

初版

投資者の目線とギャップのある ポイントと事例（案）

東京証券取引所

2024年11月●日 初版



※ 本資料は、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第18回会合（2024年10月31日開催）での議論用に作成されたドラフト版です。当会議での議論を踏まえ、必要な更新を行ったうえで、2024年11月中旬を目途に、事例集と併せて確定版を公表する予定です。

はじめに 4ページ

I. 現状分析・評価 6ページ

- ① 現状分析が投資者の目線とズレている
- ② 表面的な現状分析・評価にとどまる
- ③ 目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない

II. 取組みの検討・開示 10ページ

- ① 目標設定が投資者の目線とズレている
- ② 不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない
- ③ 業績連動の役員報酬が、中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとなっていない
- ④ 取組みを並べるだけの開示となっている

III. 対話・アップデート 15ページ

- ① 合理的な理由もなく、対話に応じない
- ② 対話の実施状況の開示が具体性に欠ける
- ③ 課題の分析や追加的な対応の検討を機動的に行わない

はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．対話・アップデート

- ◆ 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**」をお願いしておりますが、上場会社の皆様の検討の参考にしていただくため、**2024年2月に「投資者の視点を踏まえたポイントと事例」を公表**いたしました。
- ◆ 今般、最近の投資者からのフィードバック等を踏まえて、「**投資者の視点を踏まえたポイントと事例**」に新たなポイントや事例等を追加するとともに、反対に、「**投資者の目線とギャップのあるポイントと事例**」について、本資料において取りまとめ、公表いたします。
- ◆ 本資料を通じて、投資者の目線とギャップが生じやすいポイント等について理解を深めていただくことで、**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や取組みのブラッシュアップのためにお役立ていただけますと幸いです。**

はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．対話・アップデート

ギャップ事例①

現状分析が投資者の目線とズレている

事例 a（実際の開示例を元に加工）

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

当社のROEは5.0%と、CAPMで算出した株主資本コスト4.0%を超過しています。

また、直近のPBRは1.1倍で、1倍を超えて推移しています。

当社では、引き続き、資本コストや株価を意識した経営を推進してまいります。

投資者のコメント

✓ 投資者が認識する水準から乖離した株主資本コストを用いており、実効的な目標設定や取組みに繋がらない
⇒ CAPMでは投資家の想定よりも低い値となることがよくあるため、その他の算出方式もあわせて用いることや、投資者に意見を聴くなど、投資者との目線にズレが無いことを確認することが考えられる
→ポイントI. ①（資料3-8ページ）※

✓ ROEが株主資本コストを少し超えていれば、もしくは、PBRが1倍を少し超えていれば、更なる向上を目指す必要はない、ということではない
⇒ 過去との比較といった時系列の分析も行いつつ、現状から更に向上していくための積極的な取組みを期待している
→ポイントI. ②（資料3-10ページ）

事例 b（実際の開示例を元に加工）

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

当社のROEは10.0%と、株主資本コストを超過している一方で、PERは9倍と低く、PBRは1倍割れの水準で推移しています。

PERが低い要因は、当社の事業に対する投資者の理解が十分ではないとことだと考えており、今後、IR活動の強化により、PERやPBRの向上に取り組んでまいります。

✓ PERが低い要因について、投資者の理解不足（IR不足）と結論付けているが、必ずしもそうとは限らない
⇒ IR不足が原因ということもあるかもしれないが、そもそもの事業戦略・成長戦略が評価されておらず、収益の持続性や成長性に投資者が確信を持てていないという可能性もあるので、本質的な課題の分析を期待している
→ポイントI. ②（資料3-10ページ）

ギャップ事例②

表面的な現状分析・評価にとどまる

事例 a (実際の開示例を元に加工)

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

当社は、毎事業年度の期末決算確定後、外部専門家の協力を得て資本コストを算定し、取締役会に報告しています。

取締役会は、直近事業年度を含め継続的に、資本コストを上回る資本収益性が確保されていることを確認しています。

※ 資本収益性/資本コストの具体的な水準や目標設定への言及無し

投資者のコメント

✓ 「資本コストを上回る資本収益性が確保されていることを確認している」という記載だけでは、**具体的にどのような確認を行ったのか、中長期的にどのような姿を目指すのかが分からず、対話の深化に繋がらない**

⇒ 資本コストを上回る資本収益性の確保するだけで満足せず、更なる向上を目指して目標設定・取組みの検討を進めていくことが期待される

→ **ポイント I. ② (資料3-10ページ) & ポイント II. ① (資料3-15ページ)**

事例 b (実際の開示例を元に加工)

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応

当社では、中長期的な企業価値上に向けて、2022年度にスタートした「第○次中期経営計画」(2024年度まで)に基づき、取組みを進めております。

(過去に公表した中期経営計画のURLを掲載)

※ リンク先の中期経営計画を見ても、資本収益性や資本コスト、市場評価を意識した分析・評価、取組みはほぼ見られない

✓ 過去に発表した中期経営計画等のリンクを提示するだけの開示で、リンク先の資料を見ても、十分な検討を行っているとは言い難く、**経営層の危機感が弱いと感じてしまう。また、中長期目線の投資家は、中期経営計画よりも長い期間の収益性・成長性等を考慮して投資判断を行っており、期間のスコープにもズレがある。**

⇒ 必ずしも中期経営計画の枠組みにとらわれることなく、現在の取組状況や進捗が投資家の期待に答えられているのか検証し、改善の必要があれば、積極的に見直しを行っていくことが期待される →

ポイント I. ② (資料3-10ページ) & ポイント III. ④ (資料3-26ページ)

ギャップ事例③

目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない

事例 a（実際の開示例を元に加工）

株主還元の強化

株主資本コスト上回るROEを確保するため、本中計期間中（2025年度まで）の配当性向について、従来の30%から50%に引き上げることとします。

また、本中計期間中に、総額100億円の自社株買いを実施します。

※ 目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針への言及は無し

投資者のコメント

- ✓ 目指すバランスシートの姿やキャピタルアロケーションの方針に関する検討が十分に行われておらず、**目先の株価対策、一過性の対応として株主還元を行っていると感じる**
- ⇒ 中長期目線の投資者の支持を得るためには、中長期的な企業価値向上に向けて、**どのようなバランスシートを目指すのか、また、その実現に向けて、手元にある/将来獲得するキャッシュを、成長投資や株主還元等にどう配分していくのかを、十分に検討し、株主・投資者に示すことが重要**
→ポイントI. ③ (資料3-12ページ)

事例 b（実際の開示例を元に加工）

政策保有株式の縮減

中期経営計画の最終年度である2025年度までに、政策保有株式の保有割合を連結純資産額の10%以下の水準にすることとし、総額約200億円の政策保有株式について、段階的に売却を進めていきます。

※ 目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針への言及は無し

- ✓ 政策保有株の縮減を掲げるのは良いが、**売却して得た資金について、成長投資や株主還元など、何に振り向けていくかが示されていないと、ただ売却するだけで、ポジティブな投資材料とはなり難い**
- ⇒ 政策保有株を売却して得た資金を含めて、中長期的なキャピタルアロケーションの方針を開示することが期待される
→ポイントI. ③ (資料3-12ページ)

はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．対話・アップデート

ギャップ事例①

目標設定が投資者の目線とズレている

事例 a（実際の開示例を元に加工）

当社のROEは概ね3%台と低位に推移し、PBRも1倍を下回っている状況が続いております。
(略)

2027年に到達する目標として、ROE5%を目指し、今後の事業の更なる成長と収益性向上を図るため、中期経営計画で掲げる取組みを進めてまいります。 ※ 資本コストへの言及は無し

投資者のコメント

- ✓ 設定しているROE目標が、資本コストよりも低い水準となっている可能性がある
- ⇒ 自社の資本コストをきちんと把握したうえで、それを上回る目標を設定し、開示の中で資本コスト水準と目標との関係性に言及することが期待される → **ポイントⅡ. ① (資料3-15ページ)**

事例 b（実際の開示例を元に加工）

当社のROEは6%と、CAPMで算出した株主資本コスト5%を超過しているものの、投資者へのヒアリングベースで把握した当社の期待リターン7%を下回っており、投資者の期待に応えられていない点が課題と認識しております。

中期経営計画で掲げる各種取組みを着実に推進することにより、2035年までにROE8%の実現を目指してまいります。

- ✓ 投資者目線の期待リターンを踏まえた目標設定は良いが、それほど高くない目標に対して、あまりに先の期限が設定されていると、経営者が本気で実現したいと考えているのか疑問を感じてしまう
- ⇒ 目標設定の水準だけでなく、達成するまでの期間についても、投資者の目線を踏まえて設定することが重要 → **ポイントⅡ. ① (資料3-15ページ)**

事例 c（実際の開示例を元に加工）

当社は、持続的な成長を通じて中長期的に企業価値を向上させるため、『売上高・営業利益・営業利益率』を重視し、中期経営計画において、それぞれの目標値を開示しています。

資本コスト及び資本収益性についても把握しておりますが、まずは『売上高・営業利益・営業利益率』を重視することで財務数値の改善を図ってまいります。 ※ この他に資本コスト及び資本収益性への言及は無し

- ✓ 売上や利益など、PLベースの目標設定のみで、バランスシートを意識しながら、資本をいかに効率的に活用して稼ぐかという観点が希薄
- ⇒ 中長期目線の投資者からの支持を得るためには、バランスシートをベースとした資本効率など、投資者が重視する指標を目標設定に用いることが期待される → **ポイントⅡ. ① (資料3-15ページ)**

ギャップ事例②

不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない

事例（実際の開示例を元に加工）

事業ポートフォリオの見直し

当社では、収益力の向上にむけて、今後、市場拡大が見込まれる〇〇分野への進出を目指し、積極的なM & Aを検討してまいります。

また、現状、収益性が低迷しているx x事業については、2027年までに合計x x億円の投資を行い、収益性の改善に取り組めます。

投資者のコメント

- ✓ 成長分野への投資や既存事業の収益性改善はもちろん重要だが、中長期的な企業価値向上の実現に向けて、それだけでは不十分
- ✓ 日本は、既存の事業をやめられない企業が多いが、**収益性が資本コストを継続的に下回っており、改善する見込みもないのに、縮小・撤退しないという判断は説得力が無い**
- ⇒ **不採算事業の縮小・撤退（売却・カーブアウトなど）も含めた抜本的な対応を検討すべき**
→ **ポイントⅡ. ②（資料3-16ページ）**
- ⇒ 既存事業の縮小・撤退について、検討状況を具体的に公表するのは難しいケースもあるだろうが、**縮小・撤退に関する方針や考え方を示すだけでも、投資家にとって安心材料となる**

ギャップ事例③

業績連動の役員報酬が、中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとなっていない

事例 a（実際の開示例を元に加工）

当社では、役員の企業価値向上への貢献意欲をより一層高め、経営計画で掲げた目標を確実に達成するため、下表のとおり、経営指標に連動した業績連動報酬を導入しています。

名称	比率 ※ 業績連動報酬に係る目標 達成率100%の場合	決定方法
基本報酬	60%	固定額
業績連動報酬	40%	「売上高成長率」及び 「営業利益成長率」の目標 達成状況に応じて決定 (評価ウェイト50%ずつ)

投資者のコメント

- ✓ 業績連動報酬を導入しているのは良いが、連動する指標が売上や営業利益などPLベースのものばかりで、それでは不採算事業からの撤退を妨げてしまう恐れがあるなど、効率的に資本を活用するという意識に繋がらない
- ⇒ 役員報酬を投資者と目線をあわせるためのツールとして活用するため、TSRやEPS、エクイティ・スプレッドなど、投資者が重視する指標との連動を強めることが期待される
→ポイントⅡ. ④ (資料3-18ページ)

事例 b（実際の開示例を元に加工）

当社では、役員の企業価値向上への貢献意欲をより一層高め、経営計画で掲げた目標を確実に達成するため、下表のとおり、経営指標に連動した業績連動報酬を導入しています。

名称	比率 ※ 業績連動報酬に係る目標 達成率100%の場合	決定方法
基本報酬	60%	固定額
業績連動報酬	40%	「売上収益」及び「当期利益」の期初公表予想値の達成度合いに応じて決定 (評価ウェイト50%ずつ)

- ✓ 業績連動報酬の決定方法が、期初に公表した「業績予想値」を基準としたものとなっており、これでは業績予想値を低く出す誘因となってしまう懸念がある
- ⇒ 業績予想値を基準とすることが一律に否定されるわけではないが、中長期的な企業価値向上に向けた健全なインセンティブとなるよう、慎重に役員報酬を設計することが期待される
→ポイントⅡ. ④ (資料3-18ページ)

ギャップ事例④

取組みを並べるだけの開示となっている

事例（実際の開示例を元に加工）

企業価値向上の実現に向けて、以下の取組みを行ってまいります。

1. 収益力の向上

中期経営計画に掲げた各種戦略を着実に展開し、収益力を強化

2. 成長投資

〇〇事業を当社の新たな成長事業と位置付け、取組みを加速

3. 株主還元の拡充

現在の配当水準を基本とし、利益増加により得た資金については、成長投資と配当に振り分け

4. コーポレート・ガバナンスの強化

経営陣の指名と報酬に関する透明性と客観性を高め、ステークホルダーの期待に応えることを目的に、指名・報酬委員会を設置

5. IR活動の強化

当社の市場認知度を向上させるため、各種媒体を通じた情報発信、決算説明会や投資者との個別ミーティングを拡充

※ その他の開示資料でも、上記取組みに関する定量的な説明は無し

投資者のコメント

✓ 他社でも当てはまるような**具体性のない取組みが並び、定量的な説明もない**ため、**将来の企業価値向上にどのように寄与するのか判断ができない**

⇒ 定量的に示すことが難しい場合であっても、**各取組みがどう課題を解決し、どのような経路で企業価値向上に寄与していくのか、企業・経営者としての考えをできるだけ具体的に、わかりやすく示すことが期待される**

→ポイントⅡ. ⑤（資料3-19ページ）

はじめに

I．現状分析・評価

II．取組みの検討・開示

III．対話・アップデート

ギャップ事例①

合理的な理由もなく、対話に応じない

事例（実際のやりとりを元に加工）

個別面談の機会をいただきたい



投資者



企業 a

I R 体制が十分に整っていないので、個別面談は一律でお断りしている



企業 b

海外投資家との面談は一律でお断りしている



企業 c

フェアディスクロージャーの観点から、個別面談は一律でお断りしている

投資者のコメント

✓ 個別面談を依頼しても、納得できる理由もなく断られてしまう。C Gコード 第五章（株主との対話）の原則をコンプライしているにもかかわらず、合理的な理由もなく対話に応じないというのは、**形式的なコンプライと言わざるを得ない**。また、**成長戦略・資本政策の理解を深めることや、投資者の見方を伝えることを目的として個別面談を依頼**しており、インサイダー情報を聞きたいということではないため、**フェアディスクロージャーを理由に面談を断るのはズレている**。

⇒ 株主や投資者との**対話に応じる体制を整えることは、上場会社である以上、最低限求められる対応**。繁忙期があるのは理解するが、そうでない時期には、できる限り対応していただきたい→**ポイントⅢ. ①（資料3-22ページ）**

事例（実際のやりとりを元に加工）

貴社のガバナンス体制や、取締役会での検討状況について理解を深めるため、社外取締役と対話したい



投資者



企業 d

社外取締役は多忙のため、面談に応じることはできない



企業 e

社外取締役は事業の知識・理解が浅いので、代わりに、社内の者が対応する



企業 f

当社は、社外取締役との面談は一律でお断りしている ※ 具体的な理由なし

✓ 社外取締役との面談を依頼しても、多忙や知識・理解が浅いことなどを理由に断られてしまう（C Gコードに関する指摘は上記と同様）

⇒ 社外取締役は、社外の観点を持ちながら取締役会での議論に加われる立場であり、**本来、少数株主の立場を代弁する役割を担うべき存在**。その観点から、社外取締役は、**株主・投資者ともコミュニケーションを図り、株主・投資者の考えの理解に努めるべき**

⇒ 投資者も、社外取締役の場合、事業に対する知識・理解が浅いケースもあることは十分に承知している。社外取締役に確認したいのは、**ガバナンスが十分に機能しているか、課題はあるか、また、経営課題に関して取締役会でどのような議論が行われているか**ということ→**ポイントⅢ. ①（資料3-22ページ）**

ギャップ事例②

対話の実施状況の開示が具体性に欠ける

事例 a（実際の開示例を元に加工）

株主との対話の実施状況等

当社は、中期経営計画をはじめとした幅広い I R 情報を公平かつタイムリーに開示しております。また、株主総会・決算説明会等において、株主や投資者との建設的な対話を行っています。なお、I R 活動に際しては、インサイダー取引防止に関する社内規則の遵守を徹底しています。

投資者のコメント

✓ 「対話の実施状況等」とあるが、開示の内容が対話の方針にとどまっている。また、決算説明会など、一方向で説明するだけの場合には、対話の機会とは言い難いケースもある。

⇒ 対話の実績や得られたフィードバックなどを開示することにより、株主・投資者との間の建設的な対話を通じて、取組みのブラッシュアップを行っていることを示すことができる

→ポイントⅢ. ③（資料3-24ページ）

事例 b（実際の開示例を元に加工）

株主との対話の実施状況等

2023年度は、機関投資家・アナリスト向けの決算説明会を2回、個別ミーティングを30回実施し、中期経営計画の進捗や決算概要・業績予想、株主還元等について対話を行いました。個人投資家向けには、会社説明会を4回、展示会への出展を2回実施しました。

✓ 対話の実施状況として各 I R 活動の開催回数のみが開示されており、対話の内容についても一般的な記載にとどまっている

⇒ 対話の実例や、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たかなどを示すことで、経営陣や取締役会が主体的に関与していることが伝わり、更なる対話・エンゲージメントの深化に繋がっていく →ポイントⅢ. ①（資料3-22ページ） & ポイントⅢ. ③（資料3-24ページ）

ギャップ事例③

課題の分析や追加的な対応の検討を機動的に行わない

事例（実際の開示例を元に加工）

2023年6月に開示した経営指標に関する進捗状況は以下のとおりです。いずれの指標についても目標値には到達していませんが、引き続き、2025年度末時点における目標達成に向けて取り組んでまいります。

	2024年 3月期		2025年 3月期	2026年 3月期
	目標	実績	目標	目標
売上高	〇〇億円	〇〇億円	〇〇億円	〇〇億円
経常利益	〇億円	〇億円	〇億円	〇億円
ROE	8%	4.5%	10%	12%
PBR	1.0倍	0.6倍	1.2倍	1.4倍

 投資者のコメント

- ✓ 進捗状況の数値の提示にとどまっており、計画どおりに進捗していないものの、改善に向けた対応が示されていない
- ⇒ 進捗状況を開示する際、当初の計画と乖離が見られるのであれば、その乖離の要因をどう分析・評価しているのか、改善に向けてどのような対応を検討しているのか、会社自身の言葉で説明することが期待される
- ⇒ 中長期目線の投資者の信頼を獲得していくためには、仮に計画が十分に進捗していなかったとしても、きちんと合理的な説明や対応策を提示していくことが重要
→ [ポイントⅢ. ④（資料3-26ページ）](#)



【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・譲渡することは強く禁じられています。