

2023年3月1日 全5頁

資本コストや株価を意識した経営を求める東証

PBR 1 倍を意識した開示はプライム・スタンダード市場の全会社が対象

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- プライム市場やスタンダード市場で多いPBR 1倍割れ銘柄などを意識した開示（案）が東京証券取引所（東証）から公表された。開示の目的は、資本コストや株価を意識した経営の促進にある。
- 開示要請の対象はPBRが1倍割れしているか否かとは関係なく、プライム市場とスタンダード市場の全上場会社である。開示（案）では、「現状分析→計画策定・開示→取組の実行→現状分析→・・・」という一連のサイクルを回すことが示されており、進捗状況を毎年開示することが求められる。
- 資本コストや資本収益性と合わせて、市場評価である株価・時価総額・PBRなどについて現状の分析と評価の開示が必要になる。それに基づいて資本収益性や市場評価の改善に向けた具体的な取り組みを検討・策定する必要があるため、株価は市場が決めるものという今までの支配的な考え方から一歩踏み込んだ分析・評価をしていかなければならないだろう。
- 業績や今後の成長性対比で経営者の期待するように株価などが推移していなければ、常に原因を模索し、改善策を実施することが一層求められることになるだろう。

第8回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で2月15日に「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（以下、会議）の第8回が開催された。会議のメンバーはエコノミスト、投資家、上場会社、学識経験者で、PBR 1倍を意識した開示（案）が東証から示され議論が行われた¹。本稿では、開示（案）の内容を解説した後、会議の議事録に基づいて、メンバーの意見を整理する。

¹ この他、スタートアップの成長を支えるエコシステムの一部を担う公開市場として、IPO市場の機能や上場後の企業の成長促進という観点から、グロース市場が役割を発揮していくための方策も議論された。主には、機関投資家の参入促進に向けた方策や上場維持基準の在り方などについて議論が行われた。メンバーから広く意見が述べられ、会議の中で合意が得られた点はなかった。

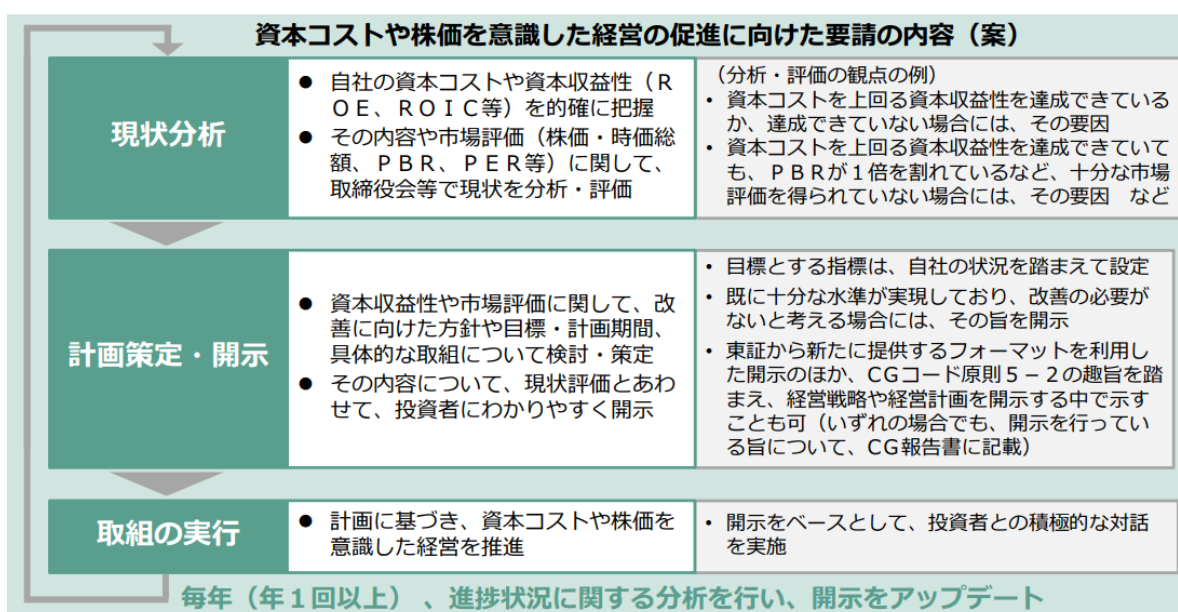
PBR 1 倍などに関連する開示（案）

（内容）

東証が公表した「[市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第八回 東証説明資料②](#)」（2023年2月15日）の中にある「資本コストや株価を意識した経営の促進に向けた要請」というスライドが、PBR 1 倍を意識した開示（案）である（図表 1）。この開示（案）でよくある誤解が、開示を要請されるのは PBR 1 倍割れの会社のみということである。開示（案）では、プライム市場とスタンダード市場の全ての会社に資本コストや株価を意識した経営の促進に関する開示が要請される。特に PBR が 1 倍を割っている場合には十分な対応が求められるというのが制度の建て付けである。

なお、東証によれば、2022年7月1日時点で、PBR 1 倍割れの会社はプライム市場で 50%、スタンダード市場で 64%にのぼる（「参考資料集（フォローアップ会議における議論と現状）」（2022年9月30日））。

図表 1 PBR 1 倍などに関連する開示（案）



（出所）東京証券取引所「[市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第八回 東証説明資料②](#)」（2023年2月15日）

開示（案）では、「現状分析→計画策定・開示→取組の実行→現状分析→・・・」という一連のサイクルを繰り返し行うことが示されている。「現状分析」では、資本コストとROE・ROICなどの資本収益性を把握し、それと合わせて株価・時価総額、PBRなどの市場評価を取締役会で分析・評価することになる。例えば、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない場合にはその要因を分析することになる。また、資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、将来の成長性が投資家から期待されておらず PBR が 1 倍を割れている場合、十分な市場評価を得られていない要因を分析することが想定されている。

「計画策定・開示」では、現状分析・評価に対する改善方針や目標・計画期間、具体的な取り組みについて検討・策定し、分析・評価結果と合わせて投資家に分かりやすく開示することが求められる。目標とする指標は各社の状況を踏まえて設定することになる。既に十分な水準が実現していて、改善の必要がない場合にはその旨を開示することになる。

「取組の実行」では、策定した計画に基づいて、資本コストや株価を意識した経営を推進していくことになる。その際には、開示した内容に基づいて、投資家との積極的な対話の実施が求められる。これら一連のサイクルを回し、資本コストや株価を意識した経営の進捗状況に関する分析を行い、毎年開示していくことになる。

（開示時期と媒体）

東証による上場会社への要請通知は2023年春とされているが、開示時期は明確にはなっていない。開示の時期については、会議におけるメンバーからの質問に回答する形で、「3月決算企業においても、2023年春に通知をさせていただいた後、できる限り速やかな対応をお願いしたいと考えております。ただし、現実的に考えますと、3月決算企業においては、例えば来期に向けた経営計画の検討などは現時点でも進んでいるところでございますので、必ずしも通知を行ってすぐに開示しないといけないということではないと考えております。」と東証が述べている。現状公表されているのは開示（案）のため、開示の正式な発表時に明確な回答がなされることが期待される。

開示媒体については、図表1の計画策定・開示にあるように、東証から新たに提供される開示フォーマット（後述）を利用することや、コーポレートガバナンス・コード原則5-2の趣旨を踏まえ、経営戦略や経営計画を開示する中で示すことも可能としている。なお、いずれの場合でも、開示を行っている旨をコーポレート・ガバナンス報告書へ記載することが求められる。

メンバーからの意見

メンバーからは、開示（案）に基づき、現状分析の方法、計画策定方法と開示の仕方、新たな開示フォーマット、経営者報酬などについて意見があった。

（現状分析の方法）

複数の事業を営む会社について、「事業セグメントごとの資本コストや資本収益性を把握・分析するように指摘してもいいのではないか」とのコメントがあった。損益計算書を重視した経営の発想をする上場会社が少なくないため、貸借対照表をもっと考慮に入れ、資本効率を意識した経営をより促すことを念頭に置いた発言のようである。

（計画策定方法と開示の仕方）

計画策定方法と開示の仕方については、『計画策定』、『計画期間』という言葉は硬直的になりがちで、…（中略）“いつまでに”、“いくら”といったような時間と金額水準の計画が示されがちなのですが、そうした計画は達成が困難で、結果的に未達が続くと市場評価が落ちるといったような悪循環に陥ります。むしろ海外では、ROE や EPS の成長率を何%とするといったような変化率の軌道を示しており、それを継続することが重要」と発言があった。想定した軌道に会社を向かわせるための経営の在り方やそのための行動を考え、どんな改革をいつまでに実行するかについて開示を求めたものであろう。

（新たな開示フォーマット）

新たな開示フォーマットは東証から公表されていないが、メンバーからはグロース市場で開示が義務化されている「事業計画及び成長可能性に関する事項」を参考にしてはどうかとのコメントがあった。

図表2 「事業計画及び成長可能性に関する事項」の内容

開示項目		主な記載内容
ビジネスモデル	事業の内容	▶ 製商品・サービスの内容・特徴、事業ごとの寄与度、今後必要となる許認可等の内容やプロセス
	収益構造	▶ 収益・費用構造、キャッシュフロー獲得の流れ、収益構造に重要な影響与える条件が定められている契約内容
市場環境	市場規模	▶ 具体的な市場（顧客の種別、地域等）の内容及び規模
	競合環境	▶ 競合の内容、自社のポジショニング、シェア等
競争力の源泉	競争優位性	▶ 成長ドライバーとなる技術・知的財産、ビジネスモデル、ノウハウ、ブランド、人材等
事業計画	成長戦略	▶ 経営方針・成長戦略、それを実現するための具体的な施策（研究開発、設備投資、マーケティング、人員、資金計画等） ※事業計画の対象期間については、上場会社各社の事業内容に応じて異なることを想定
	経営指標	▶ 経営上重視する指標（指標として採用する理由、実績値、具体的な目標値など）
	利益計画及び前提条件	▶ （中期利益計画を公表している場合）その内容及び前提条件
	進捗状況	▶ 前回記載事項の達成状況、前回記載した事項からの更新内容、次に開示を行うことを予定している時期
リスク情報	認識するリスク及び対応策	▶ 成長の実現や事業計画の遂行に重要な影響を与えうる主要なリスク及び対応策

（出所）東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第八回 東証説明資料①」（2023年2月15日）

図表2は「事業計画及び成長可能性に関する事項」の内容であるが、ビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、事業計画、リスク情報と幅広いが開示が求められている。グロース市場上場会社は既に開示を行っており、また、東証は『「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示例』（2022年10月7日）を公表している。プライム市場とスタンダード市場の上場会社が開示内容を考える際の参考になるだろう。

また、これらの開示項目に加えて、サステナビリティの視点も重要であるとの発言があった。

「特に、PBR 1 倍割れの会社の中には、足元で ROE が高くても、環境負荷などが大きいので、そのような旧来事業に取って代わる事業がまだ見えていない、トランスフォームの不透明感があることによって低評価となっている可能性もあるため、サステナビリティの視点を追加していくことが重要」と理由が述べられた。おそらく、例えば ROE が 15%程度と高くても PBR が 1 倍を割れており、今後成長していくと市場が考えていない会社が想定されているのであろう。こうした会社は、成長に向けた具体的な説明が不足していたり、市場から成長を実現できないと考えられていたりするため、より詳細な開示を求めることを目的としてサステナビリティの項目を加えることを提案したものと思われる。

開示内容の留意事項として、「数値に過度にコミットすると、却って自社株買いや配当などの短期的な対応に走る会社が出てくることが懸念されます」とのコメントもあり、上場会社における企業経営の持続可能性が必要との意見があった。

(経営者報酬)

経営者や役員報酬の決定ロジックに ROE などの資本効率に関する項目を入れるべきという声もあった。上述した内容と同様に、資本効率を意識した経営の重要性を意識しての意見であると思われる。

今後の予定

資本コストや株価を意識した経営の促進に関する開示について、メンバーからの意見を取り入れた形で、東証から開示時期・内容・形態が今後公表されると見込まれる。開示（案）によると、株価などの自社による分析・評価に基づいて資本収益性や市場評価の改善に向けた具体的な取り組みを検討・策定する必要があるため、株価などは市場が決めるものという今までの支配的な考え方から一歩踏み込んだ市場評価についての分析・評価をしていかなければならないだろう。業績や今後の成長性対比で経営者の期待するように株価などが推移していなければ、常に原因を模索し、改善策を実施することが一層求められることになるだろう。