

機関投資家との対話希望を表明した 129 社の特性分析
～対話の相手候補の特定は容易なのに、なぜ見つからないというのか

(概 要)

東京証券取引所は1月15日に新フォーマットの『「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表』を公表し、機関投資家との対話を希望するプライム・スタンダード企業が193社あることが判明した。193社の中には既に対話を行っている企業もあるため、本稿では実際に対話の機会がないと考えられる129社に絞って特性分析を行った。これらの129社は監査等委員会設置会社が多く、独立社外取締役も多いなど企業統治面での対応が進んでいる傾向が見られ、財務面でもROEの向上や成長の加速が確認できたがPBRは低下していた。これはPBR1倍割れ企業が成長を加速するとPBRが低下するという理論どおりの現象と考えられる。機関投資家との対話の実現した際には経営努力が株主価値向上に結び付くように議論を深めていただきたい。

今回の対話希望表明は「対話の相手が見つからない企業」の救済策とされる。しかし、TOPIXインデックス運用商品はTOPIX構成の全社に投資しているという実態を踏まえれば、この商品を提供している運用会社はすべてのTOPIX構成企業の実質株主である。これらの運用会社の特定は容易であるから、対話希望表明のTOPIX構成企業は「待つ」のではなく、これらの運用会社に「自らアクセス」して対話を始めることを推奨したい。

目 次

1. 東証「資本コスト経営要請」の現在地
2. 対話希望表名企業の意欲と投資家の関心
3. 対話希望表明企業の規模と業種の特性
4. 対話希望表明企業の企業統治特性とPBR水準
5. 悪化した株式価値付加状況
6. なぜ対話の相手が見つからないというのか
7. 今後に向けて

2025年2月6日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

東京証券取引所（以下、東証）は1月15日に新フォーマットの『「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表（2024年12月末時点）』¹を公表した。前月までの旧フォーマットとの大きな違いは機関投資家との対話の機会に恵まれない企業のために対話希望を明示する欄を新設したことである。その結果、プライム企業164社とスタンダード企業29社の合計193社が対話希望を明らかにした²。

本稿では対話希望表明企業が同様に対話の機会に恵まれない他の企業と特性上、どのように異なっているかを分析する。また、TOPIX完全法インデックス運用の情報を活用すれば対話の相手の特定は容易であるにもかかわらず、これらの企業の多くが「対話の相手が見つからない」としていることへの疑問も呈するものである。

最初に今回の措置に至るまでの経過を確認する。次いでこれらの企業の市場に向き合う姿勢と機関投資家の関心、時価総額規模と業種特性、企業統治特性、PBR水準を確認する。その上で過去8年を前後半に分けて株式価値向上の主要ドライバーであるROEと成長率がどのように変化して時価総額とPBR水準がどのように変化したかを明らかにする。この変化の様子は一見すると奇異に見えるかもしれないが、株式価値評価理論と整合的であることを解説する。この分析によって、今後、株式価値向上を議論する際のヒントが得られるだろう。最後に大量保有報告書制度や実質株主調査に頼らずに対話の相手候補を探す方法について説明する³。なお、本稿では東証要請に対応するものとして各社が提示した計画の内容の紹介や分析・評価は行っていないことをお断りしておく。

1. 東証「資本コスト経営要請」の現在地

東証は2023年3月にプライム・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について」⁴という要請（東証要請）を発出した。この要請は大きな反響を呼び、その後の日本株式の上昇に大きく貢献したと言われる。この要請への企業の対応状況を東証は2023年12月分から毎月公表している。図表1に示すようにプライム企業は早々と対応し昨年の夏には約9割が開示済みないし検討中となった。2024年12月末時点ではプライム企業は85%（1,384社）が対応済み、6%（98社）が検討中、未開示が9%（154社）となった。スタンダード企業の対応はやや緩慢であるが、36%（567社）が対応済み、13%（202社）が検討中、未開示が51%（816社）となっている。

¹ <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/02.html>

² グロース市場でも同じ試みがされて220社が対話希望を明示した。

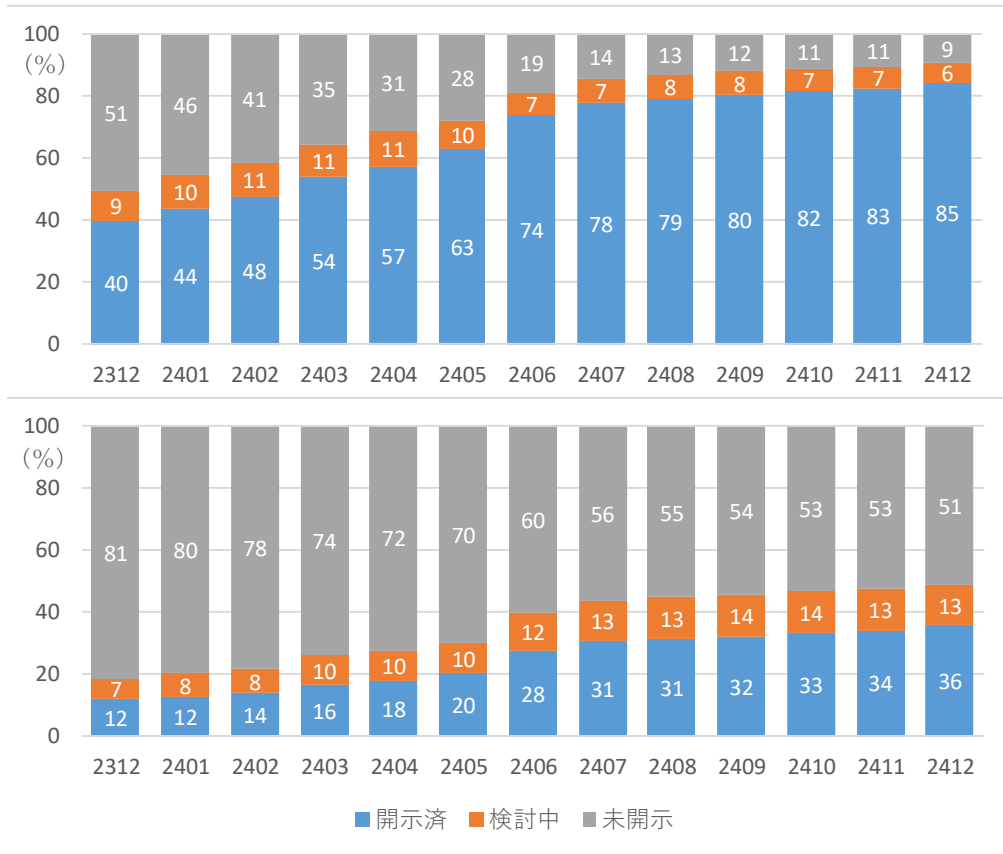
<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/03.html>

ただし、本稿ではプライム・スタンダード企業に論点を絞っているためこれら220社は対象外である。

³ 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。

⁴ <https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/jr4eth0000004w6n.pdf>

図表1. 東証の資本コスト経営要請への対応状況
(上段がプライム企業、下段がスタンダード企業)



[出所] 東京証券取引所の公開情報より筆者が作成

東証は2024年6月から7月にかけて、東証要請の1年の振り返りと今後の方針および対応を検討するために、「国内外の機関投資家や、上場企業をサポートする証券会社・信託銀行・コンサルティング会社、シンクタンク等の幅広い関係者（計60社超）と意見交換」を行った。その結果をまとめたのが8月30日に公表した『「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の施策について』⁵（今後施策）である。

今後施策の最大の特徴は各社の対応状況を踏まえて企業を大きく3つのグループに分けたことである。東証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アプローチを変えていくことにしたのである。企業群①として「自律的に取り組みを進める企業」、企業群②として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（投資者の目線とギャップがあるなど内容が不十分な企業）」、企業群③として「開示に至っていない企業」である。企業群①は日本を代表するグローバル企業が多く機関投資家との対話も積極的に行われていると思われること、企

⁵ <https://www.jpex.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004vj2-att/mk1p77000000fk9u.pdf>

企業群③は企業側に積極的な意志があるようには見えないこと⁶から、東証としては企業群②に焦点を当てた促進・サポート策を講じようとしている。

企業群②は東証要請への対応を策定し公表しているものの企業規模が小さすぎて機関投資家に関心を向けていない企業でもある。機関投資家の中には例え通常では投資対象にならない規模であっても、経営者が本気であり魅力的な経営計画を策定している企業なら投資を検討したいと考えている場合もあるだろう。企業群②は2,000社を超えるほどの多数なので、機関投資家が一社一社を分析して、そのような企業を見つけることは困難だと考えられる。そこで東証は今後施策において、開示企業リストに「機関投資家からのアクセスを希望する企業を明示する機能」を付加することにした。その第一回公表が1月15日に行われ、プライム企業164社とスタンダード企業29社の合計193社が対話希望を表明したのであった。

2. 対話希望表明企業の意欲と投資家の関心

これら193社の市場に向き合う姿勢と機関投資家の関心を確認する。筆者は前著⁷において、3グループを定義し直し（東証定義の①、②、③と区別して**①**、**②**、**③**と表示）、市場に向き合う姿勢（意欲ある企業）と機関投資家の関心も加えて細分化した分類情報を提示した。今回はさらに対話希望を表明したか否かも加えた分類情報を図表2にまとめた。図表2の各セルはn/Nという分数形式になっている。これはこのセルに該当する企業がN社あり、そのうち対話希望表明をした企業がn社あったということを示している。

図表2. 対話希望表明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	18/437		0/8	
企業群②	2-4個	2/48	39/288	0/3	1/17
	1個	14/54	19/168	2/15	5/42
	0個	19/93	50/333	9/145	11/340
	小計	35/195	108/789	11/163	17/399
企業群③	2-4個	0/55		0/18	
	1個	1/60		0/54	
	0個	2/100		1/943	
	小計	3/215		1/1015	
総計		164/1636		29/1585	

(注) 計測基準日は2024年12月30日時点

[出所] 東京証券取引所の公開情報およびFACTSETから筆者が作成

⁶ 東証は企業群③をこのように見ているとは明言していない。筆者の傍目の印象であるが、多くの投資者の共通の認識であると思われる。

⁷ 明田雅昭、「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」、日本証券経済研究所、トピックス、2024年9月11日

最初に3グループの定義について説明する。東証による3グループでは、企業群③は「未開示企業」と明確であるが、企業群①と企業群②の区切りは定性的には分かるものの定量的には明らかではない。筆者はこの区切りをEPS予想数で行うことにした。EPS予想が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EPS予想を提供している。これらの企業は東証要請以前から証券会社・運用会社と間違いなく対話しており、東証要請後には資本コスト意識経営について対話しているはずである。これらを企業群①とする。プライムでは437社、スタンダードではわずか8社である⁸。企業群①以外の企業について、東証要請対応の開示済企業を企業群②に、未開示企業あるいは検討中企業を企業群③にした⁹。企業群③はプライムでは215社、スタンダード1,015社である。企業群②と企業群③はEPS予想数で2-4個、1個、0個の3つに細分し機関投資家の関心の濃淡を示した。

企業群②では専用の適時開示があった企業となかった企業に二分した。東証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「意欲を示した企業」とみなした¹⁰。プライムの企業群②は984社(195+789)だが、そのうち専用の適時開示で意欲を示していたのは195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195社のうちEPS予想が0個ないし1個で機関投資家が全く関心を示していないと思われる企業が147社(54+93)もある。スタンダードでは企業群②は562社(163+399)だった。

対話希望表明した企業はどの分類に多いのか。図表2で、例えば企業群②のプライム企業で専用開示を行った企業のセルを見ると35/195とある。これは該当企業195社のうち対話希望表明したのは35社ということの意味する。比率にすると18%である。一方、専用適時開示をしなかった789社のうち対話希望表明したのは108社で14%であった。ス

⁸ 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月号の図表3

⁹ 企業群①には未開示企業や検討中企業も含む。検討中企業は東証の分類では企業群①か企業群②だが、筆者の分類では企業群①か企業群③である。

¹⁰ 東証要請では、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』に記載するよう求めている。このため、ほとんどの企業で東証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。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60種類以上が定められているが、その中に、今回の東証要請対応は入っていない。このため東証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。(この脚注は明田雅昭[2024.9.11]からの転記)

スタンダード企業ではそれぞれ7% (11/163) と4% (17/399) だった。対話希望表明企業は「意欲を示した企業」での割合が多いが、「意欲を示さなかった企業」の中にも相当数あったことが確認できる。

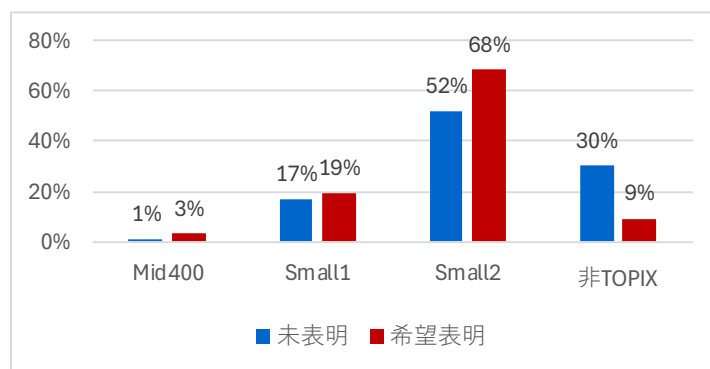
意外だったのは企業群①で18社、企業群③で4社が対話希望を表明したことである。対話希望表明は企業群②（企業群②）に向けた施策であり、東証は企業群①（企業群①）の企業による対話希望表明は念頭になかったはずだ¹¹。企業群①の18社には、ミネベアミツミ、ローム、INPEX、コンコルディア・フィナシャルグループ、日本郵政などがあり、他の企業も含めて、現状で「対話の相手が見つかっていない企業」とはとても思えない。企業群③の4社はいずれも「検討中」の企業でEPS予想数は0個の3社と1個の1社だった。これら4社は東証の分類では企業群②ということになるはずだが、東証要請への対応をしていないにもかかわらず対話希望を表明していることに疑問を感じる。

本稿の目的は、東証要請に対応済みで相手が見つからないために対話を希望している企業と相手が見つからなくても特に対話希望を表明していない企業との特性の違いを明らかにすることにある。筆者定義の企業群②でEPS予想数が2-4個の企業の中にはすでに対話の相手がいる企業も含まれているだろう。このため、次章以降の分析では対象は企業群②のEPS予想数が0個ないし1個の企業に限定することにした。対話希望表明企業は129社、未表明企業は1,061社で合計1,190社が分析対象となった。

3. 対話希望表明企業の規模と業種特性

本章では対話希望を表明した企業と未表明企業の違いを企業規模分類と業種分類で確認する。図表3は企業規模分類による分布比較である。

図表3. 企業規模分類による比較



[出所] 東京証券取引所の公開情報より筆者が作成

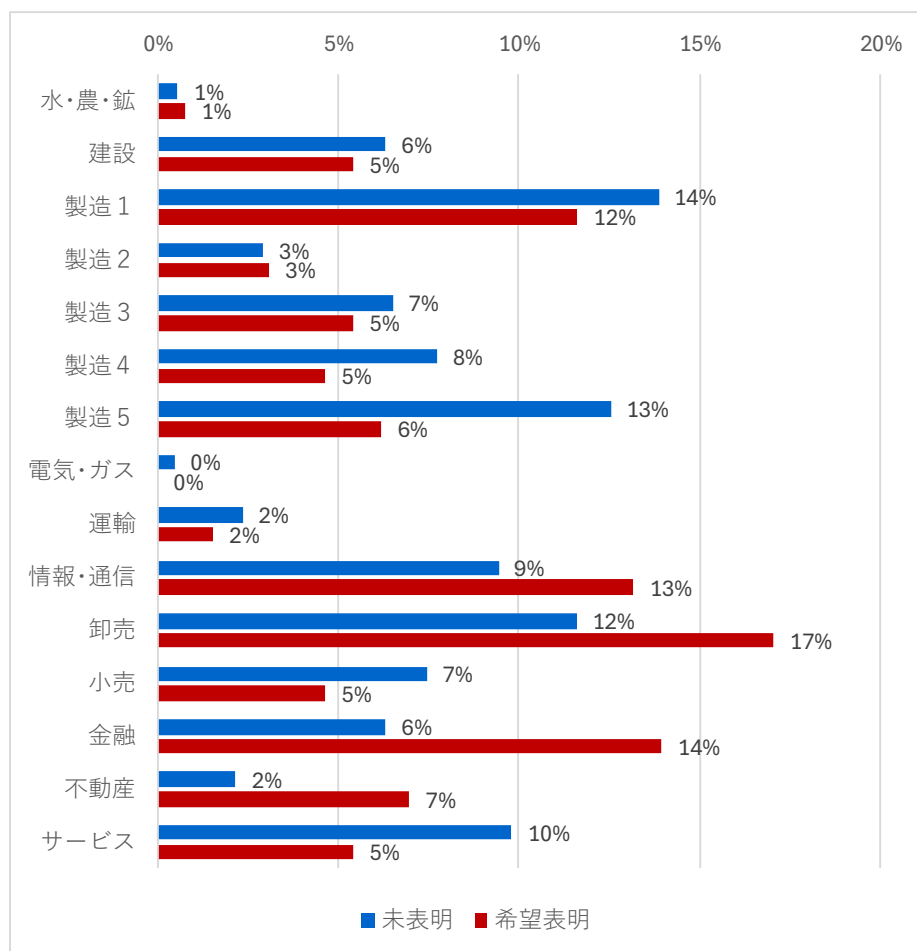
¹¹ 開示企業一覧の冒頭にある説明欄には次の記述がある。

『「機関投資家からのより活発なコンタクトを希望」欄には、積極的に取組み・開示を行うものの、現状では対話の相手方が見つからず、より活発な機関投資家からのコンタクトを求めるとして、申請があった企業を掲載しています。※現状で機関投資家からのコンタクトを十分に得られている企業は申請対象外としており、機関投資家との対話に積極的な企業であっても、本一覧上で申請状況が空欄の場合がございますので、ご注意ください。』

東証は TOPIX 構成企業の規模を大きい方から Core30、Large70、Mid400、Small1 (約 500 社)、Small2 (Small1 より小型の企業) の 5 つに分類している。分析対象企業には Core30 と Large70 はなく、Mid400 も極めて限定的だった。図中の「非 TOPIX」は TOPIX に含まれない企業であり、概ね Small2 より小型である。希望表明企業は未表明企業と比べて非 TOPIX 企業が少なく、TOPIX 企業の中では最も小型である Small2 が比較的多いのが特徴的である。

図表 4 は業種分類による分布比較である。希望表明企業も未表明企業も各業種に満遍なく存在していることが分かる。二つの分布を比較すると、希望表明企業は製造業で少なめで、非製造業で多めといえるだろう。特に機械や電気・精密機器、輸送用機器などで少なく、情報・通信、卸売、金融、不動産で多いことが確認される。

図表 4. 業種分類による比較



製造1: 食料品、繊維製品、パルプ・紙、化学、医薬品

製造2: 石油・石炭製品、ゴム製品、ガラス土石製品 製造3: 鉄鋼、非鉄金属、金属製品

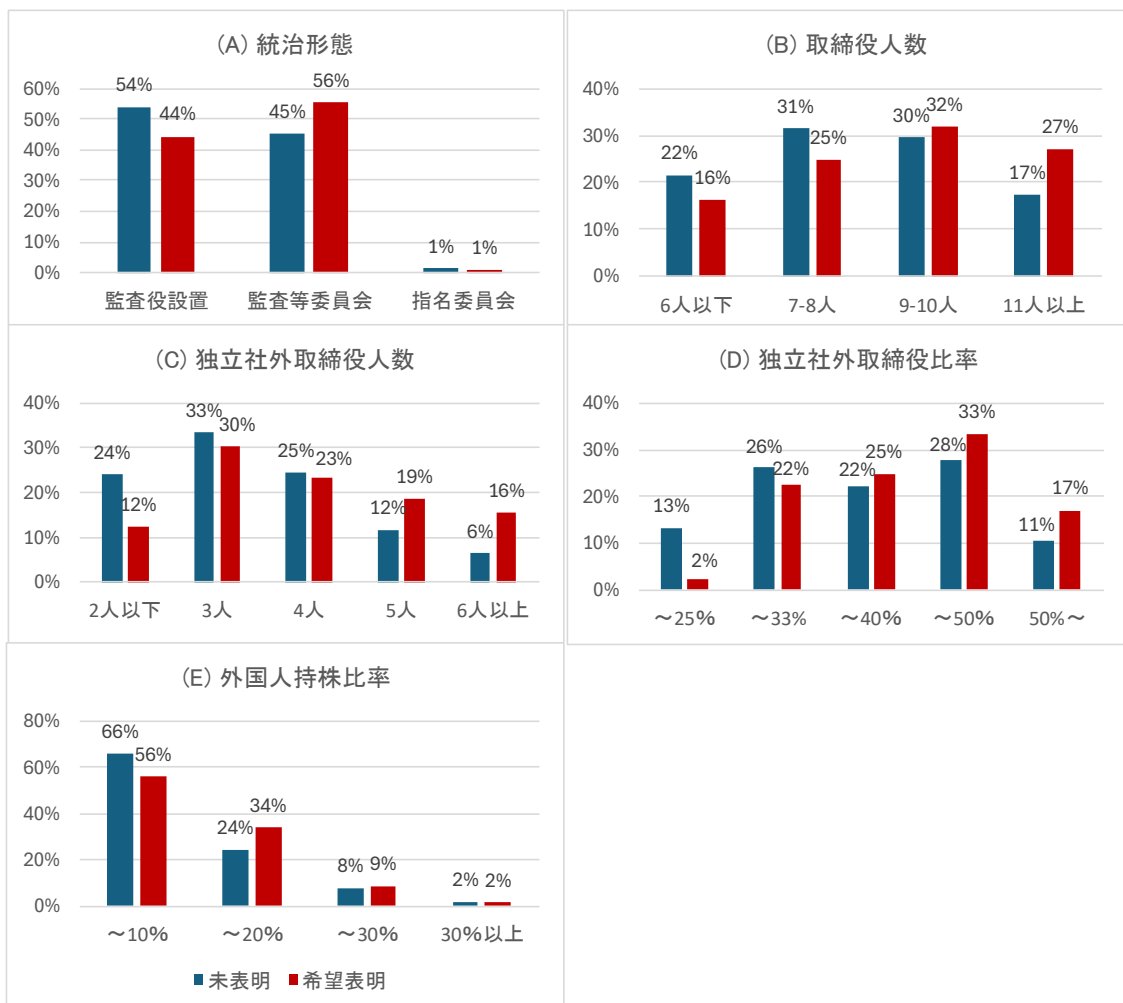
製造4: 機械 製造5: 電気機器、輸送用機器、精密機器、その他製品

[出所] 東京証券取引所の公開情報より筆者が作成

4. 対話希望表明企業の企業統治特性と PBR 水準

図表 5 では企業統治特性の面から対話希望表明企業を未表明企業と比較した。(A) の統治形態では指名委員会等設置会社は各々0.8% (1社) と 1.3% (14社) だった。この差は誤差の範囲であろう。なお、指名委員会等設置会社は、プライム企業全体では 3.9%、スタンダード企業全体では 0.8%だった¹²。希望表明企業は未表明企業と比べて従来からある監査役設置会社よりも新しい形態の監査等委員会設置会社の方が多い。拙著[2024.3.21]¹³によれば、プライム上場企業の統計では、PBR が最も高かったのは(差は大きくないが)監査等委員会設置会社であった。

図表 5 企業統治特性による比較



[出所] 東京証券取引所等の公開情報より筆者が作成

¹² 東京証券取引所、「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書 2023 (データ編)」、図表 14

¹³ 明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造 (2022-2023年)」、日本証券経済研究所、トピックス、2024年3月21日、p35~39

拙著[2024.3.21]の分析では、PBRは、取締役人数は少ない方が高い傾向にあり、独立社外取締役の数との関係性は薄く、独立社外取締役比率は50%を超えると高い傾向があった。対話希望表明企業は、(B)によると取締役人数は多い傾向、(C)によると独立社外取締役人数も多い傾向、(D)によると独立社外取締役比率では50%超のクラスが多い傾向だった。PBRの高低傾向で判断すると、(B)ではマイナス傾向、(C)ではプラス傾向であった。

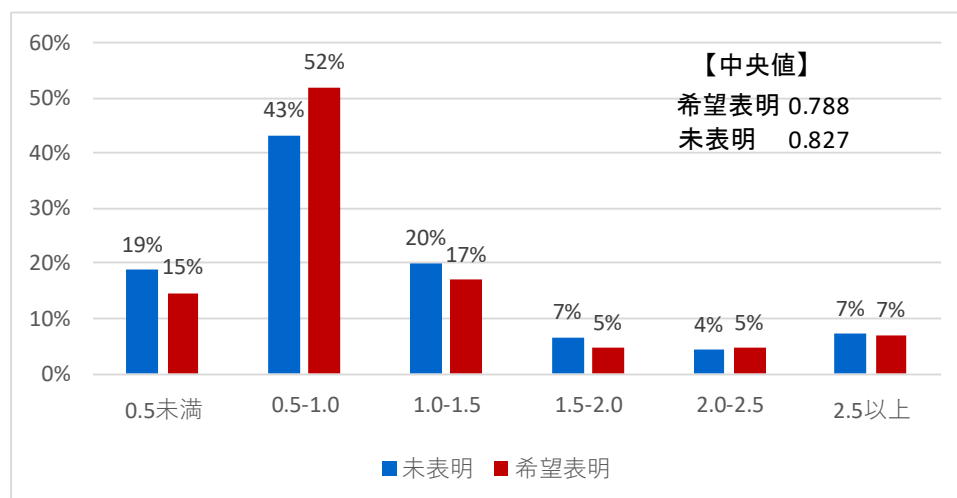
(B)はPBRの高低に結びついていないようだが、希望表明企業で独立取締役人数が多い傾向であることは企業統制的には評価できよう。

外国人持株比率はプライム市場全体では30%以上になると明らかにPBRが高くなる傾向があったが、30%未満ではPBR水準には差がなかった。外国人投資家による規律は30%未満では効かないようだ。(E)によると希望表明企業は未表明企業と比べて外国人持株比率は高めであるが、30%以上の企業は両方とも2%程度しかなかった。

要約すると、希望表明企業は未表明企業と比べて、企業統治面からは好ましい傾向があった。具体的には監査等委員会設置会社が多く、独立社外取締役が多く、独立社外取締役人数比率が高く、外国人持株比率も高い傾向があった。一方、取締役人数が多い傾向であることは評価できないだろう。なお、これらの傾向は確かに観察されるのだが、明確な差があるというほどではない点に注意されたい。

図表6は2024年12月末時点における希望表明企業と未表明企業のPBR分布比較である。PBRが1倍超の企業は33%と38%で未表明企業の方が優位だった。一方、PBR1倍以下を0.5で区切って二分してみると、希望表明企業の方が高めであることが確認できる。東証要請で自社の経営状況に危機感・切迫感を持ちやすいのはPBR1割れでも1に近い状態にある企業なのかもしれない。PBRの中央値は希望表明企業が0.788で未表明企業の0.827よりも低かった。

図表6. PBR水準による比較 (2024年12月末)



[出所] 東京証券取引所の公開情報およびFACTSETより筆者が作成

5. 悪化した株式価値付加状況

2014年の伊藤レポート発行と企業統治コード策定、2015年のスチュワードシップコード策定から始まった日本企業の統治改革は一定の成果が評価されてきたが、実質を伴わない形式的準拠の横行も批判されてきた。特に経営資源が十分ではない小型株企業において準拠の実質性が問われてきた。2022年4月に東証は市場区分を変更したが、同時に上場維持基準の厳格化を行い、未適合企業には経過措置を認めることで企業価値向上を促した。この施策のアナウンスは前年に行われており、未適合企業の価値向上活動は1年前から本格化したと考えられる。2023年3月には東証は資本コスト経営要請を発し、その対応状況の企業一覧表を開示し、このたび一覧表の改良として対話希望明示機能を追加した。このように小型株企業による企業価値向上（株式価値向上）の活動は2021年までとその後とで質的な変化があった可能性がある。そこで、2022年以後の3年間の株式価値がその前の5年間と比べて改善したのかを対話希望表明企業と未表明企業に分けて確認する。

図表7が分析結果の要約である。「改革前5年」（前半）とは2017年1月から2021年12月までの5年間である。自己資本利益率（ROE）は各社の5年分のROEの平均値を計算し、対象企業群の中での中央値をとったものである。「改革中3年」（後半）のROEは2022年1月から2024年12月までの3年間の平均値の中央値である。その最初の年である2022年のROEは3月決算企業なら2021年度の決算期のROEで、ここから3年分のROEの平均値の中央値である。東証改革は実質的には2021年の上期から始まっているので整合的であろう。自己資本成長率と時価総額増加率は期末値の期首値に対する倍率から計算した年率値である。自己資本は各社の決算値だが時価総額は12月末の値に統一している。PBRもすべて12月末で計測し、前半5年と後半3年の各社平均値について対象企業群の中で中央値を計算したものである。

図表7. 株式価値付加状況の変化（中央値ベース）

	改革前5年 2017-21	改革中3年 2022-24	(参考) 左記変化幅	変化幅 中3-前5	通期 2017-24
自己資本利益率(ROE)					
希望表明	6.80%	7.38%	0.57%	0.53%	
未表明	6.56%	6.85%	0.29%	0.23%	
自己資本成長率					
希望表明	5.70%	5.67%	-0.04%	0.40%	5.47%
未表明	4.99%	6.03%	1.05%	0.61%	5.41%
時価総額増加率					
希望表明	1.12%	9.37%	8.25%	7.38%	4.28%
未表明	1.67%	6.55%	4.88%	5.56%	3.88%
TOPIX上昇率	5.58%	11.81%	6.23%		7.87%
株価純資産倍率(PBR)					
希望表明	0.82	0.70	-0.11	-0.04	
未表明	0.83	0.76	-0.07	-0.08	

[出所] 東京証券取引所の公開情報およびFACTSETより筆者が作成

分析対象はこれらのデータがすべて利用可能だった企業に限定されるため、対話希望表明企業は 117 社に、未表明企業は 954 社に減少した。

最初に時価総額増加率に注目する。対話希望表明企業 117 社の前半の年率増加率の中央値は 1.12%と低調だったが、後半の中央値は 9.37%と高い。通期では 4.28%だった。前半と後半の増加率の差の中央値は 7.38%と高い¹⁴。未表明企業 954 社の中央値は希望表明企業と比べて前半はやや高いが後半は明らかに低く通期では 3.88%であった。両企業群とも前半、後半、通期のすべてで大型株の影響が大きい TOPIX の上昇率に劣後していた。TOPIX に劣後しているとはいえ、両企業群は通期で約 4%の時価総額増加率であり、明かに安全資産利子率より高い。これは評価できることなのだろうか。

自己資本成長率は両企業群とも通期で 5%を超えている。自己資本は 5%成長なのに時価総額は 4%でしか増加していないということは、100 の新規投資が 80 の価値しか生めず 20 の価値毀損を起こしていたということである¹⁵。これは両企業群とも PBR が 0.8 倍程度であることと整合している。価値毀損を起こしながらの時価総額の増加は決して褒められることではなく避けなければならないことであろう。

図表 7 の PBR は各社の前半 5 年と後半 3 年で平均をとったものを企業群ごとに中央値を計算した結果であった。前半と後半の中央値の水準を比べると両企業群ともに PBR は低下している。ROE をみると後半の方が改善しており、自己資本成長率も変化幅の中央値で見ると高くなっている。それなのになぜ PBR が低下しているのだろうか。この現象を理解するためには株式価値評価理論に立ち戻る必要がある。最も基本的な一定成長型の配当割引モデルを式変形することで次の PBR 理論式を導くことができる¹⁶。

$$PBR = \frac{ROE - g}{r - g} = 1 + \frac{ROE - r}{r - g}$$

ここで、 r は株主資本コスト、 g は成長率である。PBR の決定要因は ROE と r と g の 3 つである。この式から ROE の向上は常に PBR の向上をもたらすことが分かる。一方、成長率の変化と PBR の変化の関係は単純ではない。PBR1 倍超え企業の場合、第 2 項がプラスであるから、 g の上昇は第 2 項を大きくするので PBR は向上する。しかし、PBR1 倍割れ企業の場合は、第 2 項がマイナスなので g の上昇は第 2 項をマイナス値として大きくし、結果的に PBR は低下する。図表 7 の前半の値をみると両企業群とも PBR は 1 倍割れである。両企業群とも ROE の変化幅はプラスなので PBR 向上の効果をもたらすはずである。一方、成長率の変化幅もプラスだが、この変化は PBR を低下させる効果をもたらしても

¹⁴ この 7.38%は「差の中央値」である。図表 7 の「(参考) 左記変化幅」にある 8.25%は「中央値の差 (9.37% - 1.12%)」であり、「差の中央値」とは異なる。

¹⁵ 既存資産簿価 1,000 が 20%の価値毀損をして 800 の価値しかない状態で、新規投資 100 が再び 20%の価値毀損を起こしている状況である。

¹⁶ 明田雅昭、「【注意喚起】PBR 向上のため分解「PER×ROE」の大いなる誤解」、日本証券経済研究所、トピックス、2023 年 7 月 18 日

おかしくない。そして、ROE 増加のプラス効果より成長率増加のマイナス効果の方が大きく PBR の低下がもたらされた可能性がある。

東証による資本コスト経営要請以来、東証、監督官庁、有識者、コンサルタントらが PBR 改善策として成長率を高めることの必要性を強調するようになった¹⁷。しかし、東証要請の真摯な受け手が PBR1 倍割れ企業であることを考えると、成長率の加速は逆効果になる可能性がある。PBR 1 倍割れ企業に求められるのは、既存事業の ROE 向上（稼ぐ力の向上）と株主資本コストを上回る利益率の新規事業の実行なのである。

6. なぜ対話の相手が見つからないというのか

今回の対話希望表明は、東証は「現状では対話の相手方が見つからない企業」を対象にしたものだとして説明している。この施策は金融庁や経済産業省が問題視し改善しようとしている実質株主の透明性を高めるための環境整備と整合的なものといえる。

2023 年 12 月の金融審議会の報告書¹⁸で、「企業と株主・投資家の対話を促進する観点から、実質株主とその持株数について、発行会社や他の株主が効率的に把握できるよう実務的な検討がされるべき」との提言が行われた。実質株主とは、信託銀行などの会社法上の名義株主ではなく議決権指図権限や投資権限を有する株主のことで、いわゆる運用会社のことだ。現行では大量保有報告制度の適用対象（5%超）となる場合を除き、発行会社や他の株主がこれを把握する制度がない。報告書では欧州諸国に倣い「発行会社が実質株主や名義株主に対してその保有状況や実質株主に関する情報について質問した場合に、その質問に対する回答を義務づける制度」の検討を提言している。この提言を受けて、スチュワードシップコードの次期見直しの中に実質株主の透明性確保を織り込む議論が始まっている¹⁹。経済産業省でも「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会」が本年 1 月 17 日に公表した報告書²⁰で「実質株主の情報開示」という章を設けて「企業が効率的かつ正確性をもって実質株主の情報を取得することを可能とする制度」の必要性を強調している。この中で、上場企業の 50%以上が定期的に実質株主判明調査を行っているが、把握できる範囲に限界があることや調査に多額の費用負担が発生することが課題となっていることも紹介されている。

¹⁷ 筆者は東証と経済産業省による誤解されかねない成長率の強調に対して次の論文で注意喚起している。
・明田雅昭、「PBR1 倍未満企業の改善に向けた取組みへの懸念～成長じゃない、利益率だよ」、日本証券経済研究所、トピックス、2023 年 9 月 14 日
・明田雅昭、「経産省懇談会・課題①の論点ー成長期待向上で PER が上昇するとは限らない」、日本証券経済研究所、トピックス、2024 年 5 月 15 日

¹⁸ 金融審議会、「公開買付制度・大量保有報告制度などワーキンググループ報告」、令和 5 年 12 月 25 日

¹⁹ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議 意見書(7)、「コーポレートガバナンス改革の実践に向けたアクションプログラム 2024」、令和 6 年 6 月 7 日。この意見書を受けて、フォローアップ会議が令和 6 年 10 月 18 日および 11 月 18 日に開催されている。

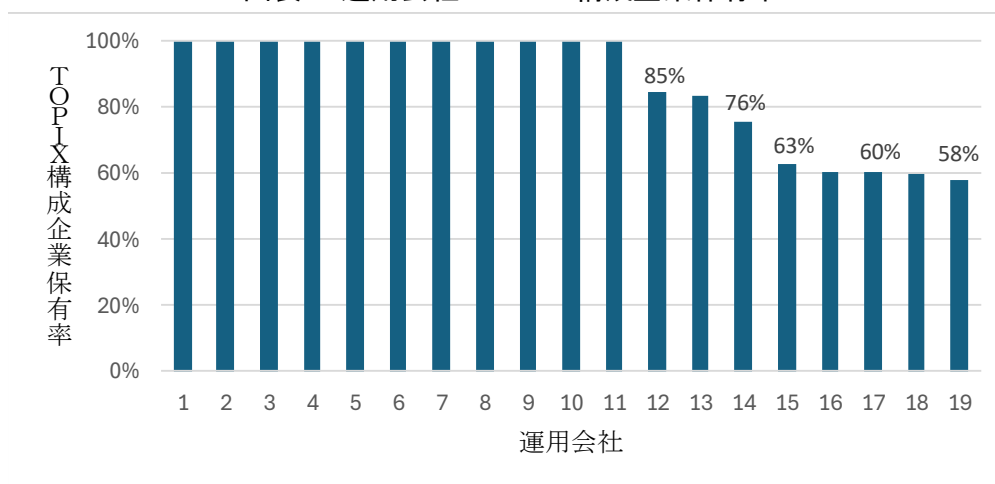
²⁰ 経済産業省、「「稼ぐ力」の強化に向けたコーポレートガバナンス研究会 会社法の改正に関する報告書」、2025 年 1 月 17 日

金融庁や経済産業省でこのような議論が進んでいることから数年先には企業が実質株主を把握することを容易にする制度が整備されることだろう。東証の対話希望表明の仕組みは、小型株企業にとって実質株主である機関投資家との対話を実現する一つの手段となるものであるが、実質株主透明性確保の新制度ができるまで小型株企業は「手を上げて待つしかない」のだろうか。多くの希望表明企業にとって実質株主の網羅性や持株数の精度には限界があるものの主要な対話相手を見つける方法は今でもあることを紹介したい。

投資家や株式市場に関連する業務を担う者なら誰でも知っているように、今やインデックス運用が全盛である。運用規模が最も大きいのは東証株価指数（TOPIX）に連動するインデックス運用商品で東証時価総額の約 11% を占めている²¹。TOPIX は 2,100 社以上を構成銘柄としており、そのインデックス運用は全銘柄を TOPIX の構成割合で保有する「完全法」によって行われている。つまり、TOPIX インデックス運用商品を提供している運用会社は TOPIX 構成企業の例外なき実質株主である。TOPIX インデックス運用商品は投資信託、ETF、信託銀行合同口、年金基金などの専用口座運用にあるが、これらはすべて公開情報として把握可能である。株式市場や資産運用業界の情報の扱いに慣れている者なら、これらの情報を取得し整理することで TOPIX 構成企業の実質株主（TOPIX インデックス運用会社）の特定とその持株数を（概算ではあるが）割り出すことが可能である²²。

図表 8 は TOPIX 構成企業のうち 2024 年 5・6 月に株主総会を開催した 1,545 社を保有していた割合（議決権を行使した割合）が高い順に運用会社を並べたものである。

図表 8 運用会社の TOPIX 構成企業保有率



(注) TOPIX 構成企業のうち 2024 年 5・6 月株主総会開催の 1,545 社が対象
 [出所] 東京証券取引および一橋大学大学院田谷研究室の公開情報を筆者が加工して作成

²¹ 明田雅昭、「日本株式市場のパッシブ化と議決権行使への潜在的影響」、日本証券経済研究所、証券レビュー、2024 年 12 月号、図表 2 および図表 3

²² TOPIX 構成企業でない企業の場合は機関投資家の実質株主がいらないか、いたとしても数社程度の可能性が高い。後掲の図表 9 の非 TOPIX 構成企業では一時的ではなく長期保有の実質株主が多いようだ。

上位 10 社の運用会社は全 1,545 社に、11 番目の運用会社は 1,543 社に対して議決権を行使していた²³。12 番目の運用会社は 1,307 社（85%）に行使している。上位 11 社はすべて TOPIX インデックス運用商品を有する運用会社で、5・6 月以外に株主総会を開催した TOPIX 構成企業も間違いなく保有しているはずである。1,545 社のうち TOPIX の規模上位 1,000 社に入るのは 756 社である。12 番目の運用会社がこの 756 社をすべて保有していたと仮定すると、規模上位 1,001 位以下の会社がこの運用会社に保有されている確率は 70%と計算される²⁴。同様に 14 番目および 17 番目の運用会社に保有されている確率は 53%、22%ということになる。

現在、日本の主要運用会社は個別議案ベースでの議決権行使結果と賛否の理由をホームページで開示している。TOPIX 構成企業でもある対話希望表明企業には、この 11 の運用会社（および追加的な数社）のホームページで自社議案に対する賛否を確認していただきたい。ほとんどの場合、反対議決をしている運用会社を見つけることができ、反対の理由も知ることができるだろう。このような運用会社こそ最初に対話を求める相手ではないだろうか。

図表 9 は対話希望表明企業のうち EPS 予想数が 0 個ないし 1 個で 2024 年 5・6 月に株主総会を開催した 106 社について議決権を行使した運用会社数とそのうち反対議決をした運用会社数の一覧表である。議決権を行使した運用会社は最小の企業でも 1 社であり、全社に機関投資家の実質株主がいたことが分かる。TOPIX 欄に○があるのは TOPIX 構成企業で 98 社ある。これらの企業に議決権を行使した運用会社は最小の企業でも 11 社だった。確認したところこの 11 社は図表 8 の上位 11 の運用会社と一致していた。一方、TOPIX 構成企業ではない企業では議決権を行使した運用会社は最大でも 7 社だった。「除外」欄に×が記されているのは本年 1 月末に TOPIX から除外されることが決まっている企業である。これらの企業は本年の株主総会から議決権行使運用会社数が激減することが確実である。どの運用会社からも反対されなかった企業はわずか 5 社であり、そのうち TOPIX 構成企業は 1 社だけだった。つまり、TOPIX 構成企業 98 社のうち 97 社はいずれかの運用会社から議決権行使で反対されていたのである。

²³ 2022 年 5・6 月株主総会開催企業関連のデータに基づく当時の TOPIX 完全法インデックス運用会社は、明田雅昭[2023.4]の図表 2 にある上位 11 社である。図表 8 の 11 社とは 1 社だけ入れ替わっている。

²⁴ 12 番目の運用会社の保有企業数は 1,307 社なので、 $(1,307 - 756) \div (1,545 - 756) = 0.698 \approx 70\%$

図表9 対話希望表明企業の運用会社議決権行使状況

No	コード	市場	TOPIX	除外	行使社数	反対社数	No	コード	市場	TOPIX	除外	行使社数	反対社数
1	1420	S	○	×	12	11	54	6584	P	○		19	4
2	1515	P	○		18	10	55	6771	S	○	×	11	3
3	1712	S	○	×	14	1	56	6798	P	○		16	13
4	1814	P	○	×	12	9	57	7134	S			1	0
5	1815	P	○		18	12	58	7187	P	○		15	4
6	1847	S	○	×	11	11	59	7236	P	○		15	12
7	1939	P	○		20	1	60	7322	P	○		22	12
8	1945	P	○		18	11	61	7327	P	○		23	10
9	2060	P	○		17	12	62	7337	P	○		26	8
10	2109	P	○		19	14	63	7380	P	○		22	9
11	2130	P	○		13	1	64	7438	P	○		17	4
12	2335	P	○		15	11	65	7480	S	○		14	9
13	2676	P	○		16	15	66	7504	P	○		18	11
14	2915	P	○		16	6	67	7525	P	○		15	11
15	3109	P	○		17	11	68	7537	P	○		16	15
16	3156	P	○		20	4	69	7561	S	○	×	11	4
17	3183	P	○		15	1	70	7743	P	○	×	13	8
18	3232	P	○		19	16	71	7769	P	○	×	12	8
19	3284	P	○		16	0	72	7914	P	○		15	14
20	3294	S	○	×	11	4	73	7981	P	○		22	6
21	3443	P	○		20	3	74	8014	P	○		16	8
22	3608	P	○		19	10	75	8043	P	○		16	12
23	3666	S	○	×	14	12	76	8052	P	○		14	12
24	3708	P	○		20	1	77	8059	P	○		20	1
25	3798	S			7	4	78	8074	P	○		20	2
26	3839	S	○	×	11	9	79	8084	P	○		18	12
27	3937	P	○		13	5	80	8089	S	○	×	14	2
28	3962	P	○		19	2	81	8098	P	○		23	1
29	4047	P	○		19	14	82	8103	P	○		14	11
30	4100	S	○		14	9	83	8133	P	○		19	13
31	4310	P	○		13	2	84	8137	P	○		15	0
32	4464	S			3	2	85	8157	P	○		16	11
33	4635	S			2	1	86	8158	P	○		15	11
34	4674	P	○		15	1	87	8173	P	○		20	2
35	4819	P	○		24	15	88	8276	P	○		21	7
36	4828	P	○		13	11	89	8336	P	○		23	1
37	4839	P	○		13	11	90	8341	P	○		23	3
38	5162	S			1	0	91	8367	P	○		23	11
39	5185	P	○		15	15	92	8370	P	○		22	8
40	5192	P	○		25	4	93	8377	P	○		27	14
41	5262	P	○		16	15	94	8381	P	○		23	5
42	5461	P	○		16	14	95	8386	P	○		21	7
43	5632	P	○		17	5	96	8566	P	○		18	13
44	5659	P	○		14	4	97	8584	P	○		26	1
45	5715	P	○		22	8	98	8706	P	○		17	7
46	5832	P	○		24	9	99	8713	P	○		20	9
47	5933	P	○		17	1	100	8860	P	○		14	14
48	6089	P	○		14	4	101	8869	S	○		13	13
49	6229	S			4	3	102	8892	P	○		16	2
50	6246	S			2	0	103	9066	P	○		21	4
51	6331	P	○		17	5	104	9319	P	○		16	15
52	6369	P	○		18	2	105	9644	P	○		13	5
53	6482	S	○		16	6	106	9782	S			2	1

(注1) 対話希望表明193社中、FACTSETの今期EPS予想数が0か1で2024年5・6月総会開催の106社が対象

(注2) 「市場」欄で、Pはプライム市場企業、Sはスタンダード市場企業を意味する

(注3) 「TOPIX」欄の○は2024年12月末時点でTOPIX構成企業であることを意味する

(注4) 「除外」欄の×は2025年1月末にTOPIXから除外されることを意味する

[出所] 東京証券取引所および一橋大学大学院円谷研究室の公開情報を筆者が加工して作成

7. 今後に向けて

本稿では対話希望表明をした 193 社のうち、機関投資家の関心が薄いと考えられる 129 社に限定して特性分析を行った。同様に機関投資家の関心が薄いと考えられる未表明企業と比較したところ、統治形態では監査等委員会設置会社が多く、独立社外取締役人数が多く、独立社外取締役比率も高いなど企業統治改革で期待されているガバナンス特性を持つ傾向があった。最近 3 年の東証市場改革期間をその前の期間と比べるとこれら企業の時価総額は拡大していた。ROE と成長率は低いものの共に改善していたことも確認できたが PBR は低下していた。これらの企業の PBR は改革期間前に 1 倍割れしていたため、株式価値評価理論どおりに成長の加速が PBR の低下をもたらした可能性がある。本稿の分析結果は、対話希望表明企業が意欲をもって企業統治改革と積極的な事業展開をしたとしても、株式価値評価理論をよく理解していない場合、逆効果になることがありえることを示している。機関投資家との対話を持てるようになった際には、株式価値向上に結び付く事業戦略をよく議論していただきたい。

本稿では「見つからない」ことに疑問を呈した。対話希望表明企業の多くは TOPIX 構成企業であった。現在、10 以上の運用会社が TOPIX インデックス運用を行っているが、その手法は間違いなく完全法（構成企業全社を保有する手法）である。つまり、TOPIX インデックス運用商品をもつ運用会社は TOPIX 構成企業の例外なき実質株主なのである。TOPIX 構成企業である希望表明企業のほとんどは、これらの運用会社の少なくとも 1 社から議案に反対されていることも確認できた。主要運用会社はすべて自社のホームページで個別議案毎の議決権行使結果を開示しているから反対議決運用会社の特定は容易である。希望表明企業は「希望を表明して待つ」のではなく反対議決運用会社に「自ら対話申し込み」をしたらどうか。TOPIX インデックス運用を逆手に取ったこの手法は既に実施済みという企業もあるかもしれない。運用会社側から対応余力がない等の理由でことごとく断られていて、そういう意味で「対話の相手が見つからない」ということであろうか。もしそうだとしたら、運用会社側の体制の脆弱性が問われることになる。これは日本のインベストメントチェーンが抱える本質的で深刻な問題ということになり、別途、アセットオーナーも含めて対策を協議する必要がある。

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