

# 投資家等へのヒアリング結果

東京証券取引所 上場部

2024年8月30日



# 投資家等へのヒアリング：概要

- ◆ 今後の方策の検討のため、3月期決算企業の新たな取組みの開示やアップデートが進んだ本年6月から7月にかけて、改めて国内外の機関投資家や、上場企業をサポートする証券会社・信託銀行・コンサルティング会社、シンクタンク等の幅広い関係者（計60社超）と意見交換
  - 企業の対応状況を大きく3つのグループに分け、施策全体の進捗状況や、企業が直面している課題、取組みの実効性を高めるための方策などについてヒアリング
  - あわせて、上場企業に対して、セミナー・個別訪問等を多数実施

## 企業の対応状況のイメージ

### 企業群① 自律的に取組みを進める企業

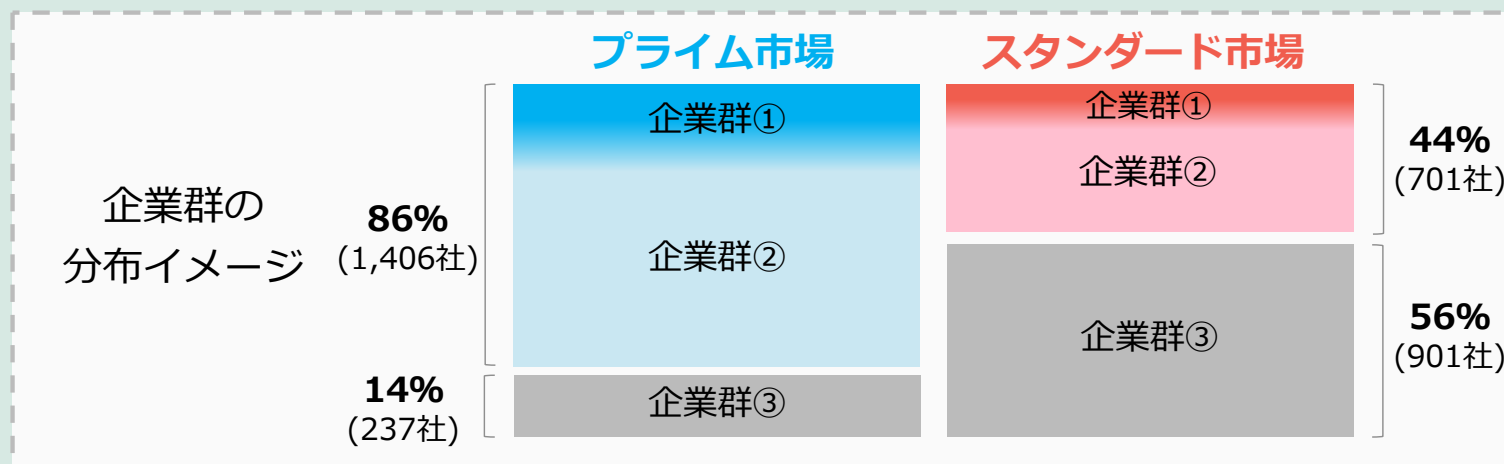
- 実効的な取組みを掲げたうえ、投資者との対話を積極的に行い、取組みをブラッシュアップ

### 企業群② 今後の改善が期待される企業

- 投資者の目線とズレた取組みとなっている、投資者とのコミュニケーションが不十分など

### 企業群③ 開示に至っていない企業

- 市場と向き合う姿勢・体制の不足などの理由で、開示に至っていない



# ヒアリング結果：全体感

## <全体・企業の変化など>

- **企業群の分類について認識相違ない**（多数）
- **真摯に取り組んでいる企業が多い**印象であり、特に足元の4～5月の決算情報の開示では、**ROEだけでなくROICに言及したり、配当については配当性向の下限やDOEを、その他にも資本コストやそのパラメータの前提を示したりなど、企業の開示内容は着実に充実してきている**（証券会社アナリスト）
- 開示についてのフィードバックが欲しいなど、企業からの対話のリクエストが増えており、**企業の意識が変わってきている**。一方で、**真摯に取り組む企業と表面的に取り組む企業の二極化が進んでいる**（海外投資家）
- 開示を行い、この1年間で**投資者との対話を通じて取組みをブラッシュアップしている企業と、一度開示して終わりとなってしまう、投資者との対話を通じた取組みのブラッシュアップやアップデートを行わない企業の間で、取組みのレベル感に大きな差がついてきており、それが企業群①と企業群②の差となっている**（国内機関投資家）
- 真摯に取り組むものの投資者からの注目が集まらない企業が多くいる一方で、**形式的に取り組むだけの企業もいる。そのような企業は開示していない（企業群③）のと変わらない**（海外投資家）

## <注力すべき企業群>

- 自律的に取組みを進める**企業群①には引き続き後押しをしていくこと**でよい。要請から**1年以上が経過しても開示を行わない企業群③の企業に注力していくのではなく、企業群②を重点的なターゲットとすべき**（国内機関投資家、コンサルなど）
- マーケット全体の底上げに向けて、プライム市場でボリュームゾーンとなっている**企業群②の取組み促進に注力すべき**。投資者側もリソースが限られる中で、**企業群②の真摯に取り組む企業をサポートしたい**（海外投資家）
- 市場区分や企業群ごとに施策を変えていくことは良いと思うが、市場全体の取組みを向上させていく必要はあるので、**企業群③に対して妥協する必要はない**（海外投資家）

# ヒアリング結果：企業群②の課題（1 / 2）

## <投資者との目線のズレ>

- **ROE目標があまりに低く設定されるなど、目標設定の水準に違和感を感じる**ことがある。恐らく資本コストを内部で低めに見積もり、それを超えているから良しとしているのではないかと思うが、資本コストの開示も行っていないため、投資者としては評価することもできない（海外投資家）
- **目標設定の時間軸に問題を感じる企業**もいる。相当先の年度でROE 8%の目標を設定しているなど、企業側も実現できると思っていないのではないかと思うところもある（海外投資家）
- ROICの活用が広がり、事業別の収益分析が進むなどポジティブな動きがある一方で、不採算事業について、収益性を改善するという戦略ばかりになっている。**不採算事業の撤退も含めた、抜本的な事業ポートフォリオの見直しにつなげるなど、取組みが次のステップに進んでいくことを期待している**（海外投資家）
- **既存の事業をやめることができない企業が多い**。定量的に見れば収益性が資本コストを下回っているのに、撤退しないという判断は説得力がない。**将来的に収益を生み出していくための事業ポートフォリオの見直しが行われず、目先の株主還元のみで終始してしまう企業**がいる（コンサルティング会社）
- 株主還元の強化を掲げる企業は増えているが、その前提として、**目指すバランスシートの姿やキャピタルアロケーションの方針を十分に検討しておらず、目先の株価対策として行っているように思われる企業も見られる**（国内投資家、海外投資家など）
- **政策保有株の縮減**を掲げる企業は多いが、成長投資や株主還元など、**売却して得た資金を何に振り向けていくかを開示していない企業が多く、ポジティブ材料となっていない**。政策保有株を売却して得た資金を含めて、**中長期的なキャピタルアロケーションの方針を開示する動きが広がっていくことが望ましい**（国内機関投資家）
- **過去の中期経営計画を引用しているのみで、「引き続き中期経営計画に記載した施策を実行することによりPBRを向上させていく」という表面的な開示を行う企業について問題視している**（海外投資家）

## ヒアリング結果：企業群②の課題（2 / 2）

### ＜投資者とのコミュニケーションが不十分＞

- 投資者から指摘されることを恐れて開示が遅れたり、開示の内容が不十分なものとなり、投資者との有効な対話につながっていないケースがある（信託銀行）
- 実効的な取組みとなっていないにも関わらず、投資者とコミュニケーションを取ろうとせず、取組みがブラッシュアップされないままの企業が多くいる（海外投資家）
- 社外取締役は株主の立場を代弁する存在であり、積極的に株主や投資者と対話を行い、取締役会にフィードバックすべきだが、依然として、社外取締役との対話を申し込んでも断られる場合がある（海外投資家）
- 取組みや開示に対して投資者が厳しく指摘することで企業が後ろ向きになってしまわないよう、対話においては投資者サイドも気を付けなければならないと認識している。まずは企業の話が投資者がしっかり聞いて考えを理解したうえで、投資者の目線を伝えるようにしている（海外投資家）
- 時間をかけて真摯に取り組んでいるものの、投資者との接点がない企業もいる。リソースも限られる中で、投資者サイドとしては前向きに取り組む企業を応援していきたいが、プライム市場ではほぼ開示済となってきた中で、真摯に取り組む企業とそうでない企業の判別が難しい（国内機関投資家・海外投資家（主にアクティブ）など）

# ヒアリング結果：企業群②へのアプローチ（1 / 3）

## <ポイント・事例集のアップデート>

- 好事例だけでは、自社はそこまで立派な企業ではないのと開き直ってしまう企業がいるため弱い。**この取組み・開示では投資者の期待に応えられていないという好ましくない事例を示していくことが有効**（海外投資家）
- 過去に策定した中期経営計画を引用しているだけの表面的な開示など、**好ましくない開示のポイントや事例を匿名で類型化して公表するなど、企業と投資者の目線のズレを可視化してはどうか**（海外投資家）
- 一過性の株主還元のみで終始するのではなく、**抜本的な事業ポートフォリオの見直しを行う企業を好事例として発信**していけると良い。加えて、投資者にとって**目指すバランスシートの姿やキャピタルアロケーション方針の開示も非常に重要なポイント**。目先の株主還元のことだけを考える企業は、それらの検討・開示が今後どのように成長していくかを考えるきっかけとなり、実効性のある取組みにもつながっていくのではないかと（海外投資家）
- 要請から1年以上が経過し、**初期に開示した企業は「取組みの進捗状況」の開示例を探している**ので、**好事例として示せると企業の参考になる**のではないかと。また、**取組み内容を見直した結果、過去の開示にとらわれずに、内容を大きくアップデートすることも妨げない旨を発信**していくとよいと思う（信託銀行）
- 前回の事例集でも幅広い規模の企業が紹介されているが、スタンダード市場の企業など、それでもまだ自分たちには身近でない、参考にしづらいという声もあるので、**スタンダード市場の企業を拡充するなど、より幅広い事例を取り上げて欲しい**（信託銀行）

# ヒアリング結果：企業群②へのアプローチ（2 / 3）

## <投資者とのコミュニケーションの促進>

- 既に開示している企業については、投資者など市場参加者がブラッシュアップに向けたサポートをしていくべき。企業側も、自社の認識する資本コストの水準が正しいかを投資者に質問するなど、開示した内容について投資者に積極的に意見を求めても良いのではないかと。投資者との双方向での対話が進むことが望ましい（海外投資家）
- 完璧な内容で取組み・開示を行おうとするあまり開示の遅れや開示内容が不十分になることを避けるため、まずは現時点で検討出来ている範囲での開示を促し、開示のハードルを下げる事が考えられる（国内機関投資家）
- 機関投資家に対話を依頼しても応じてもらえない企業もいるので、真摯に取り組んでいるが、投資者からのアクセスを受けられないような企業を、対話につなげていけると良い（信託銀行）
- 投資者サイドのリソースも限られるため、対応する気のない企業ではなく、真摯に取り組む企業と投資者のコミュニケーションを促進し、企業の取組みのブラッシュアップにつなげていくべき（国内機関投資家（主にアクティブ））
- 投資者サイドとしては、やる気があるがどうしたらよいか分からない、投資者に上手く伝える方法が分からないという企業をサポートしていきたい（海外投資家（主にアクティブ））
- 社外取締役にもIRの意識を持ってもらうことが重要であり、株主・投資者との対応を主導する筆頭社外取締役の設置を促してはどうか。担当が明確になることで、投資者としてもアプローチがしやすくなる（海外投資家）

# ヒアリング結果：企業群②へのアプローチ（3 / 3）

## <開示リストの活用>

- 要請から1年以上が経過して、「検討中」のステータスとしている企業も一定程度は検討を進めているはず。もはや「検討中」のステータスは意味をなさないので、まずはいったん現状でも良いので開示を促す観点から、「検討中」というキーワード記載をなくして良いのではないかと（海外投資家）
- すでに要請から1年以上が経過しているため、新たに「検討中」という開示は認めるべきではない（国内機関投資家）
- プライム市場では8割以上が開示済となってきたので、リストの活用余地が少なくなってきた。今後は企業が取組みをブラッシュアップしていくことが重要となってくるため、**取組み・開示のアップデートを行った企業をリスト上で分かるようにしてはどうか**（国内機関投資家、海外投資家、証券会社アナリストなど）
- 真摯に取り組む企業をサポートしたいが、開示リストの中で「開示済」となっているにもかかわらず、実際には表面的な開示を行っているだけの企業もあり、開示リストでは判別が難しい。**真摯に取り組んでおり、投資者とのより活発なコミュニケーションを求める企業を、開示リストなどを活用して見える化できると、エンゲージメントの効率化に繋がり、大変ありがたい**（海外投資家・国内機関投資家（主にアクティブ）など）

## <その他>

- 前向きに取り組んでいない企業への動機付けとして、**取組みによって企業が報われた姿（株価の推移など）を示していく**ことも考えられる（国内機関投資家）
- 投資者側についても、スモールミーティング等で**短期目線の質問しかしない、中長期的な企業価値向上への意識がない投資者がいるなど、課題があり、投資者側のモニタリングや投資者側へのメッセージ発信が重要**（海外投資家）

# ヒアリング結果：企業群③の課題

## ＜市場と向き合う姿勢・体制の不足＞

- 資本コスト要請の件に限らず、**情報開示が全般的に不足しており、投資者の声を聞こうとしない企業が多い。**スタンダード企業を中心に**全く面談ができず、取材拒否をされることもある**（海外投資家）
- スタンダード企業を中心に、**I Rの専任を置いていない、そもそも投資者との面談を受けないなど、I R体制に課題がある企業が多い。**上場会社であればマーケットと何らかの形で**コミュニケーションを取るべき**であり、**リソース不足を理由に十分なI R体制を築かないのはいかなるものか**と感じる（国内機関投資家）
- エクイティストーリーを考えられていなかったり、**やる気はあるがI Rの適切なやり方が分からない企業も多い。**また、投資者がどのような基準で投資対象をスクリーニングし、評価しているかを企業側が知らないから、**どのようなI Rが必要かが理解できておらず、I R体制を整備していないの**だろう（コンサルティング会社）

## ＜支配株主等の存在＞

- **支配株主や、支配株主がいなくても創業家出身のトップなどにより実質的にコントロールされている企業では、一般株主に対する意識が弱い**ため、**I Rをしない企業が多く、岩盤のようになり、取組みを促していくのが難しい**（海外投資家）
- 取組みが進まない背景には、**支配株主がいて市場からのプレッシャーを感じる**ことがなく、**取組みや開示の重要性を理解していない企業が多く**いることが考えられる（コンサルティング会社）
- **特に対応が遅れているのは親子上場の子会社。**対応しようという気がなく、一番の課題（海外投資家）

# ヒアリング結果：企業群③へのアプローチ

## < I R 機能確保の促進 >

- 要請の件もあり、特にスモールキャップ企業の一部では I R 担当の社内での地位が上がったり、経営者の I R に対する意識が変わってきている企業もいるが、**普段から投資者と接点がない企業は、I R にリソースを割く必要があると経営者のマインドを変えていく必要がある**（海外投資家）
- 企業の実効性を高めるためには、**流通株式時価総額などの形式基準よりも、I R の体制整備に必要なリソースの確保など、体制の構築を求める方が良い**と思う（海外投資家）
- 上場会社であれば、何かしらの形でマーケットとコミュニケーションを取る体制を整えるべき。**I R 機能の確保を求めつつ、I R の体制・人数・どのような取組みをしているかなどを開示してもら**うべき（国内機関投資家）
- I R について、開示コストがかかるからと消極的な企業もいるが、普段から社内で議論している経営方針を外部に説明していくこと自体は、そこまで大きなコストはかからないはず。**企業に対して、I R の実施に関して、強制力を伴う形で求めてもよい**のではないかと（海外投資家）

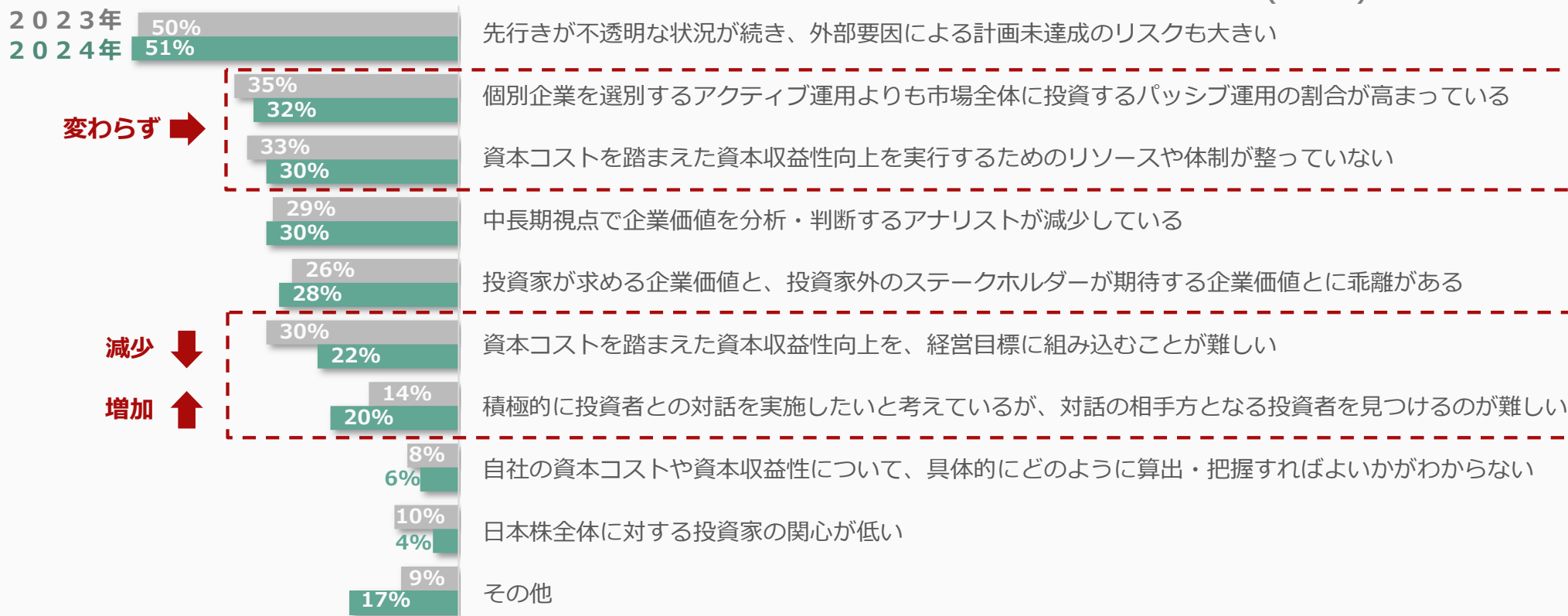
## < その他 >

- 要請から 1 年以上が経っても開示していない企業を動かすには、**開示の義務付けが必要**（海外投資家）
- スタンダード企業を中心に、**無理やり全ての企業に取組みや開示を行わせる方向に向かうのは望ましくない**。取組みの重要性を理解していないと、不要な株主還元のみを実施して表面的に対応する企業が増える可能性がある。**もっと基礎的な、企業価値や I R について啓発していくところからではないか**（国内機関投資家）

# (参考) 上場企業が取組みを進めるうえでの課題 (日本 I R 協議会の会員企業向けアンケート調査結果)

- ◆ 「資本コストや株価を意識した経営」に関する取組みを進めるうえで、
  - パッシブ運用の割合が高まっていることや、取組みを実行するためのリソースや体制が整っていないことを課題と考える企業は引き続き多い
  - 資本収益性向上を経営指標に組み込むことが難しいことを課題と考える企業は昨年から減少
  - 対話の相手方となる投資者を見つけるのが難しいことを課題と考える企業は昨年から増加

Q. 取組みを進めるための課題はどこにあると考えられますか (n=187)



出所：一般社団法人 日本 I R 協議会が2024年5～6月に実施した同会会員企業向けアンケート結果 ( [https://www.jira.or.jp/file/topics\\_file1\\_220.pdf](https://www.jira.or.jp/file/topics_file1_220.pdf) ) から抜粋 (東証でグラフを加工)