



「資本コストや株価を意識した 経営の実現に向けた対応」に関する 企業の対応状況とフォローアップ

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年8月29日

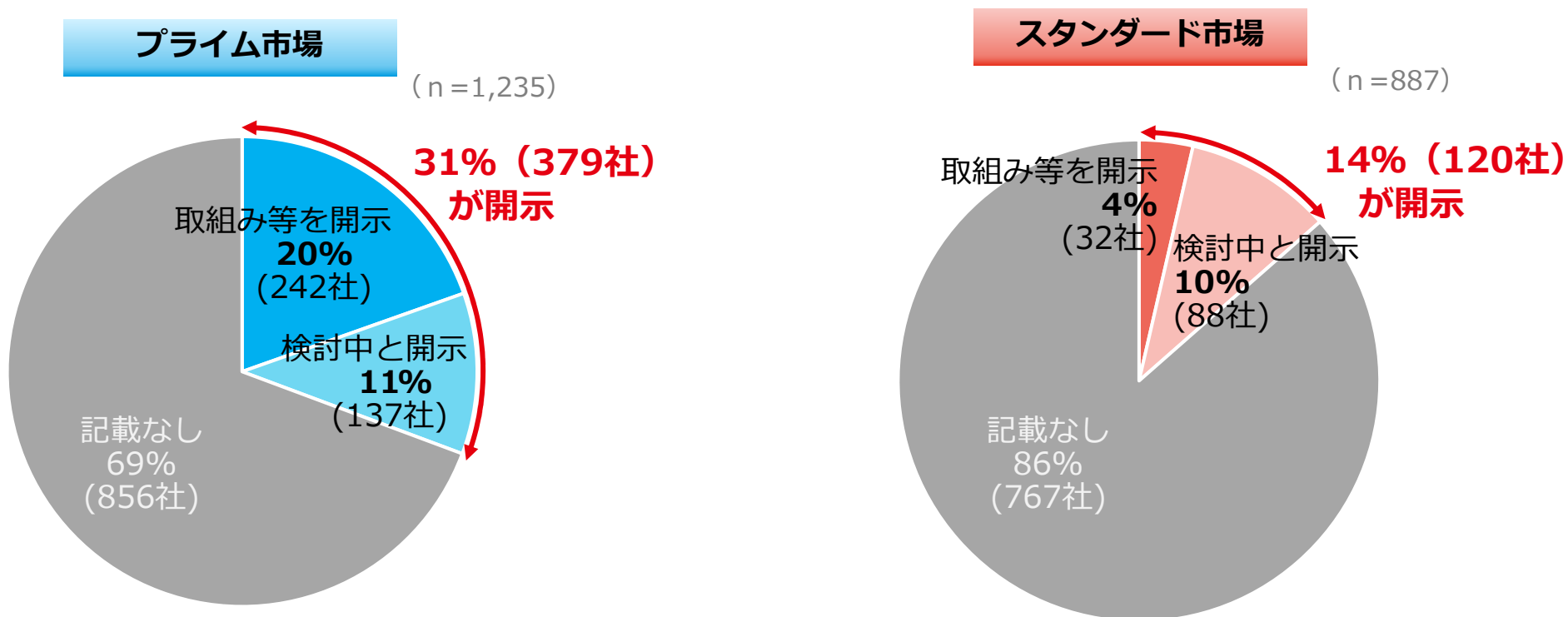
「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況

- 今般の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた**上場会社の開示状況について、コーポレート・ガバナンス報告書※の記載に基づき集計実施**（3月期決算企業のCG報告書が出揃った7月中旬時点で集計）

※ 今般の要請では、開示を行う書類の定めはないものの、開示を行っている旨やその閲覧方法について、CG報告書への記載を求めている

- 今般の要請では、計画策定・開示の前提として十分な現状分析や検討が求められるため、開示時期に関して具体的な期限を定めていないものの、**既に、プライム市場の31%（379社）、スタンダード市場の14%（120社）が開示済**（3月決算企業を対象に集計。3月期決算以外の企業では、プライム市場20社、スタンダード市場28社が開示）
 - うち、具体的な取組み等は**現在検討中（今後改めて公表）とする会社も一定数**（開示した企業のうち、プライム市場では3分の1程度、スタンダード市場では3分の2程度）

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた開示状況

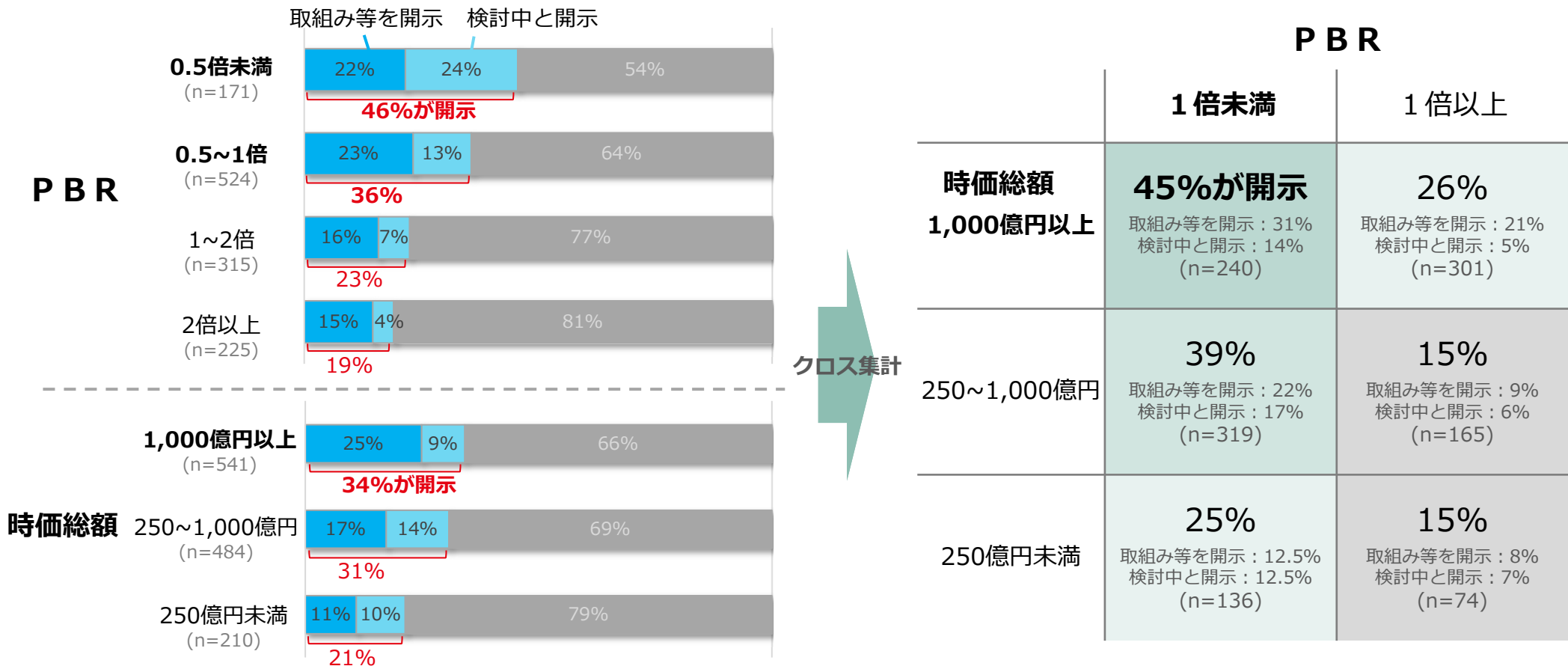


注：3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計

P B R /時価総額水準別の開示状況（プライム市場）

- P B R /時価総額水準別に開示状況を見ると、P B Rが低い企業/時価総額が大きい企業ほど開示が進展
 - P B R 1 倍未満かつ時価総額 1,000 億円以上のプライム市場上場会社では、45%が開示
 - 一方で、P B Rが高い企業/時価総額が小さい企業では、相対的に開示が進んでいない状況

P B R /時価総額水準別の開示状況（プライム市場）

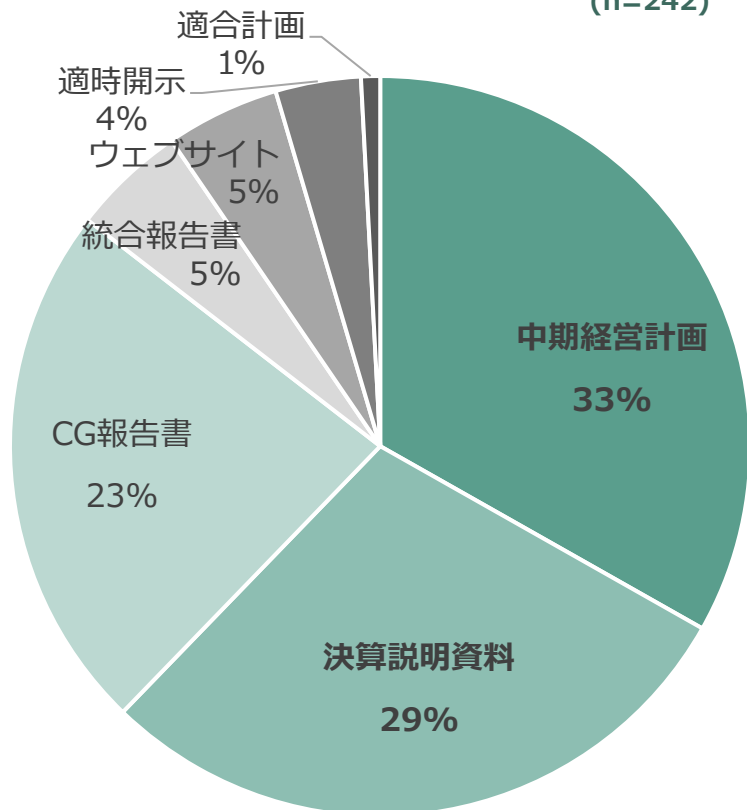


注：プライム市場の3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計

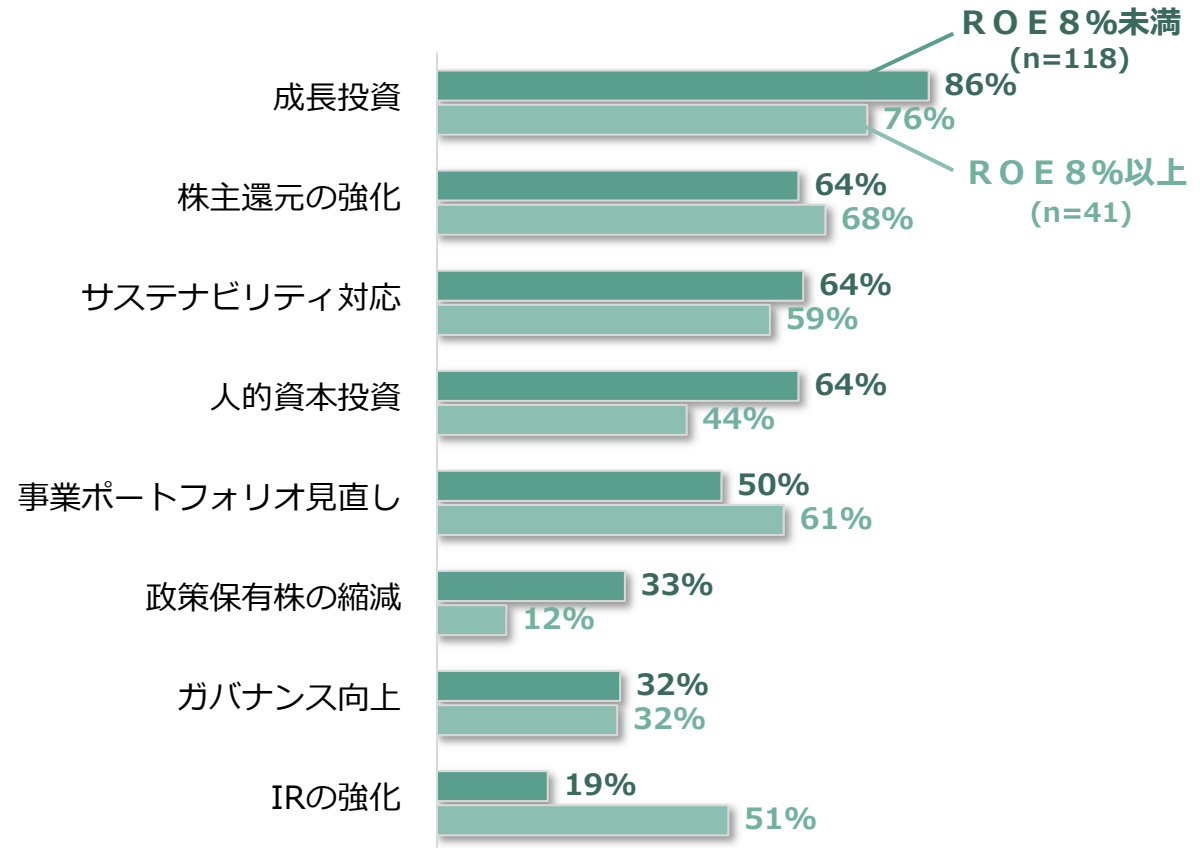
- 開示書類は、中期経営計画や決算説明資料がそれぞれ3割程度と多い
- 資本収益性や市場評価の改善に向けた取組み内容としては、成長投資や株主還元の強化、サステナビリティへの対応、人的資本投資、事業ポートフォリオの見直し等が多いが、ROEが比較的高くてもPBR1倍未満の企業ではIRの強化を掲げる企業も多い(単に株主還元だけを掲げる企業はほぼなし)
 - ただし、取組み等が開示されている場合でも、既存の開示を参照するのみで、資本コストを踏まえた現状分析・評価に関して言及がないなど、投資者との建設的な対話を進める観点で、記載が十分ではない事例も一定程度見られる

主に開示を行っている書類

(n=242)



PBR1倍未満企業の改善に向けた取組み内容

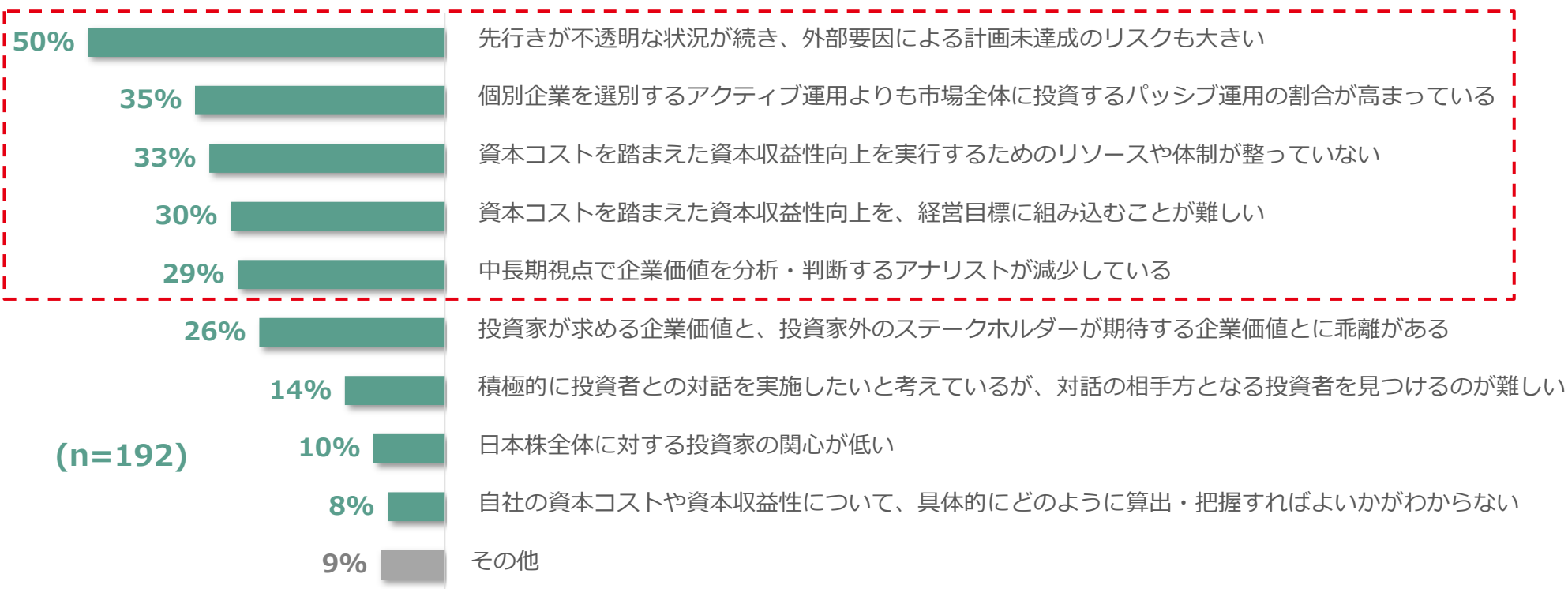


注：プライム市場の3月期決算企業で、2023年7月14日時点で取組み等を開示している企業を対象に集計
 注：複数の書類で開示をしている場合、主な記載が行われている書類をカウント

注：プライム市場の3月期決算企業で、2023年7月14日時点で取組み等を開示している企業を対象に集計

- 日本 I R 協議会が2023年5～6月に実施した上場会社向けアンケートによると、企業が「資本コストや株価を意識した経営の実現」への取組みを進めるうえで感じている課題として、外部要因による計画未達成のリスクや、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、経営目標に組み込むことが難しいことのほか、投資者側の状況として、パッシブ運用の割合が高まっていること、中長期視点で企業価値を分析・判断するアナリストが減少していることを挙げる企業も多く見られた

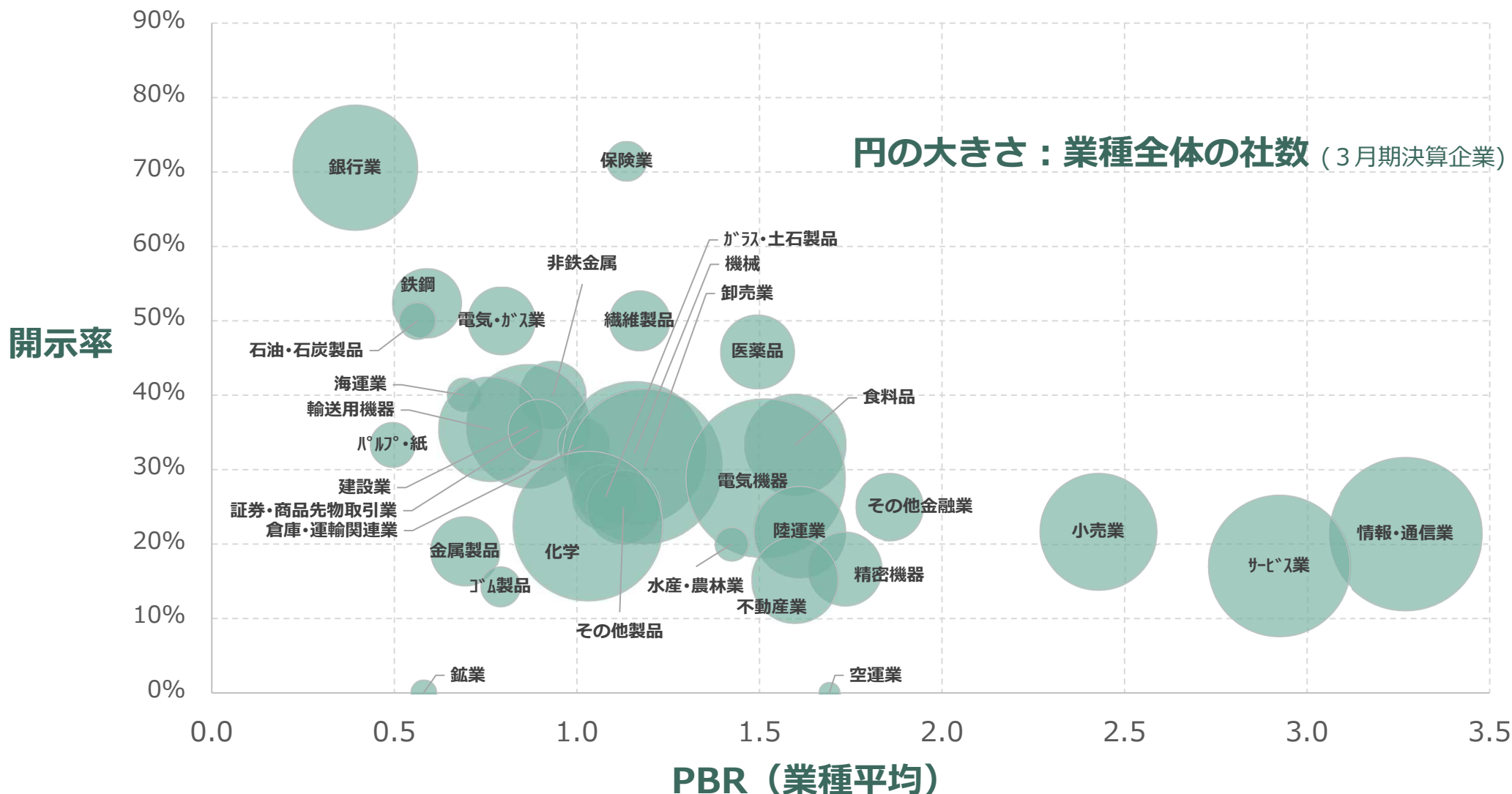
取組みを進めるうえでの課題（日本 I R 協議会 会員企業向けアンケート）



出所：一般社団法人 日本 I R 協議会が2023年5～6月に実施した同会会員企業向けアンケート結果から抜粋（東証でグラフを加工）

(参考) 業種別の開示状況 (プライム市場)

- 平均PBRが低い業種の方が開示が進展しており、銀行業では約7割が開示 ※検討中と開示している企業を含む
- 一方で、平均PBRが高い情報・通信業、サービス業、小売業などでは、相対的に開示が進んでいない



注：プライム市場の3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計
 注：開示率には、検討中と開示している企業を含む

(参考) R O E 水準別、株式所有状況別の開示状況 (プライム市場)

- P B R 1 倍未満の企業では、R O E 水準の高低に係わらず開示が進展
- P B R 1 倍未満の企業であっても、株式所有状況に偏りがある企業、特に支配株主を有する企業では、相対的に開示が進んでいない

R O E 水準別の開示状況 (P B R 水準とのクロス集計)

		P B R	
		1 倍未満	1 倍以上
R O E	8 % 未満	39%が開示 取組み等を開示：23% 検討中と開示：16% (n=509)	21% 取組み等を開示：14% 検討中と開示：7% (n=160)
	8 % 以上	37% 取組み等を開示：22% 検討中と開示：15% (n=186)	21% 取組み等を開示：16% 検討中と開示：5% (n=380)

株式所有状況別の開示状況 (P B R 水準とのクロス集計)

株式所有状況	P B R	
	1 倍未満	1 倍以上
支配株主あり	21%が開示 取組み等を開示：12% 検討中と開示：9% (n=33)	21% 取組み等を開示：14% 検討中と開示：7% (n=56)
20%以上株主あり (支配株主なし)	34% 取組み等を開示：21% 検討中と開示：13% (n=128)	16% 取組み等を開示：10% 検討中と開示：6% (n=170)
上記以外	40% 取組み等を開示：24% 検討中と開示：16% (n=534)	24% 取組み等を開示：19% 検討中と開示：5% (n=314)

注：プライム市場の3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計

- 公表後、海外投資家を含む投資家からは、今般の要請は投資家と経営者の目線を揃える効果があり、要請を踏まえた企業の変化について、高い期待を寄せる声が多く寄せられている
- 実際に、要請後、企業が対話に積極的になった、対話の中で資本収益性や事業ポートフォリオに関する議論が増えた、企業からの助言依頼が増えたなど、企業の前向きな変化を感じるという声も、国内外の投資家から多く寄せられている

（主な意見）

＜今般の要請への評価＞

- 今回の要請内容は、これまで**投資家として日本企業に伝え続けて来たこと**であり、**正しい方向へのとても良い取り組み**。我々も企業の取り組みが進展するように協力していきたい（海外投資家）
- 東証の取り組みは海外でも非常に注目されており、今回、我々が日本株へのアロケーションを増やそうとした要因の1つ。しかし、**期待や注目を集めている分、これからの取り組みの経過が大切**であり、**ポジティブな変化について、継続的に機関投資家に情報発信・アピールしていくことが重要**（海外投資家）

＜企業の対応状況へのポジティブなリアクション＞

- 最近では、事業の収益性、株主還元を含む余剰資本の取扱いや事業部門別のROIなど、**成熟した議論がより多く見られるようになってきている**。コーポレートガバナンス・コードの導入である程度進んでいたが、ここまで到達することはなかった。また、これまで、証券会社などを介してもなかなか会うことができなかった企業が、今回の訪問ではいきなりCEOが出てくることになるなど、**日本企業の姿勢に明らかな変化が生じている**（海外投資家）
- 何度言っても動かなかった日本最大規模のメーカーが、今回の要請を受け、PBR1倍から脱却するための成長実現に向けた計画を立てた。こうした事例がよくあり、**課題はまだまだあるが、劇的な進歩。典型的な日本の低収益企業である大手メーカーでも取り組みが進められていることは、日本が変わる真のサイン**になる（海外投資家）

- 一方で、依然として、経営者が取組みの意義・必要性を十分に理解していないケースや、危機感があっても対応を進める知見・リソースが十分ではないケースが見られるとの指摘もあり、継続的な要請内容・趣旨の周知、企業の対応状況の定期的な集計・公表、より詳細なガイドライン作成や良い取組み事例の共有など、上場会社の取組みを促進するためのフォローアップ/サポートを求める声が多い
 - 対応を検討中の上場会社からも、良い取組み事例があると対応を進めやすいとの声が寄せられている

<課題、フォローアップの必要性>

- PBRやROEが低い企業は真摯に取り組んでいる一方で、報道内容だけ見て、PBRが1倍を超えていれば関係ないと、経営者が東証の要請の趣旨を誤解しているケースも多い。また、特に市場関係者との接点が少ない地方の会社では、経営者が東証の要請を把握していない場合もあり、引き続き要請内容の周知が必要（国内機関投資家）
- プライム市場の上場企業でも、経営者が十分に腹落ちしていないと感じるケースや、意識を持っているか疑問に感じるケースもある。取引所から良い取組みの事例を示すと、経営者の意識が高まるのではないかと（コンサル）
- 東証の要請には大きな反響があり、すぐに行動に移す企業も見受けられ、素晴らしいイニシアティブである一方で、時価総額が小さい企業は、取組みを検討するための金融リテラシーやリソースが足りない印象（国内機関投資家）
- 東証の要請を受けて、投資先の経営層から助言依頼されることが増えた一方で、企業からは「今までそんな説明をしたことがないので、どうやっていいかわからない」という声も聞こえている。（国内機関投資家）
- 企業の中には何から手を付けてよいかわからない、わかったつもりで間違っているケースもある。企業の対応を促すため、教育プログラムを提供したり、より詳細なガイドラインを示していくことが考えられる（海外投資家）
- 対応を進める上で、経営者における資本コストや収益性への理解が必要だが、不十分なケースがあり、教育活動が必要。また、社外取締役の役割も大切で、ボードガバナンスをどうしていくのかということも重要（海外投資家）
- 東証の施策について投資家からの関心は高く、評価する声が多い。投資家の次の関心は「どれほど実効性があるか」であり、開示状況の集計結果について定期的な公表を求める声も多い。これにより、要請に対応していない企業に対するプレッシャーを誘因し、良いサイクルが生まれるとも考えている（証券会社）

<改善に向けた取組み内容について>

- 東証の取組みにより、企業における資本収益性を高めるという意識が高まってきた一方で、**資本コストを下げるという意識はまだ弱い。資本コストを下げるため、ボラティリティを抑える取組みも重要**（海外投資家）
- 将来の成長に向けて、まず縮小するべきケースもあるが、企業が資産や負債の状況に関係なく、短期的に株価を上げたいがために自社株買いを行うということもあり得る。実際に、今年の**自社株買いは過去最高ペースとなっており、全体としては良い影響があると思うが、その中には明らかに良くないものもあり、東証のガイドの仕方が重要**（海外投資家）
- 市場評価を改善していくためには、I R担当者に有能なメンバーが揃っているかという点も重要。**内容を理解したI R担当が、自ら英語で発信していくべき。**（海外投資家）
- 日本は先進国の他市場と比べて、役員の金銭的インセンティブが驚くほど株主と揃っていない。**シニアマネジメントが、株主と同じ目線で、企業価値向上に向けたインセンティブを持つことが重要で、そのようなKPIに連動した役員報酬の導入を進めるべき**（海外投資家）

<開示について>

- 具体的な取組みは**今後改めて公表すると開示する場合でも、現在の検討状況や、取組みの開示時期について、できる限り具体的に記載していただくとよい**（国内機関投資家）
- コーポレート・ガバナンス報告書に開示書類のリンクを記載する際、**リンク先で見るとべき部分のページ数等の記載がなく、開示を見つけづらいケースもあるので、ページ数等も記載してほしい**（国内機関投資家）

<分析・評価・目標設定に用いる指標について>

- 日本企業の経営者と話をすると、多くはROEに着目しているが、ROEはレバレッジを上げることで操作できてしまうので、ROICをより重視していくべき（海外投資家）
- 企業がPBRを計算する際、分子の時価総額に自社株分を含んでいるケースが見られるが、適切ではない。時価総額を用いて計算する場合には、「**自社株を除く発行済株式数**」ベースで計算するのが主流であり、留意すべき（海外投資家）

現状評価・課題

- 今般の要請は、特にPBRが低い企業を中心に真摯に受け止められ、計画策定・開示の前提として十分な現状分析や検討が求められるため具体的な期限を定めていないものの、既に一定数の企業で対応が進められており、国内外の投資者からも企業の変化について概ねポジティブな評価
 - ただし、既に取組み等を開示している場合でも、投資者の視点を踏まえると十分ではないと考えられる事例も見られる
- 一方で、PBRが高い企業や時価総額が小さい企業において対応が相対的に遅れている状況や、上場会社/投資家等からのフィードバックを踏まえると、対応の進展が見られていない企業における課題として、以下のケースが想定される
 - ・ PBRが1倍を超えていれば、今般の要請は関係ないという誤解が生じている
 - ・ 経営者が対応の意義・必要性を十分に感じていない
 - ・ 対応を進めるためのリソースが整っていない

今後のフォローアップ

- 上記課題を踏まえて、まずは企業における資本収益性や市場評価の改善に向けた取組みの検討・開示をさらに促進していく観点から、以下の施策を進めることとしたい
 - ・ 企業の開示状況や取組みの内容、企業が抱えている課題、取組みに関する投資家等からの評価等について、本フォローアップ会議において今後も継続的にフォローアップを実施し、企業や投資家等の市場関係者に周知
 - ・ 既にPBRが高い企業に対して、今般の要請は中長期的な企業価値向上の実現に向けた建設的な対話を促進するための施策であり、PBR水準に係わらず、全てのプライム市場・スタンダード市場上場会社に対応をお願いするものであることを改めて周知
 - ・ 投資者の視点を踏まえた対応のポイント（検討中とする場合を含む）や望ましい取組みの事例について、取りまとめ・周知（企業の形式的な対応を誘引しないよう留意）
- ⇒ 取組みの開示後における株主・投資者との建設的な対話の促進については「資料4」で検討