

解 題

証券アナリストジャーナル編集委員会

第四小委員会委員 北 川 哲 雄

本号の特集は、「新たな東証開示要請の意義と課題」である。具体的には、東京証券取引所（東証）が2023年3月31日に公表した「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」（以下、要請）を指している。

特に話題となったのは、PBR（株価純資産倍率）が低い、1倍以下の企業に何らかの強力な経営施策を強いるものになったという点である。

株価は様々な要因によって変動するが、投資家にとって（厳密にはアクティブ投資家にとってというべきであろうが）、昔も今もその主因は「将来キャッシュフロー」の動向次第ということになる。このように考えれば、今回の要請は極めて当たり前のことをいっているにすぎない。

証券取引所としては、株価が資産価値（1株当たり純資産）を長年割り込んでいる上場企業は看過できないということであろう。

それでは、PBRが低い企業はどのような行動をとるべきか。やや厳密な表現をすれば、明田雅昭氏が指摘しているように、「PBR 1倍割れ企業に求められるのは、現行事業の利益率を高めるか、資本コストを上回る利益率の新規事業を行

う」（注1）ことに尽きよう。しかし、これは株式市場における原点を確認しているにすぎない。

にもかかわらず、多大な話題を集めたのはどうしてであろうか。2点指摘できる。

第一は、分かりやすいメッセージであるからである。株価水準を目標として掲げることは単純明快であり、投資リターンをもくろむ投資家にとって、企業経営者に対するメッセージとして強烈なものである。経営者に対し有無を言わさぬところがある。

第二は、過去十数年、資本市場で多用されてきたスローガンに対して物足りなさを感じているところに、タイミングよくそれを埋め合わせる効果のあるパンチのあるものが出てきたためである。

過去十数年、資本市場関係者において多用された「中長期的な企業価値の向上」というスローガンは、極めて曖昧である。中長期的とは何か、経営者によっては5年先を指し示すこともあるし10年先を示すこともある。また、「企業価値」という言葉の定義が曖昧に使用されてきたことの弊害も実に大きい。今回の要請は、「企業価値＝株式価値＋負債価値」という恒等式に戻る必要性が

（注1） 明田雅昭「【注意喚起】PBR向上のため分解「PER×ROE」の大いなる誤解」、日本証券経済研究所トピックス、2ページ（2023年7月18日）。

<https://www.jsri.or.jp/publication/topics/topics>

出てきたことを示唆している。

また、具体的な財務指標の目的としてROE（自己資本利益率）がこれまで提唱されたが、それ自体は意義深いものであり、各種統計指標でも着実にわが国企業のROEは上昇しつつある（注2）。欧米のうち欧州企業との差は縮まりつつあるという統計もある。ROEとPBRとの相関係数も高いことを示す実証研究も多い。しかし、ROEという指標について機関投資家が問題としてきたのは「過去」の実績であった。多くの機関投資家は、経営者の再任に当たり、過去数年間のROE水準によって適否を問うてきた。株価第一主義の原点復帰をきっかけとして、これから裁くべきは過去だけでなく将来ROEであるということになる。エンゲージメントの主テーマは、かなり絞られてきた。ファンダメンタルズの動向に着目したアクティビズムが、これからは必要であるということになる。

ここまで考えてきて思うのは、機関投資家の責任はますます重要になるということである。運用手法を問わず、経営者が提示する事業計画に対し厳しいメスを入れてエンゲージメントを行う時代が到来するということである。「建設的な対話」という曖昧な言葉に惑わされず、「率直な対話」を行う時代が来るということでもあろう。

運用手法を問わずという意味は、アクティブ運用者にとっては、ある意味、本来業務の延長線にすぎないが、パッシブ運用者にとっても、必須のものとなってきたことを意味する。アナリストの増員のみならず、人材育成も急務となるが、そのような動きを今こそ加速化すべきであろう。

経営者に関していえば、日本では空前絶後のブームとなっている「統合報告書」をはじめ、投資

家向け資料・説明会において表現すべきは、「現行事業の利益率を高めるか、資本コストを上回る利益率の新規事業を行う」ことに対し納得できる説明を行うということになる。当然、この点に関して、鋭い批判が機関投資家よりなされなければならない。これまで発行された統合報告書が正鵠を射たものならば、株価水準はもっと上がっていてもよいはずである。

こう思って過去の統合報告書をいくつか見てみると、IIRC（国際統合報告評議会）のフレームワークを祖述し平板な解説に終わっているものや、どういうわけかダブルマテリアリティに基づく論旨を展開しているものが総じて多かったと記憶している。

こういった現象に、機関投資家が厳しい指摘をしてこなかった面もあるのではないか。もしくは機関投資家自身に分析能力がなく、批判ができていなかったのかもしれない。最近、動画配信にて投資家と企業経営者の議論のやりとりをみることができが、投資家は総じて、経営者の「まことに優しいよき理解者」に思える。

さて本特集は、座談会と4本の論文からなる。座談会には3人の方にご出席いただいた。機関投資家側から、外資系運用機関シュローダー・インベストメント・マネジメント取締役で長らく日本株ポートフォリオマネジャーを務められている豊田一弘氏、企業の情報開示活動に与える影響の観点から、当分野に精通されている日本IR協議会専務理事の佐藤淑子氏、さらに、コーポレートガバナンスに与える影響については、ガバナンス黎明期から活動され多くの著作のある日本コーポレート・ガバナンス・ネットワーク執行役員の富永

（注2） 宮崎勇・本庄真・田谷禎三 [2021] 『日本経済図説 第5版』、岩波書店、85ページ。

誠一氏にご参加いただいた。機関投資家・企業情報開示・コーポレートガバナンスそれぞれの視点から、今回の東証開示要請の意義について忌憚らない意見をいただくとともに深い議論を行うことができた。

なお3氏については、座談会での問題提起に敷衍して論文を執筆していただいている。また論文についてのみであるが、アセットオーナーサイドから、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）ESG・スチュワードシップ推進課長の村田真理氏にご寄稿いただくことができた。

座談会「新たな東証開示要請の意義と課題」では、まず3人の出席者に自己紹介をしていただくとともに、今回の要請のファーストインプレッションをお聞きした。

豊田氏は、アクティブ運用者として、日本企業のガバナンス改革を加速させるという観点からポジティブに受け止めたいという発言があった。一方、佐藤氏からは、今回の東証要請に対する企業側の反応は、想像以上に大きかったとの指摘があった。また富永氏は、資本市場活性化の観点から、誰かが言わなくてはならないメッセージであるという指摘があった。

その後、3人の方に、それぞれの職務に関連して詳しくお聞きすることになった。豊田氏には、「アクティブ運用者の受け止め」について集中的にお聞きした。今後のエンゲージメントのあり方や社外取締役への期待にまで言及していただいたことは興味深い。次いで佐藤氏には、要請発表以降の「IRの現場」についてお聞きした。財務指標が良好でかつIR優良企業と思われる企業の対応はビビッドであり心配はないが、そうでない企業における取り組みはやや劣後しており、対応するための社内リソースも十分でないことが指摘さ

れた。最後に富永氏には、今回の要請を受けての取締役会の機能強化の方向性を主にお聞きした。今後、社外取締役のスキルマトリックスにおいて、ファイナンスや資本市場についての造詣のある人の選任が必要とされるのでは、という指摘はまことに興味深い。

その他、統合報告書の方向性、中期経営計画開示のあり方、取締役会事務局の強化など様々な派生したテーマについて中身の濃い議論をすることになった。かなりのページを割くことになったが、大変重要な指摘が多く、ぜひ読者に熟読していただきたと思う。

村田論文「エンゲージメント・情報開示で改めて問われる統合思考」は、アセットオーナーの立場から、東証要請を踏まえた企業の情報開示および運用会社へのさらなる期待が丁寧に記されている。今回の東証要請について、「画期的で大変意義のある出来事」であると評価するとともに、「投資家が一对一で地道にエンゲージメントしていくことももちろん重要だが、東証が日本市場の残された課題としてPBR 1 倍割れを提起したことは、幅広い関係者が改めてこの問題の存在を共有するよいきっかけになった」との所見を述べている。その上で、「具体的な課題を、証券取引所が企業にエンゲージメントした」（傍点は解題者）と指摘している点は印象的である。また今回の要請を契機として、改めて「統合思考」に基づく企業情報開示とそれを基盤とした機関投資家のエンゲージメントの充実の必要性も提唱されていることは興味深い。

豊田論文「アクティブ投資家からみた東証開示要請の意義」は、アクティブ投資家の観点からの要請の意義を徹底的に考察している。ポイントは

資本コストをベースにした資本配分の実践にあると捉え、その上で優れたアクティブ投資家こそが今後一連のコーポレートガバナンス改革を推進するドライバーとしての役割が期待できると指摘する。特に上場企業に対し「水準」と「変化（率）」の二つの視点を持ち、資本コストをベースとした経営を行う企業が多く出現することを望むという指摘は、まことに肝に銘ずべきことかと思われる。「水準」とは、例えば、資本コストをクリアする水準としてのROE 8 %といったものであるが、しかし同時に、今後、ROEがどのように変化をするかを観察する必要があることを強調している。すなわち、これが「変化（率）」である。今回の要請の本質は、まさにそこに要点がある。

佐藤論文「グローバルに認められる市場に貢献するIR」は、要請発表後に相次いで行った、①「IR優良企業賞」応募企業を対象にした調査（回答数347社）と②日本IR協議会会員企業を対象にした調査（同192社）の調査結果が紹介されている。①においては、「CEOは資本コストを上回るROEや適正株価、妥当なPBR、PERを意識し、実現に向けた取り組みをしている」という回答が85.9%にも上っていることが指摘されている。IR担当責任者に資本市場出身者が活躍し始めているという指摘もある。その一方で、②においては、取り組みを進める上で社内リソースの不足、体制の不備を指摘する企業が33%あるという課題も浮き彫りになった。特にROE 8 %未満およびPBR 1 倍割れの企業にその傾向が強いという調査結果が出ている。また②において、一定程度の企業が資本

市場におけるパッシブ運用の割合の増加とカバーするアナリストの減少を懸念していることも注目される。パッシブ運用隆盛化による市場における停滞感・閉塞感の打破は喫緊の課題にも思える。

富永論文「コーポレートガバナンスの視点からみた東証要請」において、今回の要請は画期的なものと評価している。それは、元々コーポレートガバナンス・コードにおいて資本コストや資本収益性を意識することの重要性を経営者に指摘しておきながら遅々として改善が進まない現状に対し、大いに刺激を与えることになることが期待されるとともに、取締役会の活性化にもじかに連なることを示唆するものであるためである。2023年8月29日に開催された東証のフォローアップ会議においても、要請直後にもかかわらずプライム市場上場企業の31%がすでにPBR問題についての開示を行ったという結果について、ポジティブな評価を与えている。一方で、今回の要請が業界再編のきっかけとなるのでは、とも指摘している。資本市場が成長のための旺盛な資金調達の場合であるという企業は残念ながら割合として少なくなってきていることを考えると、傾聴すべき指摘かと思われる。

以上、本号の特集の解題を試みた。繰り返しになるが、今回の東証要請は意義深いものがある。「長期的に」という曖昧な言葉に惑わされず、機関投資家も企業もその意味を見極め、両者とも「今やりましょう」が合言葉になるべきではないか。