

# 投資者の視点を踏まえた 「資本コストや株価を意識した経営」 のポイントと事例

東京証券取引所

2024年2月1日



本資料は、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を検討中の上場会社の皆様に検討の参考にしていただくとともに、既の開示済の上場会社の皆様にも今後のアップデートの参考としていただくことを目的として、**国内外の多くの投資者との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例等**を取りまとめたものです。

※ 本資料に掲載している事例は、資本コストや株価を意識した経営に取り組む上場会社における検討の参考としていただくため、情報提供のみを目的として取り上げているものであり、特定の銘柄に関する投資勧誘など、それ以外の目的で掲載するものではありません。

# Index

はじめに . . . . . 4ページ

I. 現状分析・評価 . . . . . 7ページ

II. 取組みの検討・開示 . . . . . 14ページ

III. 株主・投資者との対話 . . . . . 20ページ

(別紙) 事例集

# はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．株主・投資者との対話

(別紙) 事例集

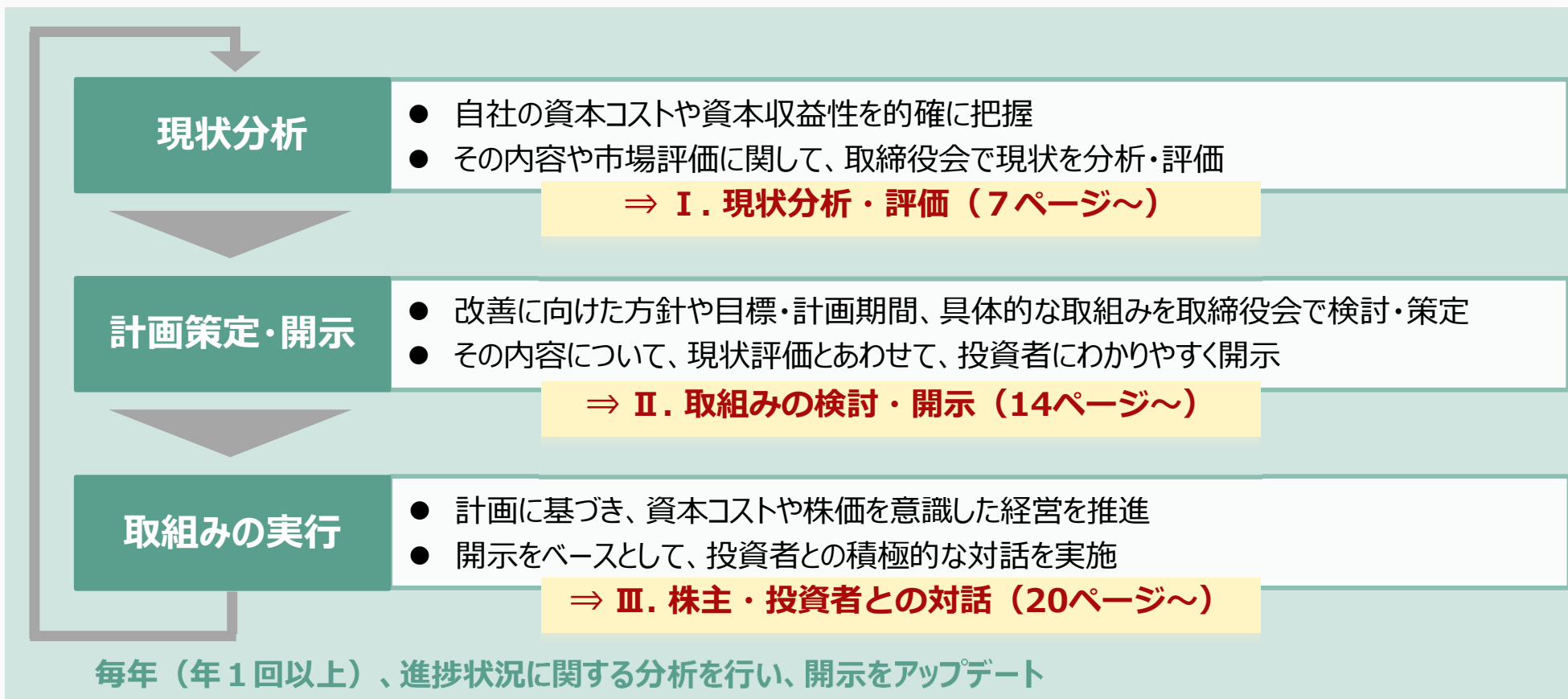
- ◆ 東京証券取引所では、2023年3月、プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象に「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」をお願いいたしました。その後、多くの上場会社において取組みが進められておりますが、**国内外の株主・投資者からは、各企業の取組みの更なる進展を期待する声**が多く寄せられております。
- ◆ 本資料は、対応を検討中の上場会社の皆様に検討の参考にしていただくとともに、既に開示済の上場会社の皆様にも今後のアップデートの参考としていただくことを目的として、**国内外の多くの投資者※との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例、反対に、投資者目線とのギャップのある事例等**を取りまとめたものです。  
※ 2023年4月以降、中長期の企業価値向上を重視する投資者（アクティブファンドなど）を中心として、計90社超（国内約3割、海外約7割）の投資者と面談を実施
- ◆ なお、**中長期的な企業価値向上の実現に向けて必要となる取組み**は、当然ながら、**各社の状況によって異なる**ものです。本資料で取り上げている対応のポイントや取組みの事例を参考にしつつ、**経営陣・取締役会が主体となり、自社の現状を十分に分析・評価したうえで、取組みを推進していただくことが期待されています。**
- ◆ 上場会社の皆様におかれましては、単に要請に応じるために対応することではなく、**国内外の株主・投資者からの期待が高まっている現状を、ぜひ企業の変革を進めるための良い契機として捉え、積極的な対応をお願い申し上げます。**

※ 本資料に掲載されている事例とは別途、今後、積極的に対応を進めている上場会社へのインタビュー記事の配信や、各種セミナーの開催など、上場会社の皆様に参考にしていただけるコンテンツの拡充を進めてまいります。

- ◆ 本資料は、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて実施をお願いしている一連の対応について、各ステップごとに、**投資者が企業に期待している取組みのポイント**や、それらのポイントが押さえられていると**投資者が一定の評価をしている取組みの事例**、反対に、**投資者目線とのギャップが生じている企業の事例**をまとめています。

➤ 取組みの事例の詳細は別紙資料にまとめておりますので、そちらも併せてご参照ください。

## 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて求められる対応



はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．株主・投資者との対話

(別紙) 事例集

「資本コストや株価を意識した経営」の主目的は、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の抜本的な取組みを推進することにより、**中長期的な企業価値向上と持続的な成長を実現**することですが、**その実現に向けた第一歩が、現状の分析と評価**です。

- ◆ 分析・評価にあたって、まずは、資本収益性を評価するために必要となる**資本コストを的確に把握**することが必要となりますが、その際、**投資者の視点から資本コストを捉える**【ポイント①⇒8ページ】ことが期待されています。
- ◆ そのうえで、資本収益性や市場評価に関して、**取締役会で現状を分析・評価**することが求められますが、その際、単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけではなく、資本収益性や市場評価に関して、**投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する**【ポイント②⇒10ページ】ことが期待されています。
- ◆ また、「資本コストや株価を意識した経営」の本質は、中長期的な企業価値向上に向けた「**経営資源の適切な配分**」を実現することであり、上記の分析・評価とあわせて、価値創造に向けて自社の**バランスシートが効率的な状態となっているか点検する**【ポイント③⇒12ページ】ことも期待されています。

## ポイント①

### 投資者の視点から資本コストを捉える

#### 解説

- ◆ 株主資本コストを推計する手法として、多くの企業ではCAPM（資本資産価格モデル）が利用されていますが、その算出値はあくまでも一つの推計値です。
- ◆ 株主資本コストは「投資者の期待収益率」であるという観点からは、必ずしもCAPM等のモデルを用いて算出すればそれだけでよいということではなく、資本コストの水準について、「株主・投資者と認識が揃っているか」ということがポイントとなります。
- ◆ こうした株主・投資者との共通理解を醸成するため、たとえば、
  - 自社で認識している資本コストの水準と併せて、算出に用いたモデル・パラメータを開示
  - 複数のモデル・パラメータを用いて分析
  - 説明会や面談を通じて、株主・投資者に自社の資本コストの水準についてヒアリングなどを行い、投資者の視点から資本コストを把握することが期待されています。

#### 取

#### 組

#### 例

##### コンコルディア・ フィナンシャルグループ（7186）

株主資本コストについて、CAPMに加えて株式益利回りに基づく算出も行うとともに、各種指標についてもヒストリカル推移について、その変動要因とあわせて提示（→別紙33ページ）

##### 出光興産（5019）

CAPMベースの資本コストと市場の期待リターンとの間には乖離があるという認識を提示したうえで、ROE目標の上方修正を表明（→別紙19ページ）

##### テクノスマート（6246）

株主資本コストの水準と併せて、算出モデルやパラメータの設定内容を開示（→別紙29ページ）

##### トレンドマイクロ（4704）

資本コストに関して、毎四半期の決算説明会でアナリスト・機関投資家にアンケートを実施して把握（→別紙16ページ）

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × 資本コストには唯一の正解があると考え、画一的な算出式に拘る
- × 自社の資本コスト算出結果について、株主・投資者からの「ズレている」という指摘を恐れ、対外的な開示を控える
- ⇒ 資本コストの水準について、精緻な値を算出することが目的ではなく、株主・投資者との認識を揃えることが重要であり、「資本コストや株価を意識した経営」を実現するための出発点として、認識のズレを解消するための取組みが期待されています。



- ◆ 東証では、資本コストなど、投資者視点を踏まえた企業価値向上経営を行ううえで基礎となる知識や情報に関する理解を深めていただくため、過去に実施した「**企業価値向上経営セミナー**」の資料・講演録の掲載や、上場会社向け「**企業価値向上経営 eラーニング**」の提供を行っています。

## 企業価値向上経営セミナー

<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/award/03.html>

### ◆ 2018年度「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」

講演内容	登壇者
「資本コストとは。-資本コストを認識することの経営戦略上の意義-」	柳 良平 氏（早稲田大学大学院 会計研究科 客員教授/エーザイ株式会社 常務執行役CFO）
「改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図」	三瓶 裕喜 氏（フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント）

### ◆ 2019年度「基礎から学ぶ『資本コスト』」

講演内容	登壇者
「企業価値向上と『資本コスト』～経営への活用に向けた基礎と実践～」	加賀谷 哲之 氏（一橋大学大学院 経営管理研究科 准教授）
投資家が求める企業価値向上と「資本コスト」意識 ～対話の現場からの期待～	中神 康議 氏（みさき投資株式会社 代表取締役社長）
『率の経営』（「資本コスト」を意識した経営）の深化と社内浸透のあゆみ	高橋 孝一 氏（ダイキン工業株式会社 常務執行役員 経理財務本部長）

※ 登壇者の役職等は開催当時のものです。

## 企業価値向上経営 eラーニング

<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/seminar/e-learning/index.html>

### ◆ 基礎講座 Series

企業価値向上経営の意義と実践に向けて	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 企業価値向上経営の意義と必要性</li> <li>2. 必要な自己資本と自己資本のコストとは</li> <li>3. 東証上場企業の企業価値向上経営の現状と課題</li> </ol>
資本市場と企業経営	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 上場とは</li> <li>2. 株主とは</li> <li>3. 少数株主(機関投資家)の概略</li> <li>4. 少数株主の存在感の変遷</li> <li>5. 日本企業の抱える課題</li> <li>6. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて - コーポレートガバナンス・コード、ESG情報について</li> </ol>
独立役員の実務	Case 1. 新規事業への参入を提案されたらどう考える？ Case 2. 剰余金の処分についてどう考える？ Case 3. TOBの対象となったらどう考える？

### ◆ 企業価値向上経営ベストプラクティス Series

Series 1	オムロン株式会社の取組み
Series 2	丸紅株式会社の取組み
Series 3	株式会社ユナイテッドアローズの取組み
Series 4	ピジョン株式会社の取組み

## ポイント②

### 投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する

#### 解説

- ◆ 投資者から見て納得感がある分析・評価として、単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけでは十分ではありません。
- ◆ たとえば、資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析（次ページ参照）で自社のポジションを確認したうえで、資本収益性や市場評価が十分ではない場合には、その要因について分析を行うことが期待されています。
- ◆ その際、PBRやROE等の指標は、業種・業態によって平均的な水準は異なり、また、会計上の要因等によって一時的に大きく変動する場合もあることから、他社との比較や時系列の分析を行うことも期待されています。
- ◆ また、期待リスク・リターンが大きく異なる事業を抱えている場合には、セグメント別に資本コストや資本収益性を分析することも有用だと考えられます。

#### 取

#### 組

#### 例

東洋製罐グループホールディングス  
(5901)

各種指標について、時系列の分析に加えて、業種平均値との比較分析を実施し、課題を特定  
(→別紙26ページ)

荏原製作所 (6361)

セグメント別にROIC-WACCスプレッドの分析・評価を実施し、セグメントごとのROICスプレッド拡大の施策を提示  
(→別紙31ページ)

住友林業 (1911)

株主資本コストを上回る資本収益性を達成していても、PERやPBRなど市場評価に関する指標の状況についても分析を行い、改善に向けた取組みを検討  
(→別紙9ページ)

あすか製薬ホールディングス  
(4886)

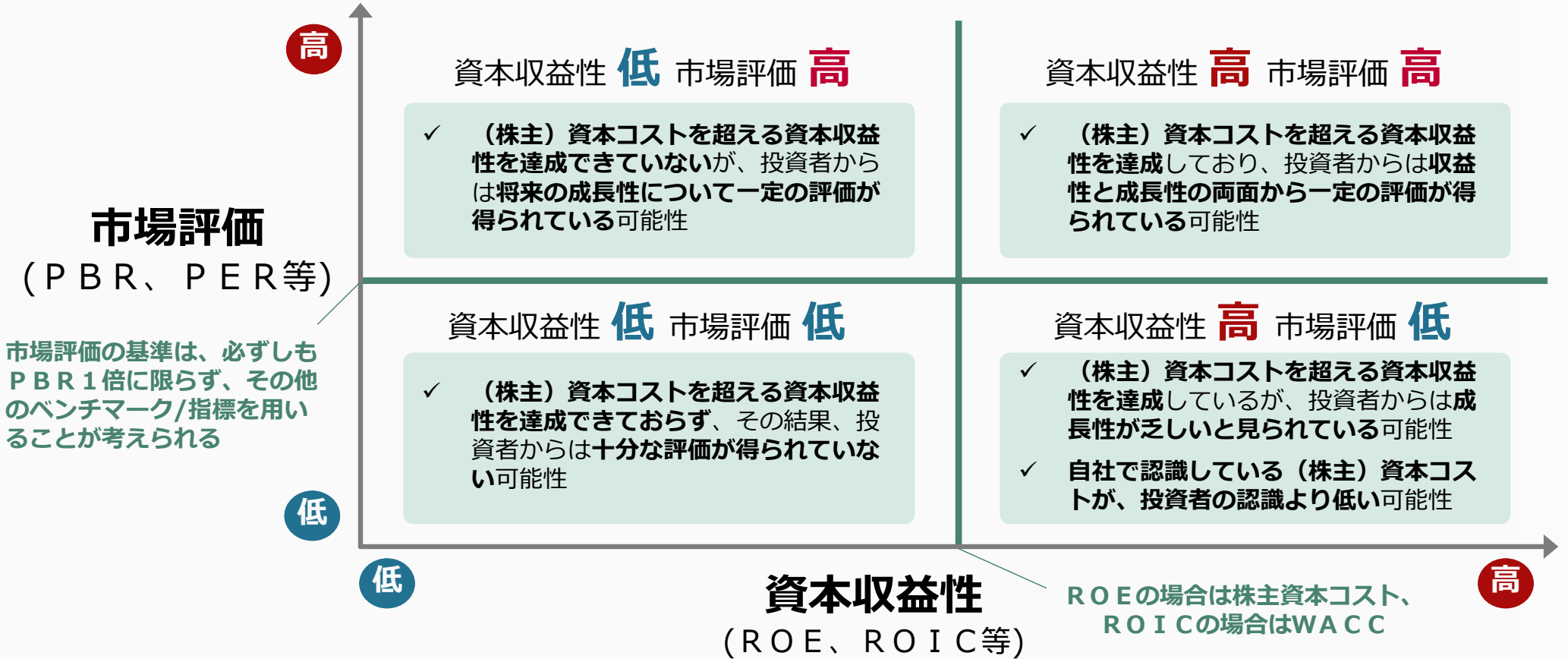
ROEが目標値である8%を超えているものの、PBRが1割割れの状況を踏まえて、その要因分析を行い、改善に向けた取組みを検討  
(→別紙17ページ)

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × そもそもPBRが1倍を超えているので、特に対応は必要ないと考え、それ以上の検討は行わない
- × 市場評価はマーケットが決めるものと考え、ROEが目標値を超えていればよしとする
- ⇒ 「PBR 1倍」はあくまで1つの目安であり、PBRが1倍を超えていればよいというものではなく、投資者の視点を踏まえた多面的な分析・評価、積極的な取組みが期待されます。また、資本収益性が十分な水準だと考える場合でも、それに見合った市場評価が得られているか、分析・評価を行うことが期待されています。

# 参考：資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析

- ◆ 自社の現状を分析し、優先的な打ち手を検討するにあたっては、たとえば、以下のような**資本収益性と市場評価に関するマトリクスの中で自社のポジションを確認する**（必要に応じて他社との比較や時系列の分析も行う）ことも有効な手段として考えられます。



上記の分析を行った結果、

- 収益性や成長性について**十分な水準ではない、評価が得られていない場合には、その要因の分析を行ったうえで、改善策の検討**を行っていくことが期待されます。
- 一方で、**収益性や成長性について一定の水準、評価が得られている場合でも、投資者の期待を踏まえて、更なる向上に向けた取組みの検討**が期待されます。

## ポイント③

### バランスシートが効率的な状態となっているか点検する

#### 解説

- ◆ 持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、**バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営**を実践することが期待されています。
- ◆ こうした観点から、多くの株主を有する上場会社の経営陣・取締役会の責務の一つとして、**自社の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、定期的に点検を行うことが期待**されます。例えば、**事業運営や成長投資を進めていくにあたり、過剰な現預金を抱えていないか**といった点や、**現預金以外の資産についても、収益獲得の観点から必要なものとなっているか**といった点について、点検を行うことが考えられます。
- ◆ また、その点検結果について、**(改善が必要と考える場合には) 改善に向けた計画と合わせて、株主・投資者にわかりやすく示していくことも、中長期的な企業価値向上の実現に向けて株主・投資者との認識ギャップを埋めるために有効な手段**と考えられます。

#### 取

#### 組

#### 例

##### 日本瓦斯 (8174)

不必要な株主資本を持たない方針を明記したうえで、中長期的なバランスシートの計画やキャッシュフローの配分方針を開示 (→別紙50ページ)

##### 丸井グループ (8252)

事業構造の革新に合わせた「めざすべきバランスシート」の姿を、セグメント別の内訳とともに開示 (→別紙52ページ)

##### テクノスマート (6246)

事業運営に必要な現預金の水準を検討したうえで、その水準や余剰現預金の状況、今後の営業キャッシュフロー見通しを踏まえて、将来的なキャピタル・アロケーション方針を策定 (→別紙30ページ)

##### 四国化成ホールディングス (4099)

ROE水準向上の実現に向けて、バランスシートをベースとする分析を行い、改善に向けた対応方針とあわせて開示 (→別紙11ページ)

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × 中計や決算説明において、従来型の売上や利益水準など損益計算書上の指標の説明に終始し、バランスシートをベースとする資本収益性の観点での分析・目標設定が行われていない
- ⇒ 中長期視点の株主・投資者が重視する資本収益性や成長性などの指標を用いた分析・目標設定を取り入れることで、株主・投資者の目線を踏まえた対応が推進されることが期待されています。

はじめに

I. 現状分析・評価

II. 取組みの検討・開示

III. 株主・投資者との対話

(別紙) 事例集



現状分析・評価によって、優先的に取り組むべき自社の課題や、中長期的に目指す姿を明確にした後は、それらの課題解決や目標の実現に向けた**具体的な取組みについて、取締役会で検討**を行ったうえで、**その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示**することが期待されています。

- ◆ まず、具体的な取組みの検討にあたっては、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**成長の実現に向けた投資や事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**するなど、中長期的な視点から、**経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う【ポイント①⇒15ページ】**ことが期待されています。
- ◆ また、中長期的な企業価値の実現に向けては、単に資本収益性の向上に取り組むだけでなく、**資本コストを低減させるという意識を持つ【ポイント②⇒16ページ】**ことも期待されており、そのために、**効果的な情報開示によって情報の非対称性を軽減し、企業の収益性や成長性に対する投資家の確信度を高めるための取組み**を行っていくことが考えられます。
- ◆ 上記の取組みと並行して、**中長期的な企業価値向上に対する経営陣・取締役会のコミットメントを強化し、株主・投資者からの信認を得る**という観点から、**中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う【ポイント③⇒17ページ】**ことも期待されています。
- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、どのような意図でその取組みを行うのか、それがどのように課題解決に繋がるのか、**中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する【ポイント④⇒18ページ】**ことで、**株主・投資者の理解が深まり、対話の更なる深化に繋がる**と考えられます。

## ポイント①

### 経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う

#### 解説

- ◆ 中長期的な目線を持つ株主・投資者が企業に期待するのは、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を実現すること**です。具体的には、**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**することが期待されています。
- ◆ また、**経営資源の適切な配分を意識した取組み**として、バランスシートの点検（I. 現状分析・評価のポイント③）を行ったうえで、**将来目指すバランスシートの姿を検討し、それに至るまでの計画を策定することや、将来のキャッシュフローも含め、資本を成長投資や株主還元はどう配分していくのか、キャッシュアロケーション方針を策定**することも考えられます。
- ◆ なお、**自社株買いや増配など株主還元の強化は、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等を分析した結果として、状況に応じて実施すべきものであり、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応（リキャップCBなど）が期待されている訳ではありません。**

#### 取

#### 組

#### 例

##### アイシン（7259）

バランスシート改革によって保有資産を圧縮することで**キャッシュを創出し、成長投資や株主還元や積極的に資金を注入**  
(→別紙36ページ)

##### 日本瓦斯（8174）

**不必要な株主資本を持たない方針を明記したうえで、中長期的なバランスシートの計画やキャッシュフローの配分方針を開示** (→別紙51ページ)

##### 千葉興業銀行（8337）

各部門について**RORA（リスクアセット対比収益率）とROEの観点から分析を行い、注力する事業と縮小させていく事業を明示** (→別紙57ページ)

##### SWCC（5805）

**ROIC経営を全社的に浸透させるべく、現場ごとにわかりやすい指標と目標数値を掲げ、社員一人一人が自分事として取り組める仕組み・環境づくりを推進**  
(→別紙25ページ)

#### 投資者目線とのギャップ事例

- × 現状の資本収益性や市場評価が低いものの、**自社株買いのみの一過性の対応（リキャップCBなど）や、既存事業の漸次的な改善のみの対応に終始する**
- ⇒ 株主・投資者からは、**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、成長投資や事業ポートフォリオの見直しなど、抜本的な取組みが期待されています。**

## ポイント②

### 資本コストを低減させるという意識を持つ

#### 解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**資本コストを上回る資本収益性を達成したうえで、その差※を拡大**させていくことが必要となります。こうした観点からは、単に資本収益性の向上に取り組むだけではなく、**資本コストを低減させる取組み**も期待されています。  
※ ROEと株主資本コストの差は「**エクイティ・スプレッド**」、ROICとWACCの差は「**EVA (Economic Value Added : 経済的付加価値) スプレッド**」と呼ばれます。
- ◆ 資本コストの決定要因は様々であり、一概には言えませんが、例えば、投資判断に必要となる**情報開示が不十分な場合には、経営の不透明性が投資家の不安要素となり、株主資本コストの上昇要因**になります。そのような場合、**開示情報の拡充や効果的な投資家との対話**により、**情報の非対称性を解消**することが株主資本コスト低減に有効だと考えられます。
- ◆ その他、**投資者の経営に対する信頼や、収益の安定性・持続性に対する確信度を高める**観点から、**コーポレート・ガバナンスの強化**等も、株主資本コスト低減に有効な手段だと考えられます。

#### 取

#### 組

#### 例

##### 丸文 (7537)

株主資本コスト低減のため、**サステナビリティ経営やガバナンス強化、ステークホルダー・エンゲージメントの向上**など、非財務分野における取組みを行う  
(→別紙37ページ)

##### フィンテックグローバル (8789)

業績ボラティリティの低減に加えて、**積極的なIR活動による投資家との接点づくりや、十分な情報開示**により、**株主資本コストの低減**に取り組む  
(→別紙63ページ)

##### コンコルディア・ フィナンシャルグループ (7186)

株主資本コスト低減のため、**レジリエンスの高い事業ポートフォリオの構築や、サステナビリティ経営の高度化**などに取り組む  
(→別紙34ページ)

##### 出光興産 (5019)

事業ポートフォリオの転換による**脱炭素事業・成長事業へのシフト、収益構造の転換**を通じて**資本コストの低減**に取り組む  
(→別紙21ページ)

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × 株主資本コストは所与のもの（投資者側が決めるもの）と考え、企業側では全くコントロールできないと誤解している
- ⇒ たとえば、資本コストの上昇原因に対処することで一定の低減が可能だと考えられます。企業価値向上の実現に向けた手段として、**資本コストを低減させるという意識を持ち、取り組む**ことが期待されています。



## ポイント③

### 中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う

#### 解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**経営者自身が企業価値向上を自分事として捉えることが重要**であり、経営陣の報酬が、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう報酬設計を行うことが期待されています。
- ◆ 株主・投資者の立場でも、**経営者のインセンティブがどのように設計されているかは重要なポイント**です。特に、経営者が一定の株式報酬を得ることが当たり前と考える**海外投資家**においては、**中長期的な業績や企業価値向上に向けたインセンティブとなる役員報酬となっているか**という点は、**投資判断上の大きな材料**となっています。
- ◆ また、役員に限らず、**マネジメント層や一般社員**に対しても、**自社株式やストックオプションの付与など、企業価値向上に向けたインセンティブを与えることは、幅広い社員における株主・投資者目線の理解・浸透に繋がり、企業価値向上に向けた経営の促進に有効な手段**だと考えられます。

#### 取組例

##### ラクスル（4384）

創業者CEOの退任後、新CEOの中長期的な企業価値向上に対するコミットを促すため、株式報酬の割合を最大限高く設定するとともに、**利益成長に連動したRSU（譲渡制限付株式ユニット）を導入**。並行して、他の取締役に対しても譲渡制限付株式やストック・オプションを、従業員に対してもストック・オプションを付与（→別紙14ページ、15ページ）

##### 住友林業（1911）

中長期的な業績や企業価値向上と連動性の高い役員報酬制度とするため、**株価の成長度合いやサステナビリティ指標達成率に応じた譲渡制限付株式報酬を導入**（→別紙10ページ）

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × 役員報酬の設計上、中長期的な企業価値向上が経営陣のインセンティブとはなっておらず、株主・投資者と目線がズレている
- ⇒ たとえば、中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度とすることで、将来の企業価値に対する経営陣の意識を高め、株主・投資者目線での長期的な成長を見据えた経営を推進することが期待されています。

## ポイント④

### 中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

#### 解説

- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、**中長期的に目指す姿の実現に向けて、どのような意図で各取組みを実施するのか、各取組みがどのように課題解決に繋がるのか、分かりやすく開示することで、株主・投資者の理解が深まり、対話の深化にも繋がると考えられます。**
- ◆ たとえば、**目標とする経営指標をいくつかの要素に分解したうえで、要素ごとに改善に向けた取組みを示すことや、ロジックツリーなどを用いて、各取組みが目標の実現に繋がる道筋を明確に示すこと**などが期待されています。
- ◆ また、**将来の成長性に対する株主・投資者の確信度を高める**という観点からは、**長期的な時間軸での成長の実現に向けた方針や道筋（いわゆる「エクイティ・ストーリー」）を示し、その中に各取組みを位置付けて説明することも有効な手段だ**と考えられます。

#### 取

#### 組

#### 例

##### PLANT (7646)

PBRをROEとPERに分解、さらにROEを当期純利益率、純資産回転率、財務レバレッジに分解（デュボン分解）し、各要素を改善するための取組みを記載（→別紙39ページ）

##### セイノーホールディング (9076)

2028年に目指すROEの水準を示し、そこから逆算して、ROEを構成する要素ごとに改善に向けた取組みを記載（→別紙64ページ）

##### 荏原製作所 (6361)

各取組みが企業価値向上にどう寄与していくかについて、ROIツリーを用いてわかりやすく説明（→別紙32ページ）

##### コンコルディア・ フィナンシャルグループ (7186)

企業価値向上に向けた取組みをロジックツリーを用いて記載し、取組みと企業価値向上の関係性を明確化（→別紙34ページ）

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × 取組みを羅列するだけで、それらがどのように企業価値向上、目標達成に繋がるのか、明確な記載が無くわかりづらい
- ⇒ 掲げられている目標と取組みの関連性が不明瞭な場合、株主・投資者は、取組みの効果に確信を持つことが難しくなります。株主・投資者からは、各取組みが目標達成に向けてどのような効果を持つのか、できる限りわかりやすく示すことが期待されています。

はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．株主・投資者との対話

(別紙) 事例集

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について開示を行った後は、計画に基づき取組みを進めるとともに、開示を行った内容をベースとし、フェアディスクロージャーの精神を念頭に、**株主・投資者との建設的な対話を行い、株主・投資者からの評価やフィードバックを得ながら、取組みをブラッシュアップ**していくことが期待されています。

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けて実効的な対話を行うためには、**継続的な株主・投資者との信頼関係の構築**が重要であり、IR / SRに社内リソースを適切に配分するとともに、**経営陣自らが株主・投資者との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーションを図る、対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有する仕組みを作る**など、**経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する**【ポイント①⇒21ページ】ことが期待されています。
- ◆ また、実際の対話にあたっては、対話の相手方の属性や重視するマテリアリティを十分に理解したうえで、**株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う**【ポイント②⇒22ページ】ことで、効果的な対話が可能となります。
- ◆ さらに、より対話の実効性を高めていくためには、**対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる**【ポイント③⇒23ページ】ことも有効な手段だと考えられます。

## ポイント①

### 経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する

#### 解説

- ◆ 対話における企業側の課題として、多くの投資家が、**対話内容が経営層に届いていない**と感じています。株主・投資者との継続的な信頼関係を構築し、対話を実効的なものにしていくためには、**経営陣や取締役会が、対話の重要性を十分に理解したうえで、主体的に関与**していくことが期待されています。
- ◆ 具体的には、**IR / SRを成長のドライバーとして捉え、それらに社内リソースを適切に配分**するとともに、投資者との信頼関係を構築する観点から、**経営陣自らが株主・投資者との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーション**を図ることも、有効な手段と考えられます。
- ◆ また、**株主・投資者からの求めに応じて、社外取締役が対話に参加し、経営を監督する立場として、ガバナンスの現状や課題認識等について話をすることも、株主・投資者が企業のガバナンス体制やその実効性を理解・評価するうえで、有効な手段**と考えられます。
- ◆ 加えて、**対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有**するなど、**対話を企業価値向上に向けた意思決定に繋げるための取組み**も期待されています。

#### 取

#### 組

#### 例

##### 東亜建設工業（1885）

**IR活動の強化に向けて専任部署を新設**するとともに、株主・投資者からのフィードバックを踏まえ、**英文開示を含む情報開示充実**に取り組む。対話で得られた意見を取締役会に定期的に報告し、**施策の見直しに反映**（→別紙6ページ、7ページ）

##### 三陽商会（8011）

PBR改善策として、収益性向上に向けた施策と併せて、**IR・SR活動の更なる強化を掲げ、IR・SR活動の基盤整備や市場との対話の推進**に取り組む（→別紙40ページ）

##### 三菱商事（8058）

**株主・投資家との対話を強化**するため、新たにCSEO (Chief Stakeholder Engagement Officer)を設置し、**部門横断的な社内体制を構築**（→別紙44ページ）

##### 三井化学（4183）

対話の深化を目的として、**社外取締役と投資者とのスモールミーティングを実施し、その内容を統合報告書で開示**（→別紙13ページ）

#### 投資者目線とのギャップ実例

- × 投資者は怖いもの・煩いものというイメージが先行し、特段の理由なく、**経営陣が投資者との対話に消極的**
- ⇒ 企業と投資者は、時に意見の相違や対立が生じることもありますが、本来、**企業価値向上という目標を共有する**ものです。上場会社の経営者においては、**投資者と「対峙」する**という姿勢ではなく、**企業価値向上の実現に向けて、投資者と中長期的な信頼関係を構築し、積極的に協力を得ていく姿勢**が期待されています。



# 「株主・投資者との対話」のポイント②

## ポイント②

### 株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う

#### 解説

- ◆ 一口に投資者といっても、その属性は一様ではなく、国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など、投資行動や企業に対する対話・エンゲージメントのスタンスは異なります。
- ◆ 株主・投資者との対話の実効性を向上させるため、対話の相手方の属性や、相手方にとってのマテリアリティを十分に理解したうえで、タイプに応じたアプローチを行うことが期待されています。
- ◆ また、対話・エンゲージメントは、基本的には投資者の側からアプローチするものですが、投資者からの自社に対する認知が十分ではないと考えられる場合には、自社の事業をよく理解し、成長の伴走をしてくれる投資者を自らターゲットングし、企業側から積極的にアプローチしていくことも考えられます。

#### 取組例

#### SHIFT (3697) における投資家のターゲティング・アプローチ

<b>上場初期</b> (上場初期～2015年末)	<b>時価総額 低</b> <b>国内認知度 低</b>	<b>同業他社組入れファンドへアプローチ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額が小規模のうちは、アナリストではなく<b>ファンドマネージャーへアプローチ</b></li> <li>ターゲットファンドを絞りやすく、アピールポイントが明白</li> <li>自社が属する業界説明が不要</li> <li>他社との差別化、優位性について重点的に説明</li> </ul>
<b>テスト業界 No1まで</b> (2016年末～2018年)	<b>時価総額 ～500億円</b> <b>国内認知度 向上</b>	<b>投資スタイルと投資規模から選定</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>知名度向上で、より広いターゲットの設定が可能</li> <li>多くの投資家と接点を持つため、<b>スモールミーティングを積極的に開催</b></li> <li>成長ポテンシャルとその裏付けをアピール</li> <li>ファンドマネージャーを中心にアプローチ</li> </ul>
<b>国内セクター No1を目指す</b> (2018年～2020年)	<b>時価総額 500億円～</b> <b>海外認知度 低</b>	<b>海外投資家との対話開始、アナリストへのアプローチ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>時価総額500億円を超えると<b>海外投資家からのコンタクト増加</b></li> <li><b>優良ロング投資家をメインにターゲット設定</b></li> <li>アナリストへアプローチ</li> </ul>
<b>日本銘柄の認知向上</b> (2020年～)	<b>時価総額 3,000億円～</b> <b>海外認知度 中</b>	<b>海外ロング投資家の株主化に注力</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>投資家DBを作成、<b>投資家毎にカテゴリ分け</b></li> <li>それぞれに対して、進捗可視化</li> <li>引き続き、アナリストへのアプローチ継続</li> <li><b>日英同時開示、開示物の充実</b></li> <li><b>ESGファンドへのアプローチ</b></li> </ul>

出所：IR向上委員会 2022年12月「SHIFTが挑む果てしなき夢 ～成長を支えるIRのキセキ～」

logmi Finance <https://finance.logmi.jp/377674>

## ポイント③

### 対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる

#### 解説

#### 取

#### 組

#### 例

- ◆ 対話を通じて株主・投資者からの評価やフィードバックを得ながら、取組みを加速・ブラッシュアップしていくという好循環を生み出すためには、対話の実施状況や実例、そこで得たインプットがどのように経営の意思決定に取り入れられているかなどについて株主・投資者に示すことで、更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げることが有効だと考えられます。
- ◆ こうした観点から、東証では、2023年3月、プライム市場の全上場会社に対して「株主との対話の推進と開示」の要請（詳細は次ページ）を行っており、そこで示されている事項等について、自社の状況を踏まえて開示を行うことが期待されます。

対話で得たインプットとその後の対応状況や、経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況について、具体的にわかりやすく開示している事例

- ✓ 神戸製鋼所（5406）（→別紙22ページ、23ページ）
- ✓ 三陽商会（8011）（→別紙41ページ）
- ✓ 山善（8051）（→別紙43ページ）
- ✓ 稲畑産業（8098）（→別紙48ページ）

## 対象

- プライム市場の全上場会社を対象です。

## 概要

- 直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等について開示をお願いします。

### (開示することが考えられる事項)

- ✓ 株主との対話の**主な対応者**
- ✓ 対話を行った**株主の概要**（国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など）
- ✓ 対話の**主なテーマ**や**株主の関心事項**
  - 特に**株主から気づき**が得られた対話や、**経営陣等の説明により株主の理解**を得られた対話の事例
- ✓ 対話において把握された**株主の意見・懸念の経営陣**や**取締役会に対するフィードバックの実施状況**
- ✓ 対話やその後のフィードバックを踏まえて、**取り入れた事項があればその内容** など

- ※ 上記の項目は、株主との対話の実効性向上に向けた対応の一環として、コーポレートガバナンス・コードの内容を踏まえ、開示することが考えられる事項を例示したものです。上記の項目に関わらず、必要と考えられる項目について開示いただくことが想定されます。また、必ずしも全ての項目について開示が求められるものではありません。
- ※ 直前事業年度において株主との対話の実績がない場合には、株主との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していただくことが考えられます。
- ※ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に基づき、資本収益性や株価の改善に向けた取組み等について、投資家と対話を行っている場合は、その状況についても開示することが期待されます。

⇒ 詳細については、東京証券取引所「株主との対話の推進と開示について」（2023年3月31日）をご参照ください。

<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004utt-att/jr4eth0000004vhc.pdf>





## 【本資料に関する注意事項】

- 本資料は情報提供のみを目的としたものであり、投資勧誘や特定の証券会社との取引を推奨することを目的として作成されたものではありません。
- 本資料で提供している情報は万全を期していますが、その情報の完全性を保証しているものではありません。
- 本資料について事前に東京証券取引所への書面による承諾を得ることなく、本資料およびその複製物に修正・加工したり、第三者に配布・譲渡することは堅く禁じられています。