

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ついて



株式会社東京証券取引所 上場部

2024年3月22日

1. 検討の前提となる背景

市場区分見直しのフォローアップ

市場区分見直しのフォローアップ会議における論点整理【抜粋】（2023年1月公表）

- ◆ 上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的として実施された**市場区分の見直し**（2022年4月）について、その**実効性を確保し、真に変革の機会**とするためには、今後も、東証は**スピード感をもって改革**に取り組むことが必要不可欠
- ◆ 東証においては、金融資本市場、ひいては日本経済の活性化に向けて、3つの市場区分の特性を活用して、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、資本コストを意識した経営の推進など、中長期的な企業価値向上に向けた自律的な取組の動機付けとなる枠組みづくりを進めていくべきである

（参考）新市場区分のコンセプト



プライム市場

高い流動性とガバナンス水準を備え、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えた企業向けの市場

スタンダード市場

公開された市場における投資対象として十分な流動性とガバナンス水準を備えた企業向けの市場

グロース市場

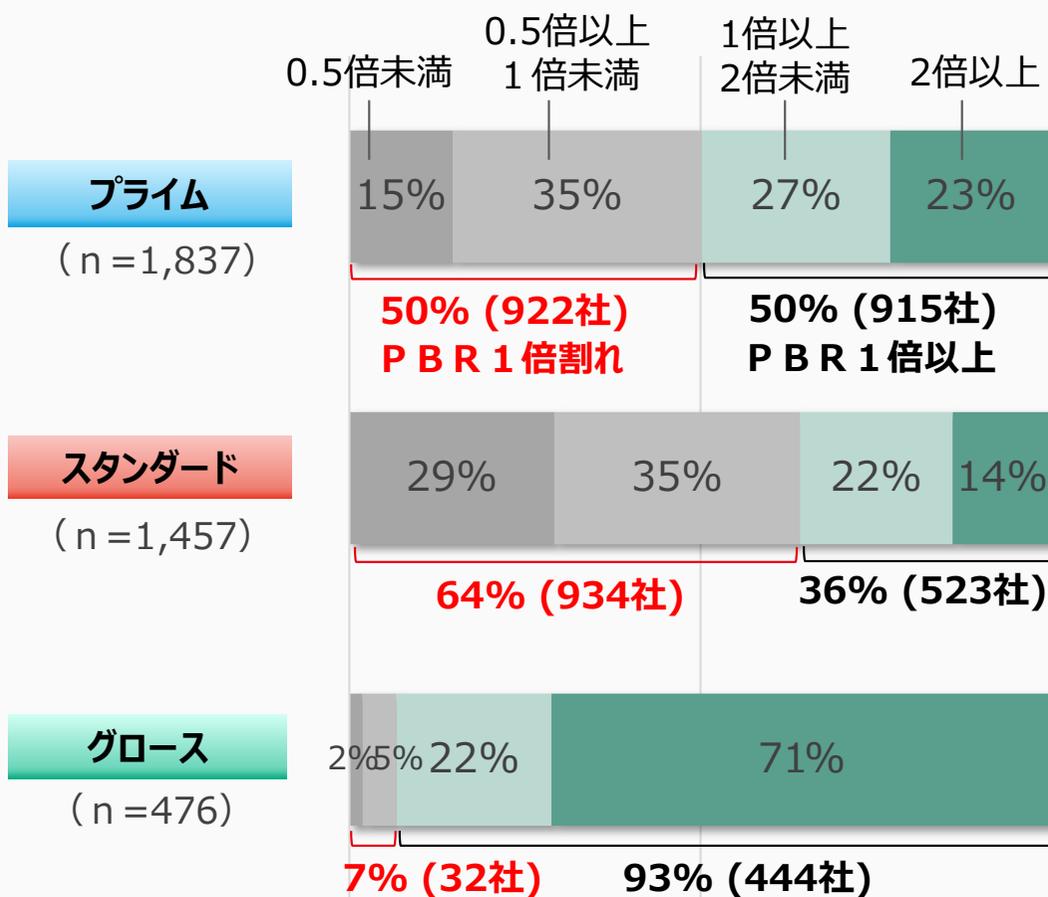
高い成長可能性を有する企業向けの市場

P B R (株価純資産倍率) ※検討当時のデータ



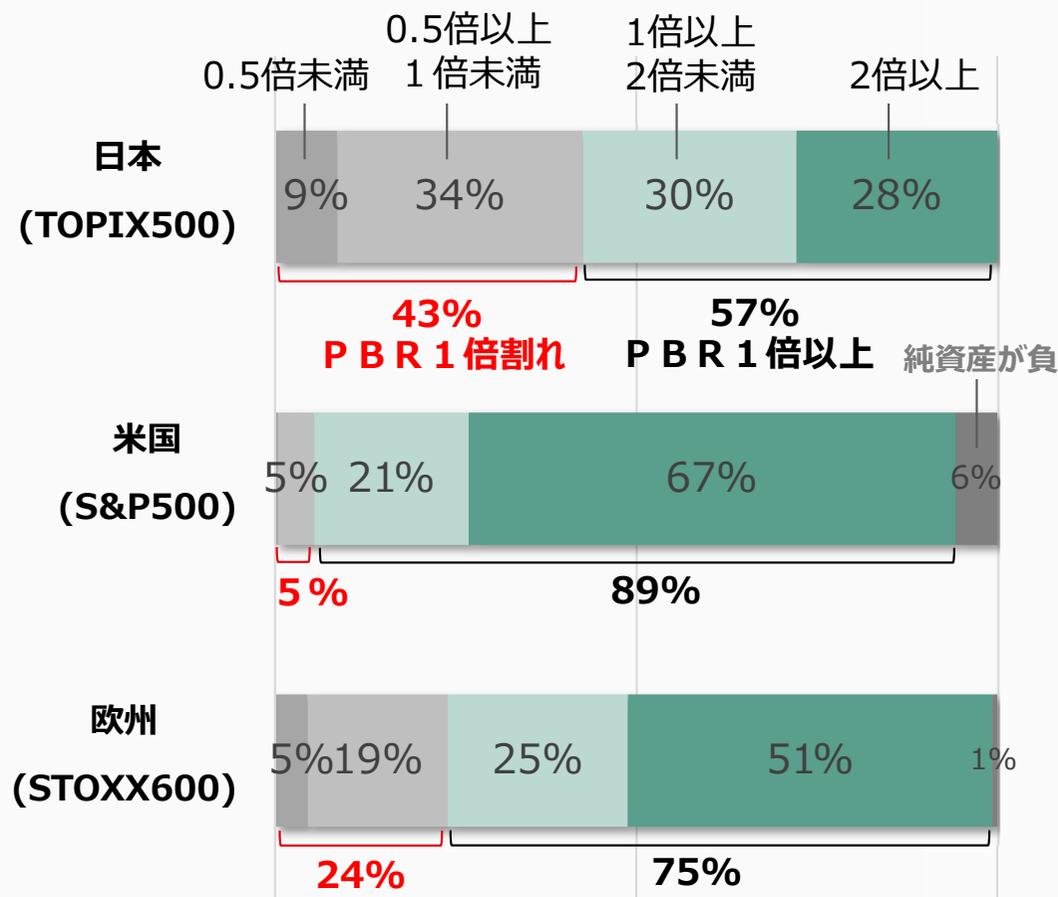
- ◆ P B R 1 倍割れがプライム市場の50% (922社)、スタンダード市場の64% (934社)
- ◆ 主要株価指数の構成企業のうちP B R 1 倍割れの企業の割合は、米国 (S&P500) 5%、欧州 (STOXX600) 24%に対して、日本 (TOPIX500) は43%

市場区分別のP B Rの分布



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)

P B Rの海外比較 (主要企業)

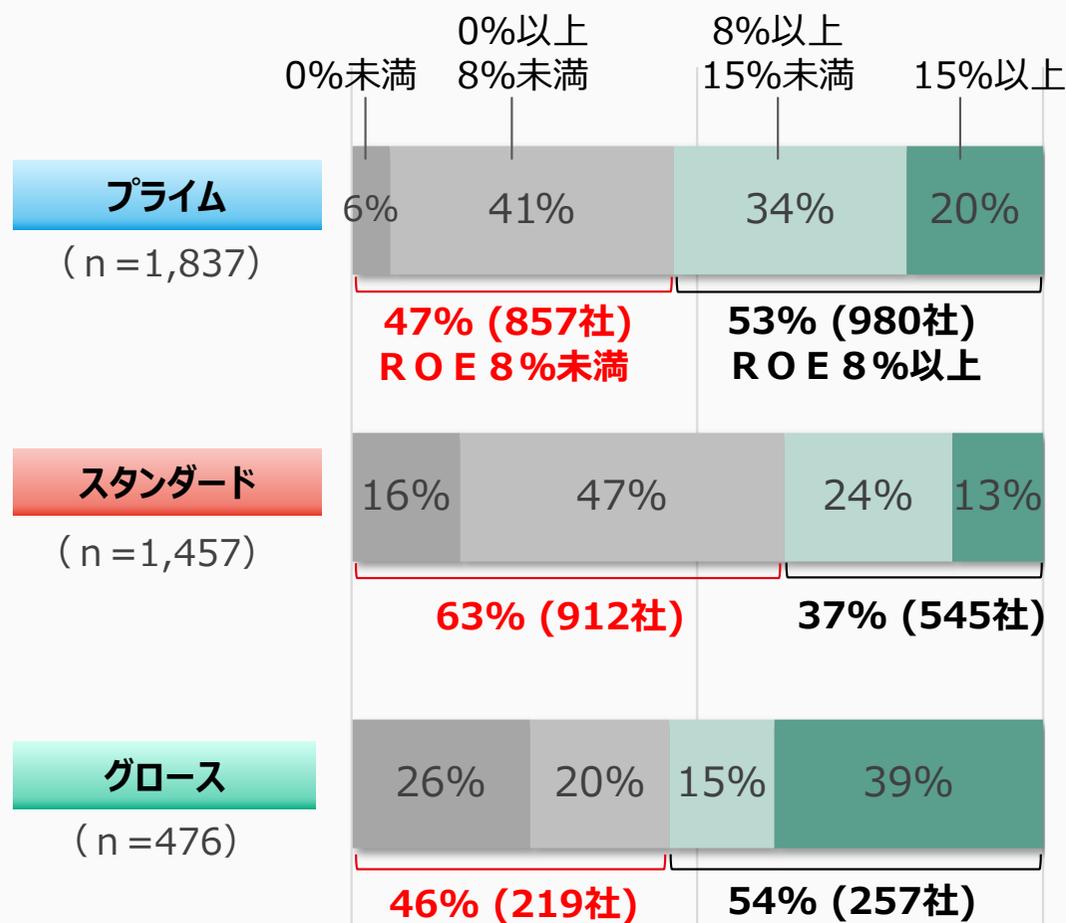


注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

ROE（自己資本利益率） ※検討当時のデータ

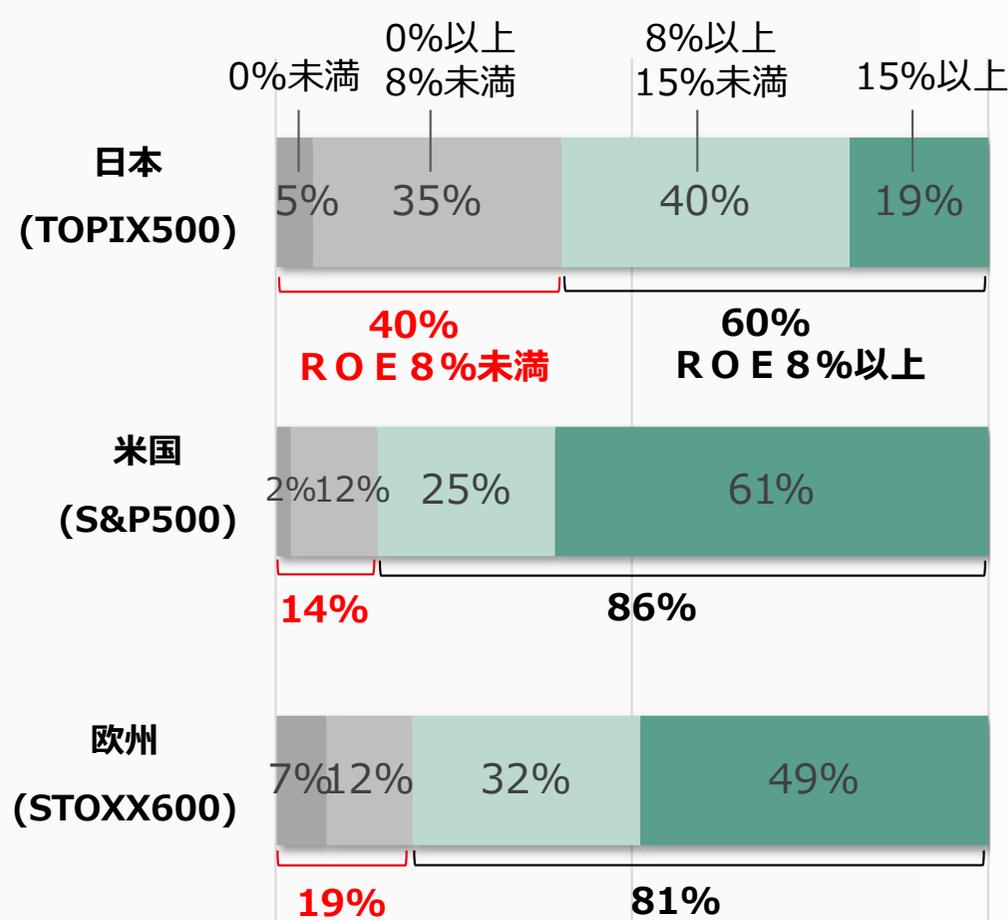
- ◆ ROE 8%未満がプライム市場で47%（857社）、スタンダード市場で63%（912社）
- ◆ 主要株価指数の構成企業のうちROE 8%未満の企業の割合は、米国（S&P500）14%、欧州（STOXX600）19%に対して、日本（TOPIX500）は40%

市場区分別のROEの分布



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)

ROEの海外比較（主要企業）



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

2. 要請内容

— 2023年3月31日付 上場会社通知資料 —

- 本対応を実施していただく趣旨は、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、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**していただくことです。
- 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、**経営層が主体**となり、**資本コストや資本収益性を十分に意識**したうえで、**持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**することで、**経営資源の適切な配分を実現**していくことが期待されます。
- ※ **資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自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ありません。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す。**
- また、これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、**その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップ**していくことが期待されます。

対象

- プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象です。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。

現状分析

- 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握
- 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

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
- 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

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
- 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施

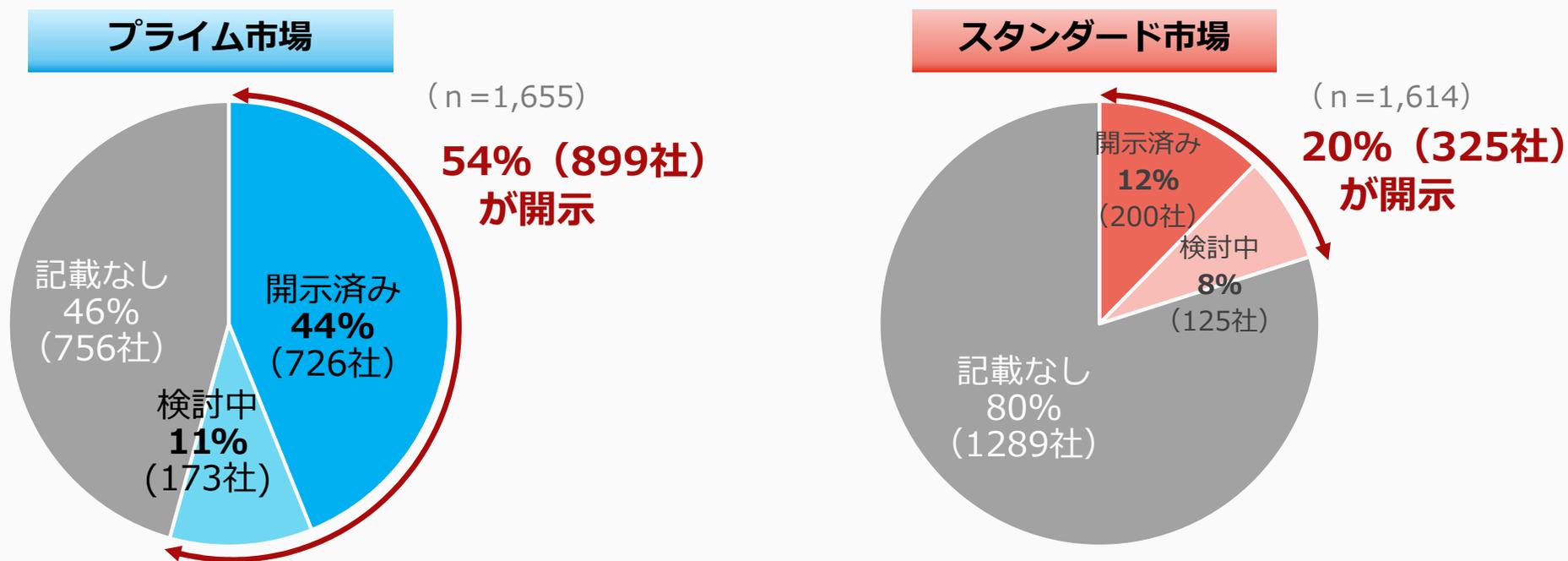
毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデート

3. 企業の対応状況と投資家等からのフィードバック

ー フォローアップ会議第14回（2024年1月開催）資料等 ー

- ◆ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について、**2024年1月末時点で、プライム市場の54%（899社）、スタンダード市場の20%（325社）が開示**（検討中を含む）
 - プライム市場3月期決算企業に限ると、**64%（726社）が開示**（検討中を含む）（2023年7月時点の31%から**倍以上まで増加**）

注：2024年1月末時点で直近に提出されているコーポレートガバナンス報告書において、所定のキーワードを記載している会社を集計



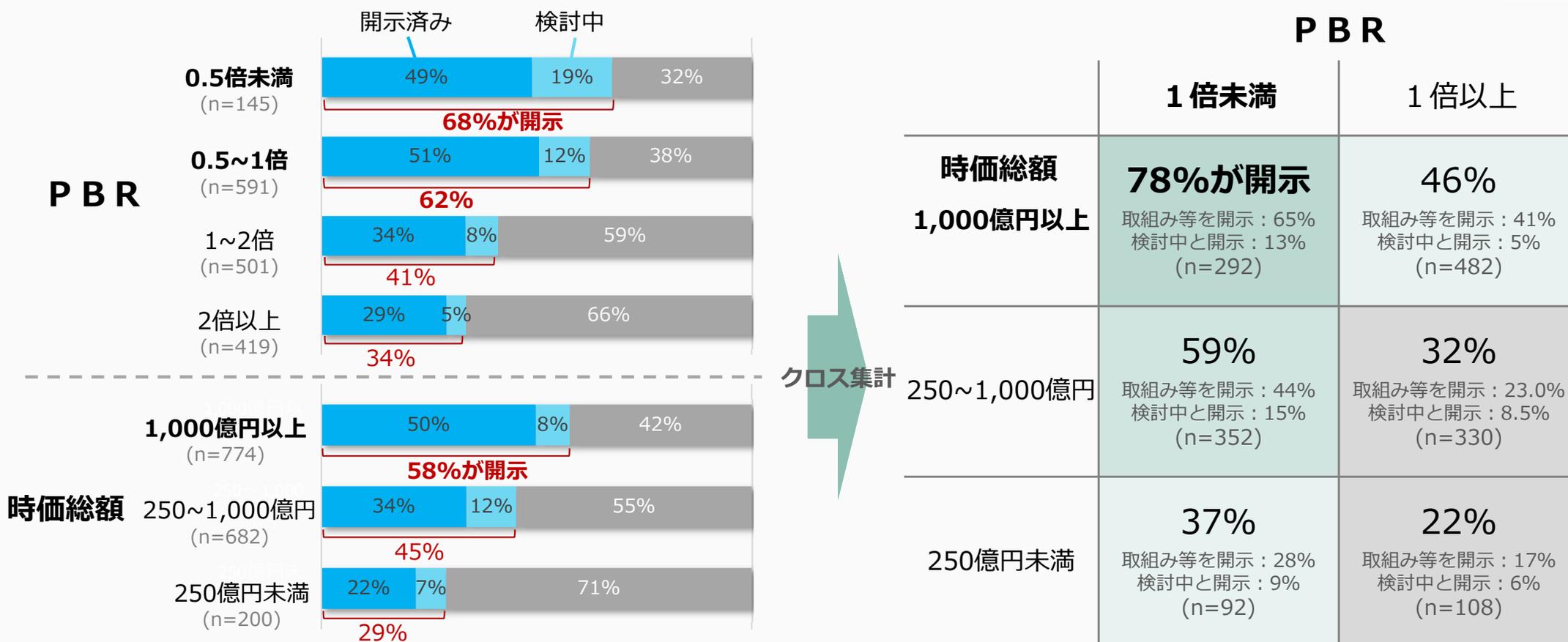
- ⇒ 開示企業数には一定の進捗が見られており、東証では、引き続き、検討・開示を行う企業数の増加に取り組む
- ⇒ あわせて、株主・投資者の視点から、各企業の取組みがブラッシュアップされていくことが重要であり、東証では、今後、投資者の視点を踏まえた対応のポイントや、投資者の高い支持が得られた取組みの事例の公表等を通じて、上場会社における実効的な取組みの検討・実施をさらに促進していく

P B R / 時価総額水準別の開示状況（プライム市場）（2023年12月末時点）



◆ 引き続き、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

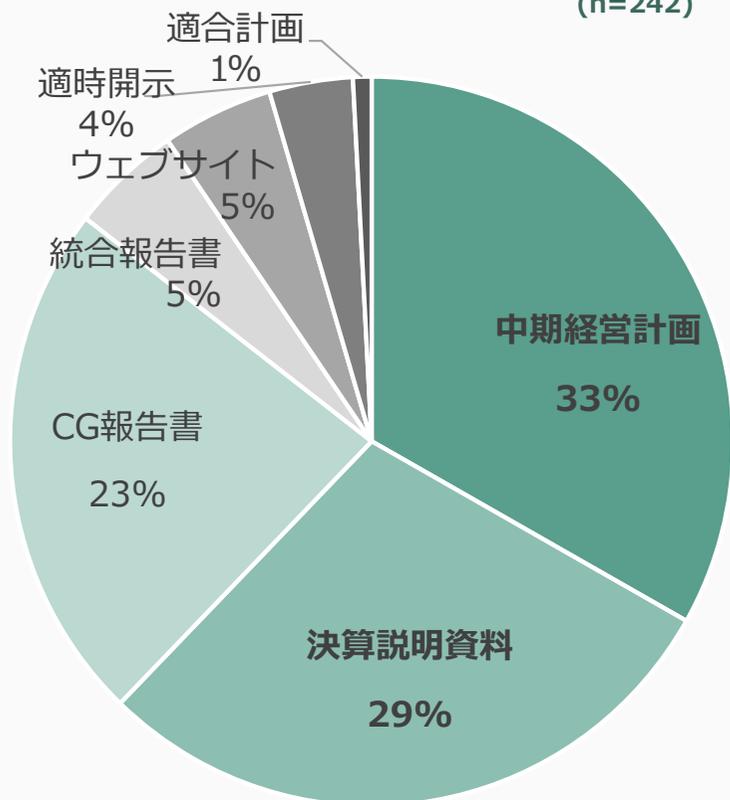
- P B R 1倍未満かつ時価総額1,000億円以上のプライム市場上場会社では、**78%が開示**（検討中を含む）
- 一方で、P B Rが高い企業/時価総額が小さい企業では、開示に進捗は見られるものの、引き続き、**相対的に開示が進んでいない状況**



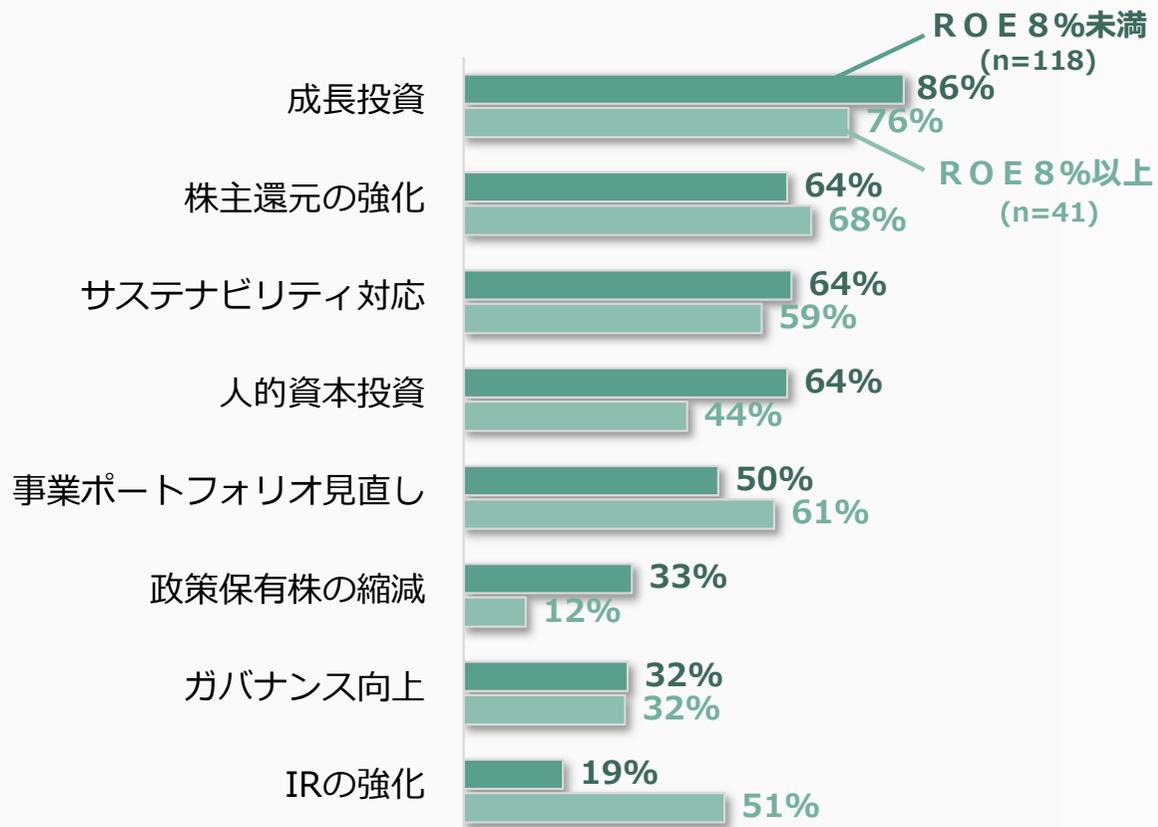
- ◆ 開示書類は、中期経営計画や決算説明資料がそれぞれ3割程度と多い
- ◆ 資本収益性や市場評価の改善に向けた取組み内容としては、成長投資や株主還元の強化、サステナビリティへの対応、人的資本投資、事業ポートフォリオの見直し等が多いが、ROEが比較的高くてもPBR1倍未満の企業ではIRの強化を掲げる企業も多い（単に株主還元だけを掲げる企業はほぼなし）

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

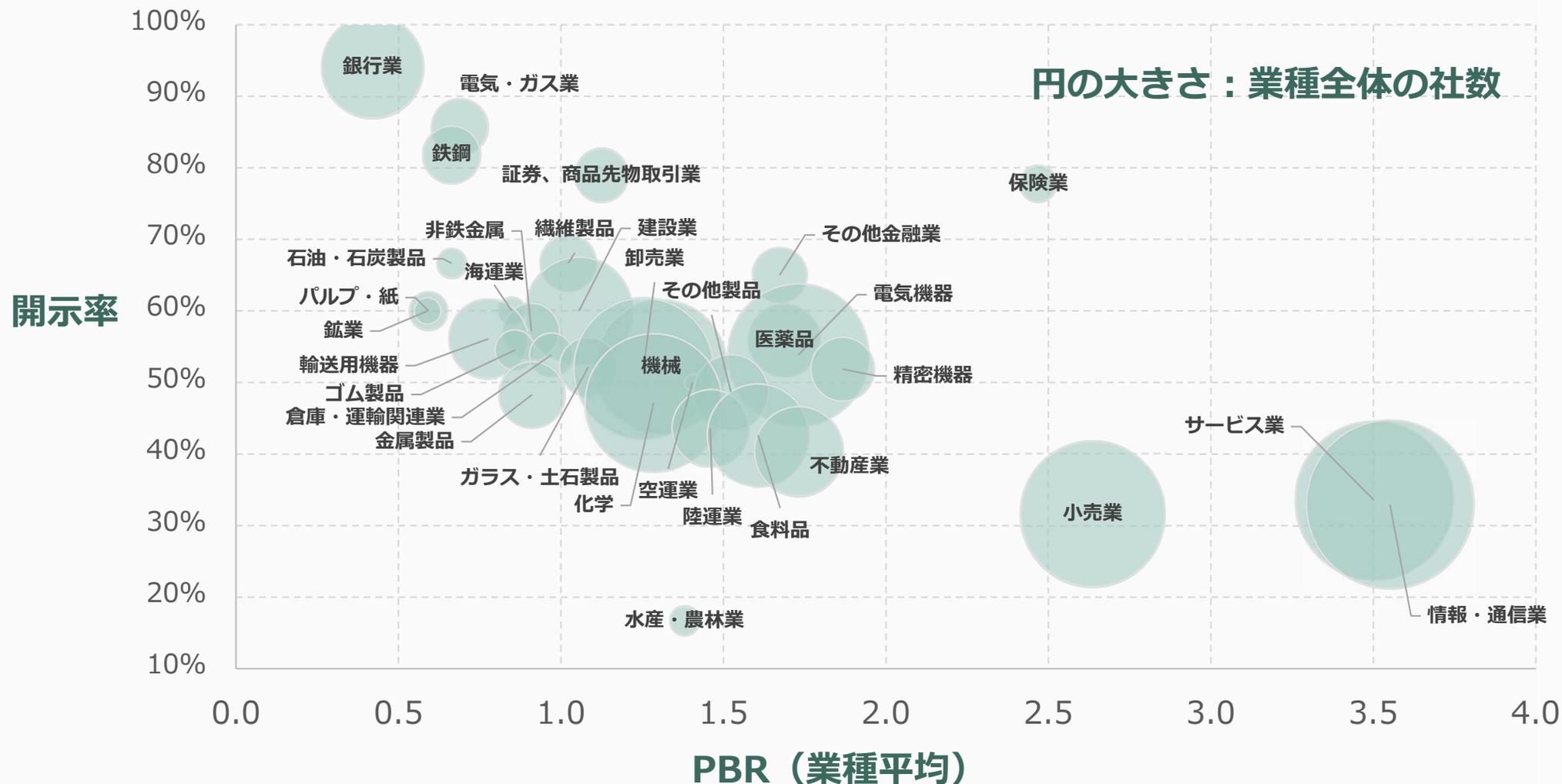


注：プライム市場の3月期決算企業で、2023年7月14日時点で取組み等を開示している企業を対象に集計
注：複数の書類で開示をしている場合、主な記載が行われている書類をカウント

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

業種別の開示状況（プライム市場）（2023年12月末時点）

- ◆ 引き続き、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94%が開示（検討中を含む）
- 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：開示率には、検討中と開示している企業を含む

- ◆ 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R O I C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C E O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、P B R 1 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、危機感はある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のも重要（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R O Eに着目しているが、R O Eはレバレッジを上げることで操作できてしまうので、R O I Cをより重視していくべき（海外投資家）
- 企業がP B R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）

4. 投資者の視点を踏まえた

「資本コストや株価を意識した経営」のポイント

— 2024年2月1日公表資料 —

本資料は、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を検討中の上場会社の皆様に検討の参考にしていただくとともに、既に開示済の上場会社の皆様にも今後のアップデートの参考としていただくことを目的として、**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等**を取りまとめたものです。

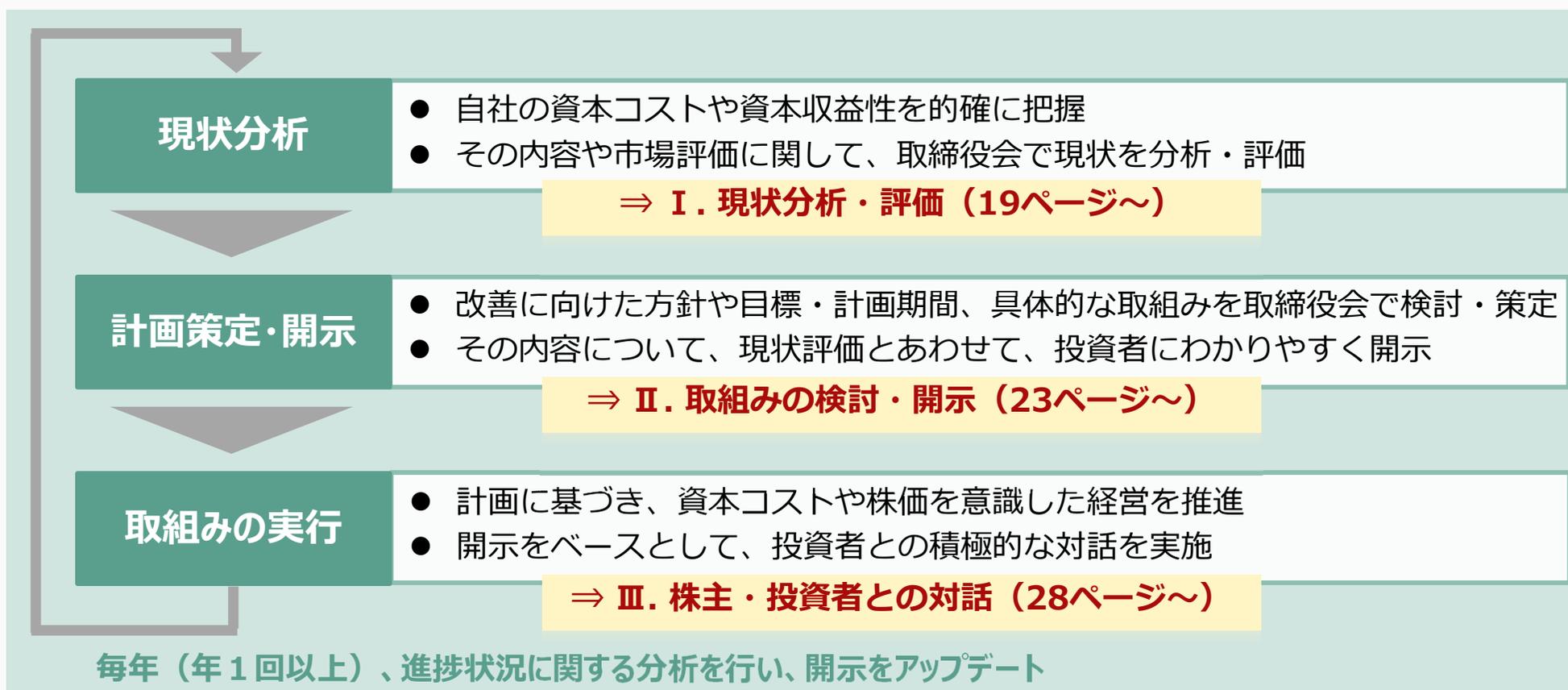
※ 本資料に掲載している事例は、資本コストや株価を意識した経営に取り組む上場会社における検討の参考としていただくため、情報提供のみを目的として取り上げているものであり、特定の銘柄に関する投資勧誘など、それ以外の目的で掲載するものではありません。

- ◆ 東京証券取引所では、2023年3月、プライム市場及び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実現に向けた対応**」をお願いいたしました。その後、多くの上場会社において取組みが進められておりますが、**国内外の株主・投資者からは、各企業の取組みの更なる進展を期待する声**が多く寄せられております。
- ◆ 本資料は、対応を検討中の上場会社の皆様に検討の参考にしていただくとともに、既に開示済の上場会社の皆様にも今後のアップデートの参考としていただくことを目的として、**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す。
※ 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
- ◆ なお、**中長期的な企業価値向上の実現に向けて必要となる取組み**は、当然ながら、**各社の状況によって異なる**ものです。本資料で取り上げている対応のポイントや取組みの事例を参考にしつつ、**経営陣・取締役会が主体となり、自社の現状を十分に分析・評価したうえで、取組みを推進していただくことが期待されています。**
- ◆ 上場会社の皆様におかれましては、単に要請に応じるために対応することではなく、**国内外の株主・投資者からの期待が高まっている現状を、ぜひ企業の変革を進めるための良い契機として捉え、積極的な対応をお願い申し上げます。**

※ 本資料に掲載されている事例とは別途、今後、積極的に対応を進めている上場会社へのインタビュー記事の配信や、各種セミナーの開催など、上場会社の皆様に参考にしていただけるコンテンツの拡充を進めてまいります。

- ◆ 本資料は、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について、各ステップごとに、**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が生じている企業の事例**をまとめています。

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて求められる対応



※ 別紙として、以下リンク先の**事例集**も公表しておりますので、あわせてご覧ください。

https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/20240201_2.pdf

「現状分析・評価」のポイント

「現状分析・評価」のポイント①

ポイント①

投資者の視点から資本コストを捉える

解説

- ◆ 株主資本コストを推計する手法として、多くの企業ではCAPM（資本資産価格モデル）が利用されていますが、その算出値はあくまでも一つの推計値です。
- ◆ 株主資本コストは「投資者の期待収益率」であるという観点からは、必ずしもCAPM等のモデルを用いて算出すればそれだけでよいということではなく、資本コストの水準について、「株主・投資者と認識が揃っているか」ということがポイントとなります。
- ◆ こうした株主・投資者との共通理解を醸成するため、たとえば、
 - 自社で認識している資本コストの水準と併せて、算出に用いたモデル・パラメータを開示
 - 複数のモデル・パラメータを用いて分析
 - 説明会や面談を通じて、株主・投資者に自社の資本コストの水準についてヒアリングなどを行い、投資者の視点から資本コストを把握することが期待されています。

取

組

例

コンコルディア・ フィナンシャルグループ（7186）

株主資本コストについて、CAPMに加えて株式益利回りに基づく算出も行うとともに、各種指標についてもヒストリカル推移について、その変動要因とあわせて提示（→別紙33ページ）

出光興産（5019）

CAPMベースの資本コストと市場の期待リターンとの間には乖離があるという認識を提示したうえで、ROE目標の上方修正を表明（→別紙19ページ）

テクノスマート（6246）

株主資本コストの水準と併せて、算出モデルやパラメータの設定内容を開示（→別紙29ページ）

トレンドマイクロ（4704）

資本コストに関して、毎四半期の決算説明会でアナリスト・機関投資家にアンケートを実施して把握（→別紙16ページ）

投資者目線とのギャップ実例

- × 資本コストには唯一の正解があると考え、画一的な算出式に拘る
- × 自社の資本コスト算出結果について、株主・投資者からの「ズレている」という指摘を恐れ、対外的な開示を控える
- ⇒ 資本コストの水準について、精緻な値を算出することが目的ではなく、株主・投資者との認識を揃えることが重要であり、「資本コストや株価を意識した経営」を実現するための出発点として、認識のズレを解消するための取組みが期待されています。

「現状分析・評価」のポイント②

ポイント②

投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する

解説

- ◆ 投資者から見て納得感がある分析・評価として、単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけでは十分ではありません。
- ◆ たとえば、資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析で自社のポジションを確認したうえで、資本収益性や市場評価が十分ではない場合には、その要因について分析を行うことが期待されています。
- ◆ その際、PBRやROE等の指標は、業種・業態によって平均的な水準は異なり、また、会計上の要因等によって一時的に大きく変動する場合もあることから、他社との比較や時系列の分析を行うことも期待されています。
- ◆ また、期待リスク・リターンが大きく異なる事業を抱えている場合には、セグメント別に資本コストや資本収益性を分析することも有用だと考えられます。

取

組

例

東洋製罐グループホールディングス
(5901)

各種指標について、時系列の分析に加えて、業種平均値との比較分析を実施し、課題を特定
(→別紙26ページ)

荏原製作所 (6361)

セグメント別にROIC-WACCスプレッドの分析・評価を実施し、セグメントごとのROICスプレッド拡大の施策を提示
(→別紙31ページ)

住友林業 (1911)

株主資本コストを上回る資本収益性を達成していても、PERやPBRなど市場評価に関する指標の状況についても分析を行い、改善に向けた取組みを検討
(→別紙9ページ)

あすか製薬ホールディングス
(4886)

ROEが目標値である8%を超えているものの、PBRが1割割れの状況を踏まえて、その要因分析を行い、改善に向けた取組みを検討
(→別紙17ページ)

投資者目線とのギャップ実例

- × そもそもPBRが1倍を超えているので、特に対応は必要ないと考え、それ以上の検討は行わない
- × 市場評価はマーケットが決めるものと考え、ROEが目標値を超えていればよしとする
- ⇒ 「PBR 1倍」はあくまで1つの目安であり、PBRが1倍を超えていればよいというものではなく、投資者の視点を踏まえた多面的な分析・評価、積極的な取組みが期待されます。また、資本収益性が十分な水準だと考える場合でも、それに見合った市場評価が得られているか、分析・評価を行うことが期待されています。

「現状分析・評価」のポイント③

ポイント③

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

解説

- ◆ 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、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**を実践することが期待されています。
- ◆ こうした観点から、多くの株主を有する上場会社の経営陣・取締役会の責務の一つとして、**自社のバランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているか、定期的に点検を行うことが期待**されます。例えば、**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**といった点や、**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ものとなっているか**といった点について、点検を行うことが考えられます。
- ◆ また、その点検結果について、**(改善が必要と考える場合には) 改善に向けた計画と合わせて、株主・投資者にわかりやすく示していくことも、中長期的な企業価値向上の実現に向けて株主・投資者との認識ギャップを埋めるために有効な手段**と考えられます。

取

組

例

日本瓦斯 (8174)

不必要な株主資本を持たない方針を明記したうえで、中長期的なバランスシートの計画やキャッシュフローの配分方針を開示 (→別紙50ページ)

丸井グループ (8252)

事業構造の革新に合わせた「めざすべきバランスシート」の姿を、セグメント別の内訳とともに開示 (→別紙52ページ)

テクノスマート (6246)

事業運営に必要な現預金の水準を検討したうえで、その水準や余剰現預金の状況、今後の営業キャッシュフロー見通しを踏まえて、将来的なキャピタル・アロケーション方針を策定 (→別紙30ページ)

四国化成ホールディングス (4099)

ROE水準向上の実現に向けて、バランスシートをベースとする分析を行い、改善に向けた対応方針とあわせて開示 (→別紙11ページ)

投資者目線とのギャップ実例

- × 中計や決算説明において、従来型の売上や利益水準など損益計算書上の指標の説明に終始し、バランスシートをベースとする資本収益性の観点での分析・目標設定が行われていない
- ⇒ 中長期視点の株主・投資者が重視する資本収益性や成長性などの指標を用いた分析・目標設定を取り入れることで、株主・投資者の目線を踏まえた対応が推進されることが期待されています。

「取組みの検討・開示」のポイント

「取組みの検討・開示」のポイント①

ポイント①

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

解説

- ◆ 中長期的な目線を持つ株主・投資者が企業に期待するのは、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を実現すること**です。具体的には、**資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資、人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**することが期待されています。
- ◆ また、**経営資源の適切な配分を意識した取組み**として、バランスシートの点検（I. 現状分析・評価のポイント③）を行ったうえで、**将来目指すバランスシートの姿を検討し、それに至るまでの計画を策定することや、将来のキャッシュフローも含め、資本を成長投資や株主還元はどう配分していくのか、キャッシュアロケーション方針を策定**することも考えられます。
- ◆ なお、**自社株買いや増配など株主還元の強化は、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているか等を分析した結果として、状況に応じて実施すべきものであり、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応（リキャップCBなど）が期待されている訳ではありません。**

取

組

例

アイシン（7259）

バランスシート改革によって保有資産を圧縮することで**キャッシュを創出し、成長投資や株主還元や積極的に資金を注入**
（→別紙36ページ）

日本瓦斯（8174）

不必要な株主資本を持たない方針を明記したうえで、中長期的なバランスシートの計画やキャッシュフローの配分方針を開示（→別紙51ページ）

千葉興業銀行（8337）

各部門について**RORA（リスクアセット対比収益率）とROEの観点から分析を行い、注力する事業と縮小させていく事業を明示**（→別紙57ページ）

SWCC（5805）

ROIC経営を全社的に浸透させるべく、現場ごとにわかりやすい指標と目標数値を掲げ、社員一人一人が自分事として取り組める仕組み・環境づくりを推進
（→別紙25ページ）

投資者目線とのギャップ事例

- × 現状の資本収益性や市場評価が低いものの、**自社株買いのみの一過性の対応（リキャップCBなど）や、既存事業の漸次的な改善のみの対応に終始**する
- ⇒ 株主・投資者からは、**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、成長投資や事業ポートフォリオの見直しなど、抜本的な取組みが期待されています。**

「取組みの検討・開示」のポイント②

ポイント②

資本コストを低減させるという意識を持つ

解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**資本コストを上回る資本収益性を達成したうえで、その差※を拡大**させていくことが必要となります。こうした観点からは、単に資本収益性の向上に取り組むだけではなく、**資本コストを低減させる取組み**も期待されています。

※ ROEと株主資本コストの差は「**エクイティ・スプレッド**」、ROICとWACCの差は「**EVA (Economic Value Added : 経済的付加価値) スプレッド**」と呼ばれます。

- ◆ 資本コストの決定要因は様々であり、一概には言えませんが、例えば、投資判断に必要となる**情報開示が不十分な場合には、経営の不透明性が投資家の不安要素となり、株主資本コストの上昇要因**になります。そのような場合、**開示情報の拡充や効果的な投資家との対話**により、**情報の非対称性を解消**することが株主資本コスト低減に有効だと考えられます。
- ◆ その他、**投資者の経営に対する信頼や、収益の安定性・持続性に対する確信度を高める**観点から、**コーポレート・ガバナンスの強化**等も、株主資本コスト低減に有効な手段だと考えられます。

取

組

例

丸文 (7537)

株主資本コスト低減のため、**サステナビリティ経営やガバナンス強化、ステークホルダー・エンゲージメントの向上**など、非財務分野における取組みを行う
(→別紙37ページ)

フィンテックグローバル (8789)

業績ボラティリティの低減に加えて、**積極的なIR活動による投資家との接点づくりや、十分な情報開示**により、**株主資本コストの低減**に取り組む
(→別紙63ページ)

コンコルディア・
フィナンシャルグループ (7186)

株主資本コスト低減のため、**レジリエンスの高い事業ポートフォリオの構築や、サステナビリティ経営の高度化**などに取り組む
(→別紙34ページ)

出光興産 (5019)

事業ポートフォリオの転換による**脱炭素事業・成長事業へのシフト、収益構造の転換**を通じて**資本コストの低減**に取り組む
(→別紙21ページ)

投資者目線とのギャップ実例

- × 株主資本コストは所与のもの（投資者側が決めるもの）と考え、企業側では全くコントロールできないと誤解している
- ⇒ たとえば、資本コストの上昇原因に対処することで一定の低減が可能だと考えられます。企業価値向上の実現に向けた手段として、**資本コストを低減させるという意識を持ち、取り組む**ことが期待されています。

「取組みの検討・開示」のポイント③

ポイント③

中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う

解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**経営者自身が企業価値向上を自分事として捉えることが重要**であり、経営陣の報酬が、持続的な成長に向けた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ことが期待されています。
- ◆ 株主・投資者の立場でも、**経営者のインセンティブがどのように設計されているかは重要なポイント**です。特に、経営者が一定の株式報酬を得ることが当たり前と考える**海外投資家**においては、**中長期的な業績や企業価値向上に向けたインセンティブとなる役員報酬となっているか**という点は、**投資判断上の大きな材料**となっています。
- ◆ また、役員に限らず、**マネジメント層や一般社員**に対しても、**自社株式やストックオプションの付与など、企業価値向上に向けたインセンティブを与えることは、幅広い社員における株主・投資者目線の理解・浸透に繋がり、企業価値向上に向けた経営の促進に有効な手段**だと考えられます。

取

組

例

ラクスル（4384）

創業者CEOの退任後、新CEOの中長期的な企業価値向上に対するコミットを促すため、**株式報酬の割合を最大限高く設定**するとともに、**利益成長に連動したRSU（譲渡制限付株式ユニット）を導入**。並行して、他の取締役に対しても**譲渡制限付株式やストック・オプションを、従業員に対してもストック・オプションを付与**（→別紙14ページ、15ページ）

住友林業（1911）

中長期的な業績や企業価値向上と連動性の高い役員報酬制度とするため、**株価の成長度合いやサステナビリティ指標達成率に応じた譲渡制限付株式報酬を導入**（→別紙10ページ）

投資者目線とのギャップ実例

- × 役員報酬の設計上、中長期的な企業価値向上が経営陣のインセンティブとはなっておらず、株主・投資者と目線がズレている
- ⇒ たとえば、中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度とすることで、将来の企業価値に対する経営陣の意識を高め、株主・投資者目線での長期的な成長を見据えた経営を推進することが期待されています。

「取組みの検討・開示」のポイント④

ポイント④

中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

解説

- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、**中長期的に目指す姿の実現に向けて、どのような意図で各取組みを実施するのか、各取組みがどのように課題解決に繋がるのか、分かりやすく開示することで、株主・投資者の理解が深まり、対話の深化にも繋がると考えられます。**
- ◆ たとえば、**目標とする経営指標をいくつかの要素に分解したうえで、要素ごとに改善に向けた取組みを示すことや、ロジックツリーなどを用いて、各取組みが目標の実現に繋がる道筋を明確に示すこと**などが期待されています。
- ◆ また、**将来の成長性に対する株主・投資者の確信度を高める**という観点からは、**長期的な時間軸での成長の実現に向けた方針や道筋（いわゆる「エクイティ・ストーリー」）を示し、その中に各取組みを位置付けて説明することも有効な手段だ**と考えられます。

取

組

例

PLANT (7646)

PBRをROEとPERに分解、さらにROEを当期純利益率、純資産回転率、財務レバレッジに分解（デュボン分解）し、各要素を改善するための取組みを記載（→別紙39ページ）

セイノーホールディング (9076)

2028年に目指すROEの水準を示し、そこから逆算して、ROEを構成する要素ごとに改善に向けた取組みを記載（→別紙64ページ）

荏原製作所 (6361)

各取組みが企業価値向上にどう寄与していくかについて、ROIツリーを用いてわかりやすく説明（→別紙32ページ）

コンコルディア・ フィナンシャルグループ (7186)

企業価値向上に向けた取組みをロジックツリーを用いて記載し、取組みと企業価値向上の関係性を明確化（→別紙34ページ）

投資者目線とのギャップ実例

- × 取組みを羅列するだけで、それらがどのように企業価値向上、目標達成に繋がるのか、明確な記載が無くわかりづらい
- ⇒ 掲げられている目標と取組みの関連性が不明瞭な場合、株主・投資者は、取組みの効果に確信を持つことが難しくなります。株主・投資者からは、各取組みが目標達成に向けてどのような効果を持つのか、できる限りわかりやすく示すことが期待されています。

「株主・投資者との対話」のポイント

「株主・投資者との対話」のポイント①

ポイント①

経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する

解説

- ◆ 対話における企業側の課題として、多くの投資家が、**対話内容が経営層に届いていない**と感じています。株主・投資者との継続的な信頼関係を構築し、対話を実効的なものにしていくためには、**経営陣や取締役会が、対話の重要性を十分に理解したうえで、主体的に関与**していくことが期待されています。
- ◆ 具体的には、**IR / SRを成長のドライバーとして捉え、それらに社内リソースを適切に配分**するとともに、投資者との信頼関係を構築する観点から、**経営陣自らが株主・投資者との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーション**を図ることも、有効な手段と考えられます。
- ◆ また、**株主・投資者からの求めに応じて、社外取締役が対話に参加し、経営を監督する立場として、ガバナンスの現状や課題認識等について話をすることも、株主・投資者が企業のガバナンス体制やその実効性を理解・評価するうえで、有効な手段**と考えられます。
- ◆ 加えて、**対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有**するなど、**対話を企業価値向上に向けた意思決定に繋げるための取組み**も期待されています。

取

組

例

東亜建設工業（1885）

IR活動の強化に向けて専任部署を新設するとともに、株主・投資者からのフィードバックを踏まえ、**英文開示を含む情報開示充実に取り組む**。対話で得られた意見を取締役会に定期的に報告し、**施策の見直しに反映**（→別紙6ページ、7ページ）

三陽商会（8011）

PBR改善策として、収益性向上に向けた施策と併せて、**IR・SR活動の更なる強化を掲げ、IR・SR活動の基盤整備や市場との対話の推進に取り組む**（→別紙40ページ）

三菱商事（8058）

株主・投資家との対話を強化するため、新たにCSEO (Chief Stakeholder Engagement Officer)を設置し、部門横断的な社内体制を構築（→別紙44ページ）

三井化学（4183）

対話の深化を目的として、**社外取締役と投資者とのスモールミーティングを実施し、その内容を統合報告書で開示**（→別紙13ページ）

投資者目線とのギャップ実例

- × 投資者は怖いもの・煩いものというイメージが先行し、特段の理由なく、**経営陣が投資者との対話に消極的**
- ⇒ 企業と投資者は、時に意見の相違や対立が生じることもありますが、本来、**企業価値向上という目標を共有するものです**。上場会社の経営者においては、投資者と「対峙」という姿勢ではなく、**企業価値向上の実現に向けて、投資者と中長期的な信頼関係を構築し、積極的に協力を得ていく姿勢が期待されています**。

「株主・投資者との対話」のポイント②

ポイント②

株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う

解説

- ◆ 一口に投資者といっても、その属性は一様ではなく、国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など、**投資行動や企業に対する対話・エンゲージメントのスタンスは異なります。**
- ◆ 株主・投資者との対話の実効性を向上させるため、**対話の相手方の属性や、相手方にとってのマテリアリティを十分に理解したうえで、タイプに応じたアプローチを行う**ことが期待されています。
- ◆ また、対話・エンゲージメントは、基本的には投資者の側からアプローチするものですが、投資者からの自社に対する認知が十分ではないと考えられる場合には、**自社の事業をよく理解し、成長の伴走をしてくれる投資者を自らターゲットイングし、企業側から積極的にアプローチ**していくことも考えられます。

取組例

SHIFT (3697) における投資家のターゲットイング・アプローチ

上場初期 (上場初期～2015年末)	時価総額 低 国内認知度 低	同業他社組入れファンドへアプローチ <ul style="list-style-type: none"> 時価総額が小規模のうちは、アナリストではなくファンドマネージャーへアプローチ ターゲットファンドを絞りやすく、アピールポイントが明白 自社が属する業界説明が不要 他社との差別化、優位性について重点的に説明
テスト業界 No1まで (2016年末～2018年)	時価総額 ～500億円 国内認知度 向上	投資スタイルと投資規模から選定 <ul style="list-style-type: none"> 知名度向上で、より広いターゲットの設定が可能 多くの投資家と接点を持つため、スモールミーティングを積極的に開催 成長ポテンシャルとその裏付けをアピール ファンドマネージャーを中心にアプローチ
国内セクター No1を目指す (2018年～2020年)	時価総額 500億円～ 海外認知度 低	海外投資家との対話開始、アナリストへのアプローチ <ul style="list-style-type: none"> 時価総額500億円を超えると海外投資家からのコンタクト増加 優良ロング投資家をメインにターゲット設定 アナリストへアプローチ
日本銘柄の認知向上 (2020年～)	時価総額 3,000億円～ 海外認知度 中	海外ロング投資家の株主化に注力 <ul style="list-style-type: none"> 投資家DBを作成、投資家毎にカテゴリ分け それぞれに対して、進捗可視化 引き続き、アナリストへのアプローチ継続 日英同時開示、開示物の充実 ESGファンドへのアプローチ

出所：IR向上委員会 2022年12月「SHIFTが挑む果てしなき夢 ～成長を支えるIRのキセキ～」

logmi Finance <https://finance.logmi.jp/377674>

「株主・投資者との対話」のポイント③

ポイント③

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

解説

取

組

例

- ◆ 対話を通じて株主・投資者からの評価やフィードバックを得ながら、取組みを加速・ブラッシュアップしていくという好循環を生み出すためには、対話の実施状況や実例、そこで得たインプットがどのように経営の意思決定に取り入れられているかなどについて株主・投資者に示すことで、更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げることが有効だと考えられます。
- ◆ こうした観点から、東証では、2023年3月、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」の要請を行っており、そこで示されている事項等について、自社の状況を踏まえて開示を行うことが期待されます。

対話で得たインプットとその後の対応状況や、経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況について、具体的にわかりやすく開示している事例

- ✓ 神戸製鋼所（5406）（→別紙22ページ、23ページ）
- ✓ 三陽商会（8011）（→別紙41ページ）
- ✓ 山善（8051）（→別紙43ページ）
- ✓ 稲畑産業（8098）（→別紙48ページ）



【本資料に関する注意事項】

- 本資料は情報提供のみを目的としたものであり、投資勧誘や特定の証券会社との取引を推奨することを目的として作成されたものではありません。
- 本資料で提供している情報は万全を期していますが、その情報の完全性を保証しているものではありません。
- 本資料について事前に東京証券取引所への書面による承諾を得ることなく、本資料およびその複製物に修正・加工したり、第三者に配布・譲渡することは堅く禁じられています。