

市場区分の見直しに関するフォローアップ会議（第 18 回）へのコメント

2024 年 10 月 31 日

野村アセットマネジメント 小池 広靖

(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」に関する開示企業一覧表の見直しについて

見直し①【アップデート日付】の明示 について

- 開示企業一覧表において、新たに情報を追加した場合、アップデート日付の明示に賛成します。もともと、重要なのはその開示内容であることは言うまでもありませんが、資本コストや株価を意識した経営の実現に積極的な対応を行っている企業にとって、直近日付を明記することにより投資者からの注目をより集められることは、有効なインセンティブになるのではないのでしょうか。また、日付を明示することで、フィードバックを受けながら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、一時的ではなく継続的に取組みを行う仕掛けになると考えます。
- 既に実施済の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の進捗や成果を確認し、同時に、浮かび上がった問題点を把握して今後取り組むべき課題を明確にすることも重要です。当該開示をアップデートする際に、これまでの取組み状況の自己評価も併せて掲載することで、取組みの実効性とスピードが向上するのではないのでしょうか。

見直し②【機関投資家からのコンタクトを希望】する企業の明示

- 機関投資家からのコンタクト希望する企業を明示することは、企業側、および機関投資家間のコミュニケーション促進に寄与するものであり、異論ありません。
- 一方で、以前も言及させて頂きましたので改めてとなりますが、機関投資家とコンタクトが実現したからといって、必ずしも投資が増えるものではないことは、企業側の皆様にも十分にご理解頂きたいところです。企業の取組みを踏まえて、投資家にとって魅力的な投資対象であるか、他投資先と比較、検討をしていくこととなります。
- いずれにしましても、当取組みによって、コンタクトの状況やその後の企業および投資家の行動を丁寧にフォローし、必要に応じて、改善につなげて頂きたいと考えています。
- なお、当該項目にチェックがされていない企業については、既に活発な対話をしているためにチェックが不要なのかどうか分かるように、アップデートした時点での機関投資家とのコンタクトの状況を追記するとより分かりやすくなるのでは

ないでしょうか。

見直し③【検討中】の状況説明と掲載期間の設定

- 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」が「検討中」の場合、その状況説明と掲載期間の設定に賛成致します。現在は、「検討中」と開示される企業がどの程度真剣に検討しているかを判断することは難しいと感じています。その意味で、開示見込み時期の記載、掲載を半年とすることで、企業側への開示に対する要請の実効性が高まることが期待されるのではないのでしょうか。

(資料 3)

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（案）

- この半年強の開示例を踏まえ、好事例がさらに追加されることで、後続の企業が分かりやすく開示する参考になるものと考えます。そうすることで全体の底上げに繋がり、市場とのコミュニケーション活性化に繋がるものと期待します。好事例として取り上げられる企業にとっても、投資家からの注目を集めることができるというインセンティブにもなるのではないのでしょうか。
- その上で、改めて申し上げるまでもありませんが、「資本コストや株価を意識した経営」を絵に描いた餅に終わらせず、実効性のある施策として落とし込んだ上で、着実な実施がなされることが重要です。実効性を担保する施策としては、例えば、資本コストや株価を意識した経営がどのように、「報酬ガバナンス」「指名ガバナンス」に反映されているのか、報酬制度において、資本収益率、株主総利回りが十分にビルトインされているのか、経営者を年単位で評価する仕組みになっているのか、等が挙げられるかも知れません。いずれにしても、「資本コストや株価を意識した経営」を実現するための方策を報酬・指名ガバナンスにビルトインさせることが重要ではと考えています。

(資料 4)

投資者の目線とギャップがあるポイントと事例（案）

- 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」では、投資家にとって有益な情報となるものがある一方で、具体性のない一般的な表現で目標や取組みを語られているような、そういう事例も残念ながら散見されているのが現状かと感じます。
- 例えば、資本コストに対する基本的な理解、つまり、資本コストを上回る投資機会がある場合に積極的な事業投資を行う必要がありますが、そうでない場合は還元すべき、言い換えれば、単に成長投資を増やし、売上を伸ばす事を目指す計画は、条件によっては企業価値を毀損する事理解がなされているか、といった観点からは疑問が残る例も散見されるところです。

- 資料 15 ページの投資家のコメントにあるように、フェアディスクロージャーを理由に投資家との面談を断るケースも実際あります。この点に関しては、フェアディスクロージャーと投資家との対話の違いについて十分に理解されていないように思います。また、当社においては、エンゲージメントで一定期間の進捗が芳しくない場合に、社外取締役との面談を通して改善を促しています。そのうち、約 2 割程度は前向きな対応をしていただけますが、残りは面談が長期間にわたり実現しないか実質的に拒絶されるケースも見られます。もちろん、中には社外取との面談が行われない場合でも我々の要望を聞き入れてくれる場合もありますが、おおよそ半分程度は社外取締役との面談が実現しないため対話が進展せず、改善への取組みも進んでいないと考えられます。
- このように、日々企業の方とコミュニケーションをする中でも投資家との間に依然として認識ギャップがあるのではないかと感じており、改善する余地は大きく、またその必要性も高いと考えています。

(資料 8)

企業行動規範の見直し

- 現在の M&A 指針自体が米国と比較して緩やかであり、グローバル水準を目指す、という意見に賛成致します。具体的には、利益相反になりうる事象の開示、インサイダーにとって有利な点の開示、フェアネスオピニオンの取得、将来財務予測の詳細開示などは、有効な施策ではないかと考えているところです。
- 支配株主による完全子会社化と MBO は支配構造が異なり、利益相反の程度も幅も広いものと考えられます。特別委員会の設置、意見表明を原則強制としながら、利益相反の大きい事案については補完的な意味合いで MOM、外部フィナンシャルアドバイザーによる評価額算定、フェアネスオピニオンを求めていくといったあたりが、現在の市場の実情に沿った対応ではないでしょうか。活用にあたっては、第三者機関による企業価値算定やフェアネスオピニオンが日本では十分に普及していない点や、信頼性が十分かといった点も考慮していく必要があります。
- 特別委員会における検討内容や議事録の開示は、強要すると特別委員会の機能委縮や形骸化をもたらすことが懸念されますが、一定程度開示を強化し透明性を高めることで、投資家はその判断の是非を十分に検討できることは必要なことのように思います。
- なお、資料 6 ページにあるように、既に CG コードや運用会社の議決権基準よりも企業行動規範における基準が緩いものに関しては、せめてコードが求めるものに合わせ、実効性確保措置の対象としてはどうでしょうか。例えば、取締役である独立役員の確保（1 名以上）などは見直し対象としても良いように思います。

以上