

# 「投資家」の期待や評価に向き合う

## ◆東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営」についての要請

2023年3月31日、東京証券取引所（東証）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関するお願い」を公表した。22年7月から有識者や金融庁、経済産業省を交えた「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」で議論を重ねてきたものだ。

プライム/スタンダード上場企業に対し、取締役会などでの資本コストや資本収益性とその市場評価に関する現状分析、改善計画の策定と開示、投資家との対話などの取り組みの実行を継続的に行うよう要請している。

背景にあるのは、日本企業のROE（株主資本利益率）やPBR（株価純資産倍率）が欧米企業に比べて低い、つまり資本収益性と市場評価が欧米に劣後しているという問題意識だ。

東証が1月に会議の「論点整理」などを発表した時

から話題になり、特に「PBR1倍割れ」に警鐘を鳴らした点が注目されていた。実際に自社株買いなどの対策を打ち出す低PBR企業も相次いだ。これにより日本企業のPBR改善策が進むとの期待が、23年前半の株価上昇の一因となつたと見られる。東証は今回の要請に関し、継続的にフォローアップを実施するとしている。

### 東証の企業への要請内容（対象：プライム市場、スタンダード市場上場企業）

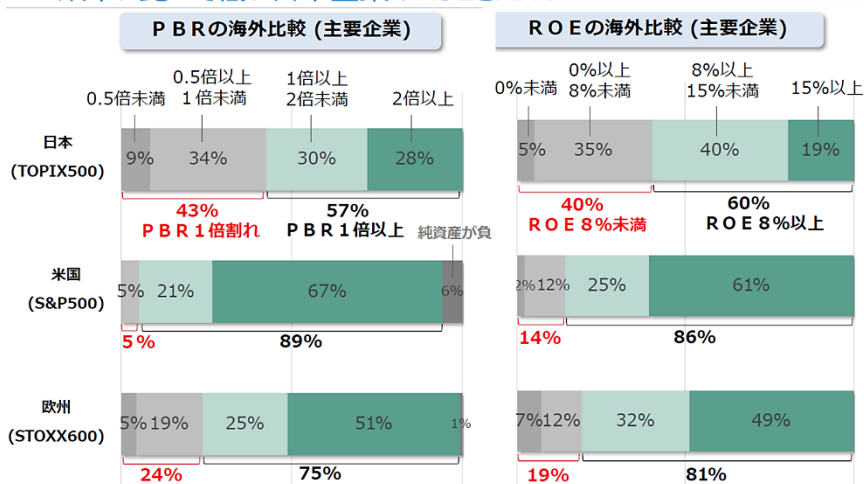
<b>現状分析</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握</li> <li>● その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価</li> </ul>
<b>計画策定・開示</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定</li> <li>● その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示</li> </ul>
<b>取組みの実行</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進</li> <li>● 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施</li> </ul>

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

分析・評価の観点とポイント	
分析・評価の観点（例）	ポイント
資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資本収益性の分析・評価にあたっては、WACCとの比較でROICを、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられます。</li> <li>● また、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとにROIC等を算出して、資本収益性の分析・評価を実施することも考えられます。</li> </ul>
資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、PBRが1倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆されます。</li> <li>● PBR・PER等は、時系列の変化や、同業他社との比較などの観点でも、自社の現状について分析・評価することが考えられます。</li> </ul>

（出所：東京証券取引所リリース資料。赤線は筆者）

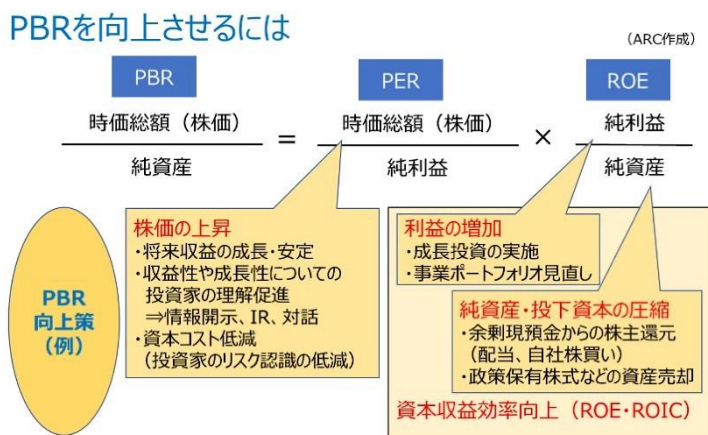
### 欧米に比べて低い日本企業のROEとPBR



◆PBR向上のために…ROEの向上に加え、投資家の理解・リスク認識の低減が必要

PBRは「株価÷1株あたり純資産」（株式時価総額÷純資産）である。純資産はその時点で株主に帰属する資産の帳簿上の額で、基本的に将来の収益は含まないが、株価の方には将来の収益見通しが反映される。「PBR1倍割れ」とは、株主から託された資産が将来付加価値を生み出さない（毀損していく）と市場が評価していることを意味する。

PBRは、「PER（株価収益率）× ROE（株主資本利益率）」に分解できるので、PERとROEの向上、つまり(1)株価上昇、(2)資本収益効率向上（利益増加と資産圧縮）、がPBR改善策となる。



(1)の株価について、理論的には株式の価値は「将来フリーキャッシュフローの現在価値（資本コストで割引）の総計ー有利子負債」である。資本コストとは、企業にとっては株式などによる資金調達にかかるコスト（配当など）であるが、投資家側から見ると、出資額に対して「期待する収益率」となる<sup>1</sup>。負債を無視して簡単に言えば、投資家は企業の将来の利益（それによって株主が得られる利益）を見積もり、要求レベルの収益率（資本コスト）が実現する株価であれば株式を買う。また、リスクが大きい企業ほど株主は高い収益率を求めると、リスクの少ない（資本コストの低い）企業は相対的に高い株価でも買われる。つまり、株価を上げるには、①将来の企業収益の拡大、②収益性・成長性についての投資家の理解、そして③事業リスクや投資家のリスク認識の低減、が必要だ。

資本コストは一義的に決まるものでなく、把握は難しい。過去の市場データから算出する方法はあるが、すべての投資家の認識と一致するわけではない。

生命保険協会が企業と機関投資家に行ったアンケートでは、企業の55%はROEが資本コストを上回ると認識しているのに対し、投資家では4%にすぎず、62%の投資家はROEが資本コスト以下と見ている。両者の認識のずれがうかがえる。

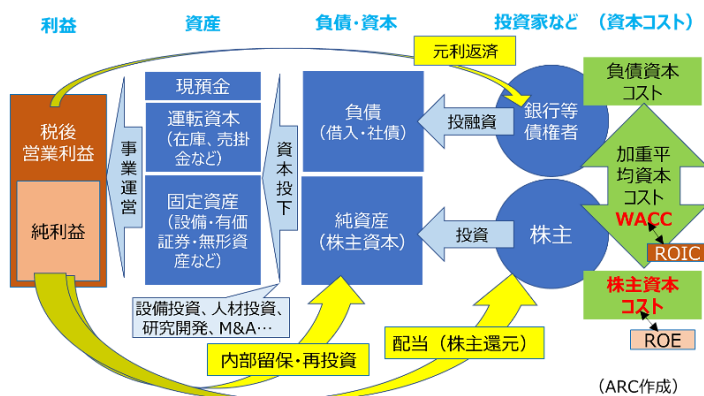
<sup>1</sup> 「資本コスト」は、金額でなく「率」を示すことが多い。上記では資本コストとして、株主の期待収益率である「株主資本コスト」に主に言及している。実際は借入・社債などの「負債資本コスト」を併せた「加重平均資本コスト」(WACC)が企業全体の資本コストになる。株主資本コストに対応する利益率がROE、WACCに対応するのがROIC（投下資本利益率）である。

◆東証の要請は高PBR企業でも同じこと

東証の要請は、企業が株主の期待（資本コスト）や評価（株価）を把握し、開示や対話を行いながら、収益性と資本効率を向上させ、企業価値を高めてほしいと訴えているにほかならない。これは高PBR企業にも言えることだ。業種や企業ごとに事業環境も違うので、PBR1倍を超えていけばよし、ということではない。

なお、自社株買いなどの株主還元強化は、純資産が減るので一時的にROEが改善し株価やPBRを上昇させるが、これだけでは不十分だ。内部留保（成長のための再投資）と株主還元のバランスを図りながら、成長性や資本効率を高める必要がある。

資本コストのフローイメージ



◆東証の要請を踏まえ、ROE向上などを打ち出す動きが加速

東証要請の公表後、当初は自社株買いを発表する企業が目立ったが、ROEやROIC（投下資本利益率）向上などの対応を打ち出す企業が増えている。

23年8月、コンサルタント会社のHRガバナンス・リーダーズが公表した「資本コスト経営と株主との対話の開示状況調査」によると、日経225のうち7月26日までにコーポレートガバナンス（CG）報告書を提出済の184社で、「資本コストや株価を意識した経営」について開示したのは29%の53社である。53社が「計画策定」において採用している指標を見ると、「ROE」を挙げる企業が77%、次いで「ROIC」「配当性向」が36%だ。また現状分析を踏まえたアクションとして79%が「事業ポートフォリオの見直し」を挙げ、「資本効率指標の改善」「株主還元の強化」が続く。

23年前半に新たな中期経営計画を発表した企業の中には、東証要請を意識してPBRに言及するケースも見られる。三井住友トラスト・ホールディングスの中計で

東証要請に基づく「計画策定」採用されている財務指標		現状分析を踏まえた企業のアクションの方向性	
ROE（全社）	77.4%	事業ポートフォリオの見直し	79.2%
ROIC（全社）	35.8%	資本効率指標の改善	54.7%
配当性向	35.8%	株主還元の強化	49.1%
株主資本コスト	28.3%	資本構成の見直し	37.7%
総還元性向	18.9%	コスト削減	28.3%
WACC	17.0%	コーポレートガバナンスの改善	28.3%
PBR	15.1%	情報開示の強化	26.4%
自社株買い	13.2%	株主との対話強化	24.5%
ROE・ROIC（セグメント）	11.3%	マージンの改善	13.2%
株価・時価総額	3.8%		

(N=53社)  
出所：HRガバナンス・リーダーズ「資本コスト経営と株主との対話の開示状況」

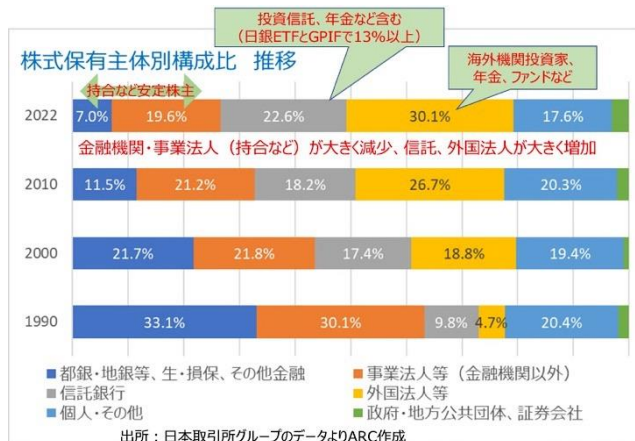
最近発表された中期経営計画でのPBRなどについての記載

社名	記載内容
京セラ（23年5月）	「事業戦略の実行」と「経営基盤の強化」を企業価値向上に向けた戦略の両輪として取り組んでいくことで、中期経営計画の目標を達成するとともに、ROEの持続的向上と、現在1倍を割っておりPBRの改善につなげてまいります。
大日本印刷（23年5月）	（「DNPグループの経営の基本方針」の中で）このような取り組みを通じて、持続的な事業価値・株主価値の創出を行い、DNPグループはROE 10%を目標に掲げ、PBR1.0倍超の早期実現を目指します。
三井住友トラスト・ホールディングス（23年5月）	2030年度までにROE 10%以上、親会社株主純利益3,000億円以上、AUF800兆円を目指し、早期にPBR1倍以上（時価総額3兆円以上）が達成できるよう、着実に歩んでいきます。

は、「早期にPBR1倍以上（時価総額3兆円以上）が達成できるよう」と時価総額の水準を掲げた。企業が自力で決められない時価総額を目標とするのは珍しい。

◆投資家・株主の構成…企業間持ち合い減少、年金・投資信託・外国法人増加

日本の上場株式の保有主体別構成比を見ると、22年度は銀行（信託銀行以外）や生・損保などの金融機関が7%、信託銀行が23%、金融機関以外の事業法人が20%、外国法人が30%、個人その他が18%である。信託銀行の23%は、銀行が自社で投資する株式もあるが、年金や投資信託など資産運用会社が運用する資産が中心だ。ここには日銀が異次元金融緩和で購入したETF（上場投資信託）や、国の年金資産を運用するGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）が投資する株式が含まれる。日銀とGPIFそれぞれ時価ベースで50兆円程度あり、合わせて市場全体の十数%を占める「大株主」だ。



金融機関と事業会社は、日本固有の「持ち合い」などの政策保有株式が多いと思われる。1990年はこれらの保有主体が全体の6割超を占めたが、この30年で持ち合い解消などが進み大幅に減少した。代わって増えたのが信託銀行と外国法人だ。外国法人は、海外機関投資家、年金、投資ファンドなどが中心だが、1990年度の5%から2022年度は30%に増加した。個人株主は2割前後で推移している。

◆株主権利を積極的に行使する「アクティビスト」など、投資家の影響力強まる

かつては企業間の持ち合いなどによる「物言わぬ安定株主」が過半を占めていたが、この20年ほどで「物言う株主」「アクティビスト」が台頭した。

アクティビストとは、ある会社の株式を一定以上保有し、株主の権利を積極的に行使して会社に影響力を及ぼすことで収益を得ようとする投資家を指す。議決権行使を通じて影響力を及ぼす「受動的アクティビスト」もいるが、経営陣に対し株主還元や非効率資産の売却、経営刷新など具体的要求を行う「能動的アクティビスト」を指すことが多い。「企業を食べ物にして短期的利益を得る」イメージを持たれがちだが、経営陣と良好な関係を築いて協力するケースもある。

00年代に登場した村上ファンドは典型的な能動的アクティビストだが、当時から低PBRなどを問題視し、非効率な経営の是正を働きかけていた。今回の東証の要請は、20年がかりでアクティビストに「錦の御旗」を与えたとも評される。

一方、資産運用会社や生保・損保などの機関投資家も、規模の拡大に伴って行動が変化している。前述のGPIFの運用や日銀が保有するETFなどは、個別企業を選別するのではなく、市場全体の株式に広く投資する「パッシブ運用」が中心だ。評価の低い銘柄も保有することになるため、議決権行使を通じ、時には会社提案に反対票を投じて投資先企業の経営に影響力を発揮する。機関投資家に対して議決権行使に関する助言を行う（議案への賛否を推奨する）ISS、グラスルイスなどの「議決権行使助言会社」の存在感も増している。

◆株主総会での投資家行動…株主提案が増加、会社提案議案にも厳しい判断

日本経済新聞などの報道によれば、3月期決算企業の23年6月の株主総会では、90社で344件の株主提案の議案が提出された。アクティビストなどから株主還元、取締役選任、経営改善などについての提案がなされた。会社数、議案数とも年々増えており、過去最高を更新した。株主提案が可決されるケースは少ないが、賛成率は概して近年増加傾向にある。脱炭素に関する目標設定や情報開示を定款に定めることなどを求める環境NGOなどによる株主提案も目立っており、こうした提案にも機関投資家の賛成が徐々に増えつつある。

PBR関連では、建設機械リースなどを行うワキタが23年5月の定時株主総会で、アクティビストの投資会社などから、PBR1倍以上を目指す計画の策定など7件の株主提案を受けた。いずれも否決されたが、7月に同社は成長戦略推進、IR活動拡充、株主還元強化を柱とする「PBR向上の実現に向けた経営の推進について」の方針を公表した。これに対し投資会社は、ROE5%目標の現中計ではPBR1倍割れ解消は不可能とし、中計を策定し直すよう求めている。

一方、取締役選任など会社提案議案に対する投資家の姿勢も厳しくなっている。議決権行使助言会社や運用会社が、業績低迷が続く企業やガバナンスに課題のある企

運用会社・議決権行使助言会社の議決権行使判断基準（例）

項目	会社名	トップ選任議案に「反対」する基準
ROEなど	各運用会社 ISS グラスルイス	ROE水準などにより、反対基準を設定 (例、野村AM：3期連続ROE5%未満、かつ業界で33%タイル未満) 過去5期平均ROE5%未満、かつ直近ROE5%未満 類似会社と比べ継続的な業績不振かつ取締役会が合理的な措置を講じていない
社外取締役	大和AM、日興AM、 <del>グラスルイス</del> など 野村AM、アセツマネジメントなど	独立社外取締役が1/3未満 社外取締役が1/3未満
取締役多様性	ブラックロックジャパン 野村AM、アセツマネジメントなど多数	女性取締役または監査役が1名以下 女性取締役ゼロ
政策保有株式	日興AM、コッセイAMSなど 明治安田AM、 <del>グラスルイス</del> など	純資産比20%以上保有 純資産比10%以上保有
気候変動	ISS グラスルイス	CA100+に選定された企業で、TCFD開示やGHG削減目標開示で最低を講じていない GHG排出が財務上重大なリスクとなる企業（CA100+で特定されるなど） TCFD開示や気候変動関連の取締役会の監督責任設定などが著しく不足

AM=アセットマネジメント赤字は議決権行使助言会社

業のトップ選任議案に反対する定量・定性基準を設けるケースが増えている。女性取締役不在のキャノンでは、トップ選任議案の賛成率が50.6%にとどまった。

#### ◆M&A指針でも企業価値向上と株主利益重視

23年8月31日に経済産業省は「[企業買収における行動指針](#)」を公表した。公正なM&A市場の発展のための行動原則や指針をまとめたものだが、そこで重視されるのは「企業価値の向上と株主利益の確保」の視点だ。買収提案を受けた経営陣や取締役会は、この視点で買収の是非を判断することが求められる。

ニデック（旧日本電産）は23年7月、工作機械メーカーTAKISAWAに対しTOB（株式公開買付）による買収を実施すると発表した。TAKISAWAの同意を得ない「敵対的買収<sup>2</sup>」だ。発表当時TAKISAWAのPBRは0.5倍程度で、ニデックのTOB提示価格は当時の株価の2倍以上だった。買収で企業価値を向上させる自信を示したということだろう。その後株価はTOB価格近くまで上昇し、PBRは1倍に近づいた。経営陣は反対しても、多くの株主の買収に対する理解は得られていると考えられる。

#### ◆近年の企業統治改革の流れと本質的には同じ、企業全体の行動につなげたい

今回の「資本コストや株価を意識した経営」についての要請は、[伊藤レポート<sup>3</sup>](#)、[CGコード<sup>4</sup>](#)、サステナビリティや人的資本など非財務情報開示強化といった近年の企業統治改革の流れの延長にあり、新しいことを言っているわけではない。

東証などが訴えるのは、企業にとって投資家は共通の利益を追求する「協創」相手ということだ。しかし企業と投資家には認識のギャップがある。投資家や欧米標準が常に正しいとは限らず、投資家側も企業の理解に努める必要があるが、企業としては資本を有効活用して企業価値を高めなければならない。

さらに言えば、これは経営陣や特定の部門だけが考えれば十分ということではない。投資家の期待・評価と自社の戦略が各部門・従業員に共有され、[ROIC管理](#)などを通じて現場の具体的アクションにつながる事が大事だ。 【本間克治】

<sup>2</sup> 経産省の指針では、従来の「敵対的買収」という表現を使わず、「同意なき買収」と称している。

<sup>3</sup> 伊藤レポート：経産省「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクトの報告書（2014、17、22年）。企業が投資家との対話を通じて持続的成長、企業価値向上を図るための課題を提言、「ROE8%以上」を要請している。

<sup>4</sup> CGコード：東証・金融庁が、上場企業の企業統治（コーポレートガバナンス）におけるガイドラインとして参照すべき原則・指針を示したもの（2015、18、21年）。