

投資者の視点を踏まえたポイント

東京証券取引所

2024年 2月 1日 初版
11月21日 改訂



本資料は、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」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の参考としていただくことを目的として、**国内外の多くの投資者との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例等**を取りまとめたものです。

※ 本資料に掲載している事例は、資本コストや株価を意識した経営に取り組む上場会社における検討の参考としていただくため、情報提供のみを目的として取り上げているものであり、特定の銘柄に関する投資勧誘など、それ以外の目的で掲載するものではありません。

Index

はじめに **4ページ**

I. 現状分析・評価 **7ページ**

- ① 投資者の視点から資本コストを捉える
- ② 投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する
- ③ バランスシートが効率的な状態となっているか点検する

II. 取組みの検討・開示 **14ページ**

- ① 株主・投資者の期待を踏まえた目標設定を行う
- ② 経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う
- ③ 資本コストを低減させるという意識を持つ
- ④ 中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う
- ⑤ 中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

III. 対話・アップデート **21ページ**

- ① 経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する
- ② 株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う
- ③ 対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる
- ④ 目標設定や取組みを継続的にブラッシュアップする

はじめに

I. 現状分析・評価

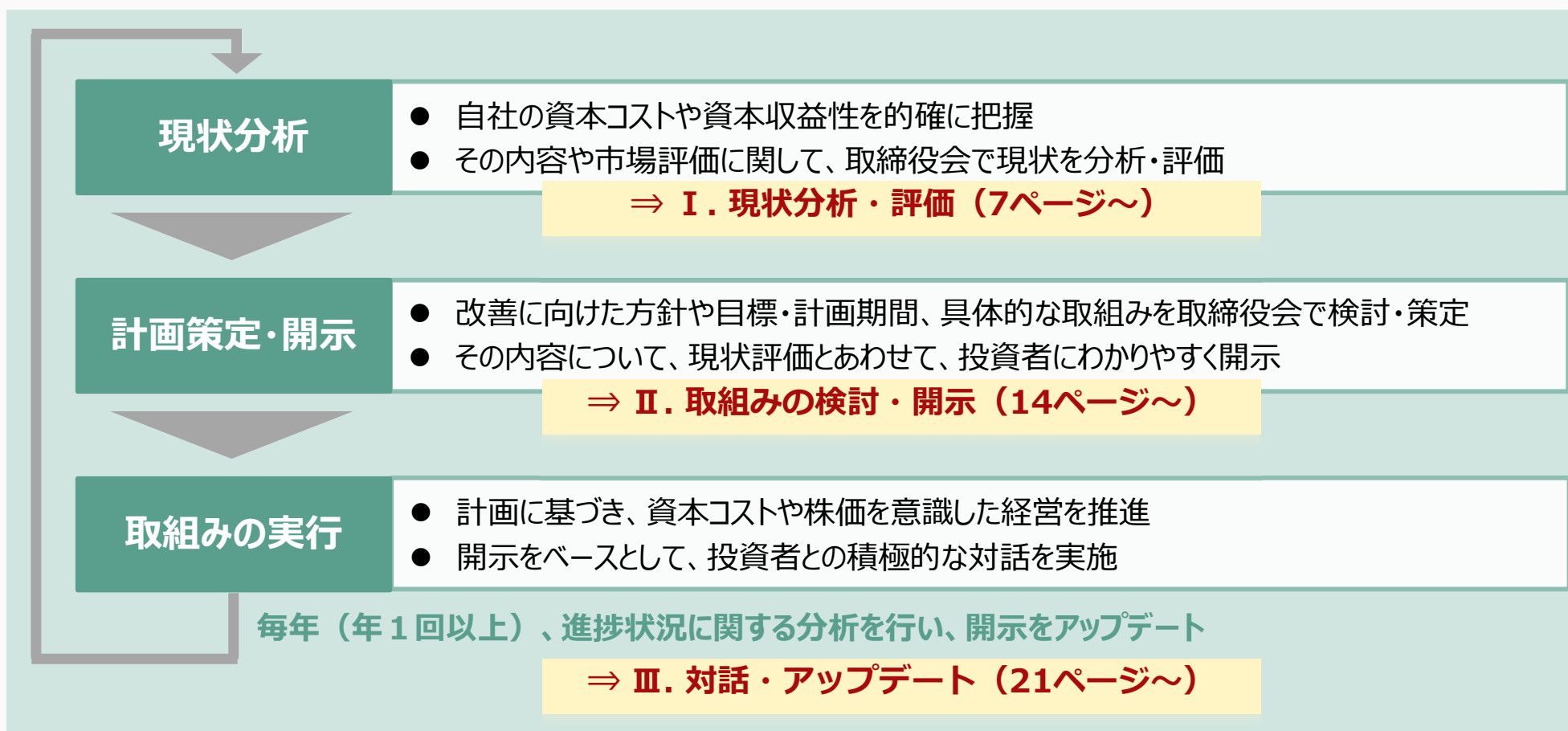
II. 取組みの検討・開示

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**」をお願いいたしました。その後、多くの上場会社において取組みが進められておりますが、**国内外の株主・投資者からは、各企業の取組みの更なる進展を期待する声**が多く寄せられております。
- ◆ 本資料は、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の参考としていただくことを目的として、**国内外の多くの投資者※との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例**を取りまとめたものです。
 - ※ 2023年4月以降、中長期の企業価値向上を重視する投資者（アクティブファンドなど）を中心として、国内外の延べ300社超の投資者と面談を実施
 - ※ 2024年2月に公表した初版から、最近の投資者からのフィードバック等を踏まえて、新たなポイントや事例等を追加しています。なお、**中長期的な企業価値向上の実現に向けて必要となる取組み**は、当然ながら、**各社の状況によって異なる**ものです。本資料で取り上げている対応のポイントや取組みの事例を参考にしつつ、**経営陣・取締役会が主体となり、自社の現状を十分に分析・評価したうえで、取組みを推進していただくことが期待されています。**
- ◆ 上場会社の皆様におかれましては、単に要請に応じるために対応するということではなく、**国内外の株主・投資者からの期待が高まっている現状を、ぜひ企業の変革を進めるための良い契機として捉え、積極的な対応をお願い申し上げます。**

- ◆ 本資料は、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて実施をお願いしている一連の対応について、各ステップごとに、投資者が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事例をまとめています。
- 取組みの事例の詳細は資料4（プライム市場）及び資料5（スタンダード市場）にまとめておりますので、そちらも併せてご参照ください。

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて求められる対応



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

「資本コストや株価を意識した経営」の主目的は、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の抜本的な取組みを推進することにより、**中長期的な企業価値向上と持続的な成長を実現**することですが、**その実現に向けた第一歩が、現状の分析と評価**です。

- ◆ 分析・評価にあたって、まずは、資本収益性を評価するために必要となる**資本コストを的確に把握**することが必要となりますが、その際、**投資者の視点から資本コストを捉える**【ポイント①⇒8ページ】ことが期待されています。
- ◆ そのうえで、資本収益性や市場評価に関して、**取締役会で現状を分析・評価**することが求められますが、その際、単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけではなく、資本収益性や市場評価に関して、**投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する**【ポイント②⇒10ページ】ことが期待されています。
- ◆ また、「資本コストや株価を意識した経営」の本質は、中長期的な企業価値向上に向けた「**経営資源の適切な配分**」を実現することであり、上記の分析・評価とあわせて、価値創造に向けて自社の**バランスシートが効率的な状態となっているか点検する**【ポイント③⇒12ページ】ことも期待されています。

ポイント①

投資者の視点から資本コストを捉える

解説

- ◆ 株主資本コストを推計する手法として、多くの企業ではCAPM（資本資産価格モデル）が利用されていますが、その算出値はあくまでも一つの推計値です。
- ◆ 株主資本コストは「投資者の期待収益率」であるという観点からは、必ずしもCAPM等のモデルを用いて算出すればそれだけでよいということではなく、資本コストの水準について、「株主・投資者と認識が揃っているか」ということがポイントとなります。
- ◆ こうした株主・投資者との共通理解を醸成するため、たとえば、
 - 自社で認識している資本コストの水準と併せて、算出に用いたモデル・パラメータを開示
 - 複数のモデル・パラメータを用いて分析
 - 説明会や面談を通じて、株主・投資者に自社の資本コストの水準についてヒアリング
 などを行い、投資者の視点から資本コストを把握することが期待されています。

取

組

例

コンコルディア・フィナンシャルグループ（7186・プラ）

株主資本コストについて、CAPMに加えて株式益利回りに基づく算出も行い、認識する水準をレンジとして提示
(→資料4-57ページ)

出光興産（5019・プラ）

CAPMベースの資本コストと市場の期待リターンとの間には乖離があるという認識を提示したうえで、ROE目標の上方修正を表明
(→資料4-40ページ)

テクノスマート（6246・スタ）

株主資本コストの水準と併せて、算出モデルやパラメータの設定内容を開示
(→資料5-10ページ)

トレンドマイクロ（4704・プラ）

資本コストに関して毎四半期の決算説明会でアナリスト・機関投資家にアンケートを実施し把握
(→資料4-36ページ)

New! チェンジホールディングス（3962・プラ）

株主資本コストに関して、サイズプレミアム（規模が小さい企業の株式に対して追加的に適用されるリスクプレミアム）を考慮して算出
(→資料4-81ページ)

New! 三菱食品（7451・スタ）

ヒアリングにより投資者の期待リターンを把握し、CAPMに基づく算出値との乖離を認識したうえで、エクイティスプレッドの確保を意識した目標を設定
(→資料5-16ページ)

- ◆ 東証では、資本コストなど、投資者視点を踏まえた企業価値向上経営を行ううえで基礎となる知識や情報に関する理解を深めていただくため、過去に実施した「**企業価値向上経営セミナー**」の資料・講演録の掲載や、上場会社向け「**企業価値向上経営 eラーニング**」の提供を行っています。

企業価値向上経営セミナー

<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/co-value/03.html>

◆ 2018年度「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」

講演内容	登壇者
「資本コストとは。-資本コストを認識することの経営戦略上の意義-」	柳 良平 氏（早稲田大学大学院 会計研究科 客員教授/エーザイ株式会社 常務執行役CFO）
「改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図」	三瓶 裕喜 氏（フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント）

◆ 2019年度「基礎から学ぶ『資本コスト』」

講演内容	登壇者
「企業価値向上と『資本コスト』～経営への活用に向けた基礎と実践～」	加賀谷 哲之 氏（一橋大学大学院 経営管理研究科 准教授）
投資家が求める企業価値向上と「資本コスト」意識 ～対話の現場からの期待～	中神 康議 氏（みさき投資株式会社 代表取締役社長）
『率の経営』（「資本コスト」を意識した経営）の深化と社内浸透のあゆみ	高橋 孝一 氏（ダイキン工業株式会社 常務執行役員 経理財務本部長）

※ 登壇者の役職等は開催当時のものです。

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>

◆ 基礎講座 Series

企業価値向上経営の意義と実践に向けて	<ol style="list-style-type: none"> 1. 企業価値向上経営の意義と必要性 2. 必要な自己資本と自己資本のコストとは 3. 東証上場企業の企業価値向上経営の現状と課題
資本市場と企業経営	<ol style="list-style-type: none"> 1. 上場とは 2. 株主とは 3. 少数株主(機関投資家)の概略 4. 少数株主の存在感の変遷 5. 日本企業の抱える課題 6. 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて - コーポレートガバナンス・コード、ESG情報について
独立役員の実務	Case 1. 新規事業への参入を提案されたらどう考える？ Case 2. 剰余金の処分についてどう考える？ Case 3. TOBの対象となったらどう考える？

◆ 企業価値向上経営ベストプラクティス Series

Series 1	オムロン株式会社の取組み
Series 2	丸紅株式会社の取組み
Series 3	株式会社ユナイテッドアローズの取組み
Series 4	ピジョン株式会社の取組み

ポイント②

投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する

解説

- ◆ 投資者から見て納得感がある分析・評価として、単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけでは十分ではありません。
- ◆ たとえば、資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析（次ページ参照）で自社のポジションを確認したうえで、資本収益性や市場評価が十分ではない場合には、その要因について分析を行うことが期待されています。
- ◆ その際、PBRやROE等の指標は、業種・業態によって平均的な水準は異なり、また、会計上の要因等によって実態を十分に表していない場合や、一時的に大きく変動する場合もあることなどから、**自社の個別事情を踏まえた指標の調整や、他社との比較や時系列の分析**を行うことも期待されています。
- ◆ また、期待リスク・リターンが大きく異なる事業を抱えている場合には、**セグメント別に資本コストや資本収益性を分析**することも有用だと考えられます。

取

組

例

東洋製罐グループホールディングス
(5901・プラ)

各種指標について、時系列の分析に加えて、業種平均値との比較分析を実施し、課題を特定
(→資料4-48ページ)

荏原製作所 (6361・プラ)

セグメント別にROIC-WACCスプレッドの分析・評価を実施し、セグメントごとのROICスプレッド拡大の施策を提示
(→資料4-53ページ)

住友林業 (1911・プラ)

株主資本コストを上回る資本収益性を達成していても、PERやPBRなど市場評価に関する指標の状況についても分析を行い、改善に向けた取組みを検討
(→資料4-30ページ)

三菱UFJフィナンシャルグループ
(8306・プラ)

PBRとROEの関係やTSR（株主総利回り）の推移について、グローバルな同業他社との比較分析を実施し、課題認識について開示
(→資料4-17ページ)

New! 西武ホールディングス
(9024・プラ)

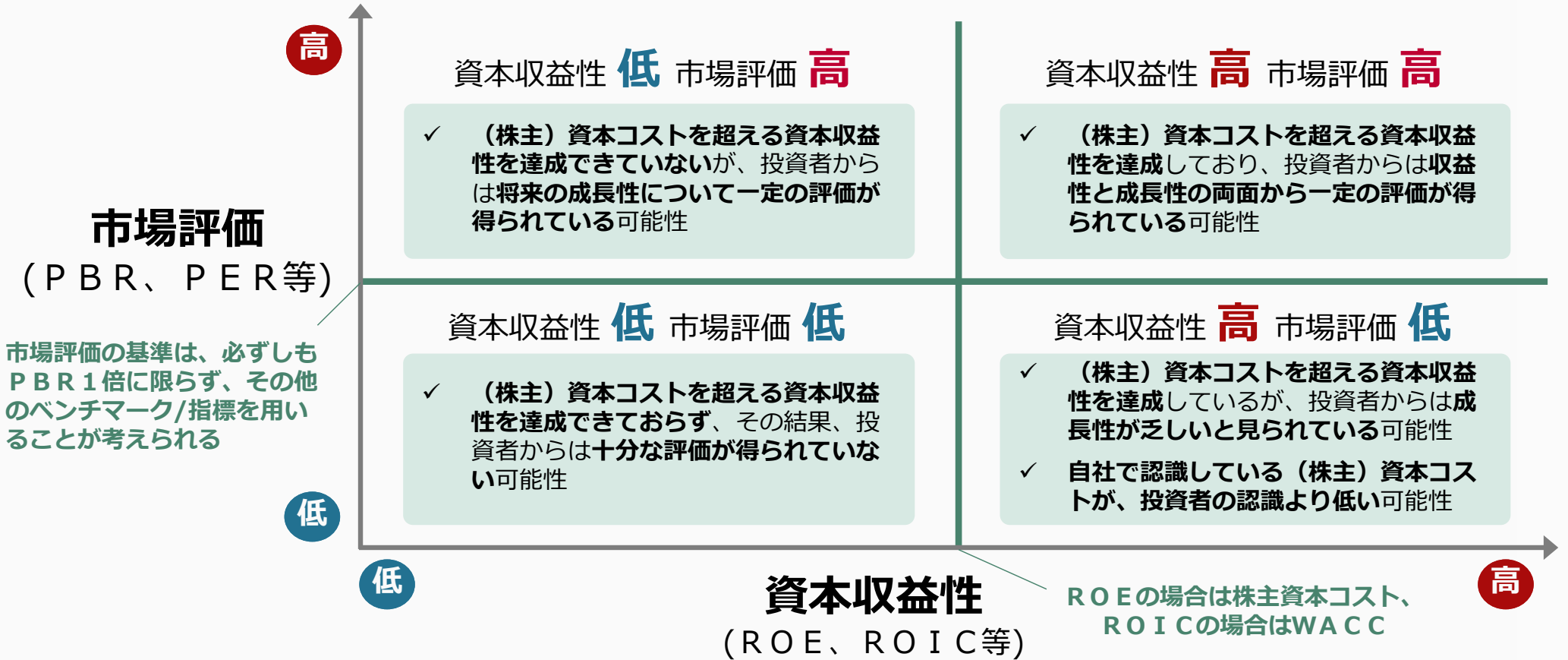
通常のPBRに加えて、賃貸等不動産の含み益を加味した「修正PBR」も算出し、市場評価を分析
(→資料4-73ページ)

New! 三菱食品 (7451・スタ)

PBRは1倍を上回るものの、市場平均・同業他社等との比較によりPERの上昇余地について分析し、課題を特定
(→資料5-16ページ)

参考：資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析

- ◆ 自社の現状を分析し、優先的な打ち手を検討するにあたっては、たとえば、以下のような資本収益性と市場評価に関するマトリクスの中で自社のポジションを確認する（必要に応じて他社との比較や時系列の分析も行う）ことも有効な手段として考えられます。



上記の分析を行った結果、

- 収益性や成長性について十分な水準ではない、評価が得られていない場合には、その要因の分析を行ったうえで、改善策の検討を行っていくことが期待されます。
- 一方で、収益性や成長性について一定の水準、評価が得られている場合でも、投資者の期待を踏まえて、更なる向上に向けた取組みの検討が期待されます。

ポイント③

バランスシートが効率的な状態となっているか点検する

解説

取

組

例

- ◆ 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**を実践することが期待されています。
- ◆ こうした観点から、多くの株主を有する上場会社の経営陣・取締役会の責務の一つとして、**自社の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、定期的に点検を行うことが期待**されます。例えば、**事業運営や成長投資を進めていくにあたり、過剰な現預金を抱えていないか**といった点や、**現預金以外の資産についても、収益獲得の観点から必要なものとなっているか**といった点について、点検を行うことが考えられます。
- ◆ また、その点検結果について、**(改善が必要と考える場合には) 改善に向けた計画と合わせて、株主・投資者にわかりやすく示していくことも、中長期的な企業価値向上の実現に向けて株主・投資者との認識ギャップを埋めるために有効な手段**と考えられます。

日本瓦斯 (8174・プラ)

不必要な株主資本を持たない方針を掲げ、中長期的なバランスシートの計画やキャッシュフローの配分方針を開示
(→資料4-68ページ)

丸井グループ (8252・プラ)

事業構造の革新に合わせた「めざすべきバランスシート」の姿を、セグメント別の内訳とともに開示 (→資料4-70ページ)

テクノスマート (6246・スタ)

事業運営に必要な現預金の水準を検討したうえで、その水準や余剰現預金の状況、今後の営業キャッシュフロー見通しを踏まえて、将来的なキャピタル・アロケーション方針を策定
(→資料5-11ページ)

四国化成ホールディングス (4099・プラ)

ROEやROICの向上に向けて、進捗状況を踏まえてバランスシートをベースとする分析を行い、改善に向けた対応方針とあわせて開示
(→資料4-83ページ)

New! アシックス (7936・プラ)

資本効率向上に向けて、政策保有株式の全売却に取り組むとともに、得られたキャッシュを成長投資や株主還元に充当する方針を開示 (→資料4-66ページ)

New! ウイルプラスホールディングス (3538・スタ)

目指す資本構成について、考え方や目指すレンジ内でコントロールするためのアクションを開示 (→資料5-8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

現状分析・評価によって、優先的に取り組むべき自社の課題や、中長期的に目指す姿を明確にした後は、それらの課題解決や目標の実現に向けた**具体的な取組みについて、取締役会で検討**を行ったうえで、**その内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示**することが期待されています。

- ◆ まず、中長期的な目標設定にあたっては、現状からの延長で考えるだけではなく、**株主・投資者の期待を踏まえた目標設定を行う【ポイント①⇒15ページ】**ことが期待されています。
- ◆ 具体的な取組みの検討にあたっては、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**成長の実現に向けた投資や事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進**するなど、中長期的な視点から、**経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う【ポイント②⇒16ページ】**ことが期待されています。
- ◆ また、中長期的な企業価値の実現に向けては、単に資本収益性の向上に取り組むだけではなく、**資本コストを低減させるという意識を持つ【ポイント③⇒17ページ】**ことも期待されており、そのために、**効果的な情報開示によって情報の非対称性を軽減し、企業の収益性や成長性に対する投資家の確信度を高めるための取組み**を行っていくことが考えられます。
- ◆ 上記の取組みと並行して、**中長期的な企業価値向上に対する経営陣・取締役会のコミットメントを強化し、株主・投資者からの信認を得る**という観点から、**中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う【ポイント④⇒18ページ】**ことも期待されています。
- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、どのような意図でその取組みを行うのか、それがどのように課題解決に繋がるのか、**中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する【ポイント⑤⇒19ページ】**ことで、**株主・投資者の理解が深まり、対話の更なる深化に繋がる**と考えられます。

ポイント①

New!

株主・投資者の期待を踏まえた目標設定を行う

解説

- ◆ 中長期的な目線を持った投資者から十分な評価を得るためには、現状からの延長で考えるだけではなく、**株主・投資者の期待を踏まえた目標設定を行うことが重要**です。
- ◆ 目標設定に用いる指標として、売上や市場シェア、利益水準などP Lベースの指標だけではなく、**バランスシートをベースとしたROE・ROICなど資本収益性に関する指標や、PBR・PER・TSRなど市場評価に関する指標など、投資者が重視する指標も適切に組み合わせていくことが期待**されます。
- ◆ 資本収益性に関する指標の目標設定を行うにあたっては、**資本コストとの関係（資本コストを下回る目標設定になっていないか）**についても留意する必要があります。また、**資本収益性が資本コストを上回ればよい、PBRが1倍を超えればよい**ということではなく、**株主・投資者の期待を踏まえて、更なる向上に向けた目標設定を行うことが期待**されます。

取

組

例

大林組（1802・プラ）

株主資本コストについて、株式市場が求める水準が、自社で認識していた水準（CAPMで算出）を上回っていることを認識し、**ROEの目標値を上げ**
(→資料4-26ページ)

ANA（9202・プラ）

PBRが1倍を上回っていても、株価が伸び悩む現状を踏まえ、**更なる向上に向けた分析・検討を進め、エクイティ・スプレッドを安定的に確保しながらPBR2倍水準を目指すことを目標として設定** (→資料4-20ページ)

中部鋼鉄（5461・プラ）

前年度の開示をベースとして**株主とのコミュニケーションを図り、そこで得られたフィードバックを踏まえて、目標設定や取組みをブラッシュアップ**
(→資料4-90ページ)

ウイルプラスホールディングス（3538・スタ）

資本コストを上回るROEを確保し、PBRが1倍を上回っていても、まだ上昇の余地はあると評価のうえ、**さらなる向上に向けた取組みを推進**
(→資料5-7ページ)

ポイント②

経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う

解説

- ◆ 中長期的な目線を持つ株主・投資者が企業に期待するのは、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を実現すること**です。具体的には、**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**することが期待されています。
- ◆ また、**経営資源の適切な配分を意識した取組み**として、バランスシートの点検（I. 現状分析・評価のポイント③）を行ったうえで、**将来目指すバランスシートの姿を検討し、それに至るまでの計画を策定**することや、将来のキャッシュフローも含め、**資本を成長投資や株主還元**にどう配分していくのか、**キャッシュアロケーション方針を策定**することも考えられます。
- ◆ なお、**自社株買いや増配など株主還元の強化は、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等を分析した結果として、状況に応じて実施すべきものであり、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応（リキャップCBなど）が期待されている訳ではありません。**

取 組 例

アイシン（7259・プラ）

バランスシート改革（保有資本圧縮）によって**キャッシュを創出し、成長投資や株主還元や積極的に資金を注入**（→資料4-60ページ）

千葉興業銀行（8337・プラ）

各部門について**RORA（リスクアセット対比収益率）とROEの観点から分析を行い、注力する事業と縮小させていく事業を明示**（→資料4-107ページ）

SWCC（5805・プラ）

ROIC経営を全社的に浸透させるべく、**現場ごとにわかりやすい指標と目標数値を掲げ、社員が自分事として取組める仕組み・環境づくりを推進**（→資料4-95ページ）

New! 花王（4452・プラ）

非効率事業の見直しに関する社内の判断基準を設定したうえで、定期的にモニタリングし、見直し（事業譲渡など）実施（→資料4-10ページ）

New! 日本特殊陶業（5334・プラ）

各事業ごとのハードルレートに対するスプレッドと売上高成長率により評価を行い、**不採算・低成長であった事業には撤退含む再生計画を実行**（→資料4-45ページ）

New! 日邦産業（9913・スタ）

事業ポートフォリオに関する基本方針の中で、**縮小・撤退の考え方についても明示**（→資料5-25ページ）

New! 新家工業（7305・スタ）

事業ポートフォリオや**キャピタルアロケーションの方針を示し、経営資源の最適化を図る**（→資料5-12,13ページ）

New! ダイハツディーゼル（6023・スタ）

キャピタルアロケーションの基本方針を具体的に提示したうえで、配当方針や成長投資計画を開示（→資料5-9ページ）

ポイント③

資本コストを低減させるという意識を持つ

解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**資本コストを上回る資本収益性を達成したうえで、その差※を拡大**させていくことが必要となります。こうした観点からは、単に資本収益性の向上に取り組むだけではなく、**資本コストを低減させる取組みも期待**されています。

※ ROEと株主資本コストの差は「**エクイティ・スプレッド**」、ROICとWACCの差は「**EVA (Economic Value Added：経済的付加価値) スプレッド**」と呼ばれます。

- ◆ 資本コストの決定要因は様々であり、一概には言えませんが、例えば、投資判断に必要な**情報開示が不十分な場合には、経営の不透明性が投資家の不安要素**となり、**株主資本コストの上昇要因**になります。そのような場合、**開示情報の拡充**や**効果的な投資家との対話**により、**情報の非対称性を解消**することが株主資本コスト低減に有効だと考えられます。
- ◆ その他、**投資者の経営に対する信頼や、収益の安定性・持続性に対する確信度を高める観点から、コーポレート・ガバナンスの強化**等も、株主資本コスト低減に有効な手段だと考えられます。

取 組 例

丸文 (7537・プラ)

株主資本コスト低減のため、**サステナビリティ経営やガバナンス強化、ステークホルダー・エンゲージメント向上**など、非財務分野の取組みを行う
(→資料4-96ページ)

フィンテック グローバル (8789・スタ)

業績ボラティリティの低減に加えて、**積極的なIR活動による投資家との接点づくり**や、**十分な情報開示**により、**株主資本コストの低減**に取り組む
(→資料5-24ページ)

コンコルディア・フィナンシャルグループ (7186・プラ)

株主資本コスト低減のため、**レジリエンスの高い事業ポートフォリオの構築**や、**サステナビリティ経営の高度化**などに取り組む
(→資料4-57ページ)

出光興産 (5019・プラ)

事業ポートフォリオの転換による**脱炭素事業・成長事業へのシフト**、**収益構造の転換**を通じて**資本コスト低減**に取り組む
(→資料4-41ページ)

New! 初穂商事 (7425・スタ)

資本コストを引き上げている要因を**分析**し、その**解消のための株式分割等の検討**や**IR活動の強化**などに取り組む
(→資料5-15ページ)

New! ヒビノ (2469・スタ)

サステナビリティマネジメント、**コーポレートガバナンス向上**、**IR・PR**といった非財務の取組みを通じて、**株主・投資家とのエンゲージメントを強化**し、**株主資本コストの抑制**を図る
(→資料5-6ページ)

ポイント④

中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う

解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**経営者自身が企業価値向上を自分事として捉えることが重要**であり、経営陣の報酬が、**持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう報酬設計を行うことが期待**されています。
- ◆ **株主・投資者の立場でも、経営者のインセンティブがどのように設計されているかは重要なポイント**です。特に、経営者が一定の株式報酬を得ることが当たり前と考える**海外投資家**においては、**中長期的な業績や企業価値向上に向けたインセンティブとなる役員報酬となっているか**という点は、**投資判断上の大きな材料**となっています。
- ◆ また、役員に限らず、**マネジメント層や一般社員**に対しても、**自社株式やストック・オプションの付与など、企業価値向上に向けたインセンティブを与えることは、幅広い社員における株主・投資者目線の理解・浸透に繋がり、企業価値向上に向けた経営の促進に有効な手段**だと考えられます。

取

組

例

ラクスル（4384・プラ）

新CEOの中長期的な企業価値向上に対するコミットを促すため、株式報酬の割合を最大限高く設定するとともに、**利益成長に連動したRSU（譲渡制限付株式ユニット）を導入**。他の取締役に対しても譲渡制限付株式やストック・オプションを、従業員に対してもストック・オプションを付与（→資料4-85,86ページ）

住友林業（1911・プラ）

中長期的な業績や企業価値向上と連動性の高い役員報酬制度とするため、**株価の成長度合いやサステナビリティ指標達成率に応じた譲渡制限付株式報酬を導入**（→資料4-31ページ）

New! 富士通（6702・プラ）

株主との価値共有の深化を目指し、**業績連動型株主報酬の比率を上げるとともに、評価指標から連結売上収益を除き、新たにTSRを追加**（→資料4-13ページ）

New! ウィルプラスホールディングス（3538・スタ）

自社株式を政策保有する株主から立会外取引を通じて自己株式を取得し、**取得した株式を取締役及び従業員向けの株式報酬制度に活用**（→資料5-8ページ）

New! 日東富士製粉（2003・スタ）

企業価値の持続的向上を図るインセンティブを付与するため、**中期の財務KPI（基礎収益力・基礎収益ROA）に紐づけた業績連動型の役員株式報酬制度を導入**（→資料5-2ページ）

ポイント⑤

中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

解説

- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、**中長期的に目指す姿の実現に向けて、どのような意図で各取組みを実施するのか、各取組みがどのように課題解決に繋がるのか、分かりやすく開示することで、株主・投資者の理解が深まり、対話の深化にも繋がると考えられます。**
- ◆ たとえば、**目標とする経営指標をいくつかの要素に分解したうえで、要素ごとに改善に向けた取組みを示すこと**や、ロジックツリーなどを用いて、**各取組みが目標の実現に繋がる道筋を明確に示すこと**などが期待されています。
- ◆ また、**将来の成長性に対する株主・投資者の確信度を高める**という観点からは、**長期的な時間軸での成長の実現に向けた方針や道筋（いわゆる「エクイティ・ストーリー」）を示し、その中に各取組みを位置付けて説明**することも有効な手段だと考えられます。

取

組

例

PLANT (7646・スタ)

PBRをROEとPERに分解、さらにROEを当期純利益率、純資産回転率、財務レバレッジに分解（デュボン分解）し、各要素を改善するための取組みを記載（→資料5-19ページ）

セイノーホールディング (9076・プラ)

2028年に目指すROEの水準を示し、そこから逆算して、ROEを構成する要素ごとに改善に向けた取組みを記載（→資料4-75ページ）

荏原製作所 (6361・プラ)

各取組みが企業価値向上にどう寄与していくかについて、ROIツリーやTSRロジックツリーを用いてわかりやすく説明（→資料4-52,54ページ）

コンコルディア・フィナンシャル グループ (7186・プラ)

企業価値向上に向けた取組みをロジックツリーを用いて記載し、取組みと企業価値向上の関係性を明確化（→資料4-55ページ）

New! 旭化成 (3407・プラ)

投資家を中心としたステークホルダーの視点から、PBR改善策をはじめとする問いを設定し、それに経営陣が回答する形式で、方針や取組みをストーリーで分かりやすく説明（→資料4-5ページ）

New! 山陰合同銀行 (8381・プラ)

PBR向上に向けたロジックツリーと併せて、PBR・ROE・PERの関係性を1つのグラフ上で図示し、PBR1倍超の実現に向けた道筋をわかりやすく提示（→資料4-112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

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について開示を行った後は、計画に基づき取組みを進めるとともに、**開示を行った内容をベースとし、フェアディスクロージャーの精神を念頭に、株主・投資者との建設的な対話を行い、株主・投資者からの評価やフィードバックを得ながら、継続的に取組み・開示をアップデートしていくことが期待されています。**

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けて実効的な対話を行うためには、**継続的な株主・投資者との信頼関係の構築が重要であり、IR / SRに社内リソースを適切に配分するとともに、経営陣自らが株主・投資者との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーションを図る、対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有する仕組みを作るなど、経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する【ポイント①⇒22ページ】**ことが期待されています。
- ◆ また、実際の対話にあたっては、対話の相手方の属性や重視するマテリアリティを十分に理解したうえで、**株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う【ポイント②⇒23ページ】**ことで、効果的な対話が可能となります。
- ◆ さらに、より対話の実効性を高めていくためには、**対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる【ポイント③⇒24ページ】**ことも有効な手段だと考えられます。
- ◆ 開示のアップデートにあたっては、単に進捗状況を示すだけでなく、**計画と実績の乖離の分析や、株主・投資者からのフィードバックなどを踏まえて、目標設定や取組みを継続的にブラッシュアップする**ことが期待されます。【ポイント④⇒26ページ】

ポイント①

経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する

解説

- ◆ 対話における企業側の課題として、多くの投資家が、**対話内容が経営層に届いていない**と感じています。株主・投資者との継続的な信頼関係を構築し、対話を実効的なものにしていくためには、**経営陣や取締役会が、対話の重要性を十分に理解したうえで、主体的に関与**していくことが期待されています。
- ◆ 具体的には、**IR / SRを成長のドライバーとして捉え、それらに社内リソースを適切に配分**するとともに、投資者との信頼関係を構築する観点から、**経営陣自らが株主・投資者との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーション**を図ることも、有効な手段と考えられます。
- ◆ また、**株主・投資者からの求めに応じて、社外取締役が対話に参加し、経営を監督する立場として、ガバナンスの現状や課題認識等について話をする**ことも、株主・投資者が企業のガバナンス体制やその実効性を理解・評価するうえで、**有効な手段**と考えられます。
- ◆ 加えて、**対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有**するなど、**対話を企業価値向上に向けた意思決定に繋げるための取組み**も期待されています。

取

組

例

東亜建設工業（1885・プラ）

IR活動の強化に向けて専任部署を新設するとともに、株主・投資者からのフィードバックを踏まえ、**英文開示を含む情報開示充実**に取り組む。対話で得られた意見を取締役に定期的に報告し、**施策の見直しに反映**
(→資料4-77,78ページ)

三井化学（4183・プラ）

ステークホルダーの幅広い視点・意見を経営に生かし、**エンゲージメント向上**を図るため、**経営陣・社外取締役と投資者との対談・座談会を実施し、その内容を統合報告書で開示**
(→資料4-35ページ)

三菱商事（8058・プラ）

株主・投資家との対話を強化するため、**CSEO (Chief Stakeholder Engagement Officer)**を設置し、**部門横断的な社内体制を構築**
(→資料4-14ページ)

三陽商会（8011・プラ）

PBR改善策として、収益性向上に向けた施策と併せて、**IR・SR活動の更なる強化**を掲げ、**IR・SR活動の基盤整備や市場との対話の推進**に取り組む
(→資料4-98ページ)

New!

コニカミノルタ（4902・プラ）

資本市場との双方向のコミュニケーションによる企業価値の最大化を目指し、その一環として、**社外取締役・執行役と機関投資家との対話**を実施し、その内容を統合報告書で開示
(→資料4-37ページ)

New!

双日（2768・プラ）

客観的な視点による納得性の高い対話の実現を目的として、**社外取締役と機関投資家との対話（スモールミーティング等）**を継続的に実施し、その内容をウェブサイトに掲載
(→資料4-32ページ)

ポイント②

株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う

解説

- ◆ 一口に投資者といっても、その属性は一様ではなく、国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など、**投資行動や企業に対する対話・エンゲージメントのスタンスは異なります。**
- ◆ 株主・投資者との対話の実効性を向上させるため、**対話の相手方の属性や、相手方にとってのマテリアリティを十分に理解したうえで、タイプに応じたアプローチを行う**ことが期待されています。
- ◆ また、対話・エンゲージメントは、基本的には投資者の側からアプローチするものですが、投資者からの自社に対する認知が十分ではないと考えられる場合には、**自社の事業をよく理解し、成長の伴走をしてくれる投資者を自らターゲットニングし、企業側から積極的にアプローチ**していくことも考えられます。

取組例

SHIFT（3697）における投資家のターゲットニング・アプローチ

上場初期 (上場初期～2015 年末)	時価総額 低 国内認知度 低	同業他社組入れファンドへアプローチ <ul style="list-style-type: none"> 時価総額が小規模のうちは、アナリストではなくファンドマネージャーへアプローチ ターゲットファンドを絞りやすく、アピールポイントが明白 自社が属する業界説明が不要 他社との差別化、優位性について重点的に説明
テスト業界 No1まで (2016年末～ 2018年)	時価総額 ～500億円 国内認知度 向上	投資スタイルと投資規模から選定 <ul style="list-style-type: none"> 知名度向上で、より広いターゲットの設定が可能 多くの投資家と接点を持つため、スモールミーティングを積極的に開催 成長ポテンシャルとその裏付けをアピール ファンドマネージャーを中心にアプローチ
国内セクター No1を目指す (2018年～ 2020年)	時価総額 500億円～ 海外認知度 低	海外投資家との対話開始、アナリストへのアプ ローチ <ul style="list-style-type: none"> 時価総額500億円を超えると海外投資家からのコンタクト増加 優良ロング投資家をメインにターゲット設定 アナリストへアプローチ
日本銘柄の 認知向上 (2020年～)	時価総額 3,000億円～ 海外認知度 中	海外ロング投資家の株主化に注力 <ul style="list-style-type: none"> 投資家DBを作成、投資家毎にカテゴリ分け それぞれに対して、進捗可視化 引き続き、アナリストへのアプローチ継続 日英同時開示、開示物の充実 ESGファンドへのアプローチ

出所：IR向上委員会 2022年12月「SHIFTが挑む果てしなき夢 ～成長を支えるIRのキセキ～」

logmi Finance <https://finance.logmi.jp/377674>

ポイント③

対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる

解説

- ◆ 対話を通じて株主・投資者からの評価やフィードバックを得ながら、取組みを加速・ブラッシュアップしていくという好循環を生み出してくためには、対話の実施状況や実例、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ているかなどについて株主・投資者に示すことで、更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げることが有効だと考えられます。
- ◆ こうした観点から、東証では、2023年3月、プライム市場の全上場会社に対して「株主との対話の推進と開示」の要請（詳細は次ページ）を行っており、そこで示されている事項等について、自社の状況を踏まえて開示を行うことが期待されます。

取

組

例

対話で得たインプットとその後の対応状況や、経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況について、具体的にわかりやすく開示している事例

- ✓ 神戸製鋼所（5406・プラ）（→資料4-46,47ページ）
- ✓ 三陽商会（8011・プラ）（→資料4-99ページ）
- ✓ 山善（8051・プラ）（→資料4-101ページ）
- ✓ 稲畑産業（8098・プラ）（→資料4-104ページ）
- ✓ コンコルディア・フィナンシャルグループ（7186・プラ）（→資料4-58ページ）
- ✓ 中部鋼鉄（5461・プラ）（→資料4-90ページ） **New!**
- ✓ コニカミノルタ（4902・プラ）（→資料4-38ページ） **New!**
- ✓ 三菱食品（7451・スタ）（→資料5-18ページ） **New!**

対象

- プライム市場の全上場会社を対象です。

概要

- 直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等について開示をお願いします。

(開示することが考えられる事項)

- ✓ 株主との対話の**主な対応者**
- ✓ 対話を行った**株主の概要**（国内外の別、アクティブ/パッシブの別、グロース/バリュー/配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など）
- ✓ 対話の**主なテーマや株主の関心事項**
 - 特に**株主から気づきを得られた対話**や、**経営陣等の説明により株主の理解を得られた対話の事例**
- ✓ 対話において把握された**株主の意見・懸念の経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況**
- ✓ 対話やその後のフィードバックを踏まえて、**取り入れた事項があればその内容** など

※ 上記の項目は、株主との対話の実効性向上に向けた対応の一環として、コーポレートガバナンス・コードの内容を踏まえ、開示することが考えられる事項を例示したものです。上記の項目に関わらず、必要と考えられる項目について開示いただくことが想定されます。また、必ずしも全ての項目について開示が求められるものではありません。

※ 直前事業年度において株主との対話の実績がない場合には、株主との対話を促進するための体制整備・取組みの状況について開示していただくことが考えられます。

※ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に基づき、資本収益性や株価の改善に向けた取組み等について、投資家と対話を行っている場合は、その状況についても開示することが期待されます。

⇒ 詳細については、東京証券取引所「株主との対話の推進と開示について」（2023年3月31日）をご参照ください。

<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004utt-att/jr4eth0000004vhc.pdf>

ポイント④

New!

取組みや目標設定を継続的にブラッシュアップする

解説

- ◆ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」は、開示を行った後も、**継続的に進捗状況に関する分析を行い、毎年（年1回以上）、開示をアップデート**していただくことをお願いしております。
- ◆ その際、単に進捗状況を開示する、数字のアップデートをするというだけではなく、**計画と実績に乖離が見られているのであれば、その要因を分析するとともに、投資家からのフィードバックや外部環境の変化を踏まえて、取組みや目標設定を継続的にブラッシュアップ**していくことが期待されます。
- ◆ また、見直しのタイミングについて、中期経営計画の策定・更新など定期見直しの時期に必ずしも拘るのではなく、公表した内容に関して、投資者の期待とズレがあることが判明した、外部環境が変化したなど、改善の必要性を認識した場合には、**計画期間の途中であっても、柔軟に見直しを行うことが期待**されます。

取

組

例

出光興産（5019・プラ）

初回の開示後も継続的に議論を深め、ROE・ROIC等の目標設定の引上げや、その実現に向けた**取組みのブラッシュアップ**を実施し、その状況を分かりやすく開示
(→資料4-39ページ)

中部鋼鉄（5461・プラ）

前年度の開示をベースとして株主とのコミュニケーションを図り、そこで得られたフィードバックを踏まえて、**目標設定や取組みをブラッシュアップ**
(→資料4-90ページ)

SWCC（5805・プラ）

中計策定後の事業環境の変化や、事業戦略・投資戦略の見直し、ポートフォリオ転換などの施策の進捗を踏まえて、**中計における収益性や効率性に関する目標値を上方修正**
(→資料4-92ページ)

東洋製罐グループホールディングス（5901・プラ）

取組みの進捗状況について、**外部要因等による影響を含めて具体的に説明するとともに、今後の方針を提示**
(→資料4-49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・譲渡することは堅く禁じられています。