

## 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第 11 回）へのコメント

2023 年 8 月 29 日

野村アセットマネジメント 小池 広靖

### 【1】 資本コスト・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）【「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】

- 開示状況を見る限り、要請の意図は概ね正しく伝わっていると感じております。要請から 3 カ月余りでプライム市場の 31%が開示している点は評価できると感じます。大型、低 PBR 企業が中心となって開示が進んでいる点も想定通りであり、開示要請の主旨を丁寧に発信した成果であると思います。
- 一方、非大型企業やスタンダード市場、PBR が高い企業において開示率がまだ低い点は課題が残ります。今後、開示が全体として進むにつれ開示率自体は高まると推察しますが、横並びの形式的な開示に留まり、投資家の期待に合わない例が出てくるのが懸念として挙げられます。
- 開示を進める上で企業が考える課題は、投資家との認識ギャップが浮き彫りになっていると感じます。まず、企業だけでなく投資家も同じリスクを担っており、だからこそその開示要請である点は引き続き周知が必要です。パッシブ運用の割合が高まっていることについて、機関投資家の主なベンチマークとなっている TOPIX の構成銘柄に対し、実効性あるエンゲージメントを行うことは相当なコスト負担を伴う点は実務的な課題であると思います。また、投資家が投資を行う上で、企業の現状と目標を正しく理解することは必要条件であり、この点を伝えられないのは投資家との相互作用を期待する上場企業として更なる取り組みをお願いしたいところです。
- 「PBR が 1 倍を超えていれば、今般の要請は関係ない」という誤解があるとすれば、解いていく必要があると考えます。企業価値の向上のため、現状からさらに成長していくために必要なことは何か、そのためにステークホルダーとどのような会話が必要かを、検討・開示を促進させるように取り組むことが必要であり、PBR1 倍で合格点と思われるような状態は、グローバルな競争力の逸失に繋がると考えます。
- 開示が進まない、また要請の主旨に至っていないと思われる企業に対しては、良い取り組み事例や投資家との対話改善、投資家評価向上の例を継続的に取りまとめることで、その効果を示すとともに、投資家サイドも当該開示を対話の前提として活用することで、開示を促していくことが求められると考えます。

（資料 2）【「株主との対話の推進と開示」に関する企業の対応状況】

- 企業、投資家が“中長期的な企業価値向上に資するアジェンダ”ではないと考える場合、そのアジェンダがなぜ中長期の企業価値向上に資しないと考えているか、双方のギャップを埋めるのが対話であり、ギャップをまず共有することが必要です。その上で、取り組むべきことを双方で認識を合わせ、フィードバックをしていく継続的な取り組みを求めることが必要です。従って、対話の状況開示で、企業・投資家の認識と考え得るアジェンダやギャップを丁寧かつ真摯に継続的に発信することについて、主旨を（企業側、投資家側の双方に）改めて丁寧に説明することも有効ではないでしょうか。

(弊社実例)

- 野村アセットマネジメントでは従前より、資本効率性目標(ROE, ROIC)の設定や金融資産保有方針の明確化、同目標達成に向けた成長戦略・財務戦略の説明を求めて、エンゲージメント活動を進めてきました。
- 東証の3月の要請公表以降、企業の動きは加速していると感じています。上記のエンゲージメント活動による成果の実例を紹介します。
  - 大手タイヤメーカー  
当該企業は多額の政策保有株式を保有しており、弊社では2021年から政策保有株式の縮減を求めてきました。複数回のエンゲージメント活動の結果、2023年4月に「政策保有株式を純資産比20%以内に抑える」という定量的目標が設定されました（併せて、一部の政策保有株式の売却を実施しています）。
  - 中堅半導体メーカー  
当該企業は利益を安定的に計上しているものの、多額の金融資産が資本効率性低迷の要因となっていました。弊社は、役員業績連動報酬の指標が営業利益や純利益のみである点を問題視し、資本効率性指標を加えることを働きかけました。2023年にROEが連動指標に加えられ、今後は資本効率性に対する経営陣のコミットメントが強化されると期待しております。
  - 中堅運送会社  
当該企業は多額の金融資産を保有する一方で、金融資産の活用方針や資本効率性目標が設定されておらず、資産が有効活用されていない懸念があるとして、2021年から弊社は複数回エンゲージメント活動を行いました。当該企業は2023/6の中期経営計画公表に合わせて、成長戦略、ROE目標、株主還元方針を公表しました。公表後、当該企業の株価は大幅高となりましたが、資本効率性向上に向けた事業面・財務面両面での改革として、好評価をしております。
- 一方でエンゲージメント活動が依然として進まない課題例としては、下記が挙げられます
  - 取引先企業との関係悪化懸念から、政策保有株式売却を躊躇う事例
    - ◇ 例えば、食品・飲料メーカーと納入先である小売り・外食企業は株式持ち合いを行う事例が見られますが、その中には、両社ともに保有株式縮減の意向はありながら関係悪化を過度に懸念視している事例も見られます。このような事例においては、弊社が第三者の立場で両社の意向を共有し、政策保有株式縮減を促してまいりたいと考えています
  - 自社株買い等の単発的な株主還元に限る事例
    - ◇ 資本効率性向上に向けては継続的な施策が必要であると考えています。資本効率性目標の設定、中長期的な成長戦略・財務戦略の策定を促すことで、継続的な資本効率性向上を促す方針です。
  - 事業別資本効率性の開示が不十分な企業
    - ◇ 資本効率性の低い企業の中には、複数の事業を抱え一部の低収益事業が会社全体の業績の重石となっている場合が多く見られます。このような企業に対しては、事業別資本収益率の開示を積極的に促すことで、事業ポートフォリオ改革の契機とする方針です。
- 一部のROE>8%企業：ROEが8%を超える企業の中には、余剰金融資産の整理でROEの一層の向上が見込めるにも関わらず「ROEが8%を超えているため、資本効率性は問題ない」という一義的な判断のもと、財務改革に着目しない企業も見られ、こうした企業群に対しても正しいガイダンスが必要と感じています。

## 【2】 株主との対話の推進と開示について

---

ご参考までに野村アセットマネジメントのエンゲージメント体制についてご紹介をいたします。

2023年8月時点で、エンゲージメント活動に関わる関係者は下記の通りです

エンゲージメント推進室	10名
責任投資調査部	11名
グローバルリサーチ部（企業調査G）	20名
グローバルリサーチ部（クレジット調査G）	5名
合計	46名

2022年は、年間1,010件、520社のエンゲージメント・ミーティング（ほとんどが個別の対話）を実施しております。  
（野村アセットマネジメント責任投資レポート2022）

- P6に掲載された「課題・悩み」に関して
  - 一部の先進的な企業は別にして、こうした企業と投資家の実効性対話に向けた取り組みは始まったばかりのため、すぐには双方の理解が進むとは考えられず、もう少し様々な工夫が必要と考えています。多くの企業で、課題認識の共有が不十分であると感じ、こうした課題認識の共有のために会話や施策、工夫を行っていくことで、このギャップは埋めていくことが重要と感じます。例えば、会社は成長投資のために現預金を持っておきたいと考え、一方で投資家はいつまでにどのくらいの金額の投資が必要なのか戦略の裏付けのある具体的な計画を求めます。5年間で何百億円の成長投資枠を公表されても具体的な戦略がないと議論が深まりません。
  - 四半期ごとには難しいとしても、少なくとも半期や1年に1回は投資家との対話の機会をも設けて頂きたいと考えます。対話は1対1が理想的ですが、複数の投資家が参加する形式でも十分議論を行うことができます。また、調査にもあったようにIRチームと経営陣の情報共有、意思疎通を深めて頂くことも有効です。
  - ④、⑤については、ご紹介した弊社のエンゲージメント体制における継続フォロー先は600社を超えており、それらの会社とは有効な対話ができています。一方、それ以外の会社については対話機会が得にくい会社もあるのは事実です。実際、規模が小さく投資対象となりにくい会社にアクティブリサーチのリソースを割くことは現実的とは言えず、業界においても課題と考えています。パッシブで保有のある会社については、対話を希望するすべての会社については、弊社責任投資調査部のESGスペシャリストがESGや議決権行使に関する意見交換を行っています。ただリソースの課題は感じており、株主総会前などの繁忙期などは十分な時間をかける事ができているとは言えず、有効な対話において課題も残り、当社における経営課題として認識をしています。

## 【3】 グロース市場について

---

グロース市場の課題

- グロース上場企業小さいまま上場した後、短期の利益を意識せざるを得ず、大きな成長投資ができないことが課題

と考えます。スタートアップへの成長資金供給、投資家への投資機会の提供の観点では、上場の間口（流通時価総額の基準）は低い方が良いものの、これまでの実績を振り返ると、上場後の成長を後押しできていないのではないのでしょうか。その後の「高い成長可能性を実現」するためには、上場の間口は現状より厳しくすることで、①成長投資に十分耐える一定の企業規模を担保、②機関投資家の呼び込み、を推進する必要があるのではと感じます。

#### 機関投資家としての問題意識

- 一定の時価総額の企業が投資対象となるよう、例えば TOPIX はグロース市場からも新規採用を認めるなども検討に値するのではないのでしょうか。
- 小型株は最近では説明会の開催、1on1 のミーティングは実施されており、「対話の機会」は大型株と大差はないと感じています。一方で、投資家からの提案や意見を真摯に受け止めて経営に反映させるという点においては小型株の方が、相対的に意識が低いと感じています。これは経営陣の意識の低さが課題の一つであると考えており、今後の課題であると思います。
- 企業側の現状として、形式要件（ガバナンス体制、情報開示、認証取得など）に関しては、コスト、必要性、社内リソースなどの面での対応困難との考えがみられます。また、事業戦略（成長戦略、ROIC、利益率の向上、事業ポートの整理など）については、理解はするが取引先との力関係やビジネスモデル的に難しいとの意見を聞きます。
- 上場後の適時開示、監査法人とのすり合わせ等の情報公開のコストがかかり、それが企業規模の小さいグロース市場の上場会社にとって負担になる点は理解できますが、機関投資家が投資するには必要な情報開示は不可欠ではないのでしょうか。情報開示の方法等に不慣れな場合は、どのような方式で情報開示をすべきか、東証からサポートガイダンスを強化、充実する等の対応も検討してはどうでしょうか。
- 上場後に、公募増資が accretive と認知されるために高い ROE が期待させることが必要であり、グロース市場に上場する企業においても、資本効率性に対する積極的な情報発信が必要と考えます。

#### グロース市場を育てるための提案等

- グロース市場はそのコンセプト上、成長が維持できない限りは居座りをさせない仕組みも必要です。この観点では、現在のグロース市場の上場維持基準のうち、「上場 10 年経過後に、時価総額 40 億円以上」は見直す余地はあるのではないのでしょうか。少なくとも機関投資家の投資対象になる一定金額としても良いと考えます。
- 上場後の積極的な資金調達や M&A を促すために、公募増資の際の資金使途の開示を柔軟化することも一案ではないのでしょうか。
- PE ファンドの上場等によって、非上場企業にたいしても資金が入るようにすれば、日本のスタートアップに対する資金調達の多様化として取引所としても貢献できるのではないのでしょうか。
- クロスオーバー等の制度の充実により公募投信等と共に未上場株式への投資機会が可能となれば、その段階で未上場企業へのエンゲージメントや対話も行われ、上場前から機関投資家との対話が行われることで、上場後に市場が何を企業に求めているかなども理解が進むと考えます。

以上