

「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

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年10月26日



「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する今後の取組み



- ◆ 東証では、2023年3月31日に、**プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社**を対象として、「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」の要請を行っております
- ◆ 今後、上場会社における**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた取組みの検討・開示をさらに促進**していく観点から、**以下の取組みを進めてまいります**

本資料でご案内

開示企業一覧表の公表、 趣旨・留意点の再周知

- ◆ 対応を進めている企業の状況を投資家に周知し、企業の取組みを後押しする観点から、要請に基づき**開示している企業の一覧表を公表【2024年1月15日に公表開始、毎月更新予定】**
- ◆ 公表開始前に、一覧表の公表を開始する旨とあわせて、要請の趣旨・留意点について上場会社に改めて周知**【2023年10月26日、上場会社に通知】**

対応のポイント・ 取組事例の公表

- ◆ **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**について、**企業の規模や状況に応じていくつかのパターン**を取りまとめ、公表**【2024年1月を目途】**

対応状況の 集計・周知

- ◆ **企業の開示状況や投資家等からのフィードバック等を概ね半年に1回程度集計【次回は2024年1月を目途】**

- ◆ 対応を進めている企業の状況を投資家に周知し、企業の取組みを後押ししていく観点から、以下のとおり、**要請に基づき開示している企業の一覧表の公表を開始**いたします

<p>掲載項目</p>	<p>証券コード、企業名、市場区分、業種、要請に基づく開示状況（開示済/検討中の別）、英文開示 ※ 掲載項目の具体的なイメージについては、5ページをご参照ください</p>
<p>開示状況の集計方法</p>	<p>直近に提出されたCG報告書の「コードの各原則に基づく開示」欄、もしくは、「コードの各原則を実施しない理由」欄において、</p> <ul style="list-style-type: none"> ➢ 「【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場合には「開示済」 ➢ 「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】」というキーワードを記載している場合には「検討中」 <p>として集計</p> <p>※ いずれのキーワードも記載されていない場合、一覧表には掲載されません</p> <p>※ 要請に基づく開示内容について、英文でも開示を行っている場合には、上記のキーワードに続けて「【英文開示有り】」と記載してください（その場合、一覧表の「英文開示」欄を「有」とします）</p> <p>※ キーワード記載方法の具体的なイメージについては、5ページをご参照ください</p>
<p>公表方法</p>	<p>以下、日本取引所グループウェブサイトにて、Excelファイル（日・英）を掲載</p> <p>【日本語】 https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/02.html</p> <p>【英語】 https://www.jpx.co.jp/english/equities/follow-up/02.html</p>
<p>公表開始時期・更新頻度</p>	<ul style="list-style-type: none"> ◆ 初回は、2023年12月末時点のCG報告書の状況に基づき集計し、2024年1月15日（月）を目途に公表予定 ◆ その後は、各月末時点の状況に基づき、翌月15日を目途に一覧表を更新（毎月更新）

要請の対象

- ◆ 今般の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請は、**中長期的な企業価値向上の実現に向けた取組みや株主・投資者との建設的な対話を促進するための施策**であり、**PBR水準に係わらず、全てのプライム市場・スタンダード市場上場会社に対応をお願いするもの**です
- ◆ 他方で、足元の開示状況を見ると、PBRが低い企業を中心に開示が進展している一方で、PBRが高い企業では相対的に開示が進んでおらず、国内外の投資家からは、**PBRが1倍を超えていれば今般の要請への対応は不要という誤解が生じている**という指摘が寄せられています
- ◆ 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・対応をお願いいたします**

コーポレート・ガバナンス（CG）報告書への記載

- ◆ 今回の要請では、**開示の形式・書類は一律に定めていないものの**、いずれの形式でも開示した場合には、投資者がその閲覧方法がわかるよう、**CG報告書において、開示している旨や閲覧方法の記載をお願いしておりますが、CG報告書における記載が無い**（決算説明資料等のみで開示されている）**事例も散見**されています
- ◆ **株主・投資者のわかりやすさ**、また、**一覧表の公表を開始することから**、いずれの形式でも開示した場合には、**CG報告書において、「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】」というキーワードとともに、開示している旨や閲覧方法について記載をお願いします**
 - ※ キーワード記載方法の具体的なイメージについては、5ページをご参照ください
- ◆ また、CG報告書以外の書類を参照する場合、**開示書類へのリンクや、リンク先で参照すべき箇所について、できるかぎりわかりやすく記載をお願いします**

「検討中」という開示を行う場合の留意事項

- ◆ 今般の要請を踏まえた対応を進めるにあたり、**現状分析や検討に一定の期間を要する場合には**、まずは計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定が完了した時点で改めて具体的な内容について開示するなど、**段階的に開示を拡充していくことも想定されます**
- ◆ そのような「検討中」という開示を行う場合には、**株主・投資者のわかりやすさの観点から、検討状況や開示の見込み時期について、可能な限り具体的な説明をお願いします**
- ◆ また、一覧表の公表を開始することに伴い、「検討中」という開示を行う場合には、**CG報告書において、「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】」というキーワードの記載をお願いします**
 - ※ 既にCG報告書において「検討中」という開示を行っている場合も、開示企業一覧表に反映する観点から、**2023年12月末までに、CG報告書に上記キーワードを追記してください**
 - ※ 取組みの一部について「検討中」という場合に、必ず上記キーワード（【～（検討中）】）とすることが求められるものではありません。「検討中」とする範囲や内容等を踏まえて、既に「開示済」（「【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）とするか、「検討中」（【～（検討中）】というキーワード）とするかをご判断ください

英文開示

- ◆ **今般の要請に基づく開示内容について、英文開示を行っている場合**、CG報告書において、「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】」もしくは「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】」というキーワードに続けて、**【英文開示有り】と記載してください**
 - ※ キーワード記載方法の具体的なイメージについては、5ページをご参照ください
- ◆ CG報告書において、「【英文開示有り】」というキーワードが記載されている場合には、**一覧表の「英文開示」欄に「有」と記載します（英語版の一覧表では「Available」と記載します）**

参考：一覧表掲載項目、CG報告書での開示のイメージ

◆ 一覧表掲載項目のイメージ

	A	B	C	D	E	F	G	H
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」に関する開示企業一覧							
2	2024/1/15 更新							
3								
4								
5								
6	証券コード	企業名	市場区分	業種	要請に基づく開示状況 (開示済/検討中)	英文開示		
7	****	*****	プライム	*****	開示済	有		
8	****	*****	プライム	*****	検討中			

※ 一覧表のレイアウト等は、変更となる可能性がありますのでご注意ください。

◆ コーポレート・ガバナンス報告書での開示のイメージ

I コーポレート・ガバナンスに関する基本的な考え方及び資本構成、企業属性その他の基本情報

1. 基本的な考え方

..... 基本的な考え方について記載.....

【コーポレートガバナンス・コードの各原則を実施しない理由】

..... 実施しない理由について記載.....

【コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示】

..... 各原則に基づく開示について記載.....

【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】【英文開示有り】

..... 開示を行っている旨、閲覧方法等を記載.....

要請を踏まえた開示を行っている場合、「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】」というキーワードの記載をお願いします

※ 「検討中」という開示を行う場合には、「コードの各原則を実施しない理由」欄もしくは「コードの各原則に基づく開示」欄において、「【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応（検討中）】」というキーワードの記載をお願いします

※ 要請に基づく開示内容（「検討中」の場合も含む）について、英文でも開示を行っている場合には、上記のキーワードに続けて「【英文開示有り】」と記載してください

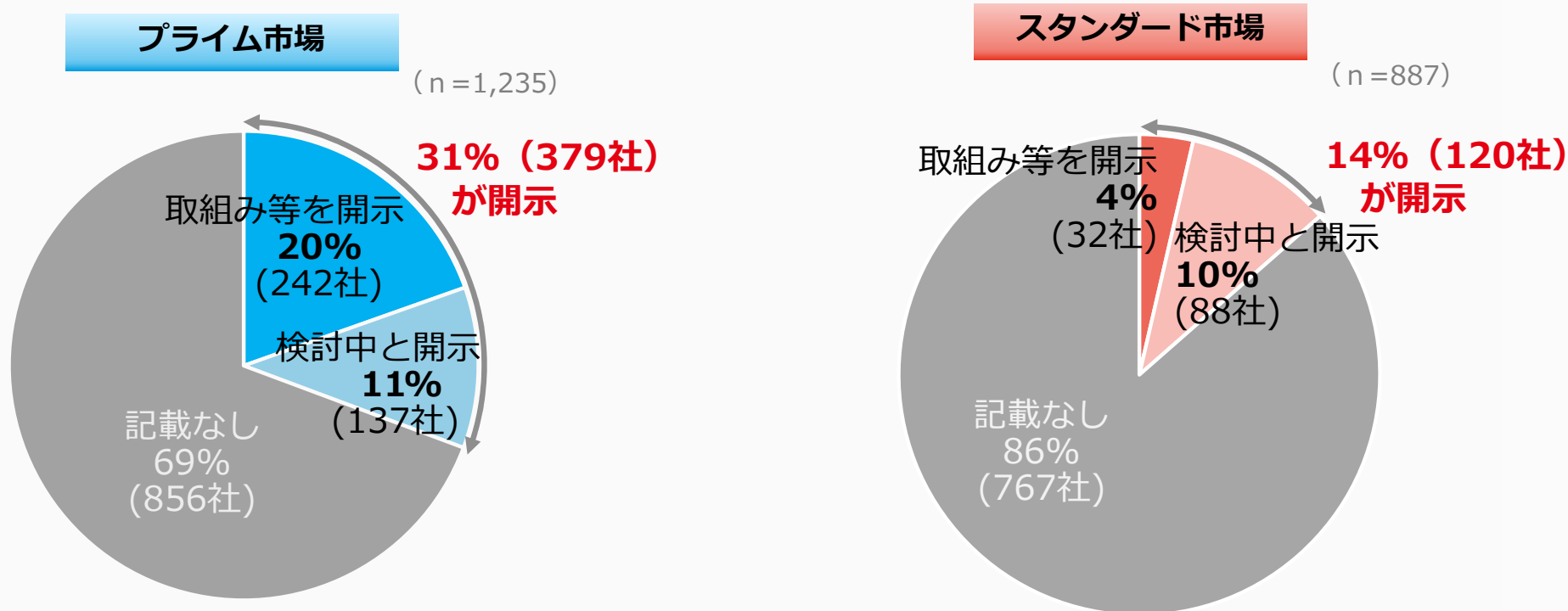
参考資料（上場会社の開示状況、投資家等からのフィードバック）



「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況

- ◆ 2023年7月中旬時点で、既に、プライム市場の31%（379社）、スタンダード市場の14%（120社）が開示済（3月決算企業を対象に集計。3月期決算以外の企業では、プライム市場20社、スタンダード市場28社が開示）
 - うち、具体的な取組み等は現在検討中（今後改めて公表）とする会社も一定数（開示した企業のうち、プライム市場では3分の1程度、スタンダード市場では3分の2程度）

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた開示状況

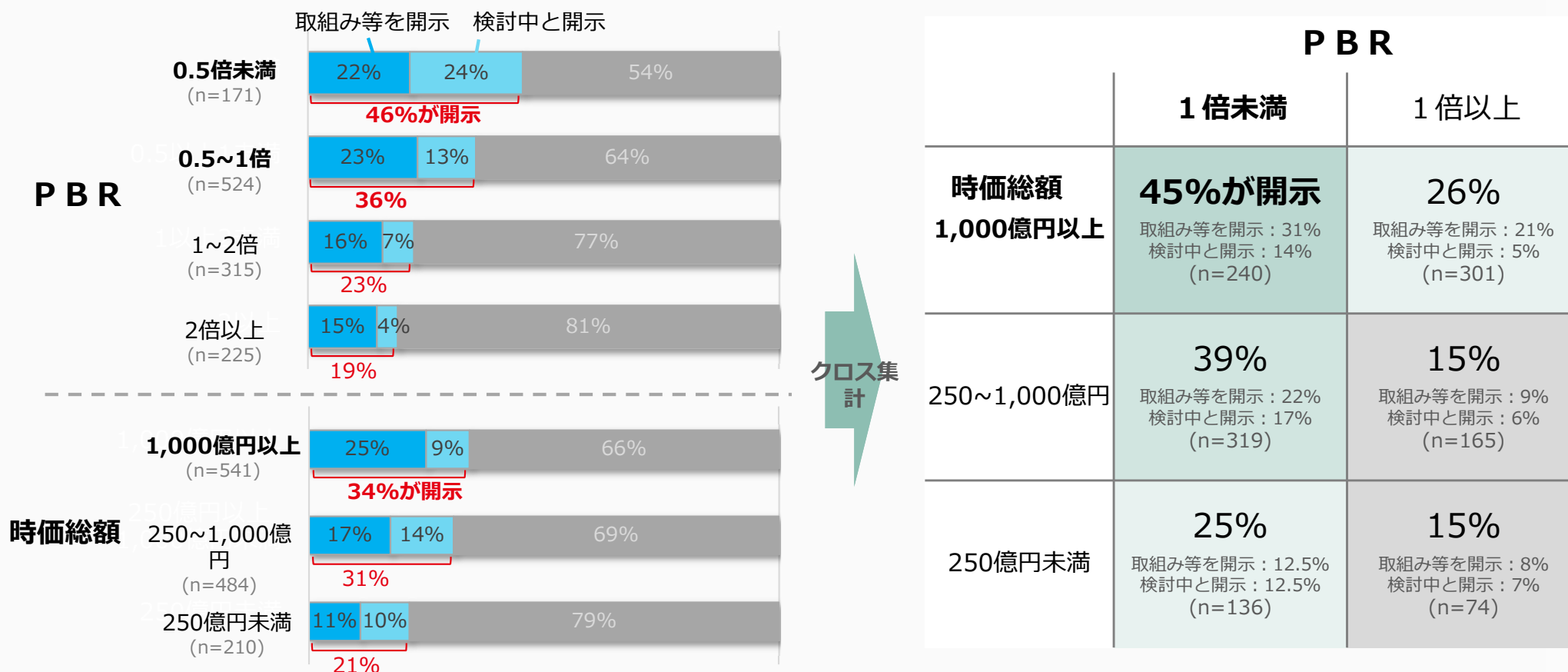


注：3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計

P B R / 時価総額水準別の開示状況（プライム市場）

- ◆ P B R / 時価総額水準別に開示状況を見ると、P B Rが低い企業/時価総額が大きい企業ほど開示が進展
 - P B R 1 倍未満かつ時価総額 1,000 億円以上のプライム市場上場会社では、45%が開示
 - 一方で、P B Rが高い企業/時価総額が小さい企業では、相対的に開示が進んでいない状況

P B R / 時価総額水準別の開示状況（プライム市場）



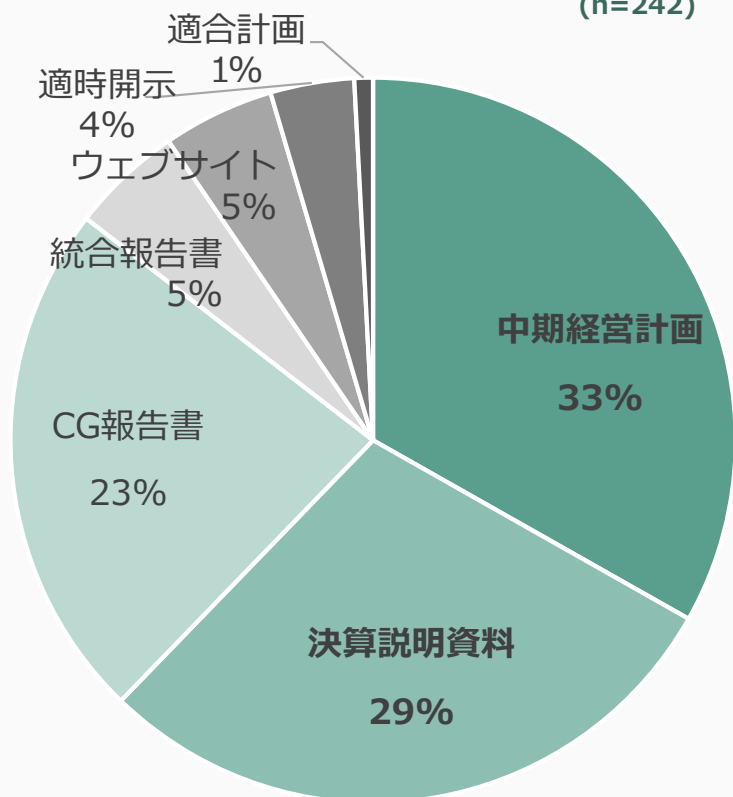
注：プライム市場の3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計

開示書類/取組みの内容 (プライム市場)

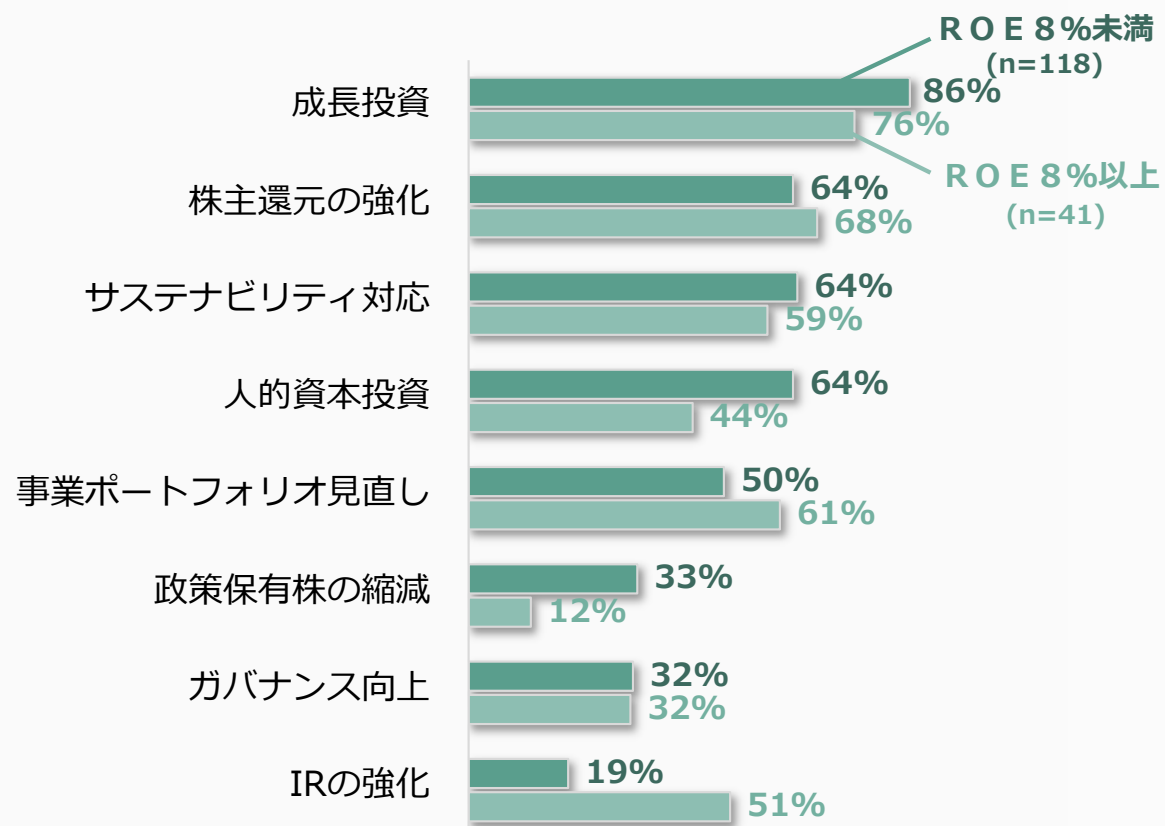
- ◆ 開示書類は、中期経営計画や決算説明資料がそれぞれ3割程度と多い
- ◆ 資本収益性や市場評価の改善に向けた取組み内容としては、成長投資や株主還元の強化、サステナビリティへの対応、人的資本投資、事業ポートフォリオの見直し等が多いが、ROEが比較的高くてもPBR1倍未満の企業ではIRの強化を掲げる企業も多い (単に株主還元だけを掲げる企業はほぼなし)
- ただし、取組み等が開示されている場合でも、既存の開示を参照するのみで、資本コストを踏まえた現状分析・評価に関して言及がないなど、投資者との建設的な対話を進める観点で、記載が十分ではない事例も一定程度見られる

主に開示を行っている書類

(n=242)



PBR1倍未満企業の改善に向けた取組み内容

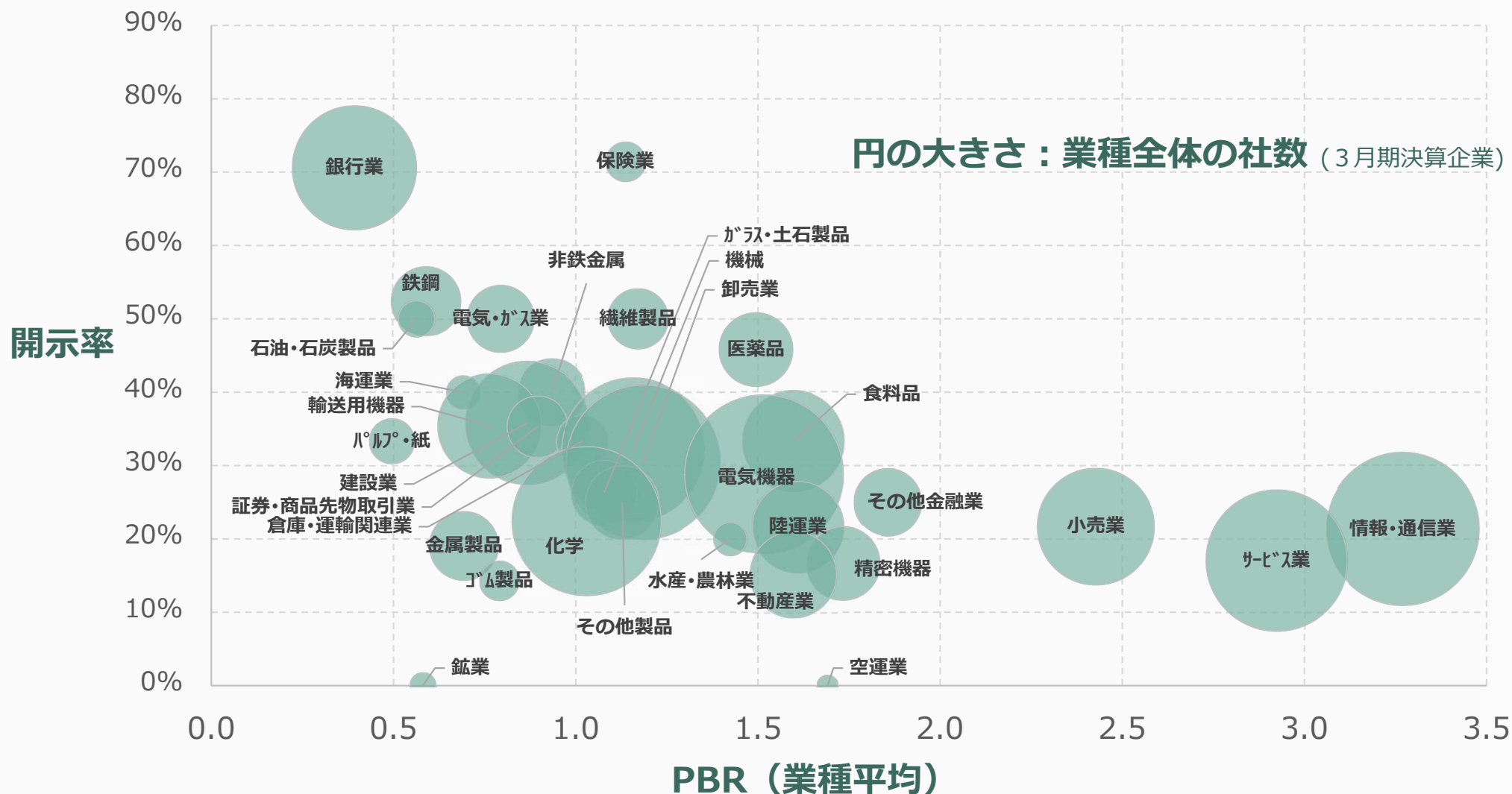


注：プライム市場の3月期決算企業で、2023年7月14日時点で取組み等を開示している企業を対象に集計
注：複数の書類で開示をしている場合、主な記載が行われている書類をカウント

注：プライム市場の3月期決算企業で、2023年7月14日時点で取組み等を開示している企業を対象に集計

参考：業種別の開示状況（プライム市場）

- ◆ 平均PBRが低い業種の方が開示が進展しており、銀行業では約7割が開示 ※検討中と開示している企業を含む
- 一方で、平均PBRが高い情報・通信業、サービス業、小売業などでは、相対的に開示が進んでいない



注：プライム市場の3月期決算企業を対象に、2023年7月14日時点のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計
 注：開示率には、検討中と開示している企業を含む

- ◆ 公表後、海外投資家を含む投資家からは、今般の要請は投資家と経営者の目線を揃える効果があり、要請を踏まえた企業の変化について、高い期待を寄せる声が多く寄せられている
- ◆ 実際に、要請後、企業が対話に積極的になった、対話の中で資本収益性や事業ポートフォリオに関する議論が増えた、企業からの助言依頼が増えたなど、企業の前向きな変化を感じるという声も、国内外の投資家から多く寄せられている

（主な意見）

<今般の要請への評価>

- 今回の要請内容は、これまで**投資家として日本企業に伝え続けて来たことであり、正しい方向へのとても良い取組み**。我々も企業の取組みが進展するように協力していきたい（海外投資家）
- 東証の取組みは海外でも非常に注目されており、今回、我々が日本株へのアプローチを増やそうとした要因の1つ。しかし、**期待や注目を集めている分、これからの取組みの経過が大切**であり、ポジティブな変化について、**継続的に機関投資家に情報発信・アピールしていくことが重要**（海外投資家）

<企業の対応状況へのポジティブなリアクション>

- 最近では、事業の収益性、株主還元を含む余剰資本の取扱いや事業部門別のROI Cなど、**成熟した議論がより多く見られるようになってきている**。コーポレートガバナンス・コードの導入である程度進んでいたが、ここまで到達することはなかった。また、これまで、証券会社などを介してもなかなか会うことができなかった企業が、今回の訪問ではいきなりCEOが出てくることになるなど、**日本企業の姿勢に明らかな変化が生じている**（海外投資家）
- 何度言っても動かなかった日本最大規模のメーカーが、今回の要請を受け、PBR 1倍から脱却するための成長実現に向けた計画を立てた。こうした事例がよくあり、**課題はまだまだあるが、劇的な進歩。典型的な日本の低収益企業である大手メーカーでも取組みが進められていることは、日本が変わる真のサイン**になる（海外投資家）

- ◆ 一方で、依然として、経営者が取組みの意義・必要性を十分に理解していないケースや、危機感はあるけれども対応を進める知見・リソースが十分ではないケースが見られるとの指摘もあり、継続的な要請内容・趣旨の周知、企業の対応状況の定期的な集計・公表、より詳細なガイドライン作成や良い取組み事例の共有など、上場会社の取組みを促進するためのフォローアップ/サポートを求める声が多い
 - 対応を検討中の上場会社からも、良い取組み事例があると対応を進めやすいとの声が寄せられている

<課題、フォローアップの必要性>

- PBRやROEが低い企業は真摯に取り組んでいる一方で、報道内容だけ見て、PBRが1倍を超えていれば関係ないと、経営者が東証の要請の趣旨を誤解しているケースも多い。また、特に市場関係者との接点が少ない地方の会社では、経営者が東証の要請を把握していない場合もあり、引き続き要請内容の周知が必要（国内機関投資家）
- プライム市場の上場企業でも、経営者が十分に腹落ちしていないと感じるケースや、意識を持っているか疑問に感じるケースもある。取引所から良い取組みの事例を示すと、経営者の意識が高まるのではないかと（コンサル）
- 東証の要請には大きな反響があり、すぐに行動に移す企業も見受けられ、素晴らしいイニシアティブである一方で、時価総額が小さい企業は、取組みを検討するための金融リテラシーやリソースが足りない印象（国内機関投資家）
- 東証の要請を受けて、投資先の経営層から助言依頼されることが増えた一方で、企業からは「今までそんな説明をしたことがないので、どうやっていいかわからない」という声も聞こえている。（国内機関投資家）
- 企業の中には何から手を付けてよいかわからない、わかったつもりで間違っているケースもある。企業の対応を促すため、教育プログラムを提供したり、より詳細なガイドラインを示していくことが考えられる（海外投資家）
- 対応を進める上で、経営者における資本コストや収益性への理解が必要だが、不十分なケースがあり、教育活動が必要。また、社外取締役の役割も大切で、ボードガバナンスをどうしていくのかというのも重要（海外投資家）
- 東証の施策について投資家からの関心は高く、評価する声が多い。投資家の次の関心は「どれほど実効性があるか」であり、開示状況の集計結果について定期的な公表を求める声も多い。これにより、要請に対応していない企業に対するプレッシャーを誘因し、良いサイクルが生まれるとも考えている（証券会社）

<改善に向けた取組み内容について>

- 東証の取組みにより、企業における資本収益性を高めるという意識が高まってきた一方で、**資本コストを下げるという意識はまだ弱い。資本コストを下げるため、ボラティリティを抑える取組みも重要**（海外投資家）
- 将来の成長に向けて、まず縮小するべきケースもあるが、企業が資産や負債の状況に関係なく、短期的に株価を上げたいがために自社株買いを行うということもあり得る。実際に、今年の**自社株買いは過去最高ペースとなっており、全体としては良い影響があると思うが、その中には明らかに良くないものもあり、東証のガイドの仕方が重要**（海外投資家）
- 市場評価を改善していくためには、I R担当者に有能なメンバーが揃っているかという点も重要。**内容を理解したI R担当が、自ら英語で発信していくべき。**（海外投資家）
- 日本は先進国の他市場と比べて、役員の金銭的インセンティブが驚くほど株主と揃っていない。**シニアマネジメントが、株主と同じ目線で、企業価値向上に向けたインセンティブを持つことが重要で、そのようなKPIに連動した役員報酬の導入を進めるべき**（海外投資家）

<開示について>

- 具体的な取組みは**今後改めて公表すると開示する場合でも、現在の検討状況や、取組みの開示時期について、できる限り具体的に記載していただくとよい**（国内機関投資家）
- コーポレート・ガバナンス報告書に開示書類のリンクを記載する際、**リンク先で見るべき部分のページ数等の記載がなく、開示を見つけづらいケースもあるので、ページ数等も記載してほしい**（国内機関投資家）

<分析・評価・目標設定に用いる指標について>

- 日本企業の経営者と話をすると、多くはR O Eに着目しているが、R O Eはレバレッジを上げることで操作できてしまうので、R O I Cをより重視していくべき（海外投資家）
- 企業がP B Rを計算する際、分子の時価総額に自社株分を含んでいるケースが見られるが、適切ではない。時価総額を用いて計算する場合には、「**自社株を除く発行済株式数**」ベースで計算するのが主流であり、留意すべき（海外投資家）