

# 資本市場

## INFORMATION

### 「資本コストや株価を意識した経営の推進」に関する東証の取組みについて

東京証券取引所 上場部

#### 1. はじめに

東証では、昨年3月に、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に、「資本コストや株価を意識した経営」の推進に関するお願いを行っている。本稿では、開示企業の一覧表の公表や、投資者の視点を踏まえたポイント・事例集の公表など、足元の取組みを中心に解説する。

#### 2. 東証の取組み

##### (1) 全体像

1点目は、開示企業の一覧表の公表である。今回のお願いは、上場企業と投資者との対話を通じて初めて実効性が生じるものとなるため、積極的に対応を進め、投資者への開示を始めた企業を投資者に周知し支援することをねらいとしている。昨年12月末時点の状況に基づき1月15日から公表を開始しており、以後1か月ごとに同様の方法で更新を行う。

足元では1月末時点の状況に基づき、2月15日にリストを更新しており、プライム市場では54%、スタンダード市場では20%の企業で開示が行われている。図表のとおり、H列に前月からの開示状況の変更について記載している。毎月、15日を目途に前月末の状況を更新していく予定である。

2点目は、投資者の視点を踏まえたポイントと事例集の公表であり、上場企業の取組み・内容を投資家と目線のそろったものとしていくことをね

らいとしている。2月1日にお示ししており、次章で内容を紹介する。

3点目は、継続的な状況のフォローアップである。今回の取組みが、一過性の対応ではなく継続的な取組みを期待していることも踏まえ、状況のフォローアップをおおむね四半期に一度のペースで実施していこうと考えているが、足元では、特に次回の3月期決算を踏まえたうえでの対応状況の集計をひとつの注目点としている。

##### (2) 投資者の視点を踏まえたポイントと事例

###### ① 趣旨

今回取りまとめた資料は、国内外の多くの投資者\*との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例、反対に、投資者目線とのギャップのある事例等を取りまとめたものである。

※ 2023年4月以降、中長期の企業価値向上を重視する投資者（アクティブファンドなど）を中心として、計90社超（国内約3割、海外約7割）の投資者と面談を実施

###### ② 構成と具体的な内容

今回のポイント・事例は、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて実施をお願いしている一連の対応（現状分析・評価、取組みの検討・開示、投資者との対話）について、ステップごと

(図表) 開示企業の一覧表 (2024年1月末時点) (イメージ)

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧

2024/1/31 時点

※ 具体的な開示内容については、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書及び同報告書に開示先として記載された各種開示書類をご参照ください。コーポレート・ガバナンスに関する報告書の閲覧方法については、本資料「(参考) CG報告書閲覧方法」シートをご覧ください。

業種 コード	業種	市場区分	証券 コード	銘柄名	要請に基づく 開示状況	前月からの 開示状況の変更	英文開示
50	水産・農林業	プライム	1301	極洋	開示済		
50	水産・農林業	スタンダード	1384	ホクリヨウ	開示済		
1050	鉱業	プライム	1515	日鉄鉱業	検討中		
1050	鉱業	プライム	1605	I N P E X	開示済		有
1050	鉱業	プライム	1662	石油資源開発	開示済		有
2050	建設業	プライム	1417	ミライト・ワン	開示済		有
2050	建設業	プライム	1719	安藤・間	開示済		
2050	建設業	プライム	1720	東急建設	開示済		有
2050	建設業	プライム	1726	ビーアールホールディングス	開示済		
2050	建設業	プライム	1762	高松コンストラクショングループ	開示済	未掲載⇒開示済	
2050	建設業	プライム	1786	オリエンタル白石	開示済		
2050	建設業	プライム	1801	大成建設	検討中		有
2050	建設業	プライム	1803	清水建設	開示済		有
2050	建設業	プライム	1805	飛島建設	検討中		
2050	建設業	プライム	1808	長谷工コーポレーション	検討中		
2050	建設業	プライム	1812	鹿島建設	開示済		有
2050	建設業	プライム	1813	不動テトラ	開示済		
2050	建設業	プライム	1815	鉄建建設	検討中		
2050	建設業	プライム	1820	西松建設	開示済		有

三 本資料の目的 (参考) CG報告書閲覧方法 開示企業一覧 (2024年1月末時点) 【過去分】開示企業一覧 (2023年12月末時点)

(掲載先) <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/02.html>

に、ポイントを整理している。詳細や開示例は東証公表資料\*を参照していただきたいが、以下では概要を紹介する。

※ 掲載先: <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20240201-01.html>

### <現状分析・評価>

#### ○投資者の視点から資本コストを捉える

まず、現状分析・評価のプロセスにおけるポイントの1点目として、「投資者の視点から資本コストを捉える」という点を挙げている。

背景としては、企業において、資本コストには唯一の正解があると考え、画一的な算出式を求めるほか、投資者から認識のズレを指摘されることを恐れて、資本コストの開示を躊躇するケースがあり、この点は、投資者が上場会社とコミュニケーションを取る際に多く感じているギャップである。たとえば、CAPMなどのモデルで算出され

る値は推計値の1つであり、重要なのは、自社で認識している資本コストの水準について、株主・投資者と認識がそろっているか、ギャップが無いかという点にある。

そのようなギャップを埋めるための手段として、自社で把握している資本コストの水準とあわせて、算出に用いたモデルやパラメータを開示すること、複数のモデルで算出することのほか、実際にあった事例として、投資者に資本コストの水準をヒアリングすることなどが、有効な手段として挙げられている。

#### ○投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する

ポイントの2点目として、単にPBRが1倍を超えているかどうか、ROEが8%を超えているかどうかということだけではなく、投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価することが期待さ

れている。

具体的には、たとえば収益性と市場評価に関するマトリクス分析により、自社の立ち位置を確認することや、必要に応じて、国内外の同業他社との比較や、時系列・セグメント別の分析を行うことなどが期待されている。

#### ○バランスシートが効率的な状態となっているかどうかを点検する

ポイントの3点目は、先ほどの収益性や市場評価の分析とあわせて、投資者からは、バランスシートが効率的な状態となっているか点検することが期待されているという点にある。

具体的には、事業運営や成長投資を進めていくにあたり、過剰な現預金を抱えていないか、現預金以外の資産についても、収益獲得の観点から必要な内容となっているかなどについて、定期的に点検を行うことが期待される。また、この後の取組みの検討にも関わるところではあるが、バランスシートの点検の結果、改善が必要ということであれば、改善に向けた計画について、株主・投資者に示していくことも期待されている。

#### <取組みの検討・開示>

#### ○経営資源の適切な配分を通じた抜本的な取組みを行う

次に、取組みの検討・開示のプロセスにおけるポイントを紹介する。まず、ポイントの1点目であるが、昨年3月のお願いの中でも明示しているとおり、投資者から期待されているのは、自社株買いや増配のみの一時的な対応など、指標を改善するための取組みだけではなく、中長期的な企業価値向上の実現に向けて、成長投資や事業ポートフォリオの見直しなど、経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行うという点にある。たとえば最近、対応としてリキャップCBの事例なども見られるが、この実施に関しても、投資者目線とのギャップが生じている事例として挙げられていることに留意が必要である。

#### ○資本コストを低減させるという意識を持つ

ポイントの2点目は、企業価値向上の観点からは、収益性の向上だけではなく、資本コストを低

減させるという意識を持つことも期待されているという点である。

投資者から多く指摘があった点として、資本コストを把握するまでに至った企業の中でも、資本コストの低減に意識的に取り組む企業はまだまだ少ないという指摘があり、投資者に対する情報開示が不十分なケースなど、資本コストの上昇要因に対処することにより、資本コストの低減に取り組むことも、企業価値向上の実現に向けては期待されている。

#### ○中長期的な企業価値向上のインセンティブとなるような役員報酬制度の設計を行う

ポイントの3点目は、先ほどの企業価値向上の実現に向けた取組みとあわせて、経営者の意識を高めるための仕組みづくりとして、役員報酬を活用することが期待されているという点である。

具体的には、一定の株式報酬を組み込むなど、経営者が中長期的な企業価値向上に取り組む健全なインセンティブとして機能するよう報酬設計を行うということであり、株主・投資者の視点からも、そのような役員報酬設計が行われているかという点は、投資判断上のひとつの材料となっている。

#### ○中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

ポイントの4点目は、開示の仕方についてであるが、一部の開示においては、単に取組みを列記するだけの事例も見られており、株主・投資者の理解を促進するためには、中長期的に目指す姿を明示したうえで、それに紐づけて各取組みを説明することが有効となる。

たとえば、目標とする指標をいくつかの要素に分解し、それぞれについて取組みを示すことや、ロジックツリーなどを用いて、各取組みがどう目標の実現に繋がるのかを示すこと、また、成長の実現に向けた方針や道筋を示す中で、各取組みを説明することなども、実際に投資者から評価されている事例として挙げられている。

#### <株主・投資者との対話>

#### ○経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与す

る

最後に、「株主・投資者との対話」のプロセスに関するポイントを紹介する。まずポイントの1点目であるが、投資者からは、依然として投資者との対話に消極的な経営者が見られるという指摘がある中で、株主・投資者との信頼関係を構築し、対話を成長のドライバーとしていくためには、経営陣・取締役会が対話の重要性を理解し、主体的に関与することが期待されている。

具体的には、IR/SRに社内リソースを適切に配分することや、経営陣自らが直接コミュニケーションを行うことも有効な手段となり、また、経営を監督する立場である社外取締役についても、株主・投資者からの求めがあれば対話に参加し、ガバナンスの現状や課題認識について話をするということも、株主・投資者がガバナンスの実効性を理解するうえで有効と考えられる。

#### ○株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う

ポイントの2点目は、投資者に関する企業の理解が不十分な結果、対話が噛み合わないという課題があるため、そのような対話相手の投資者の属性やマテリアリティを理解したうえで実際の対話に臨むことが、対話の実効性を高めていくうえで重要との指摘である。

また、企業規模が大きいなどの理由により、投資者からの認知が十分ではなく、投資者からのアプローチが無い場合であっても、企業自ら、成長の伴走をしてくれる投資者をターゲットにし、アプローチしていくということも、企業向上の実現に向けた積極的な取組みとして期待されている。

#### ○対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる

最後がポイントの3点目で、株主・投資者との対話を通じてどのような気づきがあったのか、それらがその後の取組みにどのように繋がったのかなど、対話の実施状況を開示することにより、株主・投資者との更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げていくことが重要との指摘である。

昨年3月には、「資本コストや株価を意識した

経営」とあわせて、プライム市場の全上場会社に対して「株主との対話の推進と開示」のお願いを行っており、そこで示されている事項などについて開示を行ったうえで、更なる対話に繋げていただくことが期待されている。

### 3. 終わりに

取引所では、「継続性」をもって今回のお願いを推進していくことを何よりも重視している。今後も、引き続き上場会社・投資者の皆様とコミュニケーションをとらせていただきながら、実効性向上のための取組みを推進していきたい。

