

# 企業価値向上に向けて上場会社に高まるプレッシャー

政策調査部 神尾 篤史

## 要約

上場会社を取り巻く状況が近年様変わりしている。デフレからインフレへの経済環境の変化に加え、企業価値の向上に向けた制度改革が行われ、ここ2～3年程度で上場会社に求める行動のギアが一段上がった印象である。言い換えれば、上場会社へのプレッシャーが大きくなっている。

東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」、経済産業省による「企業買収における行動指針」は上場会社に企業価値を高めることを促進させる制度改革と言えよう。これらの制度改革を援用して機関投資家、アクティビスト、上場会社はそれぞれの利益を追求する形で活動を活発化させている。

上場会社は対応しなければ、議決権行使を通じた経営層の解任や会社の経営権を奪われかねない事態へと発展している。非上場化の選択肢も含めて、改めて上場の意義を考えるべきである。上場維持のためには、企業価値向上に向けて歩を進めることが必須である。

## 目次

- 1章 はじめに
- 2章 企業価値向上に向けた制度改革
- 3章 各経済主体の行動
- 4章 企業価値向上に向けた対応
- 5章 おわりに

## 1章 はじめに

上場会社を取り巻く状況が近年様変わりしている。デフレからインフレへの経済環境の変化に加え、東京証券取引所（東証）や経済産業省（経産省）による制度改革を援用した機関投資家・アクティビスト、上場会社といった様々な主体から企業価値向上に向けたプレッシャーが大きくなっている。対応しなければ、議決権行使を通じた経営層の解任や会社の経営権を奪われかねない事態へと発展している。

こうしたプレッシャーの高まりによって、上場を維持するために割かなければならないヒト・モノ・カネのリソースが増大している。近年増加している経営者による企業買収であるMBO（Management Buyout）による非上場化はその影響が強いと考えられる。

本稿では、上場会社に対するプレッシャーの高まりを機関投資家・アクティビスト、上場会社に分けて考察する。最初に企業価値向上に向けた近年の制度改革に触れる。その後、制度改革を踏まえた、各経済主体の行動が上場会社に与える影響を示す。最後に、上場会社が行うべき企業価値向上に向けた対応を考える。

## 2章 企業価値向上に向けた制度改革

### 1. 東京証券取引所による制度改革

過去10年間を振り返れば、企業価値を高めることを目的とした制度改革などの取組みは断続的に実施されてきた。2014年8月の『『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（伊藤レポート）

最終報告書』をはじめとして、スチュワードシップ・コード、コーポレートガバナンス・コードも制定され、改訂もそれぞれ実施されてきた。2022年4月には東証の市場区分の見直しが行われた。プライム市場、スタンダード市場、グロース市場のコンセプトが設定され、新規上場基準や上場維持基準が以前の市場から引き上げられた。上場会社の企業価値向上に向けた意識は徐々に変わってきたが、投資家からは形式的な対応に留まるといった声や変化のスピード感の物足りなさを指摘する声があった。

### 1) 資本コストや株価を意識した経営

市場区分見直し後に設置された「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（フォローアップ会議）では、こうした投資家の意見を踏まえ、スピード感を持って企業価値向上に向けた施策が打ち出されてきた。その代表的なものが、2023年3月に要請された「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ついて」（「資本コストや株価を意識した経営」）である。

これはPBR（株価純資産倍率）の水準を問わず、プライム市場とスタンダード市場の全上場会社約3,300社に対する任意の要請である。具体的には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上で、経営資源の適切な配分を実現させることが求められている。資本コストとは投資家の期待収益率であり、上場会社側から考えれば、事業を行うために株主から調達した資本にかかるコストである。つまり、本要請は保有・借入・調達する資金、今後稼ぐ資金などを、研究開発投資、人的投資、設備投資、株主還元割り当てるといった経営資源の配分を投資家の期待収益率や資本収益性を踏まえて実施することであ

る。投資にあたっては赤字にならなければ良いという考えではなく、投資家の期待収益率を意識した投資が求められるということである。

方法としては、計画・実行・チェック・改善というPDCAサイクルを回すような一連の対応を継続することが求められている。すなわち、自社の資本コスト・資本収益性や市場評価に関して取締役会で現状分析・評価を行う【現状分析】、現状分析に基づいて、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・策定し、現状評価と合わせて開示する【計画策定・開示】、計画を推進し、開示に基づいて投資者との積極的な対話を行う【取組みの実行】という一連の対応を繰り返し実施することである（図表1）。

いわば、自社の経営や市場からの評価を分析し、それをを用いた対話を通じて投資家との間で生じている認識のギャップを埋め、自ら経営の質を改善していくことである。

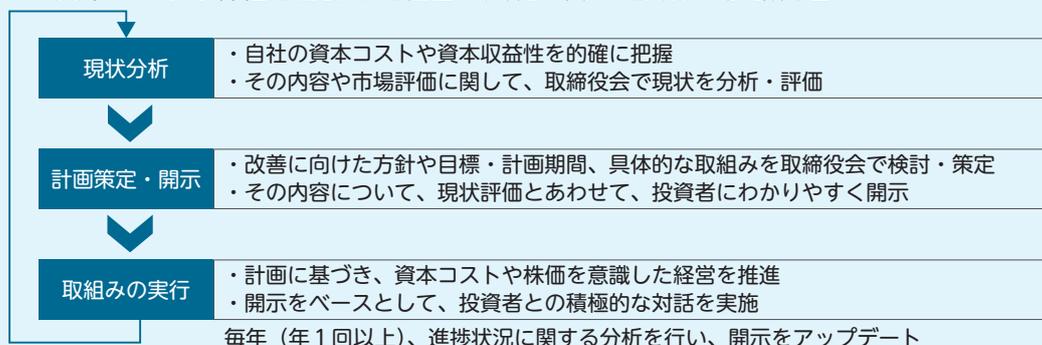
上述したように、本要請は任意であるため、東証は対応期限を定めてはいないが、対応会社のリストを毎月公表している。本稿執筆時点である2月末時点の開示率はプライム市場で59%、スタンダード市場で22%であった（『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開

示状況（2024年2月末時点）」（2024年3月22日））。2023年末時点はそれぞれ49%、19%であったから改善が見て取れる。また、上場会社の開示内容にはばらつきがあるため、内容の更なるブラッシュアップを目的として、実際に上場会社の開示例を用いた「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』のポイントと事例」、「事例集」（「ポイントと事例集」）が2024年2月に公表された。これまでの事例集は、誰もが知る時価総額が非常に大きな会社の好事例のみが掲載されていたが、今回の事例集では、時価総額が相対的に小さい会社の事例も掲載されている。さらに、上場会社と投資家の目線・認識が合っている例だけではなく、留意すべきポイントが併せて示されていることが特徴的である。上場会社が要請に対応するだけでなく、その取組みをレベルアップさせていくことが期待されている。

## 2) 親子関係、持分法適用関係上場会社に対する開示

東証ではフォローアップ会議と並行して、「従属上場会社における少数株主保護の在り方等に関する研究会」（従属上場会社研究会）も開催されている。従属上場会社とは実質的な支配力を持つ

図表1 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応の要請内容



（出所）東京証券取引所「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」（2023年3月31日）から大和総研作成

株主を有する上場会社のことである。親子関係にある上場会社だけではなく、持分法適用関係にある上場会社も対象である。

従属上場会社研究会は2020年1月から第1期が開始され（同年8月に終了）、2023年1月から第2期が始まり、12月に議論の取りまとめとして「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」が公表された。これは、親子関係にある上場会社と持分法適用関係にある上場会社に対して、投資家の投資判断上重要であるにもかかわらず、十分な開示がなされていない事項について任意での開示を求めるものである。株主や少数株主・投資家の視点では投資判断に際して十分な予測可能性が確保されること、上場会社の視点では長期投資への障害や過度なディスカウントが解消されることが開示によって期待されている。ここでは保有側として親会社と上場関連会社を有す

る上場会社、被保有側として子会社（親会社が非上場の場合を含む）とその他の関係会社（非上場を含む）を有する上場会社に分けて求められる対応を整理する。

親会社と上場関連会社を有する上場会社に対しては、グループ経営に関する考え方及び方針、上場子会社・上場関連会社を有する意義、上場子会社・上場関連会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策の開示が求められている（図表2）。ただし、グループ経営をしていなかったり、影響力が小さかったりする上場関連会社を有する上場会社では、その旨の記載が求められる。

子会社とその他の関係会社を有する上場会社には、親会社・その他の関係会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針、少数株主保護の観点から必要な親会社・その他の関係会社からの独立性確保に関する考え方・施策等を開示すること

図表2 親会社、上場関連会社を有する上場会社における開示のポイント

親会社	上場関連会社を有する上場会社		
<p><b>グループ経営に関する考え方及び方針</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方                     <ul style="list-style-type: none"> <li>－上場子会社の保有についての考え方・方針</li> <li>－事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針や実際の実施状況、など</li> </ul> </li> <li>・グループ管理体制における上場子会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針                     <ul style="list-style-type: none"> <li>－上場子会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容、など</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>グループ経営に関する考え方を踏まえた上場関連会社を有する意義</b></p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="676 1339 1023 1615"> <p>〈グループ経営の対象〉 グループ経営に関する考え方及び方針</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方</li> <li>・グループ管理体制における上場関連会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針</li> </ul> <p>上場関連会社を有する意義</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場関連会社として保有することの合理性</li> </ul> </td> <td data-bbox="1032 1339 1375 1615"> <p>〈グループ経営の対象でない〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・グループ管理体制がないこと</li> <li>・資本関係の目的</li> </ul> </td> </tr> </table>	<p>〈グループ経営の対象〉 グループ経営に関する考え方及び方針</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方</li> <li>・グループ管理体制における上場関連会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針</li> </ul> <p>上場関連会社を有する意義</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場関連会社として保有することの合理性</li> </ul>	<p>〈グループ経営の対象でない〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・グループ管理体制がないこと</li> <li>・資本関係の目的</li> </ul>
<p>〈グループ経営の対象〉 グループ経営に関する考え方及び方針</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業ポートフォリオ戦略に関する基本的な考え方</li> <li>・グループ管理体制における上場関連会社の取扱いに関する基本的な考え方・方針</li> </ul> <p>上場関連会社を有する意義</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場関連会社として保有することの合理性</li> </ul>	<p>〈グループ経営の対象でない〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・グループ管理体制がないこと</li> <li>・資本関係の目的</li> </ul>		
<p><b>上場子会社を有する意義</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・子会社として保有することの合理性とその子会社を上場しておくことの合理性                     <ul style="list-style-type: none"> <li>－上場子会社として保有するに至った経緯、など</li> </ul> </li> </ul>	<p><b>上場関連会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策</b></p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="676 1682 1023 1924"> <p>〈対応が講じられている〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場関連会社の役員を選解任に関する議決権行使の考え方・方針</li> <li>・上場関連会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</li> </ul> </td> <td data-bbox="1032 1682 1375 1924"> <p>〈対応が不要〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・議決権保有を通じた影響力の程度</li> <li>・上場関連会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容</li> <li>・人的関係や取引関係の有無や内容</li> <li>・上記に関連した契約の有無や内容</li> </ul> </td> </tr> </table>	<p>〈対応が講じられている〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場関連会社の役員を選解任に関する議決権行使の考え方・方針</li> <li>・上場関連会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</li> </ul>	<p>〈対応が不要〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・議決権保有を通じた影響力の程度</li> <li>・上場関連会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容</li> <li>・人的関係や取引関係の有無や内容</li> <li>・上記に関連した契約の有無や内容</li> </ul>
<p>〈対応が講じられている〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場関連会社の役員を選解任に関する議決権行使の考え方・方針</li> <li>・上場関連会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</li> </ul>	<p>〈対応が不要〉</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・議決権保有を通じた影響力の程度</li> <li>・上場関連会社における意思決定プロセスへの関与の有無や内容</li> <li>・人的関係や取引関係の有無や内容</li> <li>・上記に関連した契約の有無や内容</li> </ul>		
<p><b>上場子会社のガバナンス体制の実効性確保に関する方策</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・上場子会社の役員を選解任に関する議決権行使の考え方・方針</li> <li>・上場子会社における役員の指名プロセスへの関与についての考え方・方針</li> </ul>			

（出所）東京証券取引所「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」（2023年12月26日）から大和総研作成

が求められる（図表3）。ただし、グループ経営の対象でなかったり、影響が小さかったりするその他の関係会社を有する上場会社はその旨の記載が求められる。

これらの開示要請項目の内容から投資家が注目するポイントは2つあると思われる。1つ目が親会

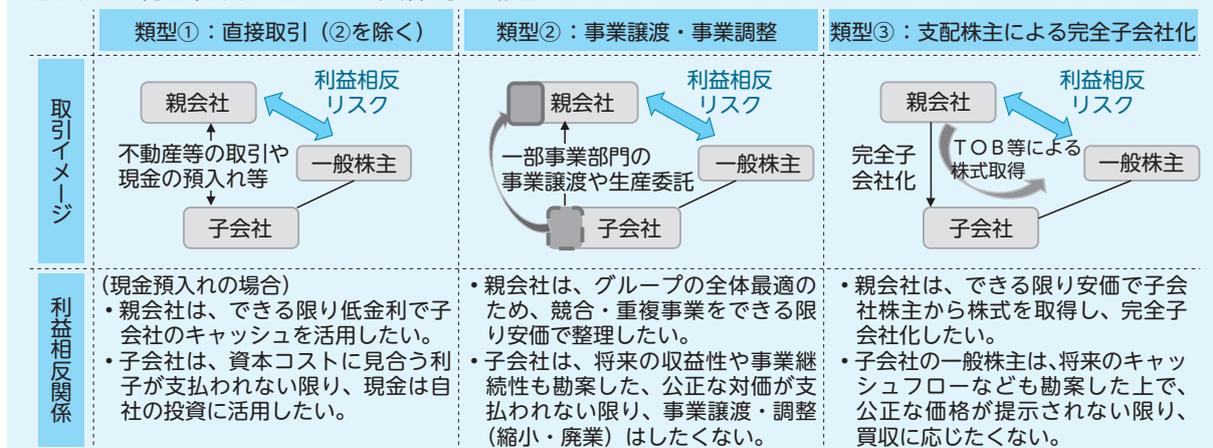
社などの支配株主とそれ以外の株主である少数株主の間における構造的な利益相反リスクである。具体的には図表4に示しているが、例えば、子会社と親会社の間で不動産や現金などの直接取引が存在するケースである。子会社が親会社に現金を貸し付けている場合、親会社はできる限りそれを低金

図表3 子会社、その他の関係会社を有する上場会社における開示のポイント

子会社(親会社が非上場の場合を含む)	その他の関係会社(非上場を含む)を有する上場会社	
<b>親会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針</b> ・親会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け ・親会社のグループ内における事業領域の棲み分けについて、現在の状況や今後の見通し ・親会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義	<b>その他の関係会社におけるグループ経営に関する考え方及び方針</b> <b>〈グループ経営の対象〉</b> ・その他の関係会社の事業ポートフォリオ戦略における自社の位置付け ・その他の関係会社のグループ内における事業領域の棲み分けについて、現在の状況や今後の見通し ・その他の関係会社との間で資金管理を行っている場合は、その意義 <b>〈グループ経営の対象でない〉</b> ・グループ管理体制がないこと ・その他の関係会社の属性 ・資本関係の目的	
<b>少数株主保護の観点から必要な親会社からの独立性確保に関する考え方・施策等</b> ・意思決定プロセスへの親会社の関与の有無や内容 ・親会社からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要 ・独立役員の親会社からの独立性確保のための指名委員会の活用方法や役割 ・独立役員の選解任における親会社の議決権行使の考え方・方針	<b>少数株主保護の観点から必要なその他の関係会社からの独立性確保に関する考え方・施策等</b> <b>〈対応が講じられている〉</b> ・意思決定プロセスへのその他の関係会社の関与の有無や内容 ・その他の関係会社からの独立性確保のために設置する特別委員会の概要 ・独立役員のその他の関係会社からの独立性確保のための指名委員会の活用方法や役割 ・独立役員の選解任におけるその他の関係会社の議決権行使の考え方・方針	<b>〈対応が不要〉</b> ・議決権保有を通じた影響力の程度 ・自社の意思決定プロセスへのその他の関係会社の関与の有無や内容 ・人的関係や取引関係の有無や内容 ・上記に関連した契約の有無や内容

(出所) 東京証券取引所「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」(2023年12月26日) から大和総研作成

図表4 利益相反が生じうる具体的な場面



利で利用したい一方で、子会社は資本コストに見合う利子が支払われない限り、現金は自社の投資に充てたいなどと考えるはずである。その場合、当該子会社の支配株主である親会社と支配株主以外の株主の間では利益相反が生じる可能性がある。

2つ目は親会社と上場関連会社を有する上場会社の資本配分（投資）先として、子会社やその他の関係会社を有する上場会社があることを踏まえると、これらの投資から資本コストを超えるリターンを得られているかという点である。グループ経営に関する考え方及び方針では、上場子会社、上場関連会社の保有についての考え方・方針だけではなく、事業ポートフォリオの検討・見直しについての考え方・方針や実際の実施状況などの開示が求められている。定量的なリターンの開示が求められているわけではないものの、方針などを示して効果を分析し、事業ポートフォリオの検討を求められていると考えてよさそうである。その結果、現状の形態に合理的な理由が見出せない場合、完全子会社化や保有減少などを求められる可能性があるだろう。

## 2. 経済産業省による制度改正

経産省では、2023年8月に「企業買収における行動指針」（「買収行動指針」）が策定された。2022年11月から議論が始まった「公正な買収の在り方に関する研究会」によってまとめられたものである。上場会社の買収を巡って、その当事者の行動の在り方を中心として、公正なM&Aのルール形成に向けて原則論とベストプラクティスが提示されたものである。対象会社の経営陣の賛同を得た買収だけではなく、賛同を得ない買収も対象となる。いわゆる、同意なき買収（以前の表現では敵対的買収）である。具体性・目的の正当

性・実現可能性のある買収提案という「真摯な買収提案」を取締役会が受けた場合、「真摯な検討」が求められるとしている。

以下では買収行動指針で示された上場会社の買収において尊重されるべき3つの原則に絞って内容を見ていく（「買収行動指針」7頁）。

### 第1原則：企業価値・株主共同の利益の原則

望ましい買収か否かは、企業価値ひいては株主共同の利益を確保し、又は向上させるかを基準に判断されるべきである。

### 第2原則：株主意思の原則

会社の経営支配権に関わる事項については、株主の合理的な意思に依拠すべきである。

### 第3原則：透明性の原則

株主の判断のために有益な情報が、買収者と対象会社から適切かつ積極的に提供されるべきである。そのために、買収者と対象会社は、買収に関連する法令の遵守等を通じ、買収に関する透明性を確保すべきである。

第1原則がコアとなる位置付けで、第2・3原則を遵守することで第1原則の実現を図るという関係性である。企業価値の向上と株主共同の利益の両方の確保が望ましい買収を判断するための基準として示されたことは、上場会社が強く認識すべきことであろう。

企業価値については「概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和を表すもの」（同8頁）として定量的に算定されるものとしている。そのため、「対象会社の経営陣は、測定が困難である定性的な価値を強調することで、『企業価値』の概念を不明確にしたり、経営陣が保身を図る（経営陣が従業員

員の雇用維持等を口実として保身を図ることも含む。) ための道具とすべきではない」(同9頁)と指摘されている。

株主共同の利益については、「『買収を行わなくても実現可能な価値』が最低限保障された上で、『買収を行わなければ実現できない価値』(買収によって生じる利益)の公正な分配としての部分も保障されるべきである」(同9頁)としている。これは買収によって、買収対象会社の企業価値を向上させ、その増加分を株主に公正に分配するというを示している。もっとも、「買収を行わなくても実現可能な価値」と「買収を行わなければ実現できない価値」を厳密に区別・算定することは難しい。それでも、取締役会が買収に応じる方針を決定する場合には、企業価値が向上するかどうかに加え、株主の利益が確保されるかどうかを判断の基準とし、それらが確保されるように合理的な努力が行われるべきとしている。

### 3章 各経済主体の行動

#### 1. 機関投資家・アクティビスト

##### 1) 機関投資家の議決権行使基準の厳格化

機関投資家・アクティビストはこれらの制度改正を援用する形で活動を活発化させている。

機関投資家の議決権行使基準は毎年のように変更があるが、最近の見直しでは企業価値向上に向けた東証の要請に呼応する形での厳格化が見られる。代表取締役の選任議案に反対する基準として、PBRが1倍を下回るものの、「資本コストや株価を意識した経営」への対応がなかったり、ROE(自己資本利益率)が8%を下回りかつPBR1倍を下回ったりすることが示されている。ただ、実施する時期を少し先にしたり、対象会社を限定

したりしている。その他、会社に対して株主資本コストの開示を求める株主提案については、上場会社の対応が不十分な場合には原則賛成する基準も示されている。

#### 三菱UFJアセットマネジメント「議決権行使の方針」(2024年4月1日適用)

##### 【代表取締役の再任：反対】

過去3期連続で自己資本利益率(ROE)が一定水準(5%)を下回る場合

なお、2027年4月1日総会より以下の基準を適用。(当初TOPIX500組入れ企業を対象とするが、対象は拡大する方針)

・過去3期連続で自己資本利益率(ROE)が8%を下回りかつPBRが1倍を下回る場合

時価総額や業界影響力の大きい企業に対しては、エンゲージメント等の結果、資本コストを意識した経営方針が確認できない場合は、2027年4月以前でも反対行使することもある。

#### ニッセイアセットマネジメント「『国内株式議決権行使の方針と判断基準』の改訂について」

(2024年2月27日)

##### 【代表取締役の選任：反対】

PBR(株価純資産倍率)が1倍未満で、東京証券取引所の「資本コストや株価を意識した経営の実現」への対応がない場合の代表取締役の選任(2025年6月から適用:2025年3月末以降の決算期末において確認)

##### 【株主提案の判断：賛成】

⑧また、「経営上の重要な契約」の開示を求める提案や自己株式の消却、株主資本コストの開示を求める提案については、企業の対応が不十分と判断される場合、原則、賛成します。

## 2) アクティビストによる株主提案

これまで、アクティビストは株式の買占めを背景とした保有株式の高値買い取り・経営介入要求が多かったが、最近では株式の大量取得を背景とした株主還元要求や、取得株数を5%未満としつつ経営戦略の変更、コーポレート・ガバナンス改革を要求する手法に変化してきている。機関投資家も同意するような合理的な提案も多く見られる。

要求方法は投資対象の会社へ面談依頼、書簡送付、対象会社の企業価値を高めるための方策を示すキャンペーンサイトの公開、株主提案など複数のチャンネルが使用されている。株主提案社数の推移を見たのが図表5であるが、毎年のように増加している。

2024年に入ってから開示されたアクティビストの株主提案を見ると、2023年にもあった「資本コストや株価を意識した経営」の取組みを用いたものが引き続き確認される。江崎グリコはロン

シャン・S I C A V（代理人ダルトン・インベストメンツ・インク）から「資本コストや株価を意識した経営」で求められる一連の取組みを定款に加えるなどの株主提案を受けている（「株主提案に対する当社取締役会意見に関するお知らせ」（2024年2月13日））。鳥越製粉はL I M Japan Event Master Fundから剰余金処分、自己株式取得、資本コストの開示を定款で定めるなどの株主提案を受けている。これらの提案も東証の要請に触れながら、資本効率の改善などを求める内容である（「株主提案に対する当社取締役会の意見に関するお知らせ」（2024年2月13日））。

## 3) 「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」の援用

今後、機関投資家とアクティビストが提起すると考えられる要求は「少数株主保護及びグループ経営に関する情報開示の充実」を援用したものである。上場会社への任意での開示要請ではあるも

の、開示しなければその理由が問われるであろう。図表2、図表3で示した開示項目であるが、特に、グループ経営の在り方では、親会社と子会社、関連会社とその他の関係会社ともに目線や認識が揃っていないなかったり、企業価値の向上に資するものだったりしなければ、関係性の解消が求められると予

図表5 株主提案の動向



(注) 前年7月から当年6月までの集計。

(出所) 商事法務研究会「株主総会白書」1983年版～2023年版をもとに大和総研作成。投資ファンドからの株主提案数は、2018年までは提案者名称などから大和総研推計、2019年からは「株主総会白書」

想される。

## 2. 上場会社

上場会社では同意なき買収の例が出てきている。「買収行動指針」で示されたように、取締役会は「真摯な提案」には「真摯な検討」が求められ、経営者の保身が入り込む余地を排除し、企業価値や株主共同の利益によって判断すべきと明確に示されたことは大きな影響がありそうである。

「買収行動指針」を活用したのとしてよく知られるのが電子部品大手のニデックによる工作機械メーカーのTAKISAWAの買収がある。ニデックは今後の事業の柱として工作機械事業の拡大を考え、大きなシナジーの獲得が見込めるTAKISAWAの買収を考えたようである。「買収行動指針」が成案になる前に行われたものであるが、そのドラフト段階の内容に沿って行動していることが特徴的である。「株式会社TAKISAWA（証券コード：6121）に対する公開買付けの開始予定に関するお知らせ」（2023年7月13日）によれば、2022年1～3月にTAKISAWAに対してニデック子会社との資本業務提携の提案が謝絶されたものの、工作機械事業拡大のために2023年2月下旬に再度検討し、TAKISAWAの同意のないまま公開買付けを開始した旨が書かれている。

ニデックの提案を受けて、TAKISAWAは「ニデック株式会社による公開買付けについての当社意見に関する説明資料」（2023年9月13日）の中で、「買収行動指針」に沿った形で企業価値の観点と株主共同の利益の観点から判断し、ニデックによる公開買付けを推奨する考えを示した。

企業価値の観点からはニデックの傘下に入るこ

とで、売上面ではアプローチ可能な顧客層の拡大、ニデックグループとの取引拡大、コスト面では共同購買による仕入れ原価の低下、物流網の効率化、生産機能の効率化が期待されるシナジーとして示された。一方でニデックグループと直接競合する一部の顧客との取引が減少する可能性が予想されるディスシナジーとして指摘されたが、総合的にはTAKISAWAの企業価値向上に資すると判断された。株主共同の利益の観点からはニデックによる公開買付け価格2,600円に対して、一般の非公開化を伴う公開買付けの案件に関するプレミアムの水準や証券会社による株式価値算定のいずれと比較しても適切なプレミアムが付されたものと判断された。また、公開買付け価格2,600円を上回る対抗者からの提案はなかったとした。最終的に、TAKISAWAはニデック傘下に入り、2024年1月31日に上場廃止になった。こうした同意なき買収提案は足元で複数みられる。

## 4章 企業価値向上に向けた対応

企業価値向上に向けた制度改正、そしてそれを援用する機関投資家・アクティビスト、上場会社の動向を見てきた。上場会社の経営者にとっては非常に脅威となる行動が多く行われている印象である。経営者は現在のポジションを追われる可能性が高まり、会社も買収されるリスクが高まってきている。こうした脅威から身を守るためには企業価値向上に向けて歩を進める他に方法はない。自分の身は自分で守らなくてはならないということである。

そこで参考になるのが、東証が公表した「ポイントと事例集」である。これは、東証が国内外の投資家から集めた上場会社に期待する取組みのポ

イントなどを示したものである。「資本コストや株価を意識した経営」で要請されていた【現状分析】、【計画策定・開示】、【取組みの実行】に沿った形で資料が作成されている。

図表6にその内容をまとめているが、例えば、【現状分析・評価】では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ことがポイントと

して挙げられている。これは、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せず、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など、投資家が重視する資本収益性や成長性などの指標を用いたバランスシートを精査する対応が期待されるというものである。また、【取組みの検討・開示】では

図表6 投資家の視点を踏まえた対応のポイント

現状分析・評価	投資家の視点から資本コストを捉える →「投資家の期待収益率」である株主資本コストをCAPM（資本資産価格モデル）等のモデルを用いて算出するだけでなく、投資家と資本コストの認識が合っていることが重要
	投資家の視点を踏まえて多面的に分析・評価する →PBRが1倍を超えていたり、資本収益性の水準が十分であると考えられる場合でも、国内外の同業他社との比較や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が有用
	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 →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せず、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など、投資家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た対応が期待される
取組みの検討・開示	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 →資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を行う。例えば、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にご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などが考えられる
	資本コストを低減させるという意識を持つ →資本コストを上回る資本収益性を達成し、その差を拡大させていくことが必要となるが、資本収益性の向上だけではなく、資本コストを低減させる取組みも重要。投資家との情報の非対称性の解消、投資家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ことなどが低減の手段と考えられる
	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 →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
	中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する →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、目標とする経営指標をいくつかの要素に分解した上で、要素ごとに改善に向けた取組みを示すなど分かりやすく開示する
株主・投資家との対話	経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する →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る。株主・投資家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上で、主体的に関与していくことが重要
	株主・投資家の属性に応じたアプローチを行う →株主・投資家との対話の実効性を向上させるためには、対話の相手方の属性（アクティブ／パッシブの別、グロース／バリューストック／配当重視など）や相手方にとってのマテリアリティを十分に理解した上で、タイプに応じたアプローチを行う
	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 →対話を通じて株主・投資家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、対話の実施状況や事例、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・投資家に示すことで、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

（出所）東京証券取引所「投資家の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」（2024年2月1日）から大和総研作成

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ことが挙げられている。これは、資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を行うことであり、例えば、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などが考えられている。

東証の「ポイントと事例集」に記載はないが、ESG（サステナビリティ）情報への対応も注目されている。上場会社には有価証券報告書やコーポレート・ガバナンス報告書での開示が求められているが、投資家は単にサステナビリティ情報の開示を期待しているわけではない。経営戦略などに紐づけて、今後の企業価値向上への影響に対する記述が期待される。例えば、サステナビリティ情報に含まれる人的資本に関する機関投資家の情報の活用方法の一例として、新分野進出・新製品の開発などを行う経営戦略に対する評価が挙げられる。企業がプロジェクトを立ち上げ、新たな人材の確保と既存人材に対する教育が必要になる場合、投資家は企業評価の際に新たなプロジェクトの意義を明確化し、必要とされる人材の定義・人数、プロジェクトのタイムラインごとの施策を確認する。その情報を用いてプロジェクトの実効性が高いと判断する場合、将来の売上高や利益などの業績予想などの引き上げを行うとされる（井口譲二「ESG投資の潮流と『望ましい人的資本の開示』」非財務情報可視化研究会（第2回）資料4（令和4年3月7日））。その他、サステナビリティに対する取組みと企業価値との定量的な関係を示すことも考えられる。日清食品ホールディングスでは2022年2月に公表した「VALUE REPORT 2021」において、ESGの取組み

が企業価値に与える影響を定量的に表し、社会課題に貢献する製品数が1%増えると、PBRが当年に1.0%向上することなどを示した。

このように東証の資料などを参考にして、先行する各社の取組みをまずは模倣して、自社の状況に合わせて、調整していくことが考えられるだろう。投資家とのコミュニケーションを通じて、必要な情報を加えることや求められる対応を行ない、オリジナルなものにし、自社で自律的に対応できるようにすることが期待される。

## 5章 おわりに

企業価値向上に向けた制度改正などはこれまで断続的に行われてきたが、各経済主体の行動もあり、上場会社に求める行動のギアが一段上がったのはここ2～3年程度であるように思われる。上場会社からすれば、急激に対応に迫られるようになった印象があるのではないかな。

こうした状態は今後緩まることはなく、強化されていくはずである。2章で言及した制度改正の影響は今後も継続することに加え、その対応を求める声は大きくなると予想される。例えば、「資本コストや株価を意識した経営」は対応会社のリストが継続して公表される。2024年3月末には、要請への対応・開示の留意点などがプライム市場とスタンダード市場の全上場会社に改めて周知された。3章で触れた経済主体では機関投資家の動きが注目される。代表取締役の選任に関する議決権行使基準の中で、PBR1倍、ROE8%という数値を挙げる機関投資家が出てきた。今後、追隨する機関投資家が増える可能性があるだろう。

この状況を踏まえると、上場会社は上場する意義を改めて考え直す必要が出てきたと言えそうで

ある。人材採用、信用力の向上など上場する意義は様々であるが、上場する最大の意義は株式市場からの資金調達である。それは不特定多数の投資家から資金調達したことに対して責任を持つことに他ならない。その責任を果たすために資本コストを意識した資源配分や投資家への分かりやすい説明を尽くすことは最低限の行動である。もちろん、そのためには、ある程度社内リソースを割く必要がある。上場を維持するメリットとデメリットを比較考量した結果、非上場化を選択肢として考慮してもよいだろう。上場維持を選択するならば、企業価値向上に向けた行動が不可欠である。

[著者]

神尾 篤史 (かみお あつし)



政策調査部  
主任研究員  
担当は、日本とアジアの経済/  
社会構造分析、  
金融資本市場の分析