

資本コストや株価を意識した経営は根付くのか

政策調査部 神尾 篤史／鈴木 裕

要 約

東京証券取引所（東証）から上場会社に要請された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」では、自社の経営や市場からの評価を分析し、それをう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が求められている。

一部の会社では対応が始まっており、投資家の期待も高い。しかし、上場会社はリソース、成長ステージ、外部環境などにより状況が異なり、本要請に対する反応も一様ではない。このことを踏まえると、資本コストや株価を意識した経営を根付かせるためには、上場会社の状況ごとに異なったメッセージの発出やサポートを行うことが考えられる。また、経営者などの報酬体系の再考を促進し、インセンティブ設計を変えていくことも考えられる。

本要請では機関投資家による上場会社との対話にも期待がかかるが、対話のためのリソース不足など、機関投資家が抱える課題もある。こうした課題を一つ一つ明らかにして、対応していく必要があるだろう。上場会社、機関投資家、東証などの市場当局が知恵を出し合い工夫することが、デフレ脱却を迎えた今こそ求められよう。

目 次

- 1章 はじめに
- 2章 「資本コストなどを意識した対応」の概要
- 3章 東証要請後の一様ではない上場会社の動き
- 4章 投資家の視点と抱える課題
- 5章 今後の対応
- 6章 終わりに

1章 はじめに

2022年4月に実施された東京証券取引所（東証）の市場再編からわずか3カ月後の7月に「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）が設置された。旧市場の市場第一部と再編後のプライム市場の上場会社の顔ぶれに大きな変化が見られず、また、旧市場に上場していた会社は上場維持基準が不適合であっても新市場に上場が認められる経過措置の期間を「当分の間」と設定するなど、改革に向けた機運が高まっていないといった指摘が投資家やマスコミからあったことが、迅速な設置につながったとみられる。

フォローアップ会議では市場の新陳代謝の促進、上場会社の企業価値向上に向けた対応が大きなテーマになっている。代表的な施策が2023年3月にプライム市場とスタンダード市場の上場会社に要請された「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」（以下、「資本コストなどを意識した対応」）である。この要請に従って上場会社が行う取組みへの期待感から株価が上昇している銘柄が少なくない。しかし、期待だけで株価の上昇が永遠に続くことはないのは自明である。投資家が期待することを上場会社が実際に実行できるかどうかは今後の焦点になるだろう。すなわち、上場会社に資本コストや株価を意識した経営の実践が根付くのかどうかに関心が注がれることとなる。

本稿ではこうした問題意識から、まず2章で「資本コストなどを意識した対応」の要請内容を概観する。3章では、本要請への上場会社の対応について具体例を交えながら考察する。4章では本要請に対する投資家の期待を考察すると同時に、投

資家側が抱える課題について言及する。最後に、5章では4章までの考察に基づいて、上場会社に資本コストや株価を意識した経営を根付かせるための施策を考える。

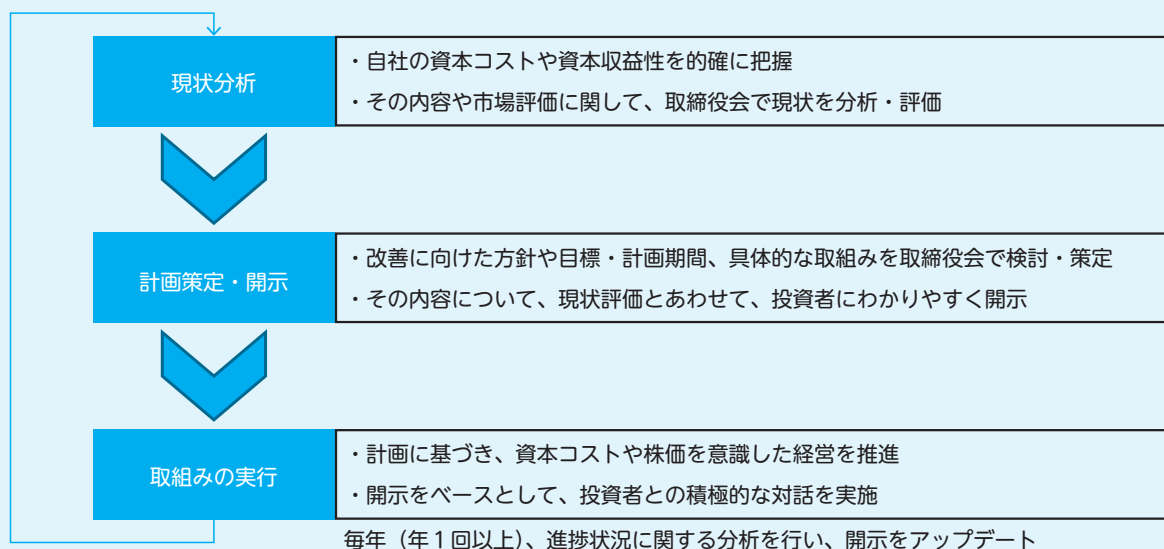
2章 「資本コストなどを意識した対応」の概要

1. 経営資源の適切な配分の実現

「資本コストなどを意識した対応」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誤解が一部にあるが、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3,300社に対する要請である。具体的には経営層が主体となって、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。経営資源の配分とは、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ことである。

要請内容は、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である。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て実施することが求められる（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埋め、自ら経営の質を改善していくこ

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）から大和総研作成

とが要請されている。

【現状分析】では、WACC（負債と株式の加重平均資本コスト）や投資リスクに応じた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）やROE（自己資本利益率）などの「資本収益性」、株価や時価総額、PBR（株価純資産倍率）や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」を超える「資本収益性」が企業価値の上昇につながると考えられるため、「資本コスト」は「資本収益性」を評価するための比較の対象である。「資本コスト」について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されている。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。株価などの市場評価は、上場会社の経営判断だけでなく、まさに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変え、上場会社は一步踏み込んだ分析・評価に取り組まなければならない。

【計画策定・開示】での目標は、現状分析の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は、両方に関する目標設定が考えられるだろうし、どちらか片方のみで改善の必要があると判断されれば、片方だけの目標設定が考えられる。目標は具体的な到達水準や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、そうした場合には、“十分な水準が実現し

ているため改善の必要がない”との認識を踏まえて、現在の状況を継続して維持するための施策を記すことも考えられるだろう。

具体的な取組みを示す中で、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あるいは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。

東証からの要請が発表されたことで、株式市場では、資本収益性の改善に向けた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みえる。しかし、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。」(東証「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))と注釈を加えている。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おらず、自社の持続的な成長を目指すにあたっ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。

2. 速やかな開示と自由な形式

十分な現状分析や取組みの検討が必要なため、

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されている。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あらためて開示することも考えられるとされている。

開示の形式に定めはないが、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される。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、それまでの取組みの状況や目標の達成に向けた進捗、投資家との対話の状況に関する分析を行い、開示のアップデートを繰り返すこととなる。

3. 今秋に東証でフォローアップを実施

後述の3章1.で示すように、本要請に基づく開示を行い始めた上場会社も現れている。東証は3月期決算会社の定時株主総会後に提出されるCG報告書の内容を踏まえて、今秋に本要請に関するフォローアップを実施する予定である。これは、フォローアップ会議で以前から提案されていたもので、上場会社にPDCAサイクルを回すよう要請したのと同じように、東証も自身の施策についてPDCAサイクルを回し、今後の施策につなげていくことが重要という考え方に基づく。また、

上場会社の取組みへの期待によって株価が上昇していることから、この期待を途絶えさせないように、改革への継続姿勢を示すことが重要視されたこともある。

3章 東証要請後の一様ではない上場会社の動き

3月決算会社を中心に、「資本コストなどを意識した対応」の開示が始まっている。各社の取組みは多様で、東証の要請項目に沿った開示をする会社、部分的に要請に対応した会社、検討状況を示す会社、開示時期を公表する会社、対応を検討中とする会社など、さまざまに工夫しながらの対応が進んでいる状況だ。2章1. で述べたように、【現状分析】→【計画策定・開示】は相応の時間がかかるものであり、現時点で東証の要請項目に沿って開示する会社は対応がかなり早いと言ってよいだろう。既に対応できた会社はごく一部で、対応を検討中とする会社がほとんどであろう。

1. 東証の要請項目に沿った開示をする会社

1) $PBR = ROE \times PER$

東証の要請項目に沿った開示をする会社では、資本収益性と市場評価を分析する中で、PBRを以下のように分解するケースが見られる。

$$PBR = ROE \times PER$$

さらに、ROEをいわゆるデュポン分解した上で、それぞれの項目を引き上げるための施策を打

ち出すケースも見られる。例えば、ROEの一要素である売上高利益率（純利益／売上高）を改善させるために、費用の削減や値上げなどの方法が該当する。

$$ROE = \frac{\text{純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株式資本}}$$

多くの会社でROEを引き上げる施策は詳細に書かれているものの、PERを分析し、それを引き上げる施策に言及する会社は多くはない。ROEは会社がコントロールできる部分が多い一方で、PERは会社がコントロールできる部分が少ないこと、対処方法への理解が不十分なことが理由であると思われる。PERに言及する会社では、PERを以下のように分解して、施策を考えるケースが見られる。

$$PER = \frac{1}{(\text{株式資本コスト} - \text{利益成長率})}$$

地方銀行持株会社のコンコルディア・フィナンシャルグループ¹では、上式の分母を小さくするために「事業リスク低減」と「期待成長率向上」を施策として挙げている。「事業リスク低減」では、レジリエンスの高い事業ポートフォリオ構築（業績ボラティリティの改善）とサステナビリティ経営の高度化を掲げており、「期待成長率向上」では「事業リスク低減」と重複するがサステナビリティ経営の高度化とホームマーケットの経済活性化を挙げている。

1) コンコルディア・フィナンシャルグループ「Information Meeting 2022 年度決算および価値向上に向けた取り組み」（2023年5月22日）

2) エクイティスプレッドの拡大

こうしたPBRをROEとPERに分解する会社の他に、ROEが株主資本コストを上回るエクイティスプレッドの拡大を目指す会社もある。株主資本を使って創出した価値を示すROEから、投資家の期待リターンを示す株主資本コストを差し引いたエクイティスプレッドの拡大は企業価値の拡大を表すという考え方である。

電炉メーカーの中部鋼鉄²はエクイティスプレッドの拡大のために、「収益性の改善」と「株主資本コストの低下」を挙げている。「収益性の改善」では、利益の極大化として、適切な販売価格の確保、販売量の積み増し、コストカット、自己資本のコントロールとして配当政策の見直しを掲げている。「株主資本コスト」の低下では、投資家への開示においてサプライズを防止するため

に、前倒しかつきめ細やかな情報開示や、鋼鉄の材料である鉄スクラップ価格の変動による業績のブレを抑えるとしている。

2. 部分的に要請に対応した会社など

東証の要請に部分的に対応した会社は、増配などの株式還元や政策保有株式の縮減を開示するなど、対応できる取組みから実施するとしたケースや今後のロードマップを示したケースなどが該当する。半導体テスト工程の受託会社であるテラプローブ³は、現時点ではROEやPBRの推移検証、IR・株主還元の取組みを検証し、今後、ROIC等の資本収益性の評価・分析、経営方針と経営指標の設定を行う予定としている。

事務機などを扱うリコー⁴のように本要請に対する検討状況を示した会社もある。リコーは、「企



2) 中部鋼鉄「2023年3月期 決算説明会」(2023年5月1日)

3) テラプローブ「決算説明資料 2023年12月期第1四半期」(2023年5月12日)

4) リコー「2022年度通期決算概要」(2023年5月8日)

業価値向上に向けたプロジェクト」として、PBR 1倍以上を目指す特別プロジェクトを開始することを開示した。投資家との対話を充実させ、実効性の高いアクション・プランを検討していくという。

開示時期を示した会社もあり、ある会社はアナリスト・機関投資家向け説明会において、今後6カ月のうちに対応策を示すとした。

3. 対応を検討中とする会社

部分的にせよ要請に対応した会社は全体のごく一部で、多くの会社は対応を検討している最中であると思われる。筆者らは東証の要請内容に関してプライム市場やスタンダード市場に上場する会社とディスカッションする機会を多く得ている。その経験に基づくと、対応を検討中とする会社の中には、本要請を機に社内改革を試みようとする会社、リソース不足で手が回らない・他社の出方を様子見する会社、要請に取り組む意義に疑問を抱く会社などさまざまなケースがある印象である。資本コストや株価を意識した経営を根付かせるためには、後述するように様々な会社を念頭に置いた施策を考える必要があるだろう。

4章 投資家の視点と抱える課題

1. 投資家の動きと視点

1) 東証の要請後の投資家の動き

「資本コストなどを意識した対応」の要請を活用する投資家の動きも見られる。特に、物言う株主として知られるアクティビストは、発行体の企業価値向上に向けたキャンペーン、株主提案の中で東証からの要請について言及するようになっている。

例えば、アクティビストファンドであるシティインデックスイレブンスは石油元売りのコスモエネルギーホールディングスに対する意見書の中で「弊社は、新中期経営計画が株主の皆様の評価され、コスモがPBR 1倍以上の株価を実現することを強く望んでおります。東京証券取引所は、上場企業に対し、資本コストや株価・時価総額への意識改革を通じた取組みを要請しています。特に継続的にPBRが1倍を割れている上場企業は、本質的な企業価値向上に対する取組みを早急に進める必要があります。」(シティインデックスイレブンス「3月23日に発表されるコスモエネルギーホールディングス株式会社の第7次連結中期経営計画に関する弊社の考え方について」(2023年2月22日))と述べている。

株主提案の際の言及も見られ、フランスの投資会社であるロンシャン・S I C A V (代理人ダルトン・インベストメンツ・インク)は戸田建設に対する自己株式の取得の提案理由の中で「東京証券取引所から2023年3月31日に発表された『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』にも記載がある通り、『PBR 1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない』、または、政策保有株や不動産により『バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容になっていない』ことが、継続的にPBR 1倍割れする要因だと考えられます。更なる当社の株主還元の拡充および資本効率の向上を図るため、当社が発行済株式総数(自己株式を除く)の約10%を自己株式として取得する施策を採用すべきと考えます。」(戸田建設「株主提案に関する書面受領のお知らせ」(2023年4月25日))としている。

2) 上場会社と食い違う投資家の視点

こうしたアクティビスト以外の伝統的な機関投資家も、東証による要請に対して好意的な反応を示している。フォローアップ会議のメンバーには野村アセットマネジメントの小池CEO兼代表取締役社長もおり、東証の要請の策定に関わってきた。また、海外投資家などからも「今回の要請については非常に良い取組みと評価しているが、形式的な開示で終わらないよう、今後、企業に実際の取組みを促していくことが重要」といった好意的な意見が寄せられていることを東証が公表している（東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第十回 東証説明資料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等に関する周知状況」（2023年4月25日））。

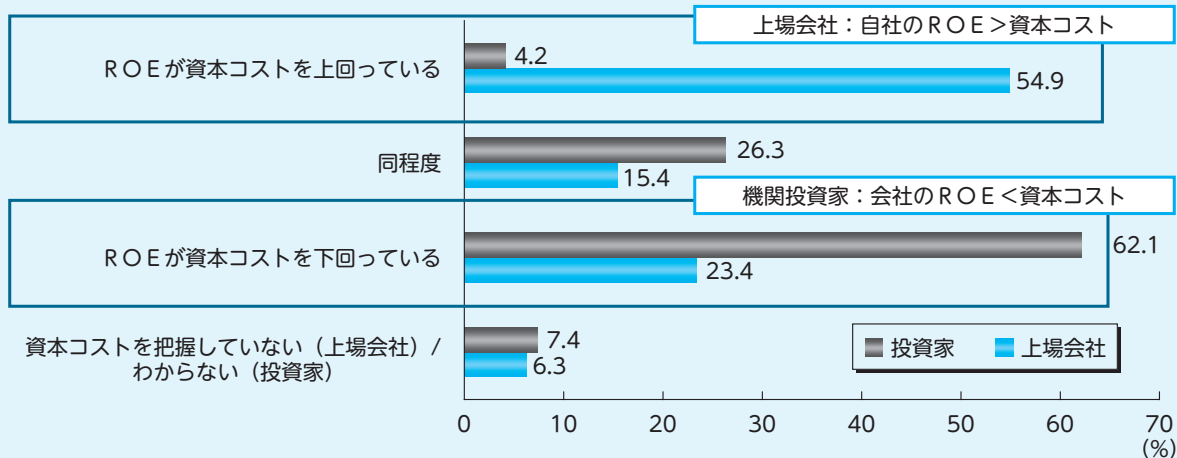
もっとも、個々の上場会社による取組みや開示に対しては、投資家の見方は異なるかもしれない。今回の要請に対する調査結果ではないものの、上場会社と投資家を対象に調査を行った一般社団法人生命保険協会の「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会

の実現』に向けた取組について（2023年4月）」によると、上場会社と投資家の間で認識の食い違いが見られる。特に、資本コストに対するROE水準の見方に認識のギャップがある。また、資本効率向上のために上場会社が重視している取組みと投資家が期待する取組みの間にもギャップがある。これらの点に関しては、今回の東証の要請に対する各社の開示を筆者らが確認しても投資家の期待と合っていない会社が多いように見受けられた。

資本コストに対するROE水準の見方については、自社のROEは資本コストを上回っていると認識している上場会社が多い一方で、投資家は日本企業全体でROEが資本コストを下回っていると約6割が認識している（図表2）。こうした認識の違いの原因の1つは、上場会社と投資家で資本コストの推計方法が異なることにあると思われる。

筆者らが東証の要請に対する各社の開示を確認したところでは、上場会社側は、過去の株式リターンの時系列データを主に用いる資本資産価格

図表2 資本コストに対するROE水準の見方（上場会社・投資家の回答割合）



（出所）一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について（2023年4月）」（2023年4月21日）から大和総研作成

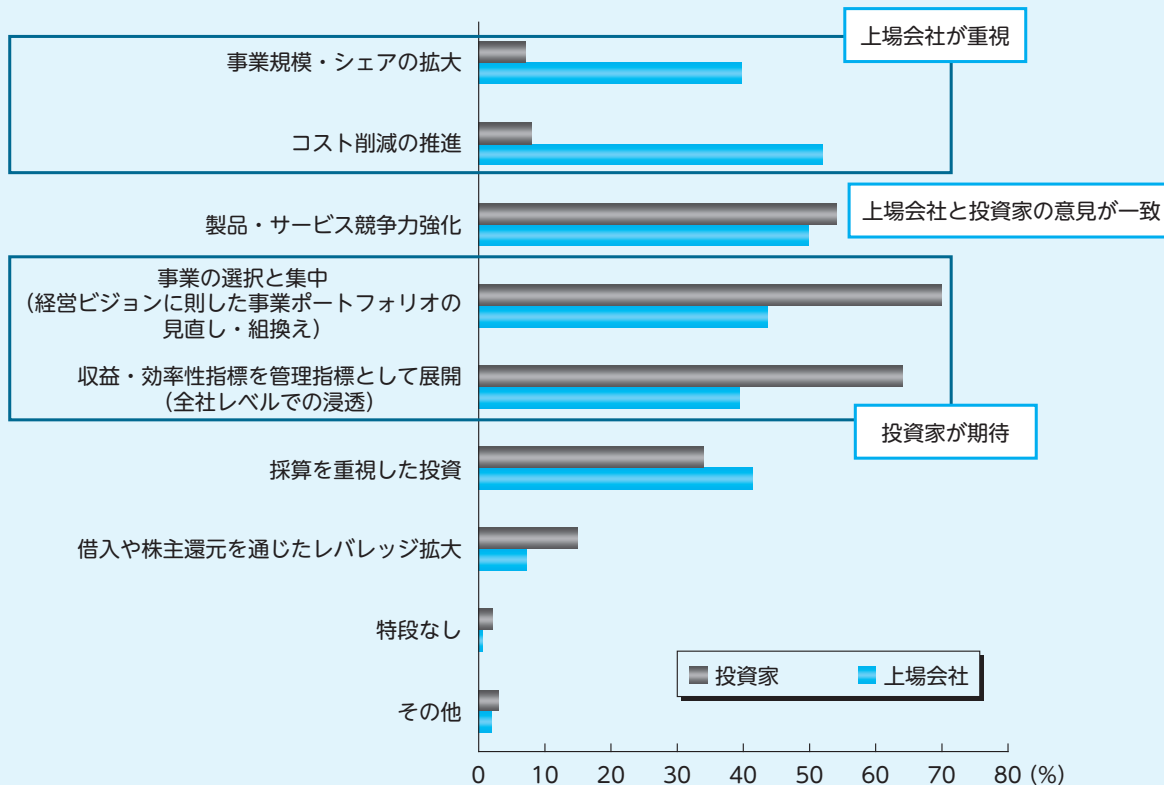
評価モデル（CAPM）などで資本コストを算出するヒストリカル・アプローチを使用するケースが多いように見受けられた。一方で、ヒアリングをしたところ、投資家は将来の予想利益を用いて算定した株主価値から逆算して推計するインプライド・アプローチを使用するケースが多いものである。

少数派であるものの、石油元売りの出光興産⁵のように、自社の資本コストをCAPMで算出しつつも、より高い市場目線での資本コストを併記している会社もある。同社は決算説明会で「当社は社内でもこの数字を目安としてさまざまな検討

を進めています。しかし、先ほどご覧いただいた株価やPBRの推移等々から見ても、私どもの意識と市場のみなさまの見方は少し違うのではないかと考えています。特に、株主資本コストについて、市場のみなさまの期待収益および期待リターンはもう少し高いところにあるのではないかと認識しています⁶と、CAPMベースと市場期待水準の資本コストを併記した理由を明かしている。

資本効率向上のため上場会社が重視している取組みと投資家が期待する取組みについては、「製品・サービス競争力の強化」に限っては会社と投資家で意見が一致している（図表3）。しかし、

図表3 資本効率向上のため重視している取組み（上場会社の回答割合）／期待する取組み（投資家の回答割合）



(出所) 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組について(2023年4月)」(2023年4月21日)から大和総研作成

5) 出光興産「2022年度決算説明資料」(2023年5月9日)

6) ログミーファイナンス「出光興産、22年度営業+持分損益(在庫影響除く)は前年比増益 前中計期間の利益、ROE等は計画達成 出光興産株式会社2023年3月期決算説明」

上場会社が重視しているほど「事業規模・シェアの拡大」や「コスト削減の推進」を投資家は期待していない。反対に投資家が「事業の選択と集中（経営ビジョンに則した事業ポートフォリオの見直し・組換え）」や「収益・効率性指標を管理指標として展開（全社レベルでの浸透）」を期待しているほどには、上場会社側はそれを重視していない。

この調査項目から推測されるのは、会社側はM&Aを含めて規模・シェアの拡大を通じた売上の拡大を目指す一方で、投資家は資本を含めた現状のリソースを効率的に活用することを期待している傾向があると言えそうである。もちろん、規模の拡大を追うことも選択肢としてあり得るが、その場合には、投資意思決定時の判断基準やリスクを示すと同時に、投資後の事業の進捗状況や成果の開示を投資家は期待しているだろう。

2. 投資家が抱える課題

東証からの要請は上場会社だけではなく、実は投資家への要請も含まれている。上場会社による「資本コストなどを意識した対応」について、開示をベースとした投資家との積極的な対話が要請されている。

上場会社と投資家の対話をいかに実践していくか、機関投資家側にも課題がないわけではない。金融庁が行った機関投資家のスチュワードシップ活動における課題に関する調査⁷⁾によれば、①エンゲージメント（対話）のためのリソース（人材・時間）の不足、②投資先の会社における行動変化やその姿勢が不十分、③プロセス構築（PDCAサイクル）に改善の余地、④コスト・予算を割い

て取組みを行うインセンティブの欠如、という4つの課題が挙げられている。

①エンゲージメントのためのリソース（人材・時間）の不足については、エンゲージメントを担当するには相応の経験が必要であるため、そのスキル・能力を持つ人材の育成に時間が必要であったり、エンゲージメント担当者の人数に対して対象企業数が多すぎたりすることなどが要因として挙げられている。

②投資先の会社における行動変化やその姿勢が不十分というのは、投資先のエンゲージメントへの対応姿勢によって、もたらされる効果に大きな差異が出るという論点である。会社の情報開示の不足や提案受領後に企業行動を変化させる姿勢が見えないことが要因として挙げられる。一方で、こうした運用機関の意見に対して、投資先である会社からは運用機関の議決権行使が形式的という指摘がなされている。一部の議案ではエンゲージメントの内容を行使判断に反映させているが、全ての議案で反映できていないことが理由の1つであるもようである。

③プロセス構築（PDCAサイクル）に改善の余地については、大半の運用機関においてエンゲージメントのプロセスを自己評価しているものの、アセットオーナーからのフィードバックがあると有益という声が聞かれる。アセットオーナーは多くの運用機関の取組みを比較することが可能であることが理由である。ただし、運用機関には、アセットオーナー独自の様式を用いて報告することは多大なリソースを割く必要があるという意見もある。

④コスト・予算を割いて取組みを行うインセン

7) みずほリサーチ&テクノロジーズ「機関投資家等のスチュワードシップ活動に関する実態調査」最終報告書（2023年3月、金融庁委託調査）

タイプの欠如については、エンゲージメントに必要な組織体制の充実、データ類の整備などで生じるコストが逡増している一方で、対価として得るフィーが一定であり、スチュワードシップ活動が報酬設定に反映されていない状況という指摘がなされている。

5章 今後の対応

1. 上場会社の状況に合わせたメッセージ・サポート

ここまで、「資本コストなどを意識した対応」の内容を概観した上で、上場会社と機関投資家の動向を考察した。それらを踏まえて、フォローアップ会議、上場会社、機関投資家などで検討されるべき施策について考えたい。

2章3.で記したように、東証は今秋に本要請に関する取組みをフォローアップする予定である。その結果に依るとは思われるが、例えば、上場会社の状況ごとに異なったメッセージを出すことやサポートを行うことを提案したい。

3章3.で述べたように、上場会社はリソース、成長ステージ、外部環境などにより状況が異なり、本要請に対する反応が一様ではない。そこで例えば、今回の要請を機に社内改革を試みようとする会社やリソース不足で手が回らない・他社の出方を様子見る会社には、機関投資家を選ぶベストプラクティスを提示し、それらを学べる機会を作ることが考えられる。まさしく、生きたお手本として資本コストや株価を意識して変わった会社の経営戦略、開示、投資家との対話などを提示していくのが望ましいだろう。そうした上場会社の担当者を迎えた研修の機会を作ること考えられよう。

要請に取り組む意義に疑問を抱く会社には、よりかみ砕いたガイダンスが必要だろう。また、株式市場で不特定多数の投資家から資金を調達して事業をする責務をあらためて考え直す機会が必要ではないか。フォローアップ会議などで責務の捉え方を具体的に検討し、それを東証が制定する企業行動規範の中に取り込むことが考えられる。

東証は「上場会社には、証券市場を構成する一員としての自覚のもと、会社情報開示の一層の充実により透明性確保が求められることに加えて、投資者保護及び市場機能の適切な発揮の観点から、適切な企業行動が求められることから」⁸ 上場規程において企業行動規範を制定している。上場会社として最低限守るべき事項であり、違反した場合には実効性確保手段（公表等）の対象となる「遵守すべき事項」と、上場会社に対する要請事項を明示して努力義務を課す「望まれる事項」で構成されている。

もっとも、企業行動規範では一般投資家保護の観点から行うべきではない行為という最低限のルールを示すにとどまる。今回の要請では、PDCAサイクルのような【現状分析】→【計画策定・開示】→【取組みの実行】を通じて、会社自らが経営の質を改善できるようにすることが求められる。その点では、以下で述べるように、各上場会社の内部で自らの取組みを促すことや機関投資家の役割も大きいだろう。

2. 報酬体系の再考

会社自らが、資本コストや株価を意識した経営に転換するように、インセンティブを付与する制度設計をしていくことが考えられる。その方法として、2章1.で触れたように、東証の要請では

8) 東京証券取引所「企業行動規範」(<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/code-of-conduct/>)

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ることが想定されている。また、経済産業省CGS研究会「コーポレート・ガバナンス・システムに関する実務指針（CGSガイドライン）」（2022年7月19日）では、一層明確に「経営陣の報酬体系を設計する際に、経営戦略を踏まえ、業績連動報酬や自社株報酬の導入について、検討すべきである」「自社株を保有することにより、経営陣と株主の価値共有に資するというメリットもある」（35頁）と記されており、株主と経営者が株価変動に伴う影響を共有することが期待されている。

欧米における経営者報酬と比較すると、日本ではインセンティブ部分を除いた基本報酬の部分が大きい⁹。米国では、大手企業のほとんどが経営者の自社株保有ガイドラインを設けているが、日本はまだ少ない。米国企業のガイドラインにおいては、CEOらに要求される株式保有量は株数ではなく、年間基本報酬の倍率で示されるのが普通であり、3倍程度から10倍程度までで定められることが多いようである。現在では6倍が標準的とされており、この倍率は上昇傾向にあるようだ。CEOだけでなく、他の業務執行役員（Named Executive Officers, NEO）であるCFOやCOOもガイドラインに含まれ、基本報酬の3倍程度の自社株保有を求められているようである。

フォローアップ会議等で、こうした経営者の報酬を企業価値向上に資するようインセンティブを付与することを、さらに推奨していくことが考えられる。また、上場会社による自社株保有の在り方を検討し、ガイドラインを作成することも一案であろう。

3. 機関投資家の課題に対応

機関投資家が上場会社との対話で抱える課題を検討していく必要もあろう。まずは、4章2.で挙げた、①エンゲージメント（対話）のためのリソース（人材・時間）の不足、②投資先の会社における行動変化やその姿勢が不十分、③プロセス構築（PDCAサイクル）に改善の余地、④コスト・予算を割いて取組みを行うインセンティブの欠如、という4つの課題について重点的に検討することが考えられる。

前掲（脚注7）の金融庁が委託してまとめられた資料では、具体的な方策の1つとして運用機関における幅広い協働の取組みが挙げられている。例えば、人材や時間のリソース不足を克服するにあたっては「運用機関が幅広く協働して、各運用機関における課題認識の妥当性やその解決に向けた取組みの有効性について意見交換を行い、具体的な対応策を検討する場を設けることが考えられる」（38頁）と述べられている。フォローアップ会議などが、そうした場の具体的なセッティングを提案していくことが考えられ、また、金融庁や東証による関係各所への協力要請も有効であろう。

また、スチュワードシップ活動のプロセス構築に関しては、前述した通りアセットオーナーからのスチュワードシップ活動に対するフィードバックが有用との声があり、アセットオーナーによる評価・モニタリングが実効的に行われるように、アセットオーナー側の体制整備を促していくことが考えられると述べられている。また、運用機関のインセンティブ付与のためにも、こうした評価・

9) ウィリス・タワーワトソン「WTW（ウィリス・タワーワトソン）、『日米欧CEOおよび社外取締役報酬比較』2022年調査結果を発表」（2022年8月19日）によると、インセンティブを除く基本報酬部分は日本：36%、米国：9%、英国22%である（2021年度にかかる2022年6月末までの開示情報による）。

モニタリングが報酬設定などに反映されることが重要であると指摘されている。

6章 終わりに

上場会社は「資本コストなどを意識した対応」という要請に真剣に向き合う必要がある。折しも、日本経済がデフレからインフレへ転換しつつあるタイミングにあり、本要請の内容は経営戦略を再考する上で有益な要素が多いと思われる。

周知の通り、バブル崩壊後、日本は長期の経済停滞に陥り、デフレの時期が長く続いた。物価の持続的な下落は、企業収益を低迷させ、新たな設備投資の抑制につながり、生産性の停滞を招いた。企業は有事に備えて借入への依存度を引き下げ、

資金を社内に留保し財務基盤の強化を図ってきた。こうした防衛意識は、デフレ期の長い時間によって、企業行動におけるノルムとなってしまっていたと思われる。

しかし、一般的にインフレ局面では、将来の投資に係る費用や資金調達コストが現在よりも高くなるとの期待から、投資を前倒しで実行していく必要がある。これまで貯め込んできた資金などを効率的に使用していくことが求められる。

こうした考えは、資本コストや資本収益性を意識し、投資家との認識のギャップを埋め、上場会社自らが経営の質を改善していくことが期待されている本要請と共通する部分がある。

ただし、デフレ期についてしまった企業経営上の規範や価値観は簡単に拭い去れるものではない



だろう。社内での意思決定、組織・インセンティブ構造の変更だけでなく、社外からのサポートも必要である。投資家の対話を通じた役割や東証などの市場当局による丁寧なコミュニケーションも重要である。市場関係者が知恵を出し合い工夫することが求められている。

[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

鈴木 裕 (すずき ゆたか)



政策調査部
主席研究員
担当は、企業ガバナンス、
投資家行動