

2023年5月30日 全5頁

資本コストや株価を意識した経営について東証が今秋レビュー

東証による市場の期待に応える方法の模索

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3月に公表された「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」に関するレビューが、今秋に予定されていることが明らかになった。
- 上場企業の取組みについて、開示を行っている旨やその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）への記載が要請されており、今秋のレビューは3月決算会社のCG 報告書を踏まえて行われる。レビューの結果次第では、上場会社に対する要請に係るガイダンスがよりきめ細かなものとなることも考えられる。

第10回フォローアップ会議

東京証券取引所（東証）で4月25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10回が開催された。今回は、3月31日に公表された「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」¹（「資本コストなどを意識した対応」）のフォローアップの方法とグロース市場上場会社向け意見募集（案）について議論が行われた。また、ゲストスピーカーであるアセットマネジメント One 運用本部 株式運用グループ チーム長の岩谷氏から、新興市場での投資経験に基づくグロース市場の課題などについての発表があった。本稿では、会議の[議事録](#)に基づいて、メンバー間での議論を簡潔にまとめる。

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けたフォローアップ

（「資本コストなどを意識した対応」を今秋にレビュー）

フォローアップ会議の公表資料によると、東証は上場会社や国内外の投資家などの市場関係者に対して、「資本コストなどを意識した対応」に関する要請趣旨や具体的な内容の周知活動を実施している。その活動については、国内外の投資家から「今般の要請を踏まえた上場会社の変

¹ 東証による具体的な要請内容は、拙稿「[株価・PBRなどの市場評価の分析を求める東証の開示要請](#)」（大和総研レポート、2023年4月6日）を参照。

化に期待する声が多く寄せられている一方で、形式的な開示や一過性の対応で終わらないよう、継続的なフォローアップを求める声も寄せられている」という。東証の資料からは、この取組みに対する投資家からの期待感の大きさを垣間見ることができる。

今回の会議では、以前よりフォローアップ会議のメンバーから出されていた意見や上記の投資家の声に基づいて、今秋を目途にフォローアップ会議で上場会社の取組み状況の報告・議論（レビュー）が想定されていることが明らかになった。東証は「資本コストなどを意識した対応」の中で、この取組みに関する開示書類の形式には定めがないとしているが、投資家の把握しやすさを踏まえ、どのような形式で開示するにしても、開示を行っている旨やその閲覧方法をコーポレート・ガバナンス報告書（CG 報告書）に記載するよう求めている。今秋に行われるレビューでは「3月期決算会社の定時株主総会後に提出されるコーポレート・ガバナンス報告書の内容も踏まえ」ることが示された。

3月期決算会社は、自社の取組み状況をどこで閲覧できるか、CG 報告書に明示する必要がある。現時点までの上場会社の開示を見ると、決算説明会資料の中で取組みを開示したり、検討状況や対応時期のロードマップを示したりした会社があった。まだ取組みについて開示していないとしても、決算説明会の中で大体の開示時期を示した会社もあるようだ。

（メンバーの意見）

今秋というレビュー時期について、フォローアップ会議のメンバーからは賛同する声が複数あった。レビューの方法については、「開示を実施した会社数に加え、可能であれば開示の検討状況を示した会社数や開示の時期を示した会社数なども集計していくべき」という意見があった。開示の中身については、この取組みの趣旨に対する誤解を正すことや上場会社が「プリコミットメントしたことに対してしっかりと実現できたのか」を確認するためにレビューする必要があるとする意見が聞かれた。また、十分な社内リソースを保有して対応可能な会社と悩みを抱えている会社があるという現状を踏まえ、「対応が難しい会社には対応可能な会社とは異なったメッセージを発信していくことができないか」という発言もあった。

今回のレビューだけではなく、今後の予定や評価方法については、「どのようなタイムラインで、どのようなKPIでフォローアップをするのかというプラン」の作成や「改善に向けたアクションのようなものをきちんと整理して、定点で観測」「内容をしっかりと開示すること」が求められるといった声が聞かれた。

一方で、投資家に向けた施策を打ち出していく重要性についても意見が出た。「資本コストなどを意識した対応」は上場会社による取組みの開示後、投資家との積極的な対話を求めている。投資家による対話を促進させる施策を行う必要性がメンバーから述べられた。

会議の中で東証からのコメントはなく、これらが東証の対応として反映されるかは分からない。しかし、これまでメンバーの議論は丁寧に東証の取組みに組み込まれてきたことから、一定程度は反映されていくのではないかと思われる。

グロース市場上場会社向け意見募集（案）

今回の会議では、グロース市場全上場会社の経営トップを対象として、上場後に会社が高い成長を実現するにあたり、課題と考える事項などについて意見募集をすることも示された。簡潔に言えば、東証がグロース市場上場会社の経営トップの悩みを把握し、施策の策定に活かすことが目的である。グロース市場上場会社へ5月8日に送付され、回答期限は7月7日とされている。回答内容を踏まえて、東証が追加でヒアリングを行うことも想定されている。意見募集事項の内容は以下の図表の通りである。

図表 意見募集事項

1. 貴社の高い成長の実現に向けて、グロース市場への上場を活用できていると考えますか。上場前に考えていた上場の目的や、上場後に実際に感じている効果などとあわせて、ご回答ください。
2. 貴社の高い成長の実現に向けて、上場時／上場後における課題（成長の実現に向けた課題）と考えている事項や、その課題に対して取引所に期待する対応がある場合には、その詳細をご回答ください。
3. その他、高い成長の実現に向けて、課題と考えている事項があれば、ご回答ください。

	観点（例）
上場時	<ul style="list-style-type: none"> ・上場のタイミング（非上場時における資金調達環境との関係、海外新興市場との比較など） ・上場に向けたプロセス（市場関係者のサポート、スピード・煩雑さなど） ・上場時の資金調達（調達金額、配分（機関投資家への割当て）など）
上場後	<ul style="list-style-type: none"> ・高い成長の実現に向けた資金調達（成長投資に向けた資金需要、希薄化への懸念など） ・ガバナンス・内部管理体制（体制構築にあたっての支障など） ・情報開示・IR（事業計画や成長可能性等の開示、IRの機会、機関投資家との対話など）

（出所）東京証券取引所「グロース市場上場会社の経営者向け意見募集の実施について」（2023年5月8日）より大和総研作成

メンバーからは、個々の上場会社に意見を聴取するものであるものの、東証が考えるグロース市場に対する問題意識も伝えるべきという意見があった。すなわち、グロース市場上場会社の成長資金の調達が限定的であるといった市場全体としての問題意識を示すことで、意見募集の趣旨を明確化するということである。

聞き取る内容については、図表の「観点（例）」に加えて、会社の貴重なリソースが費消されてしまっているような証券市場での制度や慣行など成長に向けての「ボトルネック」が挙げられた。さらに、グロース市場でこそ、コーポレート・ガバナンスが大事であるとして、①取締役会で正しいアジェンダが設定できているか、②取締役会のメンバー構成が正しいものになっているか、ということを確認すべきとの意見もあった。

ファンドマネージャーから見たグロース市場の課題

アセットマネジメント One の岩谷氏から、グロース市場などに対する所感や課題などについて主に以下のような発言があった。

(新興銘柄に特化して投資するファンド運用者としての視点)

- ▶ 市場のボラティリティが高いため、受益者にとってはファンドの設定タイミングによって投資で得られるリターンが大きく変わる
- ▶ ファンドが運用する際の目標であるベンチマークの設定が難しい
- ▶ 投資対象の銘柄数が少なく、ファンドが組成しにくい。上場銘柄は業種や規模に偏りがあるため、リスクファクターに基づくポートフォリオのリスクモニタリング・リスクコントロールが非常に難しい
- ▶ 新規上場株式は上場前後の値付けの変化、十分な取引を伴わず付与された価格、流通市場での評価が見通しにくいいため、投資しにくい
- ▶ 市場が統廃合すると、ファンドの連続性や再現性が失われる可能性がある。発行体が市場区分の変更を行うと、個別の有価証券として連続性や複利効果が途絶える。市場構造の品質が安定し、市場間格差がない方が使い勝手が良い
- ▶ グロース市場は個人投資家の売買が多く、現物取引に比べて信用取引も多く、市場が動揺した時にレジリエンスが働きにくい。市場としてのバランスが悪い

(発行体に対する制度の在り方など)

- ▶ 株式上場のタイミングにあわせて、事業の状況、設備の状況、従業員・役員・関係会社等の状況、資本政策を整えることで経営上のボラティリティを作ってはいないか。上場後に急速に投資を行う、採用を行う、M&Aを行うのは組織が痛む。株式上場にあまりに非連続な作業を詰め込みすぎることによって上場後の成長を阻害していないか
- ▶ 株式上場時の開示をあまりに求めすぎると、その競合相手が上場会社の事業内容を新たに知ることになってしまい、当該上場会社が不利になり、成長を阻害することになる
- ▶ 四半期開示は定期的の開示をすることで経営のモチベーション・規律付けになるという人もいる一方で、決算が不調で立て直す戦略が見出しにくい時に定期的の開示・IRを求められると心身ともに疲労して事業の改善策が打ちにくくなる
- ▶ 機関投資家内部における、議決権行使担当と投資を実行するファンドマネージャーの考え・判断が一致しないケースがある。例えば、赤字を計上してでも費用を使いながら成長を目指している場合、議決権行使基準では問題視される一方、ファンドマネージャーはそれを適切と判断するケースがある。そのような場合、機関投資家の側も両者が緊密に合意し、上場会社の成長阻害要因をなくしていくことが重要ではないか

こうしたファンドマネージャーの発言は非常に貴重であり、フォローアップ会議には丁寧に

要望を拾って施策に活かしていくことが求められよう。特に、「資本コストなどを意識した対応」では、投資家と上場会社による積極的な対話が求められていたことを踏まえると、投資家側の内部で議決権行使担当とファンドマネージャーが緊密にコミュニケーションを取り、上場会社の成長に寄与していくことが、機関投資家と上場会社の対話の意義を深めることにつながりそうである。

終わりに

一部の3月決算会社は、本決算にあわせて「資本コストなどを意識した対応」を開示している。全てを確認できているわけではないが、会社によって取組みや開示の踏み込み具合に違いが生じている印象がある。現時点で、そのことに課題があるかどうかの判断は難しいが、レビューの結果次第では「資本コストなどを意識した対応」の内容についてより丁寧できめ細かなガイダンスを東証が出す必要が出てくるのではないかと考える。

プライム市場とスタンダード市場には3,300社弱の上場会社があり、各社の時価総額には30兆円から10億円以下まで幅がある。同じ内容のガイダンスを出されても、成長ステージ、外部環境、社内リソースなどに違いがある中で、同様の理解と取組みを上場会社に求めるのは難しいと感じる。その場合、対応が難しい会社に対して、内容をよりかみ砕き、納得感を持ってもらえるようなガイダンスを出していくことが考えられるのではないかと考える。市場の期待に応えていくためにも、東証やフォローアップ会議のメンバーなどが知恵を出し合い、工夫をしていく必要がある。