

「資本コストや株価を意識した経営」、 「株主との対話」の現在地を探る



HRガバナンス・リーダーズ

シニアストラテジスト **中川 和哉**
コンサルタント **朝田 悠人**

1. 「資本コストや株価を意識した経営」、 「投資家との対話」がなぜ求められているのか

1.1 東証の上場企業への要請を振り返る

2023年3月、東京証券取引所（東証）は、プライム市場・スタンダード市場の全上場企業を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を、プライム市場の

〈目次〉

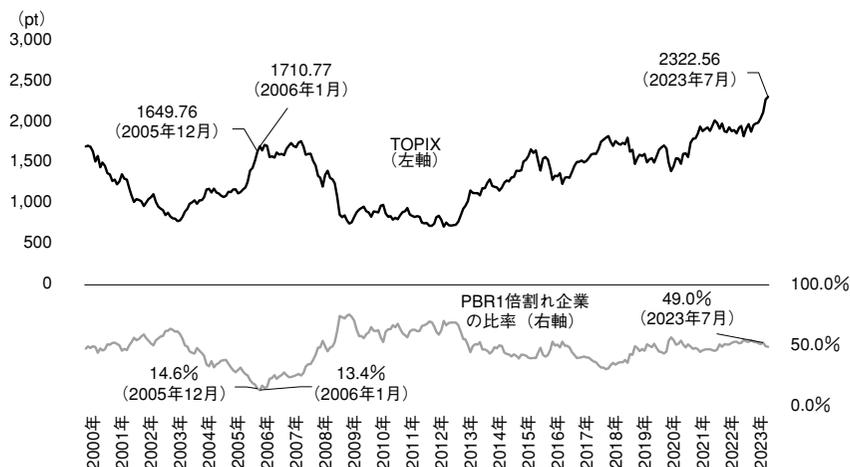
1. 「資本コストや株価を意識した経営」、
「投資家との対話」がなぜ求められているのか
2. 東証の要請に対する上場企業の対応状況
3. 終わりに

全上場企業を対象に「株主との対話の推進と開示」を要請した（注1）。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」では、①現状分析（自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価する）、②計画策定・開示（改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定し、その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示）、③取組みの実行（計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進すると共に、開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施）という3つのステップを継続的に実施することを上場企業に求めている。

一方、「株主との対話の推進と開示」においては直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等について開示を要請し

(図表1) TOPIXとPBR1倍割れ企業の比率の推移(2000年以降)



(注) PBR1倍割れ企業の比率は、TOPIX構成企業に占めるPBR1倍を割れている企業数の比率を示している
 (出典) QUICK WorkstationよりHRGL作成

ている。開示することが考えられる事項として、①株主との対話の主な対応者、②対話を行った株主の概要、③対話の主なテーマや株主の関心事項、④対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況、⑤対話やその後のフィードバックを踏まえて、取り入れた事項があればその内容、がコーポレートガバナンス・コードの内容を踏まえたうえで例示されている。

今回の要請については、東京証券取引所が2022年7月に設置した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」で議論が行われてきた。本稿では、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、「株主との対話の推進と開示」に取り組む意義について、フォローアップ会議での議論を踏まえながら

筆者らの考えを述べる。その後、日経225社(3月期決算企業)を対象とした「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、「株主との対話の推進と開示」の取組状況について、筆者らが所属するHRガバナンス・リーダーズの調査結果及び筆者らの見解を示す。最後に、調査結果の要点を簡潔にまとめ、これらの要請の内容を取締役会で議論する重要性に触れる。なお、本稿は筆者らの個人的な見解を示したものであり、所属する組織の見解や方針を示すものではない。

1.2 資本コストや株価を意識した経営の実現に取り組む意義～PBR格差が広がる日本株市場～

資本収益性、特にROEを意識した経営が日本企業に改めて喚起される端緒となったの

は、2014年8月に公表された「伊藤レポート」であると考えられる。生命保険協会のアンケート調査をみると、2010年度にROEの目標値を設定する企業は34.0%と、リーマンショック前（2008年度）の50.3%から大幅に低下し、過去最低水準を記録していた^(注2)。一方、伊藤レポートが公表された2014年度は41.6%と前年度（37.7%）から上昇し、以降はROEの目標値を設定する企業が徐々に増えている。直近の2022年度は、ROEの目標値を設定する企業が75.0%に達した^(注3)。

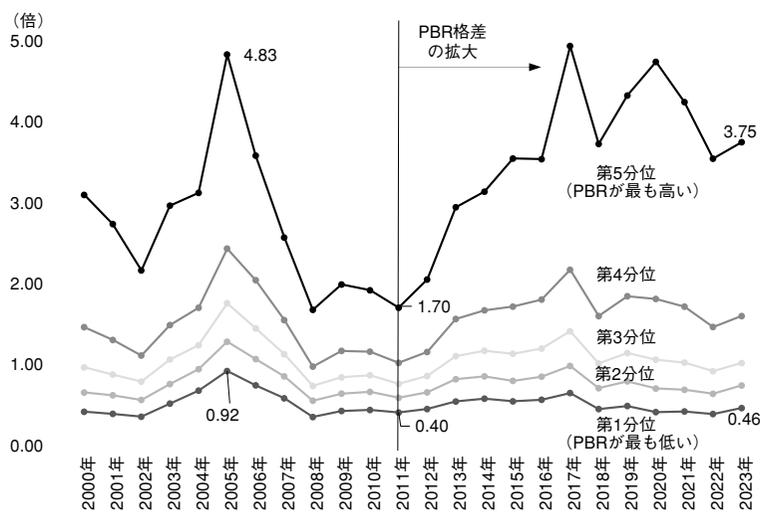
他方で、資本コストを意識した経営については投資家側と企業側で認識が大きく異なる。同じく生命保険協会のアンケート調査（2022年度）によると、日本企業のROEが、株主資本コストを上回っていると考えている投資家は4.2%にとどまり、下回っていると考えている投資家は62.1%に達している^(注4)。一方、企業側のアンケート結果では、自社のROEが株主資本コストを上回っていると捉えている企業が54.9%に達しており、下回っていると捉えている企業は23.4%にとどまった。

理論上はROEが株主資本コストを上回れば、上場企業のPBRは1倍を超えてくると考えられるが、実際はどのように推移しているであろうか。2000年以降のTOPIXの水準及びTOPIX構成企業に占めるPBR1倍割れの企業の比率を、グラフにして並べている（図表1）。PBR1倍割れの企業の比率は、2000年頃は50%前後で推移していたが、2004年からTOPIXの上昇とあわせて徐々に低下し、

2005年末時点で14.6%、2006年1月には13.4%まで低下した。一方、同じ株価の上昇局面でも、安倍政権発足への期待が高まった2012年の終盤から2023年にかけては、TOPIXの水準自体は3倍程度の水準に達したものの、PBR1倍割れの企業の比率は直近で約半数（49.0%）と高水準にとどまっている。生命保険協会のアンケート結果にもみられた「日本企業のROEの水準は資本コストを下回っている」という投資家のコンセンサスは、足元のPBR1倍割れの企業の比率の状況を見る限り決して的外れなものではなく、むしろ正解に近いと考えられる。企業においては、自社の資本コストを正しく認識したうえで、それを上回る資本収益性や株式価値向上をどのように成し遂げていくか、筋道立てて投資家などのステークホルダーに説明することが求められるだろう。

それでは、2012年の終盤からの株価上昇にもかかわらず、PBR1倍割れの企業の比率が高い理由はどこにあるだろうか。シンプルに言えば、2012年から長期にわたって「PBRが高い企業が株式指数を牽引する相場」が継続していたことであると考えられる。TOPIX構成企業について、PBRをもとに5分位に分けた後、各分位ごとに2000年以降の年末時点のPBRの中央値をプロットすると、PBRが最も高い第5分位の中央値は2011年末から2023年にかけて1.70倍から3.75倍に大きく上昇しているが、最も低い第1分位のPBRの中央値は0.40倍から0.46倍と大きな変化が生じてい

(図表 2) PBR格差の拡大 (TOPIX構成企業)



(注) TOPIX構成企業について、PBRに基づいて企業数が等分になるよう5分位に分けて、各分位の年末時点の中央値を計算している

(出典) QUICK WorkstationよりHRGL作成

ない(図表2)。2005年末時点では、2003年前半からの株価上昇に伴って第1分位のPBRも0.92倍まで上昇するなど幅広い企業のPBRが底上げされていたが、2012年の終盤から2023年にかけては、上場企業のPBRの格差が大きく広がる展開になっている(注5)。背景には、低金利環境の継続などにより、割安株の改善に向けた明瞭なカタリストが見込めないことから、ヘルスケアや産業用ロボット・FA (Factory Automation) 関連の投資信託・ETFに大規模な資金流入が生じるなど、PBRなどのバリュエーションが高くても、継続的に成長が見込める企業への投資を志向する動きが特に2010年代後半にかけて生じていたと解釈している。

前述した東証のフォローアップ会議でも、

PBRが1倍を割れるような企業に、取組みの改善を促す施策を求める投資家からの声が多かった。今回の東証の要請について、市場から評価されてこなかった企業が、株式価値向上に向けた取組みを推進するカタリストになると期待する投資家の声は根強い。ただし、筆者らの試算では、仮にPBR1倍割れの企業が1倍の水準にまで株価を回復させたとしても、TOPIXの指数上昇への寄与は+13%程度に過ぎない(2023年8月時点)。最も重要なのは、現時点のPBRなどのバリュエーションの水準に関わらず、日本企業全体が資本コストや株価を意識した経営を推進し、時価総額を2倍、3倍と向上させることであると考えられる。世界全体の株式市場に占める日本企業の時価総額の割合は、1980年代後半のバブル

景気の時期は4割以上に達していたが、2023年時点では6%前後で推移している。世界の株式市場における日本のプレゼンスを取り戻すには、他国の企業に負けない成長を志す必要があるだろう。

1.3 株主との対話の推進と開示に取り組む意義

株主との対話の推進と開示については、コーポレートガバナンス・コードの原則5-1において「取締役会は、株主との建設的な対話を促進するための体制整備・取組みに関する方針を検討・承認し、開示すべき」と記されている。したがって原則5-1の内容を受けて、すでにコーポレートガバナンス報告書（CG報告書）のなかである程度の情報開示が行われているケースも多い。一方、今回の要請のなかで東証が例示した開示項目には、投資家と企業の間でどのような対話が行われているかについて、より詳細かつ具体的な開示を期待する意図が込められていると解釈する。東証の開示資料にも、今回の要請の背景について、「投資者との対話を通じて、自らの経営力を高度化するための気づきを得ることが重要であるとして、対話の重要性があらためて指摘」されたことに言及している。また、「企業側では依然として対話に消極的な姿勢が見られる」という記述もみられた。

投資家と企業との対話の充実、その行動自体が企業業績を直接的に向上させるものではない。ただし、対話を促進することによっ

て、①企業が営む事業への理解が深まり、本来あるべき適正な株価水準に収斂する、②投資家目線のフィードバックが企業経営に活かされ、業績や企業価値が向上する、といった効果の発現は考えられる。

必ずしも株主との対話と直結するわけではないが、情報開示が進むほど資本コストが低下するという研究は数多く存在する。たとえば、音川・村宮（2006）は日本企業を調査対象として、全体的な情報精度、または公的情報の精度が高い企業ほど株主資本コストが低くなることを示している（注6）。また、海外に目を向けると、Botosan（1997）は企業を担当するアナリストの人数が少ない場合、情報開示が進むと株主資本コストが低下することを示している（注7）。

投資家と企業の対話の充実も、情報開示を進めることと同様、自社が営む事業への理解を深めてもらうことが目的である点は共通している。加えて、投資家目線のフィードバックが企業経営に活かされることになれば、対話の充実が資本コストの低下などと併せて複層的に企業価値向上を促す可能性もあるだろう。

■ 2. 東証の要請に対する上場企業の対応状況

2-1 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調査結果

本章では、東証がプライム市場・スタンダード市場の全上場企業を対象に要請した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、プライム市場の全上場企業を対象に要請した「株主との対話の推進と開示」への現時点での対応状況を概観する。

筆者らが所属するHRガバナンス・リーダーズは2023年7月に、日経225社（日経平均株価算出の対象となる225銘柄）に含まれる3月期決算の企業を対象に調査を実施した。その調査によると、同月26日時点で2023年3月期のCG報告書を提出していた184社のうち、資本コストや株価を意識した経営、株主との対話の実施状況を東証の要請に沿って開示している企業の割合は28.8%（53社）、30.4%（56社）であった。それぞれユニバース全体でおおよそ3割の企業が対応を進めていた。

また、対応を実施している企業を対象に、開示している記載内容について分析を行っている。CG報告書に他の開示媒体のウェブサイトのURLを記載している場合は、その内容も含めて調査している。

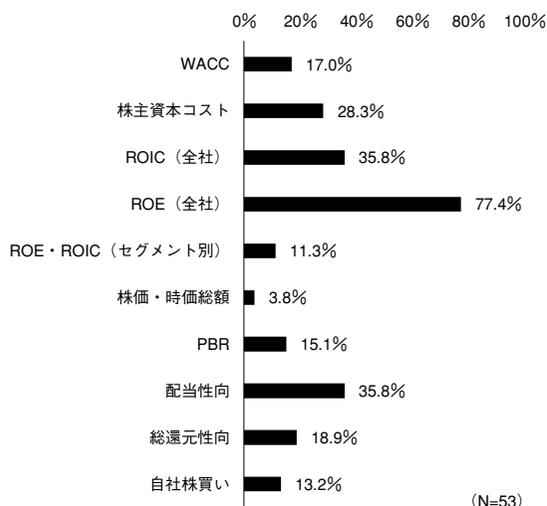
前提として、「資本コストや株価を意識し

た経営」については、冒頭で記したとおり現状分析、計画策定・開示、取組みの実行の一連のサイクルを継続的に実施し、情報開示を毎年アップデートすることが期待されている。現状分析においては、資本収益性の分析・評価にあたりWACCとの比較でROIC、株主資本コストとの比較でROEを用いることが例示されているほか、事業セグメントごとのROICを算出して資本収益性の分析・評価を行うことも選択肢としてあげられている。計画策定においては、資本収益性や市場評価に関して、改善に向けた方針や具体的な目標について開示することが期待されている。また、これらの取組みについて、企業の中核を担う取締役会におけるコミットメントが求められている点も特筆に値すると考える。企業においては、取締役会で定められた経営の基本方針に基づいて、経営層が主体となって企業価値向上に向けた取組みを推進することが望ましいだろう。

まず、現状分析および改善に向けた計画の検討について、取締役会の関与に関する情報開示を確認した。「資本コストや株価を意識した経営」について開示している53社のうち、取締役会で現状分析・計画策定を行っていることを開示資料の中で明記している企業の割合は11.3%にとどまっていた。

実際には取締役会で議論を行っているものの、開示資料の中では記載されていないケースも相応に存在するだろう。一方で、自社の資本収益性、市場評価の現状分析および経営

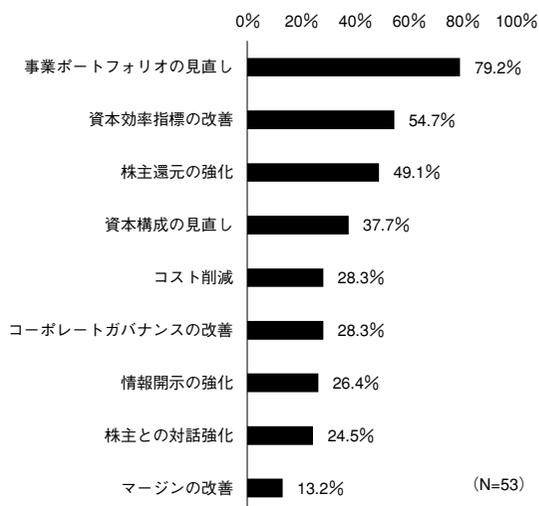
(図表3) 計画策定で採用されている
財務指標の開示状況



(注) 日経225社に含まれる3月期決算の企業において、2023年3月期の定時総会後にコーポレートガバナンス報告書を提出していた184社のうち、「資本コストや株価を意識した経営」について開示している53社を対象としている

(出典) 各社公表資料よりHRGL作成

(図表4) 現状分析を踏まえた
企業のアクションの方向性



(注) 日経225社に含まれる3月期決算の企業において、2023年3月期の定時総会後にコーポレートガバナンス報告書を提出していた184社のうち、「資本コストや株価を意識した経営」について開示している53社を対象としている

(出典) 各社公表資料よりHRGL作成

計画の策定において取締役会が関与していることを開示資料の中で明示することは、「資本コストや株価を意識した経営」について企業の中核を担う取締役会がコミットしていることをステークホルダーに示すことにもつながる。今後の取組みの進展を期待したい。

また、企業はどのような指標を目標として掲げているだろうか。計画策定で採用されている資本収益性指標、株主還元指標および市場評価に関連する指標の採用状況を確認したところ、ROE（全社）の目標値を掲げる企業の割合が最も多く、77.4%と約8割程度を占めていた（図表3）。一方で、ROICを目標

値にする企業は35.8%、WACC（加重平均資本コスト）や株主資本コストに言及する企業は17.0%、28.3%にとどまっている。昨今の日本企業を巡る資本収益性に関する議論を踏まえると、株主目線からみた利益であるROEだけでなく、有利子負債も含めた形で投下資本に対する資本効率性を評価するROICなどの指標の活用や、それらに対応する資本コストを考慮することも前向きに検討する価値があるだろう。

また、セグメント別のROE、ROICの目標値を掲げる企業は11.3%と、1割強にとどまっていた。2020年7月に経済産業省より公表

された事業再編ガイドラインにおいても、事業セグメントごとの資本収益性について、具体的な定義を明示したうえで、その実績値と目標値を開示することが望ましいと示されている。今後、自社の事業ポートフォリオの合理性についてステークホルダーの理解を促すためにも、これらの実質的な取組みおよびその情報開示の深化が期待される。

同時に、資本コストや株価を意識した経営の計画策定・開示にあたっては、自社の資本収益性、市場評価の改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを現状評価とあわせて開示することが期待されている。各社の現状分析を踏まえた改善方針についても調査したところ、事業ポートフォリオの見直しについて言及する企業の割合が最も多く、79.2%と8割弱を占めていた（図表4）。ただし、事業ポートフォリオの見直しについては、会社の抱える全ての事業について資本収益性、資本コストを可視化したうえで、最も価値創造を果たせる事業に資金を配分する文脈というより、一部の事業に限定して見直しを行うケースも複数みられた。次いで、ROE、ROICといった資本効率性指標の改善や株主還元の強化に言及する企業が5割程度みられた。

また、資本収益性、市場評価の改善の文脈で、コーポレートガバナンスの改善を今後の方針に掲げる企業は28.3%と限定的であった。開示を行っている場合、具体的には政策保有株の削減について言及する企業が多かつ

た。本来は自社の資本収益性、市場評価について取締役会での議論をより洗練させる目線も同様に重要である。たとえば、M&Aや資金調達に詳しいプライマリーマーケットに精通した人財や、ファンドマネージャー・アナリストの目線を有するセカンダリーマーケットに精通した人財を独立社外取締役に登用すること、事業ポートフォリオを議論する委員会を執行側、監督側の双方に設置することも選択肢として考えられる。

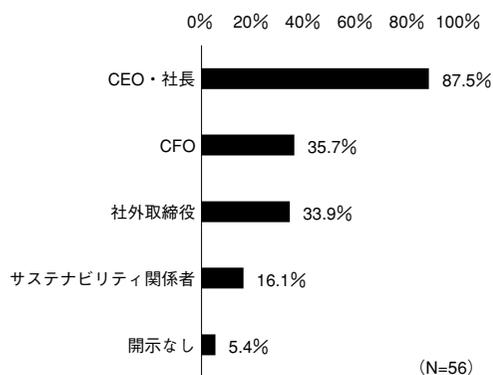
最後に、株主との対話や情報開示といった機関投資家とのエンゲージメントおよびその糸口の強化を打ち出す企業の割合はそれぞれ26.4%、24.5%にとどまっていた。株主との対話や情報開示といった機関投資家とのエンゲージメントを打ち出す企業は、全般的に商社をはじめ業績が外部環境に左右されやすい業種に多くみられた。

2-2 株主との対話の推進と開示の調査結果

続けて、「株主との対話の実施状況」に関する調査結果を概観する。

東証の要請に沿った形で「株主との対話の実施状況」を開示する30.4%（56社）の企業のうち、株主との対話の主な対応者の開示状況について確認したところ、94.6%の企業がその対応者を開示していた。対応者の内訳をみると、CEO・社長が株主との対話を行っていることを開示している企業が87.5%と約9割を占めていた。一方で、社外取締役が対

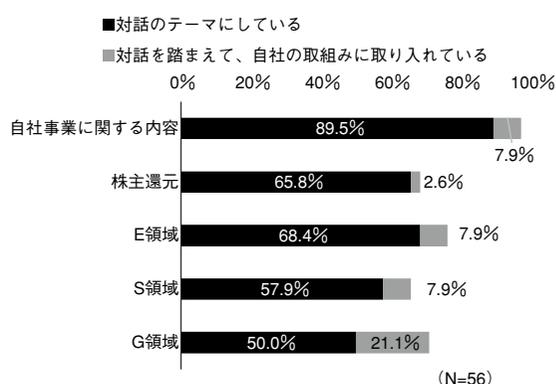
(図表 5) 株主との対話の
主な対応者の開示状況



(注) 日経225社に含まれる3月期決算の企業において、2023年3月期の定時総会後にコーポレートガバナンス報告書を提出していた184社のうち、「株主との対話の実施状況」について開示している56社を対象としている

(出典) 各社公表資料よりHRGL作成

(図表 6) 対話の主なテーマ・
取り入れた事項の開示状況



(注) 日経225社に含まれる3月期決算の企業において、2023年3月期の定時総会後にコーポレートガバナンス報告書を提出していた184社のうち、「株主との対話の実施状況」について開示している56社を対象としている

(出典) 各社公表資料よりHRGL作成

応することを開示する企業は33.9%と3割程度にとどまっている。経済産業省が2020年7月に公表した「社外取締役の在り方に関する実務指針」においても、社外取締役と投資家が対話を行い、そのフィードバックを取締役会の議論に反映させることの重要性が記されている。社外取締役に自社の事業を正確に認識・説明してもらう必要はあるが、社外取締役が取締役会において監督機能、助言機能を適切に果たすうえで、投資家との対話を充実させ、その内容を取締役会にフィードバックする意義は大きいと考える。また、16.1%の企業は、社長・CEOやIR責任者に限らず、サステナビリティ関係者が株主との対話を行っている。今後、サステナビリティ情報が将

来の企業価値を左右するケースは今以上に生じると考えられ、サステナビリティ関係者が株主との対応を行う機会も増える可能性がある。

次に、株主との対話の主なテーマ・取り入れた事項、取締役会へのフィードバック状況について確認している。東証の要請では、対話を行うだけでなく、経営陣や取締役会にその内容をフィードバックし、取り入れた事項があればその内容を開示することが、検討事項として示されている。「株主との対話の実施状況」を開示する企業のうち、対話の主なテーマを開示する企業の割合は67.9%であった。対話の内容を確認すると、自社事業に関する内容のほか、株主還元やESGに関する対

話もみられた。ESGの領域別にみると、E（環境）領域に関する対話が最も多くみられた。なお、E領域ではCO2削減目標、S（社会）領域では人的資本やダイバーシティ、G（ガバナンス）領域では役員報酬やスキルマトリックス、後継者計画に関する内容について対話を行うケースが多かった。一方、対話を行っている企業のうち、実際に事業経営に取り入れたことを開示している企業は、最も多いG領域においても21.1%と限定的であった。また株主との対話の内容について、取締役会・経営陣へのフィードバックを行っている企業の割合は73.2%と約7割を占めているが、そのうち約4分の1の企業は、フィードバックの対象が経営陣のみにとどまっており、取締役会の関与に関する記載がみられなかった。株主との対話で得られた事項を、社外取締役なども参加する取締役会で議論し、経営戦略の遂行に活かすことが本来は理想的であると考えられる。

■ 3. 終わりに

～資本コストや、株価、投資家から得たフィードバックを恒常的に取締役会のアジェンダにする～

ここまで、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、「株主との対話の推進と開示」に関する東証の要請について、日経225社（3月期決算企業、184社）の現時点での対応状況を概観した。

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」における調査結果の主な要点は、①2023年7月時点でCG報告書に対応している旨を記載する企業は28.8%（53社）、②ROEを用いて計画策定を実施しているケースが約8割にのぼる一方、ROICやセグメント別の資本収益性指標（ROE・ROIC）、資本コストに言及しているケースは相対的に少数である、③約8割の企業が事業ポートフォリオの見直しに言及している、という3点であろう。ただし、事業ポートフォリオの見直しについては、全社的な資本配分の見直しを行うという文脈ではなく、まずは一部の事業に限定して見直しに言及しているケースも複数みられる。

「株主との対話の推進と開示」における調査結果の主な要点は、①2023年7月時点でCG報告書に対応している旨を記載する企業は30.4%（56社）、②株主との対話にCEO・社長がコミットしている記載があるケースは約9割にのぼる一方、社外取締役が株主との対話に対応している記載があるケースは約3割にとどまる、③ESGに関連する事項も含め、幅広いトピックについて対話が行われているが、それらを実際の経営に取り入れていることに言及するケースは少数にとどまる、という3点であろう。

今回の東証の2つの要請に共通する最も重要なメッセージは、どちらの要請においても企業の中核を担う取締役会の関与に言及している点であると考えられる。言い換えれば、資本

コストや資本収益性、株価、そして投資家から対話を通じて得たフィードバックを恒常的に取締役会のアジェンダとして議論を深めていくことが本質的に求められていると筆者らは解釈している。今回の東証の要請が、日本企業の価値創造に貢献し、世界の株式市場における日本のプレゼンスを取り戻す、良いきっかけになることを筆者らは期待している。

- (注1) 東京証券取引所 (2023) 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」 <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>。
- (注2) 生命保険協会 (2015) 「株式価値向上に向けた取り組みについて」 8頁。
- (注3) 生命保険協会 (2023) 「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果一覧 (2022年度版) 企業様向けアンケート」 16頁。
- (注4) 生命保険協会 (2023) 「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果 (2022年度版) 企業・投資家の結果比較」 10頁。
- (注5) 2005年末に第1分位のPBRの中央値が0.92倍と比較的高い数値を示していた背景を紐解く。当時は、足元でPBR1倍割れの企業の比率が高い銀行セクターに属する企業も、企業向け貸出金利の指標であるTIBORの上昇や2003年の政府による大手銀行の救済が株式市場から高い評価を受けたことなどから、1倍以上の水準を記録するケースが多くみられた。また、電力会社も原子力発電所の稼働が安定して進んでいたこと、脱炭素に向けた市場の関心が現在よりも高くなかったことなどから、当時のPBRは1倍を超えて推移していた
- (注6) 音川和久・村宮克彦 (2006) 「企業情報の開示と株主資本コストの関連性—アナリストの情報精度の観点から」『会計』第169巻第1号 79-93。
- (注7) Botosan C (1997) Disclosure level and the cost

of equity capital. The Accounting Review 72 (3): 323-349

《参考》

日経225社を調査、東証の要請に対応する企業は約3割 (2023年7月)
～HRGL 資本コスト経営と株主との対話の開示状況調査～
<https://www.hrgl.jp/info/info-8318/>

