



# 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

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所 上場部

2023年3月31日

## 背景

- 従来より、コーポレートガバナンス・コードでは、**企業が投資者をはじめとするステークホルダーの期待に応え、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には、資本コスト・資本収益性を十分に意識した経営資源の配分が重要**という観点から、資本コストを意識した経営（原則5-2）について示されています。
- 一方で、現状では、**プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満、PBR 1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題**がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の**企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要**との指摘がなされています。
- 本資料は、こうした現状や議論等を踏まえ、**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて重要と考えられる対応**をまとめたものであり、**上場会社の皆様に積極的な実施をお願いする**ものです。

## 趣旨

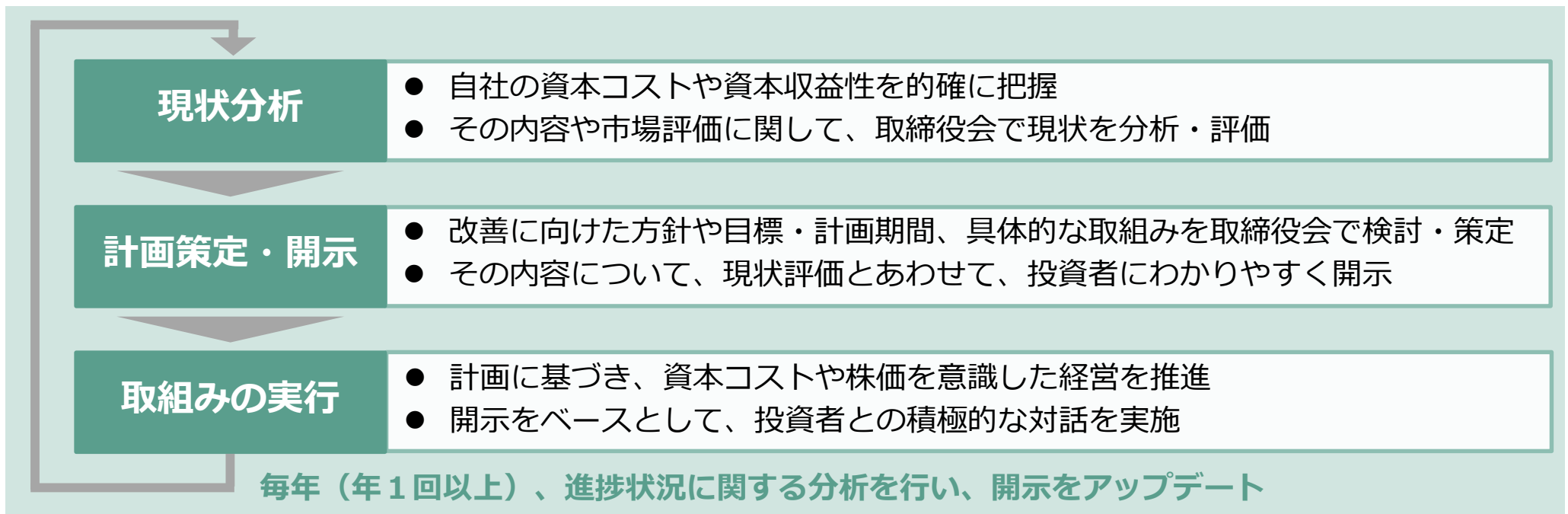
- 本対応を実施していただく趣旨は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、**単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践**していただくことです。
- 具体的には、取締役会が定める経営の基本方針に基づき、**経営層が主体**となり、**資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**することで、**経営資源の適切な配分を実現**していくことが期待されます。
- ※ **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。
- また、これらの取組みを進めるにあたっては、企業が独自の方法により、**その方針や目標、具体的な内容を投資者にわかりやすく示し、投資者からの評価を得ながら、開示をベースとした投資者との積極的な対話を通じて、取組みをブラッシュアップ**していくことが期待されます。

## 対象

- プライム市場・スタンダード市場の全上場会社が対象です。

## 対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。



※ 各対応を実施するにあたってのポイント・留意事項について、P 3以降で取りまとめております。

## 開始時期

- 計画策定・開示の前提として**十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要**であることから、開示について具体的な開始時期の定めはありませんが、**できる限り速やかな対応**をお願いいたします。
  - ※ 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考えられます。

## 現状分析に用いる指標の例

資本コスト	資本収益性	市場評価
<ul style="list-style-type: none"> <li>WACC (負債-株式の加重平均資本コスト)</li> <li>株主資本コスト (投資者の期待リターン) など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ROIC (投下資本利益率)</li> <li>ROE (自己資本利益率) など</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>株価・時価総額</li> <li>PBR (株価純資産倍率)</li> <li>PER (株価収益率) など</li> </ul>

※ どの指標を用いるかについて一律の定めはありませんが、投資者ニーズ等を踏まえ、ご検討ください。

※ 資本コストは、現状分析を目的として把握をお願いするものであり、必ずしも精緻に算出していただくことが目的ではありません。

※ 東証では、資本コストやROEの考え方等について、セミナー資料やeラーニングの提供を行っておりますのでご活用ください。

東証 企業価値向上経営セミナー・シンポジウム : <https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/award/03.html>

東証 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>

## 分析・評価の観点とポイント

分析・評価の観点 (例)	ポイント
資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本収益性の分析・評価にあたっては、WACCとの比較でROICを、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられます。</li> <li>また、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとにROIC等を算出して、資本収益性の分析・評価を実施することも考えられます。</li> </ul>
資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> <li>資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、PBRが1倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆されます。</li> <li>PBR・PER等は、時系列の変化や、同業他社との比較などの観点でも、自社の現状について分析・評価することが考えられます。</li> </ul>

## 開示が期待される項目

### 現状評価

- 「現状分析」で実施した**自社の資本収益性や市場評価に関する分析・評価**について、投資者にわかりやすい形で示すことが期待されます。
- 資本コストの数値自体の開示は必ずしも求められませんが、**自社の資本コストについての考え方、計算手法など算出の背景にある考え方**などについて説明することが考えられます。
- また、資本収益性や市場評価に関しては、単年だけではなく、複数年など一定期間の状況を分析・評価することが考えられます。

### 方針・目標

- 資本収益性や市場評価に関して、**改善に向けた方針や、具体的な目標**について、投資者にわかりやすい形で示すことが期待されます。
- 目標とする指標は、自社の状況を踏まえて設定してください。なお、目標の設定にあたっては、**具体的な到達水準・到達時期を示す方法**のほか、**目指すレンジを示す方法や、ROEやEPS（1株当たり利益）の成長率など変化率のトレンドを示す形**も考えられます。
- **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、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安**と考えられます。他方で、既に1倍を超えている場合でも、更なる向上に向けた目標設定を行うことが考えられます。
- 現状の資本収益性や市場評価について、既に十分な水準が実現しており、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ます。

### 取組み・実施時期

- 資本収益性や市場評価の改善に向けた**具体的な取組みや、施策の実施時期**について、投資者にわかりやすく示すことが期待されます。
- 経営資源の適切な配分の実現に向けた取組みを示すにあたっては、たとえば、**グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」**で開示が求められている内容（事業のビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、成長戦略など）や開示例を参考にいただくことが考えられます。  
※ グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」の詳細はP8をご参照ください。
- **成長性等に関する投資家からの評価の改善という観点からは、自社の事業の方向性、成長の実現に向けたサステナビリティや知的財産を含む無形資産に関する取組み**についても併せて示すことが考えられます。
- 取組みの一環として、**役員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**など、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして、**経営陣の報酬制度を活用**していくことが考えられます。

## 開示の形式

- 改善に向けた方針や目標、具体的な取組みや実施時期の開示にあたって、開示を行う書類・フォーマットの定めはありませんが、たとえば、**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**などの中で示すことなどが考えられます。
- なお、いずれの形式で開示をしている場合でも、投資者における把握のしやすさという観点から、**開示を行っている旨やその閲覧方法（ウェブサイトのURLなど）**について、**コーポレート・ガバナンスに関する報告書の「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**をお願いいたします。
  - ※ 詳細については、別添の「コーポレート・ガバナンスに関する報告書」記載要領（改訂版）もご参照ください。
- グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示例については、以下のリンク先をご参照ください。

上場会社向けナビゲーションシステム：「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示例

<https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8470.html>

## 投資者との積極的な対話

- 「計画策定・開示」を行った後は、計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進するとともに、株主との対話に関するコーポレートガバナンス・コードの原則を踏まえつつ、**開示をベースとして、海外投資家を含む投資者との積極的な対話を実施**していくことが期待されます。
- プライム市場上場会社においては、投資者との対話の実施状況について、資料2「株主との対話の推進と開示について」のとおり、開示を行うことが期待されます。

## 継続的なアップデート

- 「計画策定・開示」の実施後も、**毎年（年1回以上）**、これまでの取組みや成果の状況に関する分析を行ったうえで、**開示のアップデート**をお願いいたします。
- 開示のアップデートにあたっては、**これまでの取組みの状況や目標の達成に向けた進捗状況、投資者との対話の状況、目標や取組みに変更がある場合にはその内容**について、投資者にわかりやすく示すことが期待されます。
- 開示のアップデートの時期について、一律の定めはありませんが、既に開示している計画に関して、大きな変更があった場合には、速やかに開示内容を更新することが期待されます。

## コーポレートガバナンス・コード（2021年6月改訂版）

### 【原則5-2. 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、**自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。**

#### 補充原則5-2①

上場会社は、経営戦略等の策定・公表に当たっては、取締役会において決定された事業ポートフォリオに関する基本的な方針や事業ポートフォリオの見直しの状況について分かりやすく示すべきである。

## 投資家と企業の対話ガイドライン（2021年6月改訂版）

### 1. 経営環境の変化に対応した経営判断

1-2. **経営陣が、自社の事業のリスクなどを適切に反映した資本コストを的確に把握しているか。その上で、持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて、収益力・資本効率等に関する目標を設定し、資本コストを意識した経営が行われているか。また、こうした目標を設定した理由が分かりやすく説明されているか。中長期的に資本コストに見合うリターンを上げているか。**

1-4. **経営戦略・経営計画等の下、事業を取り巻く経営環境や事業等のリスクを的確に把握し、より成長性の高い新規事業への投資や既存事業からの撤退・売却を含む事業ポートフォリオの組替えなど、果敢な経営判断が行われているか。その際、事業ポートフォリオの見直しについて、その方針が明確に定められ、見直しのプロセスが実効的なものとして機能しているか。**



- グロース市場では、「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示が制度化されており、1年に1回以上、進捗を反映した最新の内容を開示することが求められています

開示項目		主な記載内容
ビジネスモデル	事業の内容	➤ 商品・サービスの内容・特徴、事業ごとの寄与度、今後必要となる許認可等の内容やプロセス
	収益構造	➤ 収益・費用構造、キャッシュフロー獲得の流れ、収益構造に重要な影響を与える条件が定められている契約内容
市場環境	市場規模	➤ 具体的な市場（顧客の種別、地域等）の内容及び規模
	競合環境	➤ 競合の内容、自社のポジショニング、シェア等
競争力の源泉	競争優位性	➤ 成長ドライバーとなる技術・知的財産、ビジネスモデル、ノウハウ、ブランド、人材等
事業計画	成長戦略	➤ 経営方針・成長戦略、それを実現するための具体的な施策（研究開発、設備投資、マーケティング、人員、資金計画等） ※事業計画の対象期間については、上場会社各社の事業内容に応じて異なることを想定
	経営指標	➤ 経営上重視する指標（指標として採用する理由、実績値、具体的な目標値など）
	利益計画及び前提条件	➤ （中期利益計画を公表している場合）その内容及び前提条件
	進捗状況	➤ 前回記載事項の達成状況、前回記載した事項からの更新内容、次に開示を行うことを予定している時期
リスク情報	認識するリスク及び対応策	➤ 成長の実現や事業計画の遂行に重要な影響を与えうる主要なリスク及び対応策

※ グロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項」の開示例については、以下のリンク先をご参照ください。  
 上場会社向けナビゲーションシステム <https://faq.jpx.co.jp/disclo/tse/web/knowledge8470.html>