



企業インタビュー（結果概要）

～ 機関投資家によるエンゲージメント -
企業から見た評価と課題 ～

2025年4月

GPIF
Homepage



GPIF
YouTube channel



GPIF
X



1. 目 的

- 機関投資家による上場企業に対するエンゲージメント（目的を持った建設的対話）について、企業から見た評価や課題を把握し、それをGPIFのスチュワードシップ活動に関する取組みの改善に役立てるとともに、機関投資家等の参考に供することでインベストメントチェーン全体の好循環の構築につなげる。

2. 実施要領

- 対象：「第9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」回答企業のうち、ご協力いただいた企業（33社）のIRご担当者等
- 実施期間：2024年4月～12月
- 実施方法：GPIF職員の往訪又はオンラインによるインタビュー
- 調査事項：機関投資家によるエンゲージメントの有益性、改善が望まれる事項等

3. 本資料の内容・構成

- 内容：インタビューで聴取した事項を基に、機関投資家のエンゲージメントに関して、企業から見た評価や課題を抽出しまとめたもの（文責：GPIF）
- 構成：Ⅰ．全般、Ⅱ．資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応、Ⅲ．サステナビリティ（ESG）、Ⅳ．情報開示、Ⅴ．社外取締役と投資家との対話、Ⅵ．議決権行使、Ⅶ．内外機関投資家、Ⅷ．その他（株式投資家と債券投資家）

I.全般①

評

価

- 統合報告書等も活用し対話が深化。対話のテーマも、財務、事業の状況の確認から、サステナビリティ、ガバナンス、資本コスト、効果的な情報開示のあり方等に拡大
- 企業は、投資家からの意見を取締役会等にフィードバックし、企業内での検討に反映

【企業から見た評価】

1. 統合報告書をみっちり読み込み、その評価も含めたエンゲージメントを実施して下さる機関投資家との対話は、統合報告書の改善のために大変参考になっている。また、IRミーティングで、当社では気づかないような財務分析、ガバナンスについてのコメントをいただける機関投資家もある。この他、決算説明会のタイミング、スモールミーティングの開催の仕方についてアドバイスいただける機関投資家や、資本コストを重視した経営に関して、資本収益性に関する着眼点をいただける機関投資家などと有益な対話を実施している。
2. ある運用会社とは、半年に一度経営幹部とのミーティングを実施している。担当アナリストが丁寧に見てくれており、分析資料を予め準備した上で、企業に求めたい点を財務的観点、サステナビリティ観点など経営全体を俯瞰しながら意見していただき、改善点の気づきがあって参考になる。
3. スチュワードシップ・コードにより日本の機関投資家にプレッシャーがかかっているためか、だんだん議論が本質的になっていると感じている。また、5年前くらいまでは財務、事業の話が中心だったが、今では、気候変動のロードマップや、事業ポートフォリオの構成変化に伴う人材対応の話が出るなど内容が変わってきており、より統合的に企業を捉えようとしていると思う。
4. 投資家からの質問が以前と少し変わってきており、特に、当社に詳しい投資家からは、事業ポートフォリオマネジメント、サクセションプラン、取締役会のガバナンス、スキルマップ、サプライチェーン管理、人権デューデリなど、少しずつ具体性をもった、当社にとって役に立つ質問をいただくようになってきている。
5. 投資家との面談の結果を、年2回、CEO等にも共有し、取締役会にもフィードバックして議論している。
その際、ESGに関しては、一覧表で、E、S、Gそれぞれの項目について、特徴的な投資家の意見を赤字にしたり、複数の投資家から指摘いただいている意見は、ヒートマップのように欄の色を濃くする等の工夫をしている。
6. 投資家の声をIRから率直にフィードバックして、取締役会でも議論した結果、昨年、成長戦略を公表、その中で、他社比で遅れていた分野での戦略を打ち出すことにつながった。
まだ改善余地は大きく、子会社含めてグループ全体の成長をどうリターンに繋げ、株主に還元していくかというトータルの絵を次の中期計画にどう盛り込んでいくかについて、投資家と議論している。

I. 全般②

7. 東証一部（プライム市場）に移行し、時価総額も増加してアプローチをしてくれる投資家が徐々が増えてきた。投資家からは、当社の良さにもっとフォーカスすべきとのアドバイスをいただいたり、IR説明資料もアドバイスを頂きながら充実させてきた。また、自己株式取得を含めた総還元性向の考え方を取り入れた。
8. 投資家から一番多くいただく意見は取締役の人数が多いというもの。何年か前は協働エンゲージメントでもご意見をいただいた。社内においても「取締役会の主たる役割が全体の意思決定と監督ということならば、（これまでの取締役は）執行役員でもいいのではないか」という議論になり、取締役の人数を減らすことにした。また、取締役の任期について社内で議論をする中で1年に変更しようということになった。
9. 機関投資家で、自社のスチュワードシップ報告書を持参して、議決権行使やESGの考え方を含めてスチュワードシップ活動についての包括的な話をしてくれたところがあった。投資家としての考え方がよく分かって有益だった。

I. 全般③

課題

- 一部の面談で個別トピックに議論が偏る、ESG面談で準備不足の投資家がいる、短期業績に関する質問が依然として多い印象との指摘あり
- セクターアナリストはESGに詳しくない一方でESGアナリストは企業に詳しくないとの指摘あり
- 企業から投資家に余裕を持ったスケジュールで面会を申し込んでも断られた事例あり
- 主張の異なる（エンゲージメント）団体を支援しないよう、よく検討してほしいとの指摘あり

【企業から見た課題】

1. ESGの個別トピックについて有益な議論はできているが、一部の面談では個別トピックに議論が偏ることで、当社サステナビリティに係る全体像の議論から遠ざかる印象がある。
 2. ESG面談について機関投資家から対話の依頼を受けるものの、事前の質問が無いことや、前日の夜に質問が来ること、対話当日のやり取りの内容などから準備不足を感じることもある。
 3. 短期業績に関する質問が依然として多い印象。投資スタイルによるため止む無しではあるが、より中長期目線でご判断いただけるような開示に努めたい。短時間のIRミーティングでも発行体に対する見方・ご意見などいただけるとより有難い。
 4. 社長との面談では中長期のビジョンを深掘りしていただきたい。短期の話ばかりになる投資家が決して多いわけではないが、全体としては中長期目線での対話が減ってきている。
 5. 国内投資家は世代交代が大きなテーマ。海外の大手のブティック運用会社などは会社としての運用方針があって皆がその軸で投資先企業を評価している（右に続く）。
- （続き）これに対して、国内投資家は、海外と異なり、ファンドごとにポートフォリオマネージャーが投資のフィロソフィーを持ってはいても、ハウス（運用会社）としてのフィロソフィーがない点が問題。このため、国内バイサイドの若い人がどうしてよいか分からず、短期の業績が上がるか下がるかみたいな話ばかり企業に聞いてくる。一方で、長く運用に携わってきた人たちがそろそろ引退し始めている。
6. セクターアナリストは当社のことには詳しいがESGに詳しくない、逆に、ESGアナリストの方はESGには詳しいが当社に詳しくないので何を聞いてよいかわからないという感じの方も多い。
 7. 運用会社に、余裕を持ったスケジュールで面会を申し込んでも断られることがあるので、少なくとも理由を教えてほしい。運用会社側でリソースが足りなくて会えないということなのであれば、そう言ってもらえたほうがよい。
 8. NGOからは「メンバーとなっている投資家のサポートを受けている」ことを根拠にエンゲージメントを求められることが多いが、企業からは投資家の関与度合いが分からない。支援するならば、投資家もエンゲージメントに参加して欲しいし、少なくとも主張の異なる団体を支援することがないよう、どの団体に入るかはよく検討していただきたい。

Ⅱ. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応①

- 企業と投資家との対話を通じて、資本コストや株価を意識した経営の実現に向け、企業の意識、取り組み及び開示が進展
- 企業と投資家との対話において、資本コストの水準・算定方法、PBRの要素分解、事業別の収益性管理の必要性等について議論
- 企業側は、対話を踏まえ、政策保有株式・固定資産の売却、自社株買いにとどまらない対応を行っている。投資家も企業による研究開発への積極的な取り組みを評価するなど、株主還元にとどまらず成長に向けた前向きな取り組みを企業に求めている
- 投資家によるエンゲージメントが企業の取締役会において事業戦略の真剣な議論につながっている

【企業から見た評価】

1. 数年前、ある機関投資家の方に取締役会メンバーに対してお話をいただいた際に、資本コストが大事という内容が入っていたことが、その後、取締役会メンバーの問題意識を高めることにつながった。
2. 当社がキャピタルアロケーション方針、株式資本コストの目線を開示した後、投資家ともその点について意識した議論をできるようになった。投資家からの意見については、経営陣にフィードバックして社内での議論につなげている。
3. 資本コストや株価を意識した経営について、今は、社長が対話をするとはほぼこの話題が中心となっている。東証の要請後は資本効率という切り口で投資家も話がしやすくなっている印象。ROEの上昇が課題となる中、単に株主還元ということではなく、資本効率を踏まえた打ち手は何かを迫られている。社内でも、投資家との対話を受けて検討が進んでいる。
4. 投資家は必ずしもCAPMで計算した値に固執しておらず、これぐらいの収益を望むという水準（期待収益率）が資本コストだといった意見など、同じ内容の意見を複数の投資家から聞いて参考になった。また、ROICについては、それが何%かということ以上に、そうして出したレートを実際に経営、事業ごとの収益管理や、事業マネジメントに活用することがより大事であるという話を異口同音にいただく。ROICについては、投資家の意見を重く受け止めて、事業部門ごとに開示することについても検討している。
5. 投資家からは、PBRをどうあげていくかについて、要素分解してご意見をいただいている。それを踏まえて検討を進めている。資本コスト開示の関係で投資家との間でよく出る話は、配当性向。株主への還元方針を見直すべきか議論している。
6. 投資家から特によく言われる資本効率の向上に関しては、社内で、次期中計に向けて固定資産や政策保有株式の売却・縮減方針の必要性について投資家からいただいた意見をフィードバックしながら議論をしている。

II. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応②

7. 去年社長が海外に行った際に、投資家と資本政策について対話したことがきっかけで、その後の取締役会の議論が行われ自社株買いの決議につながった。次期中期計画を待たずにアクションをとったことについて、投資家・アナリストからも評価され、また、株価にもいい影響があったと考えている。
8. 中期経営計画においては、株主還元だけを増やすとか、資本を圧縮するなどテクニカルな取組みだけでは申し上げておらず、研究開発など、メーカーの一丁目一番地に取り組んでいくことを発表している。配当性向100%は魅力的に映るかもしれないが、継続性がなければネガティブな評価になるので、投資家との対話の中では、一丁目一番地を守っているのがよいと評価いただいている。
9. 事業戦略について、実施している複数の事業のシナジーについて、取締役会ですごく真剣な議論が行われている。その際に、投資家の声をしっかり聞いているというのはプラスになる。例えば、コングロマリット・ディスカウントについては、ある投資家から毎回指摘されている。経営陣に対して直接意見を言われることに意味がある。
10. 外部視点を認識して経営計画を策定していることを示すために、社外からの声、投資家様からの要望を中期経営計画の説明資料の中で記述することにした。ある運用会社からは、PBR低下の原因としてROEが近年下がってきていることが課題なので、その点を明確にした対応を示してほしいと言われている。

課題

- 先行投資に対して（投資期間中は利益成長が抑えられるため）否定的な投資家もいるとの指摘あり
- 投資家から事業そのものについて良い意見がなかなか出てこないとの指摘あり

【企業から見た課題】

1. 東証の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請について、証券会社から聞く資本コストを当社のROEが上回り、PBRも2倍を超えているような状況にあり、今のところは投資家から資本コストに関する話は出ない。
2. 既存事業に加えて先行投資を行い、中長期視点で企業価値を高められる事業ポートフォリオを構築していくのは非常に重要な経営判断だが、先行投資期間中は利益成長が抑えられるため否定的な投資家もいる。その際、ある機関投資家より株主還元の姿勢を示す施策という提案を受け、DOE（株主資本配当率）を経営ガイドラインとして設定・公表した。
3. 株主還元をもっとすべき、もっと成長すべきという話をする投資家は多いが、事業そのものやサステナビリティの取組みそのものについてこうすべきとの良い意見をいただくことはなかなかない。

III. サステナビリティ（ESG）①

評価

- 投資家との対話を踏まえた企業による取組みが進展
 - ✓ サステナビリティ・データの開示により企業のESGレーティングが向上
 - ✓ 投資家が紹介した他社の開示好事例を社内の検討に活用
 - ✓ 自社の非財務情報と財務情報を可視化した上で企業価値向上へのつながりを分析
 - ✓ 自社製品の使用によるサステナビリティ面での効果を付加価値として定量的に示す
- 投資家から企業に対して、サステナビリティを企業価値向上につなげるストーリー、道筋が必要との指摘あり
- 投資家から企業に対して、投資家等が企業価値を理解できるよう、製品が社会にもたらす価値や、インパクトの開示を提案した事例あり

【企業から見た評価】

1. サステナビリティの開示について、ある海外投資家から社内データを持っているのにホームページや統合報告書で開示をしていないために評価されていないのではないかとわれ、数年前からデータを開示するようになったことでESGレーティングが少しずつ上がっていった。
2. 定期的に面談をしている機関投資家とは、毎年の課題と対応について意見交換をしており、頂戴した意見を取締役会に報告するフローが出来ている。
そのような投資家から、ESGに関する他社の開示の好事例を提示いただき、社内での議論において活用している。また、ミーティングでいただいたヒントを基に、非財務情報と財務情報を可視化し、企業価値向上にどうつながっているのかについて、施策を含めて分析しているところ。
3. サステナビリティ戦略と事業戦略を統合していくことが喫緊のテーマ。環境対策をコストセンターにせず、環境価値として評価いただける製品・サービスの提供を目指している。例えば、お客様が製品を使用される際のCO2排出量削減効果を付加価値として定量的に示しており、運用会社から評価いただいている。
4. サステナビリティに関して、投資家から「網羅的な情報開示は役に立つものの、改善すべき点として、『何が必要な戦略で、どういった企業価値向上につながると思うから、ESGのマテリアリティ（重要課題）とKPIをどう設定するのか』というストーリー、道筋が必要」というご指摘をいただき非常に役に立っている。

III. サステナビリティ（ESG）②

5. ある投資家から、製品がもたらす社会的価値を示すことを通じて企業価値を理解していただく観点から「インパクト、社会的価値をこのような形で開示すればよいのではないか」という示唆をいただいた。事業のサステナビリティを企業価値につなげる有益な意見と考えている。
6. 当社から運用会社に声掛けをして、当社の活動の社会的なインパクト指標の設定についてご意見を伺った。まず製品の利用者に役に立つことがベーシックな効果としてとらえられるが、それよりも広く、社会へのインパクトとして、どういった価値を社会に届けられるのか、どのような指標で測るのかについて対話を行った。いただいた具体的な意見を経営企画における検討の参考にさせていただいている。
7. アクティブ運用のアナリストの方々は当社の経営全体を分析、評価しているので、ESGについても、単にGHG排出量の削減の要望を伝えるだけではなく、当社の経営の方針や状況を踏まえてさらなるGHG排出量削減の可能性について議論をすることができ、議論が噛み合い、示唆に富む。

課題

- 投資家によるボックスティックな対話が行われているとの指摘あり
- サステナビリティの取組みと企業価値向上との結びつきについて投資家が企業の問題意識に十分に答えきれていない事例あり
- 企業から投資家に対して以下のような要望あり
 - ✓ 投資家が考えるESGマテリアリティが明確に開示されているとよい
 - ✓ サステナビリティ情報を投資判断にどう使っているのか明確に示してほしい
- （同一の）運用会社で株式運用とESGの担当者から逆のことを言われて企業側が困る事例あり

【企業から見た課題】

1. 海外機関投資家とのESGのミーティングにおいて、事前に先方質問事項に回答しウェブサイトのリンクを送付していたにも関わらず、（右に続く）

（続き）当日ボックスティック的に同じことを聞かれた。また、「投資判断にどうつながっているのか」というこちらからの問いに対して返答が無かった。

Ⅲ. サステナビリティ（ESG）③

2. ESG関連のミーティングでチェックリスト的な対話になることがある。頂くチェックリストが広範にわたるので、社内の各担当を揃えて対応しても、当方にとってあまり実りがなかったということが依然としてある。
3. 事業会社としては、CO2削減はもちろん大事だが、ESGと利益とのバランスが重要であり、その点を投資家に理解していただけるとよいという思いで対話をしている。しかし、CO2排出量削減の進捗といった総量の対話になりがち。各産業によって注力する分野は違っていて、我々の場合には、当社製品のユーザー企業と一緒に具体的なCO2排出削減に役立つ取組みを行っているがそこまで踏み込んだ質問があまり来ず、投資家には響いていない印象。
4. 生物多様性に関して、投資家に対してどう企業価値に結び付けて評価しているか質問しても「いい質問ですね」という答え。定量的にはつながりにくい中で、定性的なストーリーの提示でもよいかと聞いているが、それにも答えが返ってこない。「こうした取組みを適正に評価します」と投資家にコミットしていただけないと、今後の取組みのモチベーションにつながらない。投資家からは、TNFDに賛同していますか、SBT認証を取得していますかといったことばかり聞かれる。体裁ばかりで本質が置き去りになっている印象。
5. ESGの範囲が広い中で業界ごとに大事な点が違うので、投資家として何を大事にしているのかが分かると対話の論点が絞れる。投資家側の考えるESGのマテリアリティ（重要課題）が明確に開示されているとよい。
6. サステナビリティについては、それ自体が目的ではなく、企業価値向上につながる一つのアプローチと理解している。投資家はValuationを損なうことを求めておらず、サステナビリティの観点からのRisk mitigationとのバランスをどう図るかが大事だと考えている。
7. 投資家との対話で違和感を感じている点としては、四半期ごとに行っているIRミーティングとは別に投資家からサステナビリティのディスカッションを求められることがあるが、当社の経営戦略においては、社会価値と経済価値の両立を目指しているので、本来両者は一体のミーティングで行われるべきではないかと思う。
また、投資家が行っているというESGインテグレーションに関して、我々からは、サステナビリティの話がどう投資判断に繋がっているのかが見えにくい点が課題。それが分からないと企業としても、サステナビリティに関する取組みにやらされ感が出てしまい、モチベーションにつながらない。
8. サステナビリティ情報を投資家が本当にどう使っているのか明確に示してほしい。投資家と話をしても、投資ポジションにどうつながるのかが全然見えない。社内で工数をかけてデータを集めて開示をしているのに、社内でそれが何の役に立っているのかを説明しづらい。そのような状況でどこまで開示すればよいのかと思う。
9. 気候変動などのサステナビリティについては短期と長期のバランスをどうとるのが大事だと思うが、運用会社の中には株式運用とESGの担当者がバラバラに来て逆のことを言われることがあって困っている。

IV. 情報開示①

評価

- 統合報告書を起点とした投資家と企業の対話のサイクルが回っている
 - ✓ 企業が毎年作成する統合報告書に基づき投資家との対話を深め、投資家からの質問、意見、フィードバックを、企業側の取組みと次年度以降の統合報告書における開示内容に反映
 - ✓ 例えば、投資家からは、PBR改善のための開示等のあり方、価値創造ストーリーや資本政策に関する開示などについて助言
- 統合報告書以外にも投資家との対話を受けて企業が情報開示を改善
 - ✓ 取締役会の様子をビデオ撮影して投資家に見せる事例あり
 - ✓ 投資家からよく聞かれる情報を予めIR関連資料として開示
 - ✓ 投資家からの意見を踏まえて株主総会招集通知の記載事項を増加

【企業から見た評価】

1. 4年ほど前から統合報告書の発行を始め、それをベースに投資家を含めたステークホルダーとの対話を深めてきた。そこでいただいたご意見を翌年に取組み含めて反映して開示するというPCDAを回している。統合報告書は対話の結晶である。
 2. 通常8月頃に統合レポートを発行し、10月下旬から11月の頭に機関投資家7社から10社くらいのエンゲージメント部門、スチュワードシップ部門、議決権行使部門の方に対して当社からオファーし、1on1の対話を実施している。
 3. 3年前、5年前の開示資料等と比較して長期の視点で話をされる投資家が増えて、当社のことを本気で考えてくれている感じがする（右に続く）。
- 昨年、東証の「「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」が出された直後のアナリストとの面談においては、PBRで評価したときに株価が十分上がっていない理由についてアナリストなりの仮説をもって、他社の例もあげつつ開示の仕方や株主還元のアナウンスの仕方をこう変えることで違いが出てくるのではないかな等の深い話をしてもらえた。
4. 以前からフォロー頂いている運用会社からは、どうすれば会社の良さが投資家に伝わるのかについてミーティングで助言をいただいている。統合報告書について、ある運用会社からは、価値創造ストーリーについて、もう少し具体的な内容を増やしたり、資本政策について、他社事例を参考にしつつもう少し今後にコミットすべきという助言をいただいている。

IV. 情報開示②

5. 統合報告書の作成に当たり、企業価値の視点で複数の事業を営んでいる意義や、PBR向上策、成長投資等、投資家からよく頂く質問を明記し、それらに正面から回答するような構成、内容で記載した。
6. 統合報告書の作成に当たり、投資家からの質問、意見を改善に役立てている（例えば、長期ビジョンの開示や、事業セグメントごと強み、弱み、リスク、機会について開示の充実）。
7. 取締役会の実効性評価について、これまで様々な開示を工夫してみたがなかなか伝わらないと感じていた。そこで、当社の取締役会そのものをビデオで撮影して投資家に見せることにしたところ、投資家から大変好評で、二回目も実施した。
8. 出せる情報を最大限出して対話をした方が、より多くのものがお互いに得られる。今回初めて製品開発の詳細な進捗状況を出したが、これも投資家からよく質問される内容である。その方が、投資家との議論は進みやすい。
9. 株主総会招集通知についても、他社との比較で足りないところを機関投資家から御指摘いただき非常に役立っている。改善することで投資家にもメリットがありお互いウィン・ウィンだと感じている。
10. 中期計画期間中に設備投資計画の見直しをすることについて、あるアナリストから「事業環境の変化に応じて変えていくことについて資本市場はプラスに反応する」という意見があった。また投資家からは5年後、10年後に向けた成長シナリオを示してほしいという要請もあった。こうした意見も踏まえた中計のレビュー結果を公表したところ投資家からポジティブな評価をいただいた。

課題

■ 企業が統合報告書を作成、開示しても投資家からの反応が十分得られていない事例あり

【企業から見た課題】

1. セルサイドアナリストのカバーが薄いため、投資家説明会や個別面談では財務情報に関するやりとりが多くなる。2年前に統合報告書を出したが、質疑応答は1～2問程度。非財務情報開示も強化をしているので、もう少し注目してほしいという気持ちがある。

V. 社外取締役と投資家との対話

評価

- 社外取締役と投資家との対話は、ここ数年の間に初めて実施したという企業が多く、近年、急速に広がり
- 実施するまでに慎重だった企業においても、投資家や参加した社外取締役からの実施後の反応は高評価。全般に、企業は次回対話に前向き

【企業から見た評価】

1. 機関投資家1社に対して社外取締役が複数名というミーティングを年数回実施している。テーマ設定は事前にせず、投資家が聞きたいことを聞いていただくという方式で忌憚ない意見交換を実施している。投資家からは「取締役会でどんな議論が行われているかよく分かった。」という意見をいただいた。また、ミーティングを通じて社外取締役の方々が示された課題認識についても社内にフィードバックしている。
2. 当社では社外取締役が投資家を訪問しミーティングを実施している。投資家からは「社外取締役がはっきりとものを言っていることが分かった。」等の評価をいただいている。
3. 社外取締役と外国人投資家との面談は、通訳を通したものだったが、社外取締役が熱く語っていた雰囲気も伝わったためか投資家からも高く評価いただき、実施してよかったと考えている。
4. 社外取締役による説明会を実施したところ、投資家からよい反響をいただいた。社外取締役から投資家の質問に率直に回答いただけたことで、取締役会の実効性が透明性を持って伝わったことが大きかった。社内で「次はどのように実施すべきか」という話になり、よい影響があったと感じている。

VI. 議決権行使

評価

- 企業との対話を踏まえて投資家が議決権行使判断をしていると企業が受けとめている事例あり

【企業から見た評価】

1. 投資家も、最近では、質問だけではなくて、他社事例や、こんな考え方があるということを教えてくれるようになってきた。もう一つは、議決権行使について、かつては杓子定規に×にしますというところから、ルールはあるものの「話を聞いてから判断します」というふうに成熟してきた。

課題

- 取締役（経営陣）の選任案に反対された場合において、企業側に、投資家の実態を踏まえず議決権行使の外形基準に基づく行使を行ったという印象や、投資家の事前のコミュニケーションが十分ではなくいきなり反対行使をされたという印象が残った事例あり

【企業から見た課題】

1. 機関投資家について好ましい点は、長期視点が増えてきた点と対話を重視してもらっている点。物足りない点としては、議決権行使。例えば、独立社外が半数以上ではないことについて、議決権行使の外形基準が変えられず、結果的に、CEOに反対が増える。以前は、反対票を投じることで株式保有が難しくなるとの話もあったが、あくまで見解の相違ということで、当社のガバナンス体制が理解された上で保有は継続されている。
2. 投資家の議決権行使については、何千と行使しているので実務上難しいことは分かるものの、実態を踏まえた行使判断をしていただけることが望ましい。
例えば、外形基準による判断で、役員選任に反対されたことが過去あった。
3. 政策保有株式の縮減について、ある機関投資家に対応に時間はかかるものの継続的に取り組むことを伝えていたにも関わらず、問題提起を飛び越えて、いきなり株主総会でトップの再任議案に反対行使をされた後、その旨のレターが送付されてきた。対話の進め方として、我々の思いとは違うものであった。

VII. 内外機関投資家①【日本の投資家について】

評価

- 投資家が中長期的な目線で対話してくれて大変有益
- 投資家が長年にわたってフォローし本気で考えてくれている
- 投資家が他業種の先進的な取り組みを紹介

【企業から見た評価】

1. 我々も会社の中長期的な成長を願って活動しており、特に国内の機関投資家は同じ目線で対話できていて大変有益でありがたい。その中で、我々に足りない部分をご指摘頂いているのも有難い。
2. 3年前、5年前の開示資料等と比較して長期の視点で話をされる投資家が出て、当社のことを本気で考えてくれている感じがする（再掲）。
3. 日本の中で様々なセクターを見ている方は他業種の先進的な取り組みを紹介してくれる。

課題

- 国内投資家が経営陣に対して気を使ってコメントするため経営陣に声が伝わらないとの指摘あり
- 国内投資家は前期との差分の議論等が多いとの指摘あり
- 国内投資家はグローバルな視点が欠けているとの指摘あり

【企業から見た課題】

1. 日系の投資家はマネジメント層へ気を使って質問をされる傾向が多い。外資系の方がズバッと言う。IR担当者に対する国内投資家の厳しい意見をマネジメントにフィードバックした後、同じ投資家実際にマネジメントと対話する際には気を使われてコメントされることでマネジメントに声が伝わらず大きなGAPとなることがある。
 2. セルサイドや国内の運用者の方は、前年同期との比較、通期予想に対する進捗など細かい話が多い。
 3. 日本のアナリストは開示資料を基に、前期との差分、変動をベースとした議論をすることが多い（右に続く）。
- （続き）海外投資家の中には、技術動向等の将来展望から逆算した深い議論を行うところがあり、その点で違いを感じる。
4. 当社の事業は海外では成長産業として評価されているが、日本では違う見方をされている。ある海外投資家からは、「御社の成長力をもっと評価されるべき。」と言われている。日系の運用会社は、比較対象が国内で日本中心にものを見ていてグローバルな視点が欠けているのに対して、海外の運用会社からは、海外企業のビジネスモデルを引き合いにした質問を受けるなど視野の広さと目線感が違う。

VII. 内外機関投資家②【海外投資家について①】

評価

- 海外投資家も日本のことを理解してくれている
- 海外投資家は企業をグローバルな視点で評価し、海外の先進的な企業との比較で意見、事例紹介を頂く
- 海外投資家は長期目線、大きな目線での話になることが多い

【企業から見た評価】

1. 海外投資家も日本のことを理解してくれるように思う。例えば、社外取締役は本来過半数でいなければならないところ、日本企業についてはそこまでなくても許容していたり、政策保有株式についても取組を進めていけば一定の水準以下なら許容できるなど。
2. 海外はグローバルファンドが多く、例えば、海外企業の取組みが進んでいる環境関連について、「日本の中で先に進んでいるからといって満足してはいけません」「こういう点が足りませんよね。」と言われると、グローバル企業としてはその視点でものを見なければいけないと感じる。内外投資家には、このように比較の視点において差がある。それはガバナンス分野についても顕著に表れていて、日本企業はまだまだというのが海外投資家からの評価。国内ではそこそこ出来ているので、日本の投資家からはそんなに指摘をされることはない。
3. 全体的な印象として、海外ファンドの方が、世界全体を見る中で今は日本に資金を振り向けようというグローバルな視点でのダイナミズムを感じる。日本の投資家は日本からものを見ている印象。
4. ESGに絞った面談のリクエストは欧州投資家が多い。欧州投資家は、はっきりと意見を言う投資家が多く、その後もその意見に沿ってどの程度進捗したかフォローアップをされることが多い。また、日本ではベストプラクティスであっても海外だということの事例がありますよと提示してくる投資家は海外に多い。
5. 在外の方は、対話頻度が毎四半期ではない方が多く、また、CEO、CFOとの面談の割合多いので、国内全体の状況、競合との比較、金利の話、市場全体の話や金融政策の影響などマクロ的な話も多い。そのうえで、大きな目線で、御社はどうかという話が出てくる。
6. 海外投資家の大半は、四半期ではなく長期目線で当社を見ており、細かい決算の数字よりも中長期の考え方を中心にインタビューされる投資家が多い。

VII. 内外機関投資家②【海外投資家について②】

課題

- 短期目線の投資家は、海外ヘッジファンドが中心との指摘あり（ただし、国内でも無くなってはいない）

【企業から見た課題】

1. 短期目線の投資家は、海外ヘッジファンド中心であるが国内でも無くなってはいない。一方で、長期保有スタイルのファンドマネージャーは、当社経営陣への信頼があり、短期的な業績貢献を伴わない先行投資にも肯定的。また人材育成など人的資本の取組を評価してくれている。

VIII. その他【株式投資家と債券投資家】

比較

- 株式投資家と債券投資家は大きく変わらないものの、債券投資家は、財務比率含めた財務の健全性や長期の時間軸でサステナビリティに関する関心を有しているとの見方あり

【企業による比較】

1. 債券投資家と株式投資家は大きくは変わらないが、クレジット投資家の方が財務健全性や財務比率に重点を置いている。クレジット投資家の目線は少なくとも10年の目線ではある。
当社の属する産業は多排出産業であるので、2030年、2050年の時間軸を意識している。超長期の財務健全性、2050年の脱炭素の設備投資を行う原資を確保していくのかについての考え方、評価、その中での財務比率の置き方をどうするのかという見方をされる。

