

2023年10月3日

## エンゲージメント・アジェンダ

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた投資家との対話のお願い

この度、企業年金連合会、第一生命保険、三井住友DSアセットマネジメント、三井住友トラスト・アセットマネジメント、三菱UFJ信託銀行、明治安田アセットマネジメント、りそなアセットマネジメント(50音順、以下、参加投資家)の7社は、一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム(以下、当フォーラム)を事務局とし、プライム上場企業のなかで、流通株式時価総額、PBRなどをもとに参加投資家が選定した企業の社長宛に、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた適切な情報開示や参加投資家との協働対話をお願いする手紙の発送を開始しました。

本年3月31日に、東京証券取引所から、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求める通知が出され、同時に、株主との対話の実施状況等について開示が求められました(以下、東証通知)<sup>1</sup>。その内容は、企業価値向上の実現に向けて、経営者の皆様に意識改革を求めるものであり、開示をベースとした投資者との積極的な対話を求めるものです。

参加投資家は、株式を保有し続けるパッシブ運用や長期資金を安定運用するアクティブ投資など、長期の視点で幅広く日本株式に投資する機関投資家です。独自の技術や製品・サービスに強みを持ち、雇用を創出し、長期的な成長戦略のもと企業価値を向上させていこうとする企業を支援していきたいという想いがあり、東証通知の内容は、私達も企業の皆様に積極的に取り組んでいただきたいと願っている内容です。

東証通知はマスコミ報道され、海外でも注目され、多くの日本企業が本格的に変革に乗り出すだろうとの期待から株式市場も反応しました。しかしながら、マスコミ報道で「PBR1倍割れ」が強調されたことから、一過性の資本政策を模索する企業や、とにかく投資家の注目を集めよう、ESG投資を呼び込もうと、事業の収益性や成長性につながっていない非財務情報をことさらアピールする企業も散見されます。これらの企業の取り組みは、投資家の企業価値評価の向上には結び付いていません。また、投資家との対話の体制や経験が十分ではなく、どのように取り組めばよいかわからないという企業もあると伺っています。

そこで、参加投資家が企業価値評価をどのように行い、企業にどのような情報開示を求めているのかをまとめました。経営者の皆様には、以下を参考に、これまで投資家に説明されてきた内容を見直し、積極的に投資家と対話を行っていただきたいと考えています。

\*\*\*

<sup>1</sup> <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>

## 1. 投資家が企業価値評価を行うために必要な情報

### (1) 参加投資家の基本的な考え方

参加投資家は、年金基金の積立金や保険金等の長期資金、国民の長期の資産形成に資する投資信託等を運用しています。企業の資金需要に応じて資本を提供するステークホルダーであり、リスクに見合った投資リターンを得ることで資金提供者に還元し、引いては日本経済を支えています。企業は、資本コスト(期待収益率)を投資リターン(資本収益性)が中長期的に上回ることで、企業価値(将来キャッシュフローの割引現在価値)<sup>2</sup>を向上させることにつながり、結果として株主というステークホルダーに報いることができます。

投資家の企業価値評価方法は様々であり一律的な対処方法はありません。しかしながら、企業価値評価の基本は、見込まれる「収益性」「成長性」と、想定されるリスクを反映した投資家の期待収益率である「資本コスト」を比較することです。投資家は、事業内容や市場性、経営方針や戦略など様々な要素から、それぞれの投資期間に応じたリスクを試算し、このリスクを織り込む「WACC(負債と株式の加重平均資本コスト)」や「株主資本コスト(株主の期待収益率)」を、現時点の「ROIC(投下資本利益率)」や「ROE(自己資本利益率)」が上回っているかどうか、将来も持続的に上回ると見込めるかどうかを推し量ります。

つまり、見込める「収益性」「成長性」と「資本コスト」を比較することで、企業価値(将来キャッシュフローの割引現在価値)を計算し株価を算出します。たとえ現時点の収益性が高くとも将来への成長性が期待できなければ株価は上がりず、また、収益性ととも成長性も期待できたとしても、リスクが高いために資本コストが高ければ、やはり株価は上がりません。もし業界特性としてリスクが高く資本コストが高いならば、それを上回る収益性と成長性が期待できなければ、株価は上がりません。

なお、「PBR(株価純資産倍率)」は、収益性を表す「ROE(自己資本利益率)」と、成長性を表す「PER(株価収益率)」で構成されており( $PBR=ROE \times PER$ )、事業の収益性と、成長性を高めることにより、PBRは向上させることができます。PBR1倍割れとは会社を解散した方が得という意味だとのショッキングな言い方をされますが、単に投資家が捉えている株価が低いということにすぎず、解散を求めているわけではありません。もし経営者の皆様が当社の適正株価はもっと高い、現在の株価は割安だとお考えであれば、どのように収益性をあげるのか、どのように成長し続けるのか、どのように資本コストを下げるのか、これらをご説明いただき、その内容を投資家が納得できれば、PBRなどの株価バリュエーションは上昇していきます。

したがって、コーポレートガバナンス・コード原則 5-2<sup>3</sup>のとおり、企業は、自社の資本コストを把握した上で、**中長期的な成長戦略を策定し、戦略を実現するための収益計画や資本政策、事業ポートフォリオの見直し、経営資源の配分等について株主にわかりやすい言葉や論理で明確かつ具体的に説明していただく**

<sup>2</sup> 「経産省 企業買収における行動指針」より、「企業価値」の定義

企業価値とは、会社の財産、収益力、安定性、効率性、成長力等株主の利益に資する会社の属性又はその程度をいい、概念的には、企業が将来にわたって生み出すキャッシュフローの割引現在価値の総和である。

<sup>3</sup> 【コーポレートガバナンス・コード原則5-2 経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

必要があります。株主が求めている情報を適切に開示し、説明会や対話の場面で株主の理解を得ることにより、株式市場における適切な株価形成につながります。

## (2) 企業価値評価の項目

前述のとおり、「収益性の向上」と「成長性の拡大」に向けた取り組みと、適切なリスクマネジメントや資本政策、ガバナンスの整備など「資本コストの低減」に向けた取り組みを説明し、投資家にその実効性と実現可能性に確信をもってもらうことが、企業価値評価を高めるIR活動の基本となります。評価項目は以下のよう  
に整理されます。

### ① 収益力はあるか

- ・価値創造の源泉は何か。どのようなビジネスモデルか。どのような収益構造か。
- ・資本コストを上回る資本収益性を達成できているか
- ・資本効率向上の必要性を認識し、適切に取り組んでいるか。

### ② 成長性に確信が持てるか

- ・市場特性や競争環境はどのようなものか。成長機会を捉えているか。
- ・どのような成長戦略か。成長ドライバーは何か。
- ・必要な経営資本が明確化されているか。無形資本(人材・知財等)は確保できるか。
- ・ポートフォリオマネジメントが機能しているか。資源配分は適切か。

### ③ リスクマネジメントは適切か

- ・事業運営上・戦略遂行上のリスクは何か。
- ・適切にリスクを把握し、対応しているか。

### ④ 資本市場に対する姿勢、資本政策、ガバナンス、企業風土・文化、経営トップの熱意

- ・株主としっかり向き合っているか、株主の利益を十分考慮しているか、対話する姿勢はあるか。情報開示は積極的か。
- ・資本政策はどのようなものか。
- ・ビジョンやパーパスは浸透しているか。企業風土・文化は健全で価値向上の推進力になっているか。
- ・ガバナンスは機能しているか。戦略を推進する力になっているか。
- ・経営トップのコミットメントはあるか。

## 2. 投資家との対話で説明すべき項目

前述の投資家の企業価値評価の項目を踏まえ、「企業価値の向上に向けたストーリー」として丁寧に説明していただくことで、投資家にとっては理解しやすくなり、適切な企業価値評価につながります。「企業価値の向上に向けたストーリー」とは、昨年(2022年)、当フォーラムからプライム市場全上場企業の社長宛にお送りした手紙、『サステナビリティ課題に対する認識と企業価値の向上に向けたストーリー整備のお願い(非財務情報開示に関する投資家の期待)』<sup>4</sup>に記載したものであり、企業価値の向上に向けた取り組みを、一つのストーリーとして、各項目の整合性をとりながらまとめられた説明方法です。

<sup>4</sup> [https://www.iiccf.jp/pdf/jp/pdf\\_jp\\_20221011.pdf?20221011](https://www.iiccf.jp/pdf/jp/pdf_jp_20221011.pdf?20221011)

「企業価値の向上に向けたストーリー」と、そこで説明すべき項目、その内容に対する前述の投資家の企業価値評価の項目を、以下のとおり、整理しました。

【適切な企業価値評価のための説明項目(ストーリーの中に組み込むべき項目)】

企業価値向上に向けたストーリー	主な説明項目	投資家の評価項目
1) 実現したい中長期的な経営ビジョンや使命、パーパス	<b>経営ビジョン、企業使命、パーパス</b> ・企業風土と企業文化への認識	④企業風土・文化
2) 現在のビジネスモデル、価値創造の源泉・競争力の源泉、収益構造、市場環境	<b>ビジネスモデル</b> ・商品・サービスの内容・特徴、事業ごとの寄与度 <b>収益構造</b> ・収益・費用構造、キャッシュフロー獲得の流れ、収益構造に重要な影響を与える条件が定められている契約内容 <b>市場環境</b> ・具体的な市場(顧客の種別、地域等)の内容及び規模 ・競合の内容、ポジショニング、シェア等 <b>競争力の源泉、競争優位性</b> ・成長ドライバーとなる技術・知的財産、ビジネスモデル、ノウハウ、ブランド、人材等	①収益力はあるか ②成長性に確信が持てるか
3) リスクと成長機会となる重要なサステナビリティ課題(マテリアリティ、特に財務的マテリアリティ)	<b>認識するリスク及び対応策</b> ・成長の実現や事業計画の遂行に重要な影響を与える主要なリスク及び対応策	③リスクマネジメントは適切か
4) ビジョンや使命、パーパスの実現に向け、マテリアリティ、特に財務的マテリアリティを踏まえた、企業価値を向上させる中長期戦略	<b>成長戦略</b> ・経営方針・中長期的な成長戦略 ・それを実現するための具体的な施策と経営資本(研究開発、設備投資、マーケティング、人員、知財、投資等)	②成長性に確信が持てるか
5) 中長期戦略の遂行のために必要な経営資源、特に人的資本・知的財産など無形資産	・目指すゴール(ビジョンやパーパス等)達成までの期間	
6) 財務的マテリアリティによる将来財務への影響、取り組み目標とKPI	<b>経営指標</b> ・経営上重視する指標(指標として採用する理由、実績値、具体的な目標値など) <b>利益計画及び前提条件、進捗状況</b>	
7) これらを適切なリスクテイクのもと積極果敢に推進するガバナンス、特に、サステナビリティに関わるガバナンス(サステナビリティ・ガバナンス)	<b>投資家との対話、情報開示の方針、資本政策</b> ・株主資本コストやWACCの把握と資本政策 ・資本市場からの自社の評価に対する認識 <b>ガバナンスの方針、体制、取り組み</b> ・適切なリスクテイクと積極果敢な意思決定、その規律を保つ仕組み、体制 <b>経営トップのコミットメント</b>	④資本市場に対する姿勢、資本政策、ガバナンス、経営トップの熱意

このようなストーリーとしてまとめるためには、多岐にわたる項目を整理する必要があり、社内検討に時間を要するものもあります。しかしながら、すべての項目が整うまで対外的な説明を控えるのではなく、まずは整理できた項目から投資家に説明することをお勧めします。

### 3. 参加投資家との協働対話のお願い

当アジェンダを記した手紙は、プライム上場企業のなかで、流通株式時価総額、PBR などをもとに、参加投資家が選定した企業の社長宛に順次発送しています。様々な企業や経営者と数多くの対話経験のある長期投資家との対話は企業価値向上に向けた客観的な意見に触れる機会であり、経営者の皆様が抱える課題の解決のヒントにつながる機会にもなります。この手紙を参考にしていただき、参加投資家と協働対話し、企業価値向上に向けて積極的に取り組んでいただくことを希望します。

ミーティングでは、参加投資家のうち1～2社が代表して、企業からご説明をお伺いし、質疑を行ったうえでミーティング内容を7社で共有します。ミーティングの際には、上記の「適切な企業価値評価のための説明項目」に沿った説明資料を用いていただければ、効果的な協働対話につながります。

\*\*\*

#### 【当フォーラムと参加機関投資家のご紹介】

当フォーラムは、日本版スチュワードシップ・コードに基づき、複数の機関投資家による企業との建設的な協働対話(協働エンゲージメント)を行うための一般社団法人です。日本株に幅広く投資する機関投資家が行う協働対話の事務局を務めています。当プログラムに参加している機関投資家は、持続的な企業価値向上を重視し、スチュワードシップ責任を強く意識して活動する投資家です。いずれも、基本的に株式を保有し続けるパッシブ運用や長期資金を安定運用するアクティブ投資など、長期の視点で幅広く日本株式に投資する機関投資家です。参加投資家は、当フォーラムを協働対話の事務局として、日本企業に共通するアジェンダを取り上げ、投資家の考え方や背景、企業への要望事項などを共通見解としてまとめた手紙を送付し、経営陣とのミーティングを行っています。この協働対話は、短期的な株主利益を追求することが目的ではなく、企業の長期的な企業価値の向上と持続的成長に資することが目的です。

#### 連絡先

一般社団法人 機関投資家協働対話フォーラム 事務局

理事長:木村祐基 事務局長:山崎直実 理事:大堀龍介、鎌田博光

〒103-0027 東京都中央区日本橋 3-2-14 新槇町ビル別館第一 東京アントレサロン

メールアドレス info@iiccf.jp

WEB サイト <https://www.iiccf.jp>

以上