。
- その意味では、**平時から投資家と対話を行うことで、自社の考え方を整理し、社内で共有し、取締役会や経営陣の議論を深める契機になりうる**と考えられる。
- GPIFとしても、**企業に対しては、運用機関から企業への期待を踏まえた上で、中長期的な企業価値向上・持続的成長の観点から、引き続き運用機関との対話を実施いただきたい**と考えている。
- なお、インタビューに先立って実施した**運用機関へのアンケートで得られた企業への期待事項はP.21以降に掲載**。

III. 今後に向けて —GPIF自身の課題と今後の取組み

GPIFは、インタビューの内容から得られた知見を運用機関評価へ反映するよう努めるとともに、アセットオーナーとして、得られた知見を広く発信することでインベストメントチェーンの好循環の促進につなげていく。

- GPIFとしては、情報開示等を通じた市場評価のディスカウント解消などに加え、**事業戦略や資本配分といった、将来キャッシュフローにより直接つながる論点について、運用機関と企業の間で実質的な対話が行われていくことを重視している。**

- 今回のインタビューは、そのような対話がすでに一部で始まっていることを確認するとともに、運用機関が多くの工夫をすることで対話の実効性を高め、成果につなげていることを確認した。これらは、必ずしも対話→企業の変化という単純な因果関係でないことは理解しつつ、今後GPIFが、その広がりと深まりを後押ししていくうえでの示唆を得る機会となった。

- **GPIFとして、当テーマにおける運用機関の実効性を高める取組みについて、適切にスチュワードシップ評価へ反映することが重要と認識している。企業によって対話の成果の出やすさに違いがあることを理解した上で、成果の有無のみならず、企業との対話における工夫や、中間的な企業の変化についても考慮することが重要**である。GPIFとして、こうした観点を評価の枠組みにどのように反映できるか検討していく必要がある。

- また、当テーマに関する対話は、対象企業が限定され、成果が現れるまでに長期間を要する可能性がある。市場全体に分散投資を行うアセットオーナーとしては、**幅広い企業の取組みを促進する活動も評価していきたい**。これは必ずしも協働エンゲージメントのみならず、市場全体へのメッセージ発信も含まれる。

- また、今回のインタビューにおいて、複数の運用機関から、GPIFに対して知見の集約・発信を通じてインベストメントチェーン全体を後押しする役割を期待する意見が寄せられた。**アセットオーナーとして、今後も実質的な対話が着実に行われるよう、運用機関の実務や工夫、企業側から見た評価を含めた対話の成果を丁寧に理解し、その内容を発信していくことなどを通じて、インベストメントチェーンの好循環を後押ししていきたい。**

< 参考 > 運用機関から企業への期待（アンケート結果）

質問：2025年5月にGPIFが公表した「第10回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」において、当該要請に関する企業の取り組みや機関投資家への期待事項を掲載しています（P35-38）。逆に、機関投資家として企業に対して求めたい対応や改善点があればご記入ください。なお、企業の成長ステージや規模等によってご回答は様々であると認識しています。幅広いご回答をいただけますと大変幸いです。

- 当該テーマにおける投資先企業に期待する最大のポイントは、経営トップの資本コストや株価への理解と意識の向上です。そのうえで、バランスシートマネジメント、事業ポートフォリオマネジメントを推進する組織の構築や、CFO（経理部長ではない財務戦略責任者）の配置と財務戦略に関する積極的な情報発信を希望します。
- また、最適な戦略策定に資する現状分析（事業環境、業界構造、競合、自社リソース等）の実施や、同分析に基づく戦略ドメインの確定、中長期の成長戦略やキャッシュアロケーションの策定・開示にも期待しています。
- 資本コストを考慮しバランスシート構成を適切に整えることです。適切な資産構成（現金、政策保有株式、事業ポートフォリオ等）及び、適切な負債・純資産構成（レバレッジ水準）を資本コスト、事業リスク、成長ステージ、株主還元等を多面的に考慮したうえで企業の考えを開示し、実行することが必要だと感じています。
- さらに、適切なバランスシート構成を定めたくうえでキャピタルアロケーションを決定する必要があると考えています。キャピタルアロケーションと称しつつも営業キャッシュフローのアロケーションを開示する企業が散見されるため、負債調達や非採算事業の売却からのキャッシュを含めたアロケーションを考慮・開示することが必要だと考えています。
- これまで利益の拡大にもかかわらず、それに見合った企業価値の向上が達成出来なかった企業経営者にとって今回の要請は適切な経営戦略の見直しの機会であり、上場企業の経営者として適切な戦略の見直しを期待します。
- 具体的には、上場企業として規模の拡大（過去最高益）だけを目指してきた過去の経営者には、同時に資本効率を高める経営の質への転換が求められます。
- さらに、資本効率の向上には、資本コストを意識することで、資本コストを上回るROICの成長投資だけを加速させ、余剰資金は還元するというキャピタルアロケーションの基本を定着させることを期待します。
- 企業が認識している資本コストが全般的に低いため、取引先証券会社や銀行からのヒアリングだけでなく、投資家との対話を参考に調整してコストを決定することを期待します。
- 社外取締役の数の拡大期から、社外取締役の本来機能である株主の代表として資本市場の視点を理解した質の向上期への移行を期待します。
- 対話を行う際には、具体的なテーマを設定したうえで議論を行うことが、双方にとっても有意義な時間になると考えます。資本コストに関しても、企業側と投資家が考える水準をそれぞれ共有したうえで議論することで、ギャップの解消に繋がると考えます。
- また、最近では統合報告書に関して意見を求められることが増加していますが、ただ一方的に投資家に感想や課題をヒアリングする対話ではなく、前年からの変化点や企業側として課題と認識している点などを共有するなど、双方向で意見交換できるような対話をお願いしたいと思います。

< 参考 > 運用機関から企業への期待（アンケート結果）

- CG報告書にて当該要請に関する取組状況等について開示はしたものの、その後のアップデートが不十分な企業も見られます。
 - 年1回は資本効率向上、資本コスト低下に向けた取り組みの進捗、投資家意見を踏まえた新たな取組みの提示などのアップデートを実施して頂きたいと考えます。
 - また、増配や自己株取得といった株主還元強化や政策保有株式売却など財務面での取り組みが先行する一方で、事業別ROIC等をベースに事業ポートフォリオ改革や成長戦略の裏付けとなる成長投資を中心としたキャピタルアロケーションまでを提示している企業は一部に留まります。今後は、このような先進的な企業の取り組みがより多くの企業に広がることを期待します。
- 東証要請への企業の対応は総じて評価できるものであり、優れた取組みも確認できる一方で、企業に改善を期待したい点として以下のような事例があります。
 - ✓ 取組みが増配や自社株買いといった短期目線での株主還元策や資本政策の変更に重点が置かれ、持続的成長の実現に必要な成長戦略や事業ポートフォリオマネジメント、収益性・成長性を高めるアクションに及んでいない
 - ✓ ROE/ROIC等の資本効率関連の目標・KPIを掲げているものの、それを実現するための具体的な事業ポートフォリオマネジメントの施策や可能とする経営管理、事業部門との連携が十分でないと感じられ、目標実現への信頼性に乏しい
 - ✓ ROE8%、PBR1倍を超えているためか、要請の受け止めに自分ごと感に乏しく、資本効率向上余地があるにもかかわらず取組みに本気度が感じられない
 - ✓ 改善意思があり、目標を掲げて取組みを進めているが、時間軸・スピード感にギャップがあり、目標が実現しても評価上昇につながるか確信が持てない
- 東証によってIR活動の義務化が推進されたり機関投資家からのより活発なコンタクトを希望する企業のアンケートが行われる背景を理解していない企業もあるのではないかと懸念しています。自ら十分に対応しているからこれ以上は不要のだと結論付けている企業が大半ですが、十分ではないからこそバリュエーションやパフォーマンスに格差が生まれる一因になっていると考えます。
 - またリソースが不足している等をIR活動の制約にあげる企業もいますが自ら上場し、株主資本を調達する選択肢を掲げている企業においては制約要因には当たらないと考えます。加えてIR活動における社外役員含む取締役会の一層の関与が必要です。中には年に一回説明会に社外取締役を登壇させたり統合報告書で対談させることで十分と考えている企業もありますが、投資家は社外含む役員の適性を見極め、理想的にはその認識に基づき議決権行使判断を行うべきであると考えています。
- 貴法人アンケートにもあるように東証要請を受けて資本政策に関する取締役会における議論の深化と開示の強化、さらには取り組みの実践を行う企業が増加したことはポジティブな変化だと感じています。
 - 他方で、株主還元の強化など短期的な施策に偏重した開示・実践が多い点に関しては懸念を有しております。
 - 長期的な経営戦略と整合的で、成長投資ともバランスがとれた資本政策の策定、あるいは事業環境の変化に応じて財務戦略を機動的に見直し・検討できるガバナンス体制の構築や目指す資本構成の方向性など、「資本コストを意識した経営」を持続的に実践する体制構築に取り組まれることを期待しています。
- 単なる「株主還元」「配当性向」ではなく、「資本効率」の考え方をいかに企業と対話ができるかが重要であるとする。企業の持続的成長のためには、創出キャッシュの投資、還元バランスが重要です。一部の投資家は、企業に対して還元のみを要請する傾向があります。
 - 「資本コストや株価を意識した経営」に関しては、時価総額に加えて、創業家（株主構成）も大きく関係していると考えます。一部の企業では、創業家が大きく株を保有しているために、IRが尽力をしても、経営陣と投資家が対話できない状況もあります。

< 参考 > 運用機関から企業への期待（アンケート結果）

- 株主資本コストやWACCを開示していない企業については、CAPMで算出した株主資本コストや、機関投資家が期待するROE水準を開示していただきたいと考えています。特に、10年物国債利回りが足元で上昇していることを踏まえ、リスクフリーレート、リスクプレミアム、ベータ値に分解した説明を求めます。
- 最近ROICを導入する企業が増えていますが、ROICツリーを作成し、現場レベルのKPIに落とし込んでいるのかも明示していただきたいです。
- また、取締役会においてROICスプレッドを活用し、事業ポートフォリオ戦略を議論しているのかも示していただきたいと考えています。
- 自社の資本コストに対する認識を明確にした上で中長期的に目標とするROE水準、エクイティスプレッド等を開示、目標達成に向けてどのような利益成長、財務戦略を考えているのかを具体的に説明していることが基本と考えております。
- 利益成長に関してはセグメント別のROIC、売上高営業利益率などのKPI、取り組み方針など説得力のある開示を望みます。
- 「規模と安定」を重視したデッドカルチャーではグローバルな競争力の維持向上等に劣後するという反省から、市場のみならず行政や東証も「効率と成長」を重視したエクイティカルチャーへのシフトを促しているパラダイムシフトを認識したうえで、市場評価を積極的に経営に取り入れていただくことが、最終的には株主をも含むステークホルダー共同の利益を持続的に向上させる王道と考えます。
- その観点で資本政策を再考するにあたっては、フローベースの株主還元方針（総還元性向）に加えて、ストックベース（最適資本構成）についても検討いただきたいと考えます。
- 役員報酬体系をはじめとするインセンティブ設計についても、「効率と成長」や市場評価に整合的なKPIを中心とするよう検討をお願いしたいと考えます。
- 当社は、企業価値の向上と持続的成長のためには、企業が適切なリスク管理の下で資本を有効に活用し、成長性と効率性の高い事業ポートフォリオを構築することによって、中長期的に資本コストを上回る価値を創造することが必要であると考えております。そのために、当社が特に重要と考える取組みは以下の通りです。
 - ① 資本コストを上回る価値を創造するための成長戦略と投資計画を策定するとともに、適切な進捗管理を行うこと。資本コストは、株価の水準・変動や対話を通じて得られた投資家の意見を十分に考慮して把握すること。
 - ② 成長戦略に沿って事業ポートフォリオを検証し、必要に応じて事業の入れ替えを行うこと。
 - ③ 資本コストを上回る価値創造に資さない資産を売却すること。特に政策保有株式については縮減を進めること。
 - ④ 経営資源の最適な配分等を可能とするグループガバナンスが機能していること。グループ内に上場子会社を有する場合には、上場を維持する合理性を定期的に検証していること、一般株主との利益相反を適切に管理していること、当該上場子会社におけるコーポレートガバナンス強化の取組みを後押ししていること。
 - ⑤ 事業等に係るリスクを適切に管理すること。
 - ⑥ 上記①～⑤を反映した資本構成及び株主還元を実行すること。
 - ⑦ 上記①～⑥について適切な情報開示を行うこと。
- 企業には、現金管理、設備投資、株主還元方針を含む資本配分計画について、質の高い、意義のある情報開示を行うこと、ならびにその実施状況や進捗について定期的な更新を行うことを期待しています。
- また、戦略的持ち合い株式の縮小に向けた明確な計画とタイムラインの提示、企業との透明性が高くアクセス可能なコミュニケーションチャネルの維持も求めています。エンゲージメントは継続的に行っており、これらの事項については毎年一定の進展が見られることを期待しています。

