

2024年1月17日 全5頁

# 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示と株価パフォーマンス

適時開示閲覧サービスを通じた開示企業の相対株価は概ね上昇

金融調査部 主席研究員 中村 昌宏

## [要約]

- 1月15日、東京証券取引所は「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表について」を公表した。1,656社が上場するプライム市場では660社（構成比40%）、1,619社のスタンダード市場では191社（同12%）が、2023年12月末までに開示を行っている。PBRの水準別では1倍を境に差が表れており、開示した企業数の比率は、2市場の合算でPBR1倍未満が30%とPBR1倍以上の21%を上回っている。
- 当該情報の開示企業を市場がどのように評価しているのかを確認するため、「適時開示情報閲覧サービス」の利用企業の株価に注目した。開示企業851社のうち、108社が該当するが、総じて好感されているといえる。開示の翌営業日の相対株価（対TOPIX）は、108社のうちの約7割にあたる75社が上昇している。また、14%相当の企業がTOPIXを10%超アウトパフォームしており、開示から20営業日には25%の企業がこれに該当している。市場からの高い期待が表れている。
- 相対株価が大きく上昇した企業の特徴に、「PBR1倍未満の企業での業績改善や株主還元強化の確度の高まり」がある。通期業績や配当の上方修正、配当性向や総還元性向の数値目標の新設、引き上げや追加等、具体的な数値を伴ってROEの改善や株主還元の強化につながる説明がある企業が多い。
- 今後の充実が期待されるのが「成長戦略」である。これまでの開示での成長戦略では、既に掲げている中期経営計画の目標達成に関する記載が多いものの、資本コストや資本収益性との関連性が見えにくいものが多い。それぞれの戦略が資本コストや資本収益性にどう影響し、両者の差がどう変化すると予想するか等、経営層の考えを開示資料に含めると、投資家とのコミュニケーションが一層円滑になるだろう。

## 1. 低 PBR 企業等で意識が高まり 4 社に 1 社が開示

1月15日、東京証券取引所（以下、東証）は『[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応](#)』に関する開示企業一覧表の公表についてを公表した。内容は、プライム市場とスタンダード市場の上場会社を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示した企業の集計である。昨年12月末時点で、直近に提出されたコーポレート・ガバナンス報告書（以下、CG 報告書）に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」というキーワードを記載しているかどうかで判定されている。

これによると、集計対象 3,275 社中の約 1/4 に相当する 851 社が開示を行っている（図表 1）。ただし、市場区分（時価総額）や財務指標（PBR、ROE）の分類で見ると差が大きい。市場区分ではプライム市場では全体の 4 割の企業が開示しているのに対し、スタンダード市場では 1 割程度に留まっている。時価総額で見るとその差はより大きく、プライム市場で時価総額が 1,000 億円以上の企業（774 社）では 49.9%（386 社）が開示しているのに対し、スタンダード市場で 40 億円未満の企業（414 社）では 8.2%（34 社）にすぎない。

財務指標では、低 PBR 企業の開示が多い。開示企業数の比率は、PBR1 倍未満が 30%と PBR1 倍以上の 21%を上回っている。東証は昨年 10 月に「既に PBR1 倍を超えている場合であっても、株主・投資者の期待、国内外の同業他社との比較、PBR 以外の資本収益性や市場評価に関する指標の状況などを勘案しつつ、更なる向上に向けた取組みについて、積極的な検討・対応をお願いします」（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](#)』に関する開示企業一覧表の公表等について）（2023 年 10 月 26 日）と要請はしているが、開示姿勢には差が表れている。この他、ROE では、赤字企業（「0%未満」）や高収益率企業（「15%以上」）での開示が相対的に進んでいない。

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」の開示状況（2023/12 末時点）

	合計			プライム市場			スタンダード市場		
	全体	開示済み	比率	全体	開示済み	比率	全体	開示済み	比率
合計	3,275	851	26%	1,656	660	40%	1,619	191	12%
PBR									
2倍以上	665	138	21%	419	122	29%	246	16	7%
1~2倍	929	203	22%	501	168	34%	428	35	8%
0.5~1倍	1,179	395	34%	591	299	51%	588	96	16%
0.5倍未満	502	115	23%	145	71	49%	357	44	12%
ROE									
15%以上	536	114	21%	307	95	31%	229	19	8%
8~15%	940	284	30%	545	229	42%	395	55	14%
0~8%	1,445	408	28%	702	311	44%	743	97	13%
0%未満	354	45	13%	102	25	25%	252	20	8%
PBR & ROE									
1倍以上 & 8%以上	1,031	257	25%	653	223	34%	378	34	9%
1倍以上 & 8%未満	563	84	15%	267	67	25%	296	17	6%
1倍未満 & 8%以上	445	141	32%	199	101	51%	246	40	16%
1倍未満 & 8%未満	1,236	369	30%	537	269	50%	699	100	14%

（出所）東京証券取引所資料を基に大和総研作成

## 2. 適時開示サービスを使った発表を市場は概ね好んでいる

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を積極的に投資家等に開示した企業では、株価パフォーマンスも良い。CG 報告書は上場企業によって株主総会后遅滞なく東証に提出されるが、「適時開示情報閲覧サービス」への掲載は任意である。「適時開示情報閲覧サービス」には決算等の投資判断に重要な影響を与える会社情報が含まれるため投資家等の注目度も高く、逆に掲載されない情報は投資家等に気付かれない可能性がある。このため、自社の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に対する考えを多くの人に伝えようと、「適時開示情報閲覧サービス」での開示を行う企業もある。2023年4月1日から12月31日までの期間で、表題に「PBR」や「資本コスト」を含む開示を行った企業は108社あった。

これら108社の企業の当該開示の翌営業日の相対株価（対TOPIX）を見ると（図表2）、75社が100%超とTOPIXを上回り、総じて市場には開示が好感されている。さらに、TOPIXを1割超（相対株価110%超）上回った企業も15社あり、投資家から期待を集めたとみられる。

投資家からの期待は、時間の経過とともに萎んでしまうケースもあるが、今回は期待が継続している。相対株価が110%を超えている企業数の比率の推移を翌営業日（起点+1：14%）から約1ヵ月（同+25：22%）にかけて見ると、発表直後から4週間後（同+20：25%）にかけて緩やかに上昇している。その後はやや低下しているものの、開示後の最初の2週間に比べればまだ高く、期待が続いている企業が多い。

図表2 適時開示を利用した企業の株価パフォーマンス（TOPIX 対比）

営業日 相対株価	営業日					起点 0	営業日					営業日			
	-5	-4	-3	-2	-1		+1	+2	+3	+4	+5	+10	+15	+20	+25
超															
以下															
150%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	2	1	2	2	2
145%	-	-	-	-	-	-	-	-	2	-	-	1	1	-	-
140%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	-	-	-
135%	-	-	-	-	-	-	-	3	2	1	-	2	2	1	2
130%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2	1	-	1	1
125%	-	-	-	-	-	-	-	-	2	1	1	-	2	2	1
120%	-	-	-	-	-	-	-	3	-	2	1	2	-	1	3
115%	-	-	-	-	-	-	-	4	4	-	2	2	5	5	8
110%	1	-	-	-	-	-	-	8	6	11	9	8	8	7	4
105%	2	5	4	3	-	-	-	10	12	11	13	12	13	12	7
100%	46	49	47	58	54	-	-	50	47	39	42	48	30	24	25
(相対株価=100%)	-	-	-	-	-	108	-	-	-	-	-	-	-	-	-
95%	47	47	52	43	53	-	-	27	26	29	26	22	28	23	16
90%	12	7	5	4	1	-	-	6	7	10	10	7	8	5	7
85%	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-	2	1	1	2
85%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1	1	-
合計	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	108	100	86	75
100%超の企業数	49	54	51	61	54	-	-	75	74	68	72	77	62	56	51
100%未満	59	54	57	47	54	-	-	33	34	40	36	31	38	30	24
110%超	1	-	-	-	-	-	-	15	15	18	17	17	19	20	19
合計比	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	14%	14%	17%	16%	16%	19%	23%	25%

(注) 「起点」は適時開示が15時以降であれば開示日、15時より前であれば前営業日としている。また、相対株価が「95%超 100%以下」の行は、「100%」を別の行で表しているため、「95%超 100%未満」となる。

(出所) LSEG を基に大和総研作成

### 3. 株価パフォーマンスの高い企業にみる特徴

では、株価パフォーマンスが高い企業にはどのような特徴があったのだろうか。図表3では、開示後25営業日の相対株価が110%を超えていた18社（経過日数の少ない3社は開示後15営業日時点）の中で資料が比較的充実している17社について、開示日時点のPBR、同じ日に業績や配当修正があったか、開示資料内での財務・資本戦略の特徴や説明スライドの有無等をまとめている。これらから、投資家の期待が高まった企業には、「PBR1倍割れ企業での業績改善や株主還元強化の確度の高まり」があると考えられる。PBRは図表3の17社中の16社で1倍を下回っていた。開示資料や同時に発表された他の開示を併せて見ると、通期業績や配当の上方修正（3社）、配当性向や総還元性向などの数値目標の新設（6社）、数値目標の引き上げや追加（5社）等、具体的な数値を伴ってROEの改善や株主還元の強化を説明している企業が多い。この他、変化への期待を感じさせる企業も、投資家からの期待を集めたようだ。

図表3 相対株価が大きく上昇した主な企業の要因と財務・資本戦略に見る特徴

企業名	相対株価	開示日	PBR	スライド資料	特徴
①業績の上方修正					
※DOE: Dividend On Equity ratio (株主資本配当率)					
三陽商会	135%	2023/10/6	0.6	有	同日に通期業績と配当予想を上方修正。株主還元目標を、従前の「DOE2%」から2024/2期は同3%に、2025/2期は同4%に上方修正。
西華産業	127%	2023/11/10	0.7	有	同日に通期業績と配当予想を上方修正。ROE目標（現状8.0%台維持）を10.0%へ上方修正。「配当性向35%」から「総還元性向45%」に変更。
リケンテクノス	114%	2023/10/30	0.7	有	同日に通期業績を上方修正。また、政策保有株式縮減について「今後は政策保有株式の残高を連結純資産の10%未満にする方針」と発表。
②配当性向、総還元性向などの数値目標の新設					
※ROE: Return On Equity (自己資本利益率) ※ROIC: Return On Invested Capital (投下資本利益率)					
P L A N T	172%	2023/10/23	0.4	有	還元性向の原則（30%以上）を設定。今期計画は100%と特に強化。2024/9期だけでなく、2026/9期の数値目標も掲げている。
フジ日本精糖	136%	2023/7/31	1.1	-	「配当性向（年間）40%以上」。中間配当の実施、株主優待制度の復活。今後の配当は「DOE3.5%以上を目指す」。
巴工業	126%	2023/12/14	0.8	有	「配当性向40%以上を目標」。
立花エレテック	124%	2023/6/5	0.7	-	「総還元性向50%以上を目指す」。
アルファ	117%	2023/8/10	0.4	-	「連結配当性向30%を原則とし、累進配当を目指す」。経営指標とするROICの導入（目標値 8.0%以上）
立川ブラインド工業	112%	2023/8/2	0.5	有	「総還元性向50%以上を目指す」。現預金の活用を意識。政策保有株式の売却、保有残高の数値目標を開示。
③配当性向、総還元性向などの数値目標の引き上げ、追加					
小田原機器	182%	2023/8/10	0.5	-	それまでの「配当性向30%」に加え「DOE2.0%」の大きい方と拡充。当期純利益率の改善、総資産回転率の改善、株主還元強化の3点。
宮地エンジニアリンググループ	130%	2023/8/9	0.9	-	配当性向を35%から60%に上方改訂。政策保有株式縮減の数値目標設定。その他、必要な自己資本やキャッシュの水準に関する説明あり。
丸文	122%	2023/11/7	0.7	有	「連結配当性向40%以上を目安」に「DOE2.5%のいずれか高い方を目安に」を追加。
デジタルホールディングス	118%	2023/11/7	0.6	有	配当方針では「のれん償却前当期純利益20%」に「DOE3%のいずれか大きい金額」を追加。PBR改善の具体的な目標値は順次公表予定。
藤倉コンポジット	111%	2023/11/9	0.8	-	還元方針を「総還元性向30%を目標」から「DOE4.0%以上を目標として配当を実施」に変更。
④変化への期待					
ナカノフード建設	120%	2023/11/27	0.4	-	具体的な数値目標はないものの、配当性向に関する数値目標を次の中期経営計画で明記するとした。
サンテック	113%	2023/12/6	0.4	-	「当期純利益の範囲内において株主還元原則100%」という従来の考え方から脱却し、自己株式の取得と配当還元により株主還元を行うと明記。
大日精化工業	112%	2023/12/13	0.4	有	取組みの内容は、来期（2025/3期）からの次期中計にて更新予定。政策保有株式の売却等、キャッシュ創出に注力。

(注) 相対株価は図表2で用いた起算日から25営業日後。ただし、2024年1月11日時点で25営業日が経過していないサンテック、大日精化工業、巴工業は、同日時点の相対株価。PBRは開示日時点（ザラ場での開示は前営業日の株価にて算出）。「スライド資料」は、開示資料にスライド資料が含まれているかを表す。  
(出所) LSEG、各社発表資料を基に大和総研作成

## 4. 今後の展望

2023年3月末に東証が上場会社に対して行った要請（[「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お願いについて」](#)）以降、資本コストや株価、PBR1倍割れに対する経営層の意識は高まっている。東証では、今回の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の開示企業の一覧表を、今後、各月末時点の状況に基づいて毎月更新するとしている（公表は翌月15日を目途）。さらに、1月17日開催予定の市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第14回会合）での議論ののち、「資本コストや株価を意識した経営」に関する投資者の視点を踏まえた対応のポイントや投資者の高い支持が得られた取組みの事例を、1月下旬から2月上旬を目途に公表する予定としている。開示企業の一覧表では、「要請に基づく開示状況」で開示済または検討中の企業が掲載され、またこのうち「英文開示」のある企業が分かるようになってきている。このため、まだ一覧表に掲載されていない企業は、「開示に消極的」、「投資家とのコミュニケーションに後ろ向き」とみなされないよう、開示の準備を進めると予想される。

東証による集計はCG報告書への記載がベースとなるが、これまでの開示企業の株価へのインパクトを見ると、適時開示閲覧サービスを通じた開示を行う企業も増えそうだ。特に、配当性向等の株主還元で具体的な数値目標を新たに設定する企業や、従来の目標値を引き上げる企業では、相対株価が上昇する効果も期待されよう。

他方、今後、より充実が期待されるのが「成長戦略」だ。これまでの開示を見ると、総じて資料は「現状分析」と「目標（と具体的な取り組み）」から構成され、このうちの具体的な取り組みでは、①成長戦略、②財務・資本戦略、③IR戦略を軸に説明されている。ただし、①の成長戦略では、既に掲げている中期経営計画の目標達成に関する記載が多い。例えば、「既存事業での高収益化」や「新規事業分野の売上増」では、それらが資本コストや資本収益性にどう影響し、両者の差がどう変化すると予想するか等、経営層の考えを開示資料に含めると、投資家とのコミュニケーションが一層円滑になるだろう。