

## 東証「資本コスト・株価意識経営」要請の次の一手を読み解く

2024年9月11日

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

東京証券取引所（以下、東証）は8月30日に『「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について』（今後施策）を公表した。昨年3月末に公表し、内外で大きな反響を呼んだ「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」<sup>1</sup>という要請（当初要請）の1年の振り返りと今後の方針および対応を取りまとめたものである。次の一手ともいえる今後施策資料へのリンクを掲載しておく<sup>2</sup>。

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/mklp77000000fi3d-att/mklp77000000fi60.pdf>

今後施策資料は実質4ページの簡潔な内容である。この資料は8月19日に開催された第17回の市場区分の見直しに関するフォローアップ会議にて、事務局が用意した『「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する現状と今後の東証の施策（案）について』（対応案）<sup>3</sup>という資料を基にして委員の意見・コメントを聴いた上でいくつかの修正を施したものである。委員の発言内容は8月29日公表の議事録<sup>4</sup>で詳細に知ることができる。

本稿は、今後施策資料を参照しながら、議事録および筆者私見を元にして文言の行間にある含意を読み解くものである<sup>5</sup>。以下では今後施策資料を見ながら、本稿の文章をお読みいただきたい。

### 1. 要請から1年の振り返りと今後の方針（p2）

議事録によると、対応案資料への委員からの発言が多く、修正が最も多かったのがこのページである。ここは今回の一連の改革に対する東証の姿勢を示すものであり、複数の委員がこのページの重要性を説いていた。6つのポイントが箇条書きされている。

一段落目にある太字の「改革は始まったばかり」は対応案では「改革は「途上」と認識」だった。しかし、「途上」では今回の改革がどの段階にあると東証が認識しているのかが分からないというコメントがあり、「改革は始まったばかり」に修正された。

---

<sup>1</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/jr4eth0000004w6n.pdf>

<sup>2</sup> この本体資料および参考1から参考3までの4本の資料を一覧できるリンクは次のとおりである。

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20240830-01.html>

<sup>3</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp77000000egy7.pdf>

<sup>4</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/mklp77000000fiap.pdf>

<sup>5</sup> 本稿の内容で意見表明と見なされるものはすべて筆者の個人的見解であり、日本証券経済研究所を代表するものではありません。本稿の文章に関する責任はすべて筆者個人にあります。

二段落目では東証が目指す市場のあり方（企業価値向上に取り組むことが当たり前となる市場）を明示している点を評価する委員コメントがあった。対応案にあった「投資者との建設的な対話などを通じて」という文言は削除された。「建設的な対話」の文言は第三段落目にもあるので、敢えて書く必要はないと考えたのかもしれないが、文章を短くすることで、目標をよりコンパクトかつ強く表現する形になった。

三段落目については、文末の表現が対応案の「環境整備に主眼を置く」から「環境整備に更に注力」に修正された。これは対応案の表現では、「今まで踏み込んでいたところを一步引くのではないかという印象になる」との委員からの指摘を受けての修正である。

四段落目の表現は委員の要望を受けて対応案から強化されている。対応案の「上場企業数に重点は置かない」という表現は、意味を明確かつ強化して「上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視」に変更された。

五段落目と六段落目については対応案からの修正はなかった。五段落目については委員からの発言はなかったが、六段落目については「国際比較の情報を出しながら、日本の上場会社がどういうポジションにあるのか出していくのが重要」という指摘があった。

## 2. 今後の対応：企業の取組状況に応じたアプローチ（p3）

当初要請への企業の対応状況を観察・分析した結果、東証はプライム・スタンダード企業を3つのグループに分類した。投資家等へのヒアリングでもこの分類について適否の議論や違和感を唱える声はなかったとのことである。委員からも異論は出ていない。筆者もこの分類に異を唱える理由を持ち合わせていない。

企業群①は自律的に取組みを進める企業、企業群②は当初要請への対応を開示しているものの今後の改善が期待される企業（内容が不十分な企業）、企業群③は開示に至っていない企業である。このページでは各企業群の企業数のイメージも提示している。企業群①+②と企業群③の社数は、昨年12月以来、東証が毎月公表している開示企業一覧表<sup>6</sup>により把握できる。2024年7月末時点で、開示済企業（①+②）はプライム企業で86%（1,406社）、スタンダード企業で44%（701社）である。この開示済み企業には検討中企業も含んでいる。企業群①と②を明確に分けるのは難しいが、このイメージ図では企業群①は企業群②よりかなり少なく、スタンダード企業では極めて限定的であろうことが示唆されている。筆者も現実的なイメージ図であると考える。

東証は当初要請では全対象企業に濃淡なく同じ要請を行っていたが、今後施策では企業群ごとに今後のアプローチを変えていくこととしている。企業群①は日本を代表するグローバル企業が多く投資者との対話も積極的に行われているだろう。市場運営者としての東証の立場からすれば、現時点で何等かの追加的な施策は必要ないと考えられる。東証は企業群②に焦点を当てた促進・サポート策を講じることを重要だとしている。東証は明記し

<sup>6</sup> <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/02.html>

ていないが、意欲を見せてない企業群③には何らかの施策を講じても効率が悪いと考えているように思える。筆者ならずとも同じような感想をもっている投資者および市場関係者は多いのではないだろうか。

### 3. 企業の対応状況のより精緻な把握（筆者からの情報提供）

筆者は、今後のアプローチを企業の取組状況に応じて変えていくのは現段階においては必要かつ適切であると考え。今後の議論をより実りあるものにするために、企業群①から③の分類をより細分化したものをここで提示する。正確性には限界があるが大まかな特徴はとらえているものと思う。

まず、開示済み企業を意欲の度合いで二分する。当初要請への対応を行ったとき、多くの企業はコーポレート・ガバナンス報告書の更新を適時開示するだけだが、対応を行った旨とその内容を専用で適時開示している企業もある。この企業を「意欲のある企業」とみなす（詳細は補足説明1）。次に各企業への投資家の関心の度合いをEPS予想数で測る（詳細は補足説明2）。東証の今後施策資料の企業群①から③にほぼ対応するものとして、企業群①から③を次の図表のように分類し細分した。

図表 1. 市場区別の企業の意欲と投資家の関心

	EPS予想数 (投資家関心)	プライム企業		スタンダード企業	
		専用適時開示		専用適時開示	
		有り	無し	有り	無し
企業群①	5個以上	451		10	
企業群②	2-4個	49	264	3	13
	1個	37	161	5	42
	0個	85	294	119	304
	小計	171	719	127	359
企業群③	2-4個	81		20	
	1個	77		79	
	0個	144		1007	
	小計	302		1106	
総計		1643		1602	

(注1) 計測基準日は2024年7月31日時点

(注2) 企業群①は開示無し企業も含み、企業群③は検討中企業も含む

[出所] 東証資料およびFACTSETデータベースから筆者が抜粋

EPS予想数が5個以上ある企業は投資家の関心が高く、それゆえに多くの証券会社がアナリスト予想を提供している。これらの企業は当初要請以前から証券会社・運用会社と対話していたはずで、当初要請後には資本コスト・株価意識経営について対話しているはずだ。これらを企業群①とする。プライムでは451社、スタンダードでは10社である<sup>7</sup>。

<sup>7</sup> 次の論文では、各種の業界アンケートなどから推測して深度ある対話が行えている企業はせいぜい500社程度であるとしている。明田雅昭、「建設的な対話の現状と展望～求められる実効性の向上」、日本証券経済研究所、証券レビュー、2023年4月号

企業群①以外の企業について、要請対応の開示企業を企業群②に、未開示企業を企業群③にした。企業群②では専用の適時開示が有った企業と無かった企業に二分した。

プライムの企業群②は 890 社（179+719）だが、そのうち専用の適時開示で意欲を示していたのは 171 社しかない（ただし、これらの専用の適時開示の内容をみると意欲があるのか疑われる企業もかなりある）。この 171 社のうち、EPS 予想が 0 個ないし 1 個で投資家が全く関心を示していないと思われる企業が 122 社（85+37）もある。

スタンダードでは企業群②は 486 社で企業群③は 1,106 社である。今後施策資料の企業群③の 901 社と大きく違うのは、企業群③は検討中企業も含んでいるからである。EPS 予想が 0 個の企業は 1,430 社（89%）で、1 個の企業も加えると 1,556 社（97%）に達する。機関投資家のスタンダード企業への関心がいかに薄いかが分かる。

#### 4. 今後の対応：企業群②（今後の改善が期待される企業）（p4）

企業群②への対応では 6 施策が提示されている。そのうち「投資者との目線の「ズレ」を解消するための検討材料の提供」として次の 3 施策がある。

1 番目の施策「ポイント・事例集のアップデート」では、今後は悪い事例も加えることになった。点線枠内に×印を伴った 5 つの例示がある。なお、最近のセミナー<sup>8</sup>での東証の実務担当者の発言によれば、個別企業名を挙げることはしないそうだ。悪い事例の提示については複数の委員からの賛同があった。ある委員から「事例集の存在を知らない企業も多く、その存在や有用性について再度情報発信を強化すべき」という指摘もあった。

2 番目の施策「開示状況等による市場評価（株価）の変化の紹介」については、具体的な内容は分からない。委員からは「大型株のみならず、中小型株でも見せることができれば意義は大きい」という発言もあったが、「未開示企業の中にも株価が上がっている企業はあるだろうから問題や誤解が生じかねない」とか「株価は短期的には増配や自社株買いで上がることがある」という懸念の声もあった。過去 1 年間では「資本コストを意識した経営」に注目が集まったが、「株価を意識した経営」はほとんど話題にならなかった。個社の株価変化ではなく類型化し集約したものの価格変化になるようだ<sup>9</sup>が、この施策が「株価を意識した経営」の端緒になるのか今後の展開に注目したい。

3 番目の施策「上場会社経営者や担当者に対する啓発」については、東証が本年 1 月から専任グループを設置して日本全国を巡って啓発活動を実施していることが、東証の参考 3 資料<sup>10</sup>で説明されている。この活動に委員から感謝する発言があった。東証は今後、肅々とこの活動を継続するのであろう。

「投資者との円滑なコミュニケーションの促進」として次の 3 施策がある。

<sup>8</sup> 株式会社 QUICK 主催、東証&JPX 総研コラボセミナー、2024 年 9 月 3 日

<sup>9</sup> 注釈 8 のセミナーでの東証の実務担当者の発言による。

<sup>10</sup> <https://www.jpex.co.jp/news/1020/mk1p77000000fi3d-att/mk1p77000000fk36.pdf>

1 番目の施策については、フォローアップ会議で東証から「投資家からの指摘を恐れ、開示が進まない企業がいることを念頭に、現状のものでよいので、取組み・検討内容を開示したうえで、投資家との対話を通じてブラッシュアップすることが重要」というメッセージを発信したいとの説明があった。「作ったら躊躇せず開示」がポイントのようだ。

2 番目の「開示企業リストの改良」は今後施策での目玉施策かもしれない。「投資者との円滑なコミュニケーションの促進」というカテゴリーに含め、「積極的に取り組む上場企業の支援ツール」としている点に注目すべきである。従来の開示企業リストは単に企業の開示状況を企業および運用会社に伝えるものだったが、今後施策ではその性格を一変させて積極的なツールにしようとしている。3つの具体策が提示されている。

(1)「検討中企業の期限の設定」は、「検討中」を放置せず「開示済み」への移行を促す措置である。新たに「検討中」とする企業には期限の設定を求めるようだ<sup>11</sup>。委員からは期限を設定せずに検討中企業数の推移を見ることにも意味があるとの発言もあった。

(2)「アップデート企業の明示」は、当初要請では企業の対応策は「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」することが求められていたが、このアップデート情報を開示企業リストからアクセスできるようにする措置のようだ。

(3)「機関投資家からのアクセスを希望する企業の明示」は野心的な試みである。企業群②に属す企業で意欲的に計画を策定し開示しても機関投資家との対話が実現しないと悩む企業がいる。機関投資家側では自社調査リソースの限界などの理由から企業群②の企業には投資しにくい、意欲があり計画が魅力的なら投資を検討してもよいと考えていることもあろう。この(3)は意欲ある企業と機関投資家をマッチングしようとする試みである。委員からは「非常に面白い取組みである」が「他社が希望を出しているから、自社もとりあえず出しておこうということが起こりかねない。一定の工夫が必要」という指摘があった。また、運用会社の委員から「対話希望企業が出てきたときに実務的な対応ができるのかという課題がある」とか「対話をして投資家は必ず株を買うわけではない点は企業に理解してほしい」、学者の委員から「3,200社全社が機関投資家と個別にエンゲージメントするというのは、どうしても現実的ではないと思う」との発言があった。

3 番目の施策は投資者側へ「中長期的な企業価値向上を支える視点で上場企業との対話に臨んでもらうよう」発信するとしている。これは従来から行われている東証の役員や実務担当者による運用会社向けのセミナーや講演会での発信を強化するということか、あるいは一歩進めて運用会社個社に直接的な要請を行うということなのか。金融庁は2024年事務年度金融行政方針<sup>12</sup>の中でスチュワードシップ・コードの見直しを行い企業と投資家のさらなる対話を促進するとしている。この機会を活用するのもかもしれない。この施策に関して委員からの発言は特になかった。

<sup>11</sup> 注釈8にあるセミナーでの東証の実務担当者の発言による。

<sup>12</sup> [https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240830/20240830\\_main.pdf](https://www.fsa.go.jp/news/r6/20240830/20240830_main.pdf)

企業群②向けの6つの施策をみると、企業側に新たに何らかの負担が生じるようなものではない。当初要請で求められてきた対応を、企業がより積極的かつ効果的に実施して運用会社にアピールすることを東証が支援したいというものだろう。

## 5. 今後の対応：企業群③（開示に至っていない企業）(p5)

企業群③は企業の意欲が疑われるだけでなく投資家の関心もほとんどない企業群である。施策としては(1)「IR機能の確保を促す」と(2)「少数株主保護に向けた取り組みのフォローアップ」くらいしか打つ手がないようだ。企業群③への対応で「少数株主保護」が登場する理由が分からないかもしれない。東証の参考1資料<sup>13</sup>によれば、未開示企業の特徴として、時価総額が小さくPBRが高いことに加えて、支配株主・支配的な株主を有するなど株式所有状況に偏りがある企業が多いことが確認されている。市場より支配株主・支配的な株主からのプレッシャーの方が大きいことが未開示の理由になっている場合があると考えているようだ。

筆者には、東証は企業群②への対応に注力し企業群③は静観するという方針のように見える。委員から東証が企業群②への対応に注力することに賛成する発言があった一方で、「企業群②はある程度、対話により投資家の力も借りることができるが、企業群③は東証からもしっかりアプローチすることが大事」とか「東証として市場環境整備を行っていく上で企業群③も重要」等もう少し積極的な対応を促す発言もあった。また、「当初要請では開示は「お願い」という建付けだったが、Comply or Explainという建付けにして、開示しない理由を開示させるべき」、「開示しないのはガバナンスコード違反ではないか」、「東証要請を取締役会で議論していないのか、その社外取締役の存在意義は何なのか」といった厳しい発言もあった。東証が今後、企業群③に向けて新たな対応を追加する場合、「お願い」や「要請」ではなく、何らかの強制性があるものになるかもしれない。

## 6. 企業群②への対応の含意（筆者期待）

企業がいくら努力しても、その企業に投資するか否かは運用会社が決めることである。株式時価総額が小さすぎる企業に投資することは困難だが、補足説明3によるとプライム企業の9割、スタンダード企業の1割は、日本株小型株ファンドから見て、「小さすぎてとても投資できない」ということではなさそうだ。運用会社には受益者に対する受託者責任があり、他事考慮することなく資産の最大化を目指す義務がある。このため「やる意欲」が見えない企業には全く関心がないが、経営者・取締役に「やる意欲」が見えて実現可能性が高い「株主価値向上ストーリー」を語る企業には投資したいはずだ。今回の東証の企業群②への対応が、運用会社にとってそういう企業を発見するサポートツールとして機能することを期待したい。

本稿に関するご意見・ご質問は [commenttoakeda01@gmail.com](mailto:commenttoakeda01@gmail.com) 宛てにお願いします。

<sup>13</sup> <https://www.jpx.co.jp/news/1020/mklp77000000fi3d-att/mklp77000000fi65.pdf>

## 補足説明 1. 「意欲」の代理指標としての専用適時開示

東証は資本コスト・株価意識経営を要請した際に、その計画の開示の形式は問わないが、どこに開示したかを『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』に記載するよう要請している<sup>14</sup>。このため、ほとんどの企業で当初要請への対応を作成・開示したか否かが、すぐには分からず、企業が「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 yyyy/mm/dd（年月日）」という見出しの適時開示を行った際に、リンク先の報告書の中で該当箇所を探さなければならない。見つからなければ「まだ対応していない」ということだろうし、見つかってもその記述が前回からあったものなのか、前回の修正版なのか、今回新たに記述されたものなのかがすぐに分からない場合もある。

一方で、少数の企業は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」というような見出しの専用の適時開示を行っている。7月末時点で当初要請への対応開示を行ったプライム企業（「検討中」も含む）は1,406社であるが、そのうち専用の適時開示を行ったのは197社（14%）である<sup>15</sup>。スタンダード企業では要請対応開示の701社のうち151社（22%）が専用の適時開示を行っている。

適時開示の制度では、適時開示が求められる会社情報として、上場会社の決定事項として39種類、上場会社の発生事実として27種類など細かく指定されているが、その中に、今回の当初要請対応は入っていない<sup>16</sup>。このため当初要請対応の専用の適時開示は必須ではなく任意である。任意であるにも関わらず、敢えて専用の適時開示を行っている企業は、そうでない企業と比べて、それだけ意欲があると考えられよう。

## 補足説明 2. 「投資家の関心」の代理指標としての EPS 予想数

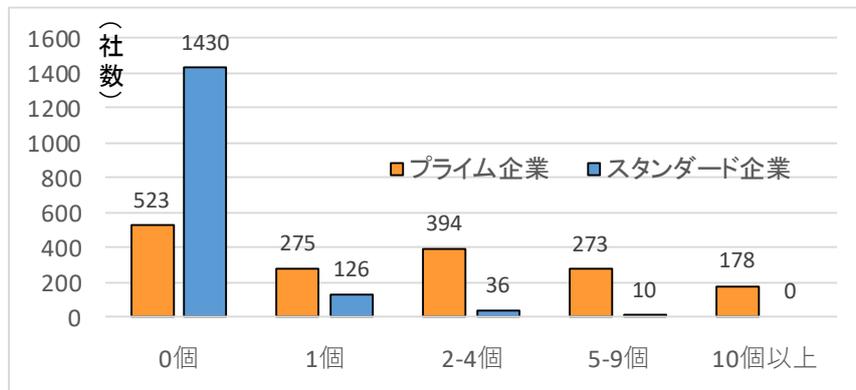
資産運用会社は投資先及び投資対象候補の企業について価値評価分析を行う。各運用会社が分析し評価している投資対象母集団を外部者が知ることは難しい。しかし、運用会社全体で見てどの企業にどれだけのリソースを投じて分析しているかは証券会社のリサーチカバレッジを見ることで概ね推測できる。証券会社は運用会社の投資先および投資対象候補の企業を見越してアナリストによる分析情報を提供している。アナリスト分析情報の有無はEPS予想の有無で判断できる。つまり、EPS予想の数が多い企業ほど、証券会社がアナリストに投資分析をさせていて、それは資産運用会社の関心の高さと比例していると考えられる。図表2はプライム市場とスタンダード市場に分けて、上場企業各社に何個のEPS予想があるかの分布をみたものである。

<sup>14</sup> 注釈1と同じ。

<sup>15</sup> 筆者が把握する範囲での数字である。スタンダード企業の151社も同じ。

<sup>16</sup> 東証ホームページ、「適時開示が求められる会社情報」、  
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/disclosure/info/index.html>

図表 2. 市場区分別の今期EPS予想数分布



[出所] FACTSETデータベースから筆者が作成。2024年7月31日時点

プライム企業のうち10個以上のEPS予想があったのは178社であった。5-9個の企業は273社あったので、5個以上の企業は451社（1,643社のうちの27%）ということになる。これらの企業には運用会社が強い関心をもって投資分析・評価を行っているのは間違いない。一方で、EPS予想が0個の企業が523社（32%）ある。ほとんどの運用会社はこれらの企業を投資対象とはみていないものと思われる<sup>17</sup>。スタンダード企業の場合は、1,602社のうち1,430社（89%）でEPS予想が0個である。

### 補足説明 3. 機関投資家の関心が低い企業への投資可能性

機関投資家にとって企業群②と企業群③は規模的にみてどの程度投資対象にしにくいのかを確認する。運用者にとって重要なのは投資対象先の発行済株式数より売買可能株式数である。東証株価指数（TOPIX）は時価総額指数であるが、発行済株式数ベースではなく浮動株式数ベース<sup>18</sup>にしているのは、こうした運用者のニーズに合わせているためともいえる。東証は個別株式の浮動株式数データを公開している<sup>19</sup>ので、このデータを使って企業群②および企業群③の浮動株式時価総額の分布をみたのが図表3である。

プライム企業では、「企業群②有」（企業群②で専用適時開示が有る企業）は百億円から二百億円の間は43社あり、これらを含めて百億円以上の企業が153社（89%）ある。

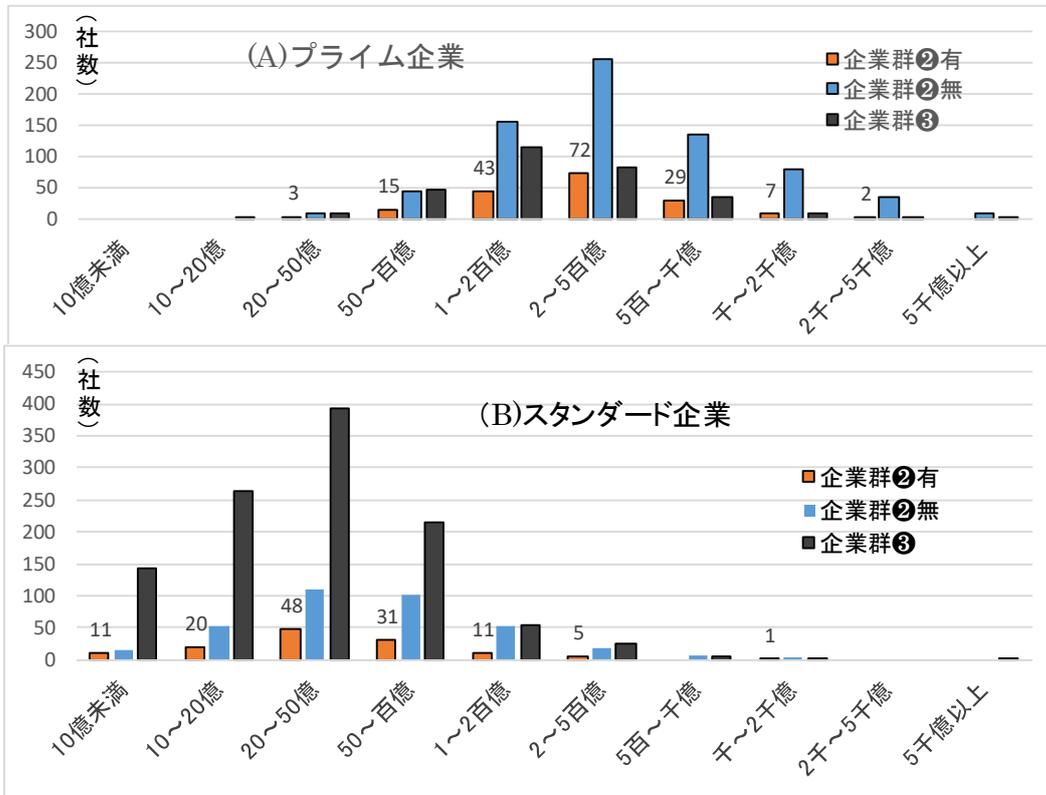
「企業群②無」（企業群②で専用適時開示が無い企業）は百億円以上が669社（93%）である。企業群③も百億円以上は244社（81%）である。しかし、スタンダード企業になると、百億円以上は、企業群②有で17社（13%）、企業群②無で80社（22%）、企業群③で88社（8%）と減少し、約8割の企業が百億円未満となる。

<sup>17</sup> 現状ではプライム企業はTOPIXの構成企業になっており、TOPIX完全インデックス運用を行う運用会社が10社以上あるため、プライム企業であれば議決権行使をしている運用会社は10社以上あるはずである。しかし、議案の内容を吟味して議決権行使をすることはしていても、投資対象としての分析をするか否かは全く別物である。

<sup>18</sup> 浮動株比率の算定方法は [https://www.jpix.co.jp/markets/indices/line-up/files/cal2\\_1\\_FFW.pdf](https://www.jpix.co.jp/markets/indices/line-up/files/cal2_1_FFW.pdf)

<sup>19</sup> ただし、有料である。

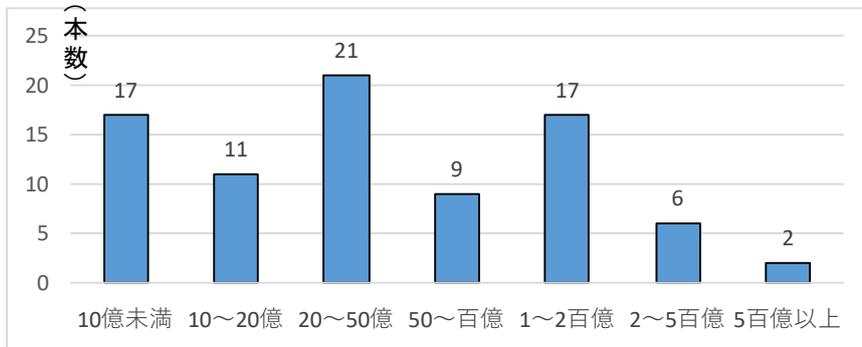
図表3. 企業群別の浮動株式時価総額分布



[出所] 東京証券取引所の公開データおよびFACTSETデータベースから筆者が作成

図表4は公募投資信託のうち日本株の小型株に分類される投信83本の純資産分布である。半分近い49本が50億円未満である。仮に50億円のファンドが50社に投資するとしたら1社あたり1億円である。プライムの企業群②と企業群③の企業は約9割が浮動株式時価総額で100億円以上なので、「小さすぎる」ということにはならないのではないかな。なお、スタンダード企業の場合は、約8割が「小さすぎる」かもしれない。

図表4. 公募投資信託の小型株投信の規模分布



[出所] WEALTHADVOISORから筆者作成。データ取得は2024年9月3日

以上