

市場区分見直しの実効性向上に向けた 施策について

東京証券取引所 上場部企画グループ統括課長

池田 直隆



1. はじめに

株式会社東京証券取引所（以下「東証」という。）は、2022年4月に株式市場の再編を行い、「プライム市場」、「スタンダード市場」、「グロース市場」の3つの市場区分をスタートさせた。この再編に関しては、再編前後において、各市場区分、とりわけプライム市場に所属する上場会社の「数」や、上場維持基準の引上げに伴う「経過措置」の適用会社数などに関心が集まっていた。

もともと、この再編の目的は、上場会社の

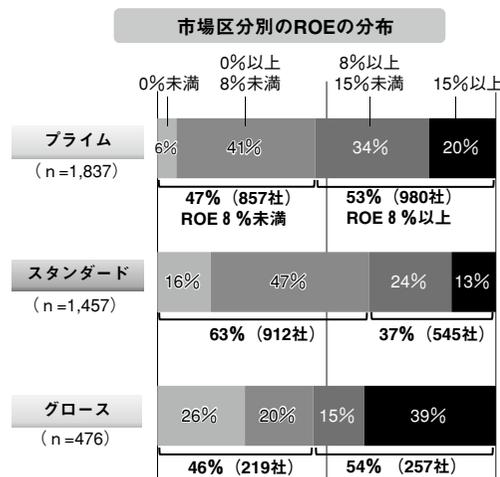
持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現していくための基盤を整備することであり、各市場区分のコンセプトやそれを体現する上場基準などの各施策を通じて、継続的にその実効性を向上していくことに主眼を置いている。こうした観点から見れば、再編自体は、目的の実現に向けた、あくまでも「スタートライン」であり、東証では、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下「フォローアップ会議」という。）を設置し、2022年7月から継続的に議論・検討を進めているところである。

2023年1月には、フォローアップ会議において、論点整理を行った。同整理では、まずは上場維持基準に関する経過措置の取扱いを定め、あわせて、上場維持基準への抵触の懸念のない上場会社に対しても、中長期的な企業価値向上に向けた自律的な取組みの動機付けとなる枠組みづくりを迅速に進めていくべく、具体的な施策をまとめた。

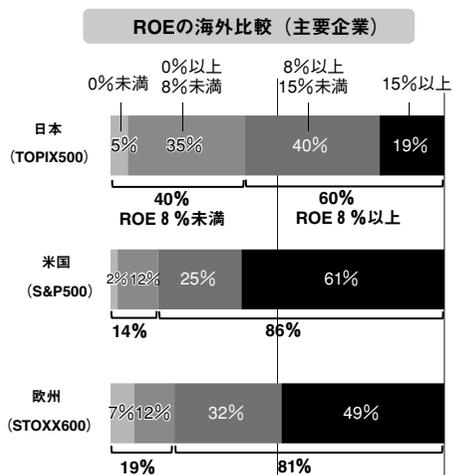
〈目次〉

1. はじめに
2. 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
3. 投資家との対話・エンゲージメント
4. おわりに

(図表1) 日本における市場区分別のROEの比較及び欧米市場との比較



(注) QUICKから取得したデータを東証で加工、2022年7月1日時点 外国会社を除く



(注) Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

これに基づき、まずは一丁目一番地の施策として実施したのが、2023年3月に要請を行った「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」である。この要請は、上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現していくための最も本質的なお願いであり、要請後、国内外の投資家からも上場会社の動向に高い関心が寄せられている。本稿では、要請に至った背景や内容、今後の取組みを中心に紹介する。

2. 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) 要請の背景

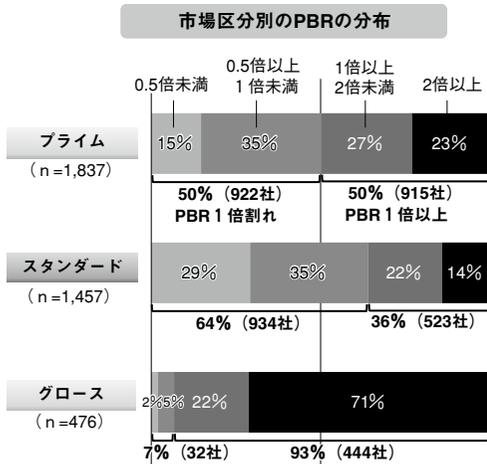
コーポレートガバナンス・コードでは、2015年の導入以来、上場会社が投資者をはじめ

めとするステークホルダーの期待に応え、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するために、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要との観点が示されており、関連する原則における上場会社のコンプライア率は9割を超えている。

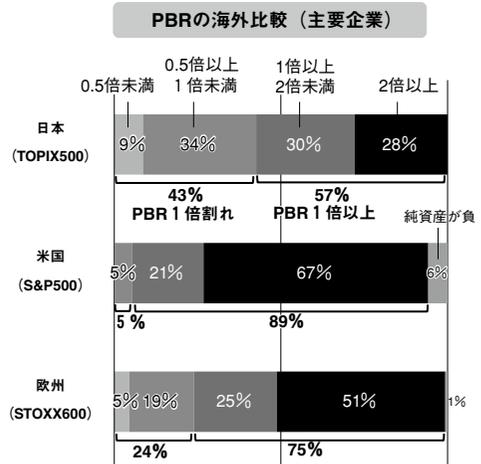
一方で、東証市場の現状を見ると、検討当時のデータとなるが、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満、PBR 1倍割れの水準にあり、諸外国との比較においても、資本収益性や成長性といった点で課題があることは、ファクトとしては明らかである。

こうした状況を踏まえ、フォローアップ会議では、今回の市場再編が上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的としていることを踏まえれば、「全上場会社の約半数がPBR

(図表 2) 日本における市場区分別のPBRの比較及び欧米市場との比較



(注) QUICKから取得したデータを東証で加工、
2022年7月1日時点 外国会社を除く



(注) Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

1倍割れの状況にメスを入れない限り意味がなく、その改善に向けて、「一步踏み込んだことを行うことができるかどうか」が重要」との指摘がなされたところである。

(2) 要請の概要

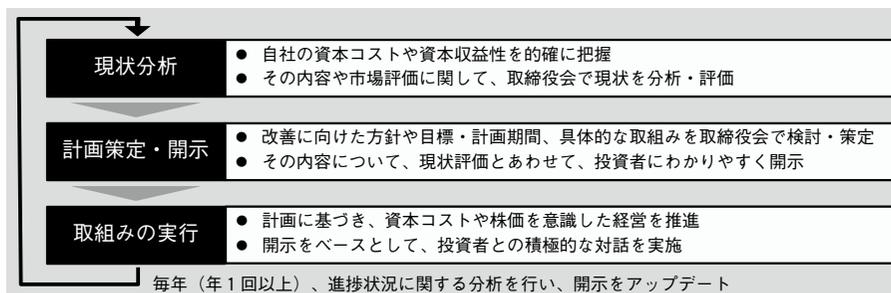
こうした背景を踏まえ、本年3月、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社あての要請という形で、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応をお願いしたわけであるが、これは、従来コーポレートガバナンス・コードで示している観点を、上場会社に実質的に促進していただきたいという思いから、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただきたいという願いを

込めたものである。

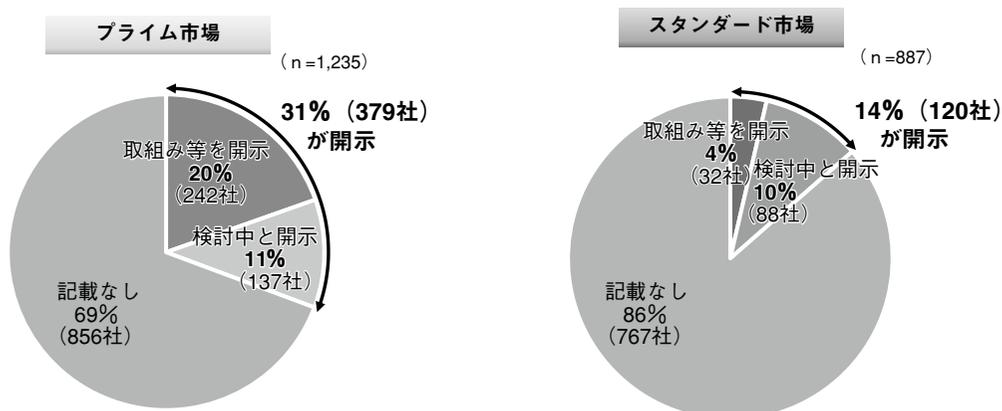
具体的には、まずは、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握することから始め、その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価したうえで、改善に向けた計画を策定・開示し、その後も投資者との対話の中で取組みをアップデートする。こうした一連の対応を、上場会社に継続的に実施していただくことを要請している。

今般の要請は、先述したとおり、とりわけ、経営者・取締役会における意識改革と行動変容を主眼としているものであり、持続的に高水準の収益力を有する企業体を目指し、それに焦点のあったビジネスモデルや投資、そして、十分な収益力のある事業ポートフォリオ構築を考えることが重要との観点を示している。また、資本収益性の向上に向けては、自

(図表3) 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請内容



(図表4) 「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

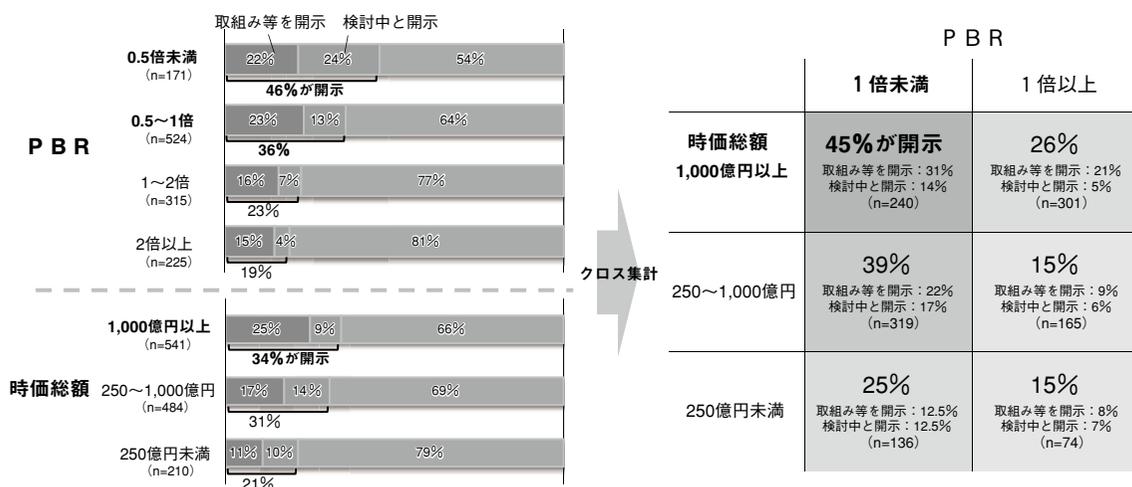
社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではなく、継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものであることを強調している。

また、資本収益性を高めていただきたいという期待に加え、株価・時価総額などの市場からの評価についても関心をもっていただきたいというメッセージもあわせて伝えている。従来、たとえば株価に関しては、マーケ

ットの需給で決まるものであるという理由で無関心であったり、あるいは言及してはいけないということを仰る方もいらっしゃったかもしれない。ただ、上場会社である以上、投資家からは、それらを高めていくための企業努力が期待されていることは申し上げるまでもない。

こうした観点から、東証では、まずは、多くの上場会社に直感的に、かつ、分かりやすく理解いただける題材として、ROEとPER

(図表5) PBR/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

から構成される「PBR」を用いて議論を行い、資本収益性・市場評価双方の観点から、分析・評価を行い、改善に向けた方策を示していただきたいとお願いしている。たとえば、資本収益性は一定水準を超えているにも関わらず、市場評価が低い場合、自社の成長性や投資家への情報開示・IRなどに課題があるかもしれない。上場会社においては、ぜひ多面的な観点から分析・評価いただき、今後の取組みを検討いただくことを期待している。

なお、PBRという指標は、このように、あくまでも資本収益性と市場評価の要素を示す例示として用いているものであり、繰り返し申し上げていることだが、PBR、あるいは1倍を絶対的な指標または水準であるとは考えていない。分析に用いる指標は、投資家のニーズ等も踏まえて各社において検討していた

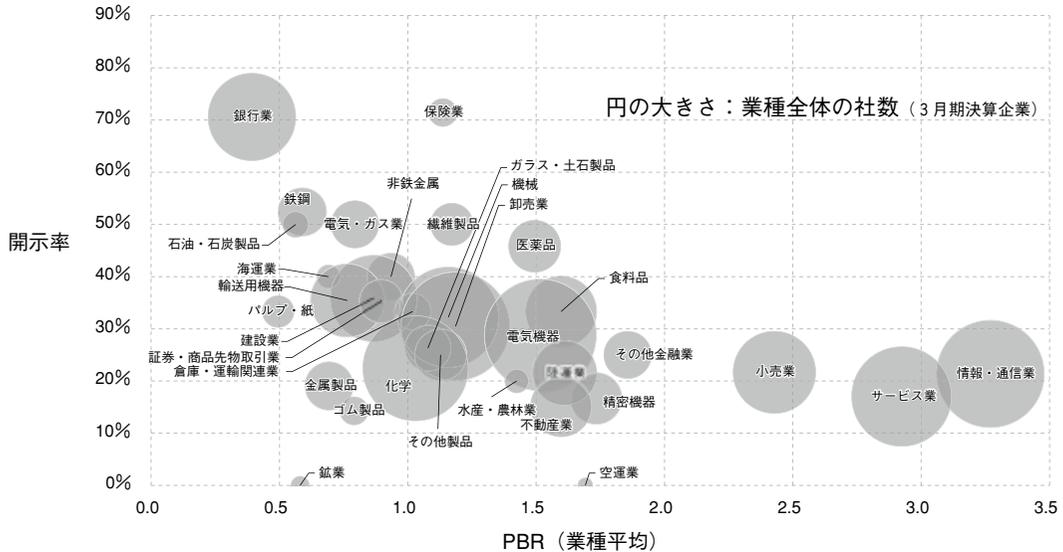
だくことが重要である。

(3) 上場会社の対応状況と投資家の評価

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた要請について、要請から約3か月経過した本年7月時点での上場会社の開示状況をコーポレート・ガバナンス報告書の記載に基づき集計すると、プライム市場の31%、スタンダード市場の14%で既に開示が行われている。

今般の要請では、計画策定・開示の前提として、取締役会における十分な現状分析や検討を求めているため、開示時期に関して具体的な期限は設けていないが、既に一定数の会社で対応が進められており、要請を機に実質的な変革に生かそうという意欲を持った会社も見られることに関しては、国内外の投資家

(図表6) 業種別の開示状況 (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

(注) 開示率には、検討中と開示している企業を含む

からも概ねポジティブな評価が寄せられている。

一方で、開示状況をもう少し詳細に見ると、PBRが低い、特に1倍を下回っている会社ほど開示が進展しているという傾向がある。

こうした傾向は業種別にも顕著に表れ、たとえば銀行業など、他の業種と比較して相対的にPBR (業種平均) が低い業種においては開示率が高い一方で、PBR (業種平均) が高い業種においては、開示率が低くなる傾向にある。

投資家からは、このように、検討・開示が進む上場会社の前向きな変化を感じるという声がある一方で、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

る可能性があることや、あるいは、経営者が取組みの意義・必要性について十分に腹落ちしていないこと、特に規模が大きい会社において必要な知見・リソースが不足していることなどが指摘されており、上場会社を継続的にサポートしていく必要性を訴える声が多く聞かれる。

(4) 今後のフォローアップ

このような上場会社の対応状況や投資家の評価等を踏まえ、東証では、上場会社における取組みの検討・開示をさらに促進していく観点から、今般の要請を踏まえた上場会社の取組みについて、継続的にフォローアップを行いつつ、必要な施策を講じていくこととし

(図表7) 今後の取組み

<p>開示企業一覧表の公表、趣旨・留意点の再周知</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 対応を進めている企業の状況を投資家に周知し、企業の取組みを後押しする観点から、要請に基づき開示している企業の一覧表を公表【2024年1月15日に公表開始、毎月更新予定】 ◆ 公表開始前に、一覧表の公表を開始する旨とあわせて、要請の趣旨・留意点について上場会社に改めて周知【2023年10月26日、上場会社に通知】
<p>対応のポイント・取組事例の公表</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、投資者の高い支持が得られた取組みの事例について、企業の規模や状況に応じていくつかのパターンを取りまとめ、公表【2024年1月を目途】
<p>対応状況の集計・周知</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 企業の開示状況や投資家等からのフィードバック等を概ね半年に1回程度集計【次回は2024年1月を目途】

ている。

まず、既にPBR1倍を超えている企業も要請の対象であることについて、改めて強調して周知を行ったうえで、積極的に対応を進めている上場会社の状況を投資家に「見える化」する観点から、2024年1月15日より、要請に基づき開示している上場会社の一覧表をウェブサイトで公表する。この一覧表は、月に1回の更新を予定しており、具体的な公表の要領は、先述の周知とあわせて、2023年10月26日付で上場会社にご案内している。

なお、要請を踏まえた開示にあたっては、特定の書類・フォーマットの定めはなく、たとえば、経営戦略や経営計画、決算説明資料などで各社自由に開示いただくことを想定しているが、いずれの形式で開示をしている場合でも、開示を行っている旨やその閲覧方法（ウェブサイトのURLなど）について、コーポレート・ガバナンスに関する報告書の「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」の記載欄へ記載していただくこと

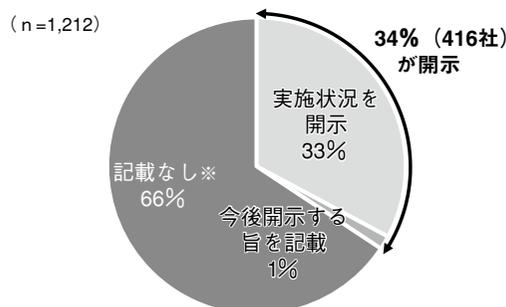
としている。

今回公表する一覧表についても、直近に提出されたコーポレート・ガバナンスに関する報告書において、「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】」など、特定のキーワードを記載している会社を対象として集計を行うことから、既に対応を進めている上場会社においても、コーポレート・ガバナンスに関する報告書にキーワードが適切に記載されているかどうかについて、改めてご確認いただきたい。

また、現状分析や改善に向けた計画等の検討・策定に時間を要している会社においても、まずは、検討状況や開示の見込み時期を具体的に示したうえで、計画策定が完了した時点で、改めて確定した内容について開示するなど、段階的に開示を拡充していくことも想定される。一覧表においては、そのような「検討中」という開示を行っている会社も区分けして掲載することを予定している。

そのほか、現状分析や改善に向けた計画の

(図表 8) 「株主との対話の実施状況」に関する開示状況 (プライム市場)



(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

検討を行おうとする上場会社の参考となるよう、2024年の年明けを目的に、今般の要請に関する投資家の視点を踏まえた対応のポイントや、投資家の高い支持が得られた取組みの事例などを取りまとめ、公表する予定としている。今回、上場会社各社からは、自社の実態に即した参考となるよう、トップ企業の事例に限らず、多様な企業の事例を示してほしいという要望を数多くいただいております。取りまとめにあたっては、企業規模や状況に応じた様々なケースを示したいと考えています。

なお、今後、開示状況の詳細な分析については、概ね半年に1回程度の頻度で進めていく予定である。

3. 投資家との対話・エンゲージメント

さらに、今般の要請を、より実効的なものにしていく観点からは、取組みを開示した後の、投資家との建設的な対話（エンゲージメ

ント）が重要となる。そのため、東証では、上場会社に対して、株主からの対話の申し入れがあった場合には真摯に対応いただくこと、また、そうした株主との対話の実施状況を開示いただくことをあわせてお願いしている。

株主との対話の実施状況については、本年7月時点でプライム市場上場会社の34%が既に開示を行っており、国内外の投資家からは、これまで対話の申し込みに応じてくれなかった会社が積極的に応じてくれるようになったなど、企業の姿勢に前向きな変化が見られるという声も聞かれている。

もちろん、会社によって規模・状況も様々であり、全ての会社が多く機関投資家と深い対話をする機会を実際に得るのは難しい場合もあるかもしれないが、そうした会社においては、対話に真摯に応じるための体制を整える、また、そもそも投資家の目に留まるという観点で、自社の魅力が伝わるよう、成長性等に関して積極的に情報開示・IRに

取り組んでいくといったことが重要であると
考えられる。

東証は、そうした上場会社の前向きな取組
みのサポートに努めていきたいと考えてお
り、上場会社の前向きな取組みや対話にお
ける投資家の目線についてインタビューやセ
ミナー等の形式で紹介することなどにより、上
場会社の投資家との対話の実効性向上に寄与
していく。あわせて、実際に上場会社との対
話の担い手となる機関投資家に対しても、今
回の要請も踏まえた上場会社の取組みに関
する対話をリードいただき、会社の中長期的な
企業価値向上を支えていく役割を担ってい
ただくことを期待している。

■ 4. おわりに

東証では、引き続き各社の対応状況や課題、
投資家等からの評価を把握しながら、上場会
社の取組みを支える観点で、継続的なフォロ
ーアップを進めていく。上場会社の皆様には、
今回、要請があったからということで形式的
に対応するのではなく、経営の変革を進める
ための良い契機として、経営層が主体となり、
中長期的な企業価値向上に向けた取組みを加
速させていただきたい。そして、そうした各
社の取組みが、国内外の幅広い投資家からの
支持を集め、金融資本市場、ひいては日本経済の
活性化に繋がっていくことを期待したい。 ▮