

2023年4月6日 全6頁

株価・PBRなどの市場評価の分析を求める東証の開示要請

株価は市場で決まるものだが、踏み込んだ分析が必要になる

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所から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について」、②「株主との対話の推進と開示について」、③「建設的な対話に資する『エクспレイン』のポイント・事例について」と題する資料が公表された。いずれも東証の規則上での義務付けが行われるものではないが、上場会社はそれらの内容に従った積極的な対応が求められる。
- ①はいわゆるPBR1倍に関連した計画策定やその開示に関するものである。PBR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が資本コストや株価を意識した経営を実現するための対応が要請される。
- 【現状分析】→【計画策定・開示】→【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や、【現状分析】において株価・PBRなどの「市場評価」に関する上場会社自らの分析が求められる点が特徴的である。

東証から上場会社へ3つの要請

東京証券取引所（東証）で3月31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、フォローアップ会議）の第9回が開催された。同日に、東証から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について](#)」、②「[株主との対話の推進と開示について](#)」、③「[建設的な対話に資する『エクспレイン』のポイント・事例について](#)」と題する資料が公表された。

これら3つは、東証が1月30日に公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」の中で、2023年春までに対応するとしていた項目である。①は足元でよく報道されている、いわゆるPBR1倍に関連した計画策定や開示、取組みに関するものであり、②と③はガバナンスに係る項目である。本稿では、①の内容を中心に上げ、②と③についてもポイントを概説する。なお、①～③はいずれも東証の規則上での義務付けが行われるものではないが、上場会社は投資家からの期待を踏まえ、それらの内容に従った積極的な対応が求められる。

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について」

(目的や開示時期など)

この取組みについては、PBRが1倍を割っている上場会社に対する要請であるかのような報道があるが、PBR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に対して資本コストや株価を意識した経営の実現を目的とした対応についての要請である。

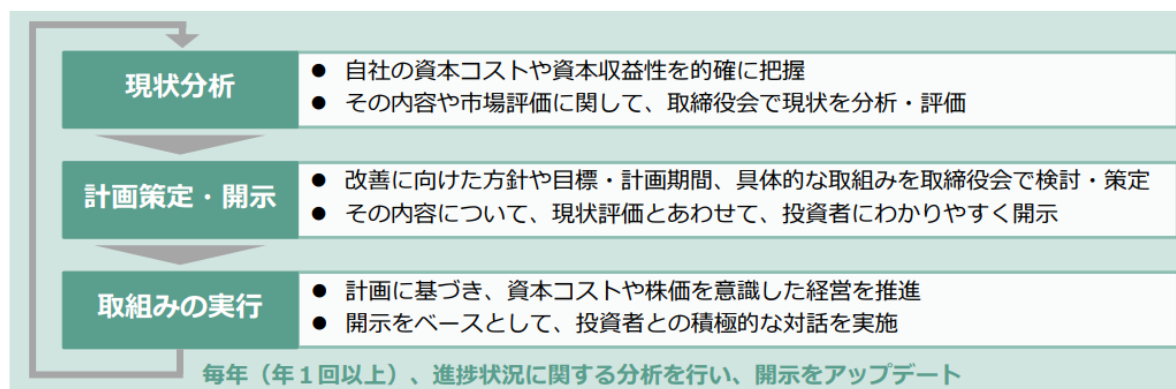
十分な現状分析や検討が必要なため、東証から上場会社に対する具体的な対応の開始時期は指定されていないが、できる限り速やかな対応が求められている。ただし、取組みの手順については上場会社側に委ねられている部分があり、段階的に開示を拡充する方法があるとしている。具体的には、計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示した上で、計画策定が完了した時点で具体的な内容を改めて開示することも考えられるとされている。

実施に当たって東証が強調していることは、「取締役会が定める経営の基本方針に基づき、取締役会が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくこと」である。

(要請内容)

計画・実行・チェック・行動というPDCAサイクルを回すような一連の対応を継続することが要請されている。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が求められる(図表1)。

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(資料1)」(2023年3月31日)

【現状分析】においては、WACC（負債と株式の加重平均資本コスト）・投資家の期待リターンを示す株主資本コストなどの「資本コスト」、ROIC（投下資本利益率）・ROE（自己資本利益率）などの「資本収益性」、株価・時価総額・PBR（株価純資産倍率）・PER（株価収益率）などの「市場評価」を用いた分析が必要になる。「資本コスト」は「資本収益性」を評価するために必要という位置づけであると思われる。「資本コスト」については必ずしも精緻な算出は求められていないが、資本コストについての考え方や計算手法など算出の背景にある考え方を説明することが考えられるとしている。特徴的なのは、「市場評価」を用いた分析が求められることである。株価などは市場が決めるものという今までの支配的であった考え方を換え、上場会社は一步踏み込んだ分析・評価をしていかなければならない。

【計画策定・開示】での目標は、現状分析をした結果に基づいて自社の状況を踏まえた設定が必要になる。例えば、現状分析において「資本収益性」と「市場評価」で改善が必要になった場合に、両方の目標設定が考えられ、どちらかで改善が必要となった場合は片方の目標設定が考えられる。目標は具体的な到達水準・時期を示す方法のほか、目指すレンジを示す方法、ROEやEPS（一株当たり利益）の成長率などの変化率のトレンドを示すことも考えられるとされている。

「資本収益性」と「市場評価」の両方において十分な水準を実現しており、改善の必要がないと考える場合には改善に向けた方針や目標に代えて、その旨を示すことが考えられるとされている。なお、この場合、“十分な水準が実現しているため改善の必要がない”と示すよりは、現在の状況を継続して維持するための施策を記すことが考えられるのではないかとされている。

図表2 グロース市場で求められる「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」

開示項目		主な記載内容
ビジネスモデル	事業の内容	➢ 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を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る主要なリスク及び対応策

（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（資料1）」（2023年3月31日）より大和総研作成

具体的な取組みを示す方法としては、事業のビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、成長戦略などの開示といった、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の開示」（前ページ図表2）やその開示の好事例集を参考にすることも考えられるとされている。また、自社の事業の方向性や成長の実現に向けたサステナビリティや知的財産を含む無形資産に関する取組みを示したり、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして経営陣の報酬の算定に資本収益性や企業価値の改善に関する指標を含めたりすることも想定されている。

東証からの発表を受けて株式市場では、資本収益性の改善に向けて上場会社による自社株買いや増配に対する期待が高まっているように見えるが、東証は「資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものです。」としている。自社株買いや増配が一律に否定されているわけではないだろうが、資本効率を高めるために純資産を大きく縮小させるような一過性の対応は期待されておらず、自社の持続的な成長に向けて投資や株主還元をどうするのが合理的であるのか、経営資源の配分を考えることの必要性が指摘されているのだと思われる。

（開示形式）

開示を行う書類に定めはないが、経営戦略や経営計画、決算説明資料、自社ウェブサイト、上場維持基準の適合に向けた計画などでの開示が想定されている。いずれの開示形式においても閲覧方法などはコーポレート・ガバナンス報告書（CG 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」の記載欄への記載が必要としている。上述したように、【現状分析】→【計画策定・開示】→【取組みの実行】という一連の対応が繰り返し求められることから、これまでの取組みの状況や目標の達成に向けた進捗状況、投資家との対話の状況などの進捗状況に関する分析を行い、開示のアップデートが要請される。

② 「株主との対話の推進と開示について」

（目的・開始時期など）

フォローアップ会議では、投資家・株主を含めたステークホルダーとの対話を通じて、上場会社が経営力の高度化に向けて気付きを得る重要性が指摘されてきた。株主との対話を行っている場合には、その実施状況について開示を求められることになったが、開示自体が目的というよりはプライム市場の上場会社が建設的な対話を促進するための体制整備・取組みを行い、実際に対話を進めることに主眼が置かれている。

できる限り速やかな対応が求められており、例えば、この資料の公表以後に終了する事業年度の状況から開示を行い、定時株主総会後に更新されるCG報告書で開示を行っている旨等を記載することも考えられるとされている。3月決算企業の場合、2022年度の状況について開示を行い、6月末から7月にかけて更新予定のCG報告書で開示を実施している旨を記載することが期待されている。

（開示内容）

開示することが考えられる事項は、対話の主な対応者、対話を行った投資家・株主の概要（国内/海外、アクティブ/パッシブ、対応者の担当分野など）、対話の主なテーマや投資家・株主の関心事項、対話において把握された投資家・株主の意見や懸念に対する経営陣や取締役会へのフィードバックの実施状況、フィードバックなどを踏まえて経営で取り入れた内容などである。上記の事項は例示であり、これらだけに関わらず、必要と考えられる項目の開示が想定されている。また、必ずしも上記の全ての開示が求められるわけでもない。直前事業年度に対話の実績がない場合、対話を促進するための体制整備・取組みの状況について開示することが想定されている。

（開示形式）

開示を行う書類の指定はないが、アニュアルレポートや自社ウェブサイトなどで示すことが考えられている。いずれの形式においても、開示を行っている旨などはCG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」の記載欄への記載が求められる。

③「建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例について」

（目的・開始時期）

上場会社は、コーポレートガバナンス・コード（CGコード）についてコンプライ・オア・エクスプレイン（原則を実施するか、実施しない場合には、その理由を説明するか）が求められている。特に、CG報告書における「エクスプレイン」の記載は自社の考え方や取組みの状況が投資家に理解されるように十分に説明することが重要である。しかし、「検討中」という説明のまま、数年間も放置している事例があるなど「コンプライ・オア・エクスプレイン」が形骸化しているとの問題意識のもと、CG報告書の記載について自主点検するための材料がまとめられた。上場会社は、実施することが適切でないと考えられる原則がある場合、「実施しない理由」を建設的な対話に資するよう十分に「エクスプレイン」しているか自主点検が促されることになった。

自主点検を最初に行う時期は、これから行われる定時株主総会後に開示されるCG報告書が一つのタイミングとして考えられる。

(内容)

③の資料では、不十分な「エクस्पライン」の主な類型として、対応状況が不明確、実施しない理由の記載がない、抽象的な説明に終始している、といった特徴が指摘されている。例えば、実施しない理由の記載がない事例として、CG コード補充原則3-1③に対する例が挙げられている。

【補充原則3-1③】

上場会社は、経営戦略の開示に当たって、自社のサステナビリティについての取組みを適切に開示すべきである。また、人的資本や知的財産への投資等についても、自社の経営戦略・経営課題との整合性を意識しつつ分かりやすく具体的に情報を開示・提供すべきである。

特に、プライム市場上場会社は、気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みであるTCFDまたはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである。

上記の補充原則に対して、ある上場会社のCG報告書では「当社のサステナビリティに対する取組み及び投資についての基本的な方針については、現在検討を行っております。」というように、実施しない理由や具体的な検討状況を記載せずに「検討中」としている事例が見られるとされている。そのため、「投資者の適切な理解のため、『現時点において実施しない理由（実施しないことが自社にとって適切である理由）』や実施に向けた具体的な検討状況などを説明することが考えられます。」と指摘されている。

こうしたことを踏まえ、東証は「エクस्पライン」を行うためのポイントとして、実施していない内容を明確に示すこと、自社の個別事情などの実施しない理由を示すこと、実施に向けた具体的な検討状況を示すことを挙げている。

終わりに

東証は、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について」に基づいて、上場会社にいわばPDCAサイクルを回す取組みを求めているが、東証自身も今回の取組みが上場会社や株式市場にどのような影響を与えていくか、しっかりレビューする必要があるだろう。すなわち、東証自身も上場会社に対する要請に関してPDCAサイクルを回し、更なる改善につなげていくべきである。株式市場では、今回要請された取組みに対する期待で株価が上昇している部分があるように見える。東証が今回の対応を継続的にフォローするなど、改革の機運が失われないようコミットする姿勢を示すことが、株式市場全体に好影響を与えることになるのではないか。