

東証の要請を受けた上場企業の 現状と重要性増す対話の実質化 企業における対応の高度化には投資家側の機能強化も不可欠

東京証券取引所が打ち出した「PBR改善要請」は企業と運用会社に多大な影響を及ぼし、企業価値向上への動きを加速させる意味で大きく貢献した。要請から一年半が経過した2024年8月末には、東証が「今後の施策」を発表した。その中では「要請に対応して意欲ある計画を開示したが、運用会社との対話を実現できていない企業」への支援に重点を置くようとしている。この試みが成果を上げるためには、企業の取り組みだけでなく、アセットオーナーも含めた投資家サイドの協力が欠かせない。

日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー

明田 雅昭



CGコードの核心たる 資本コストを意識した経営

東証は2023年3月31日にプライム/スタンダード企業向けに「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」を発

出した。この要請は国内外で大きな注目を浴び、企業と運用会社に多大な影響を及ぼした。

この要請文の冒頭にある「背景」の説明で東証は、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）に盛り込まれた「資本コストを意識した経営（原則5-12）」を従来から求めてきた

と強調している。筆者は当初から、CGコードの中で企業価値向上のための核心は原則5-12にあると主張してきた。22年7月時点で同原則の実施率はプライム企業で90・4%、スタンダード企業で61・6%に達しているが、これはCGコードの「形式的」実施の代表例の一つだっ

た。東証の要請は、同原則の「実質を伴った」実施を求めたものと言っても過言ではない。要請では分析・評価の指標としてPBR（株価純資産倍率）が取り上げられ、いわゆる「1倍割れ」状態への苦言を呈した。PBRという、株価を含む分かりやすい指標と関連付けられた

企業と運用会社の対話の「実質化」を

ことで、概念的・抽象的だった目標が、一気に実質的・具体的な目標に変わったのである。

PBRRは改善するも ROEの向上は道半ば

東証の要請への対応を策定した企業は、その計画をどこに開示したかをコーポレートガバナンス報告書（CG報告書）に記載することが求められている。これについて東証は24年1月から、前月末時点で計画を開示している企業の一覧表の公表を始めた。

23年12月末時点では、プライム企業1656社のうち開示済みが40%で、検討中が9%。スタンダード企業1619社のうち開示済みが12%で、検討中が7%であった。PBRRが低い企業や時価総額が大きい企業ほど開示が進み、PBRRが1倍以上の企業や時価総額が小さい企業ほど開示が進んでいない状況だった。

その後、開示済み企業は月を追うごとに増加し、24年8月末時点では、プライム企業では開

示済みが79%で検討中が8%、スタンダード企業では開示済みが31%で検討中が13%となった。スタンダード企業の開示は十分とはいえないものの、全体的には開示の底上げが着実に進んでいる。

ただし、対応の開示が進んだとしても、企業価値が高まるとは限らない。

22年7月から24年5月にかけて、PBRRが1倍を超えている企業の割合は、プライムでは50%から57%に、スタンダードでは36%から42%に上昇した。これを東証の要請の効果と見なし、よいかは微妙である。PBRRは自社株買いや増配でも高まる傾向があり、海外投資家の日本株買いなど、日本株のバリュエーションが切り上がる他の要素があった可能性も考えられるからだ。

企業価値向上の本質的要因は、ROE（自己資本利益率）と成長率の上昇である。前述の期間において、ROE8%以上の企業の割合は、プライムで53%から55%に、スタンダードで37%から41%に上昇した。PBRRの

向上とROEの上昇の関係は整合的ではあるが、PBRR向上の実績を裏付けるほどにはROEが上昇していない。価値向上のために、企業には実施事業の利益率向上と、高利益率事業の成長が強く求められる状況に変わりはない。

改善が期待される企業に 焦点を当てる第2フェーズ

東証の要請を受けた対応の開示は、プライム企業では90%以上が視野に入ってきたが、形式的な開示が疑われる事例が少なくない。東証は今後の方策の検討のため、今年6月から7月にかけて、国内外の機関投資家や証券会社・信託銀行・コンサルティング会社などの幅広い関係者と意見交換を行った。この情報をもとに、市場区分の見直しに関するフォーロアアップ会議での議論を経て、8月30日に「今後の施策」を発表した。

23年3月の要請はすべてのプライム/スタンダード企業に一律に要請したものであったが、今後の施策では、企業を取組状況

に応じて三つのグループ（企業群）に分け、それぞれに合った対応をすることにした。三つの企業群とは、(1)自律的に取り組みを進める企業、(2)今後の改善が期待される企業、(3)開示に至っていない企業——である。

(1)と(2)は、開示済みと検討中の企業を合わせた企業群を二つに分類したものである。(1)は、運用会社との対話が進んでおり、東証として特に追加的な施策が必要ない企業である。(2)は、対応を開示したものの、投資家とのコミュニケーションを十分に行えていない企業である。東証は、(2)に焦点を当てた促進・サポート策を講じることが重要であるとしている。

他方、(3)には「IR機能の確保を促す」としているが、具体的な時期・方法は今後、検討する。支配株主を有する企業に未開示が多いこともあり、「従属上場会社における少数株主保護の在り方に関する研究会」がこれをフォーローする方針である。筆者には、東証は(3)には当面、静観を決め込んでいるように映る。

〔図表〕 市場区分別に見た企業の意欲と投資家の関心

	E P S 予想の数 (投資家の関心)	プライム企業		スタンダード企業	
		専用の適時開示			
		あり	なし	あり	なし
企業群①	5 個以上	451		10	
企業群② (開示あり)	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 (開示なし)	2～4 個	0	81	0	20
	1 個	0	77	0	79
	0 個	0	144	0	1,007
	小計	0	302	0	1,106
総計		1,643		1,602	

(注) 計測基準日は24年7月31日時点。企業群①は開示なしの企業も含む。企業群③は「検討中」の企業も含む。
(出所) 東証資料、各社開示資料およびFACTSETデータベースから筆者作成。

着眼すべきは 企業の意欲と投資家の関心

ここで、東証による企業群の分類を踏まえつつ、筆者独自の視点で「取り組みへの企業の意欲」と「投資家の企業への関心」を深掘りして、精緻化したグループ分けを紹介したい(図表)。

投資家の企業への関心はEPS(1株当たり利益)予想の数で定量化する。これは、投資家の関心が高い企業には証券会社のアナリストが業績予想情報を提供しているためである。

その結果、EPS予想が五つ以上ある企業は461社であり、これらを企業群①とした。このうちスタンダード企業はわずか10社に過ぎない。なお実際に、年金積立金

管理運用独立行政法人(GPIF)や生命保険協会などのアンケートから、運用会社と建設的な対話を行っている企業は400～500社と推計される。またIR協議会のアンケートから、独立したIR専任部署を有する企業は500社程度と推計される。

その結果、EPS予想が五つ以上ある企業は461社であり、これらを企業群①とした。このうちスタンダード企業はわずか10社に過ぎない。なお実際に、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)や生命保険協会などのアンケートから、運用会社と建設的な対話を行っている企業は400～500社と推計される。またIR協議会のアンケートから、独立したIR専任部署を有する企業は500社程度と推計される。

業は筆者が把握している範囲で298社ある。義務ではない専用の適時開示をしている企業は、取り組みに意欲的な企業と見なせよう。

東証が進める 企業開示リストの改良

東証は重点対象先の企業群(2)に向けた具体的な施策の一つとして、今年9月27日に「開示企業リストの改良」を行うと発表した。リストの改良は、開示ありか検討中かだけを示した従来のリストから、投資家との円滑なコミュニケーションの促進を意図したものに変わべく実施するものである。具体的には、次の三つの方策が来年1月から適用される。

まず、東証の要請では年に1回以上、進捗状況を分析して開示することを求めている。このため、(a)開示企業リストに欄を新設して、開示内容のアップデート日を明示するようにする。また、(b)機関投資家とのコンタクトを希望する企業を一覧表上で明示する。これは取り組みの開示を行いながらも対話の相

企業群②は、東証の要請を受けた対応について開示はしてい

企業と運用会社の対話の「実質化」を

手方が見つからない企業と、積極的に対話を希望する企業の見分けがつかないアクティブ投資家をマッチングしようとする試みである。

さらに、(c)「検討中」の掲載は6カ月までにする。東証の要請に対して「検討中」と返事してリストに掲載された後、長くこの状態を続けている企業が少なからずある。この状況を改善すべく、今年12月末時点で「検討中」としている場合の掲載は来年6月末までとし、来年1月以降、新たな「検討中」の開示は6カ月後までとする。その後「未開示」に戻す。

ここで大変興味深く根源的な課題を内包しているのが、(b)の方策である。そもそも企業群(2)で機関投資家と本当に対話したい企業は、どのくらい存在するのだろうか。図表を見ると、機関投資家が関心を示していない企業（EPS予想が1ないし0個の企業）で専用の適時開示をしているのは、プライムで122社、スタンダードで124社と少ない。適時開示の内容を見ると熱意が感じられない企業も

あり、本当に意欲のある企業はもつと少ないかもしれない。

難航が予想される 企業と投資家のマッチング

東証によるこの方策の成否には二つの懸念がある。まず、実は対話の希望はないのだが、形式的に希望を表明する企業で埋め尽くされる可能性である。こうなると本当に対話を希望する企業を見分けることができなくなる。

筆者はこの可能性は低いのではないかと思う。対話を希望しない企業は、まず様子見をするだろう。そして対話の希望を表明する「本当の対話希望企業」が少数にとどまるところを見て、そのまま様子見を続けるのではないか。その結果、対話の希望を表明する企業は、(数少ない)本当の対話希望企業だけということになるかもしれない。

第二に、資産運用会社に、対話を希望する企業と対話するキヤパシティーがどれだけあるかということである。フォローアップ会議で東証がこの方策を説

明したとき、資産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」という発言があった。

日本投資顧問業協会のアンケートによれば、投資顧問会社全体で日本株関連の陣容は、ファンドマネジャーが1253人、調査スタッフが714人、エンゲージメント担当者が885人である。しかも、これは重複がある人数だ。これでは、企業群(1)との対話で手一杯だろう。対話希望企業でも、極めて有望な計画を提示した少数の企業としてコンタクトしない(できない)のではないだろうか。

筆者は東証の試みには敬意を表しているが、この取り組みが効果を上げるためには、企業の意識改革だけにとどまらず、資産運用会社側の陣容強化も必要である。資産運用会社は投資信託と年金運用の二つの事業を行っているが、公的年金などの強い意向を反映して年金運用の収益があまりにも低い。この低収益が改善されない限り、陣容の強化は望めない。

企業群(2)と(3)はほとんどが小型株である。このような小型株運用は運用資産額が小さく、運用報酬額も少なくならざるを得ない。大手の運用会社からすると、採算が取れない仕事かもしれない。

資産運用立国実現プランでは新興運用業者促進プログラムが求められている。新興運用会社が求める運用資産額は、既存の運用会社と比べてずっと小さい。彼らを活用するスキームもあってもよいのではないか。

資産運用会社もアセットオーナーも、東証からの要請を受けて対応するだけでなく、企業価値向上に向けた環境を自ら整備する主体としての役割も担ってほしい。

あけだ よしあき

77年野村総合研究所入社。株式オピニオン分析、資産運用情報サービス事業などを経て、ファンド評価およびファンドオペレーション運用に従事。12年9月から中央大学専門職大学院国際会計研究科特任教授。18年4月から現職。