

建設的な対話の現状と展望 ～求められる実効性の向上

明 田 雅 昭

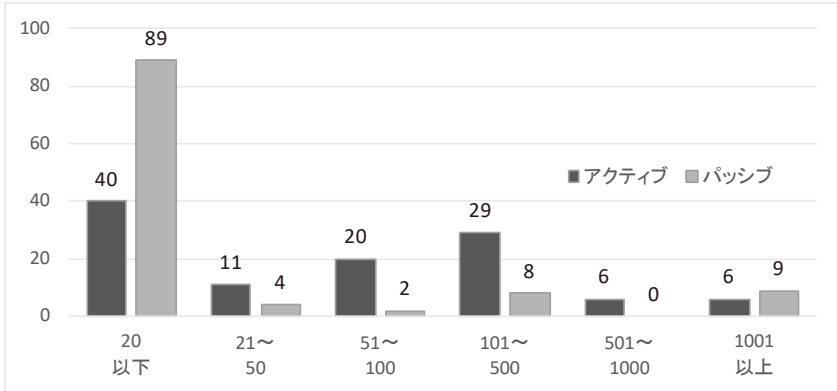
一、はじめに

二〇一四年以来の企業統治改革で投資家はスチュワードシップ・コードに、企業はコーポレートガバナンス・コード（以下、「CGコード」）に準拠して「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を目指し体制の整備とその運用に努めてきた。東京証券取引所（以下、「東証」）の白書⁽¹⁾によれば、企業によるCGコード全原則の実施率は極めて高い水準にある。一方で、企業価値向

上は相変わらず停滞しているというのが市場関係者の共通認識であろう。

東証は市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の議論を受けて、本年一月に「中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け」に関する四つの施策を掲げたが、その一つが「投資者との対話の実効性向上」である。⁽²⁾ 企業と投資家は「建設的な目的を持った対話」（以下、「対話」あるいは「エンゲージメント」）を積み重ねているが、十分な効果が得られていないとの認識が背景にある。

図表1 運用会社のエンゲージメント対象企業数(2022年)



〔出所〕 日本投資顧問業協会

本稿では業界アンケート等を活用して、二節で対話を実施している企業と運用会社の数を、三節でその対話内容を確認した。主要企業が対話の体制を整備しつつある中で、一部の運用会社は数の追求で容量超過気味である。財務リターンと社会的価値の同時追求という「腹落ちしない目標」が対話の実効性向上の一つの障害になっていると思われる。四節で企業価値とESGの関係について筆者の考えを説明する。五節では、東証が打ち出した継続的PBR一倍割れ企業への改善要請が対話の実効性向上に貢献することへの期待を述べる。

二、建設的な対話の統計的な現状

企業と運用会社の間の対話は様々な業界アンケートにより統計的な現状把握が可能である。

図表1は日本投資顧問業協会が昨年実施した運

図表2 主要運用会社の投資社数、体制、エンゲージメント社数・件数

順 番	運用会社名	議決権行使社数		TOPIX インデックス運用	担当者数			エンゲージメント社数と件数		
		TOPIX企業	その他企業		運用業務	F・M・ジョー	調査ｽﾀｯﾌ	対象期間	社数	重点企業 件数
1	三井住友トラストAM	1,585	175	インデックス	180	116	41	～2022.6	870	1,200
2	三井住友DS AM	1,585	167	ETF	267	188	57	2021年度		2,725
3	アセマネ One	1,585	97	ETF	280	201	53	2019年度	830	1,896
4	大和AM	1,585	96	ETF	106	63	27	2021年	1,230	
5	野村AM	1,585	82	ETF	306	225	41	2021年	2,400	(300) 6,500
6	三菱UFJ国際投信	1,585	65	ETF	159	118	15	～2022.6		435
7	ブラックスロック	1,585	55	ETF	73	66	2	～2021.6	337	525
8	りそなAM	1,585	45	インデックス	89	51	27	～2021.6		1,869
9	三菱UFJ信託	1,585	32	合同口	212	175	21	～2022.6		884
10	みずほ信託	1,585	22	合同口	0	0	0	～2022.9	アセットマネジメントOneに委託	
TOPIX		1,585	0							
11	日興AM	1,575	80	ETF	113	58	26	～2022.5	1,200	4,200
12	マユライフ・インベストメント	1,498	0	確認できず	14	8	5	2022年	日本限定の統計なし	
13	岡三AM	1,497	48	確認できず	40	24	6	2021年度	(20)	1,000超
14	ニッセイAM	1,465	9	インデックス	213	148	41	2021年度		1,643
15	しんきんAM	1,266	4	インデックス	24	15	3	2021年度		191
16	明治安田AM	1,041	60	インデックス	68	51	17	2021年度	377	869
17	第一生命	1,015	97	特別勘定				2021年度		202
18	日本生命	926	197	なし?				～2021.6	747	1,128
19	GS AM	925	27	なし	36	36	0	2021年		APACで241
20	東京海上AM	901	16	インデックス	112	81	32	2021年度		904

(注1) 「議決権行使社数」は2022年5～6月株主総会企業に対して各運用会社が議決権行使した社数で、TOPIX構成企業とその他企業に分けて数えた
(注2) 「担当者数」は日本投資顧問業協会の投資運用会社要覧2022年版により、「エンゲージメント社数と件数」は各運用会社のスチュワードシップ報告書による

[出所] 東証TOPIXデータ、一橋大学円谷研究室の保有銘柄一覧ファイル、日本投資顧問業協会資料、運用会社スチュワードシップ報告書から筆者作成

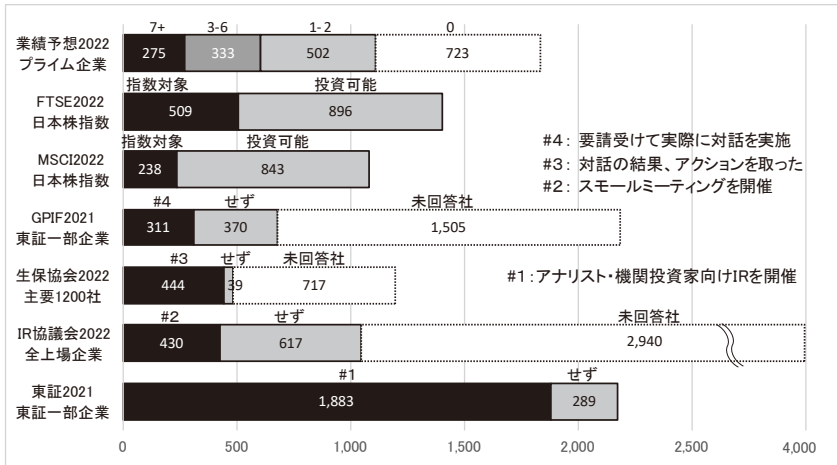
用会社向けアンケート⁽³⁾で、エンゲージメント対象企業数をアクティブ運用とパッシブ運用に分けて聞いた結果である。エンゲージメント相手は概ね五百社以下であるが、アクティブ運用で五百社超が一二社あり、パッシブ運用で千社超が九社ある。全体的な傾向は過去五年でほとんど変化していないが、パッシブ運用の千社超は六社から九社へと増加している。

図表2は主要運用会社限定して投資社数、体制、エンゲージメント社数・件数を調べたものである。運用会社は投資先企業の多さで選択した。具体的には昨年五～六月に株主総会を迎えた企業を母集団として議決権行使した社数の多さで二〇社を選んでいる。この母集団のうちTOPIX構成企業は一五八五社であるが、上位一〇の運用会社はTOPIX構成企業のすべてに投資している。これらの運用会社はETF等で完全法による

TOPIXインデックス運用を行っているのである。運用会社の担当者数を見ると、最大でも三百人程度で調査スタッフは最大六〇人程度である。

エンゲージメント社数・件数は各運用会社のスチュワードシップ報告書⁽⁵⁾から抜粋した。千社超にエンゲージメントしている運用会社は三社、千件超の運用会社は九社であった。これらの計数からみて、多くのファンドマネジャーがエンゲージメントに加わっているものと推測される。常識的に考えて深度ある対話を行うためには用意周到な準備が必要であり、そのためには十分な時間がかかるはずだ。この担当者数で千社や千件を超える深度ある対話を実施できるのか懷疑的にならざるを得ない。ある識者が複数の大手運用会社に質問したところ「エンゲージメントが可能なのは、体力的、人的資源的にせいぜい数百社／年」との返答だったそうだ。⁽⁶⁾

図表3 企業アンケート等から見た深度ある対話企業数



〔出所〕 各種報告書およびFACTSETデータベースから筆者作成

図表3は企業向けアンケートの結果を要約したものである。これを見る限り、深度ある対話を行っている企業数は五百程度と推測される。

まず、東証の二〇二一年白書によると、市場一部企業のうちアナリスト・機関投資家向けにIRを開催した企業は一八八三社ある。しかし、これは多数の投資家向けの説明会も含んでいる。

IR協議会は昨年春に全上場企業三九八七社にアンケート票を送付し一〇四七社から回答を得た。⁽⁷⁾ 回答社のうち九七%がIR活動を実施しているが、独立専任部門があるのは五〇六社であった。このような部門をもってIR活動しているのならアンケートには積極的に回答するはずだから、全上場企業で見ても独立専任部門を有する企業数に変わりはないだろう。このアンケートで投資家との対話が促進されたと回答したのは四九四社、スモールミーティングを行ったと回答したのは四三

〇社であった。

生命保険協会は毎年主要一二〇〇社向けにアンケートを行っている。⁽⁸⁾ 回答率は毎回五〇%を下回り二〇二二年調査の回答社数は四八三社であった。対話内容を経営層と共有化する仕組みがあるのが四一社、投資家との対話の結果、何らかのアクションを取ったり参考にしたりしたのは四四四社であった。GPIFが二〇二一年に実施した市場一部企業向けアンケートでは回答社数は六八一だった。⁽⁹⁾ そのうちアクティビストやエンゲージメントファンドからの対話要請があったのは三二九社で、実際に対話を実施したのは三一一社であった。

運用会社が真剣に投資を検討している企業には証券会社が業績予想情報を提供している。プライム企業のうち業績予想が三個以上ある企業は五〇八社しかない。海外の投資家が主たる投資対象と

みなす日本企業はMSCIやFTSEのグローバル株式指数のうちの日本株指数構成企業ということになるが、それぞれ二三八社、五〇九社である。

図表2および図表3の吟味により、運用会社が千社超を対象にしていると報告していても、十分に深度ある対話が行われている企業はせいぜい五百社とみてよさそうだ。

三、建設的な対話の内容

生命保険協会はアンケートを企業向けと投資家向けに分けて行い、双方の意見を対比しやすい質問構成にしている。本節ではこのアンケートの過去三年分を軸にして、他主体によるアンケート結果も引用しながら、企業と運用会社が対話の現状をどのように評価しているのか確認する。

運用会社側には企業の I R 担当者・部署の権限が弱く説明係だけになっているという不満もあるが、I R に積極的な企業では体制の強化が進んでいる。独立専任部門を持つ企業数は過去二年で約一三％増えた。¹¹⁾これらの企業ではリソース・人材不足を克服しつつあり、対話内容を経営層と共有化する社内の仕組み構築も進んでいると認識している。I R 責任者は室長・部長クラスが多いが、その後、執行役員・取締役などにキャリアアップする人が少なくないという。

経営トップが対話に関与できていないと考える企業は一〇％未満であるが、運用会社側では、「経営トップが対話に関与していない」が四〇％、「対話内容が経営層に届いていない」が四七％と不満があり、企業側との認識ギャップが大きい。企業側による「経営トップ自らの I R 活動」は決算説明会が九〇％、一対一ミーティングが五

〇％、報道機関対応が五〇％となっており、運用会社が望む形が少ないようだ。

深度ある対話を行うための重要テーマを複数選択で問うと、経営戦略・ビジネスモデルが企業側では八九％、運用会社側でも六五％と共に最高位であったが、双方ともにこの三年間では選択した社数が漸減している。一方、サステナビリティと答えた企業は四九％、運用会社は五一％といずれも二位であった。選択した社数は三年間でほぼ倍増しており、サステナビリティ（環境・社会課題含む）関連の急上昇が目立つ。二〇二一年の CG コード改訂でサステナビリティ課題への対応を求める原則が強化されたことの影響かもしれない。

企業側に「対話を踏まえ何らかアクションを取ったか改善策の参考にした論点」を聞くと、サステナビリティは四九％で情報開示の五九％に次いで二位だった。運用会社側に「投資先に変化が

見られた論点あるいは対話の効果が感じられた論点」を聞くとサステナビリティが五八%で一位であった。これに比べて、企業価値向上に直結する経営戦略・事業戦略と財務戦略は企業側では中位であったが、運用会社側では下位に留まっている。企業側では価値向上に役立てている認識でも運用会社側はそう認識していないようである。

サステナビリティと価値向上の関係は難しい問題である。IR協議会アンケートでは、課題として、自社のESG取り組みと価値向上の関連が説明できないとした企業が五六%あり、この認識は四年前の三九%から毎年増加している。この課題認識は投資家側も同じという声が日本投資顧問業協会アンケートでの自由記入欄にもあった。

相手に対して感じる課題を複数選択で問うと、運用会社側では「対話材料となる情報開示不足」が五〇%で一位、「対話内容が経営層に届いてい

ない」が僅差で続いた。企業側では「短期的な視点・テーマのみ」が五〇%で一位、「形式的で企業に対する分析・理解が浅い」の三七%、「対話目的等の説明が不足」の二三%が続く。「対話担当者の対話スキルが不足」は六%未満だが、これを選択した企業は過去三年で一七社から二六社に増えている。企業は自社の担当者のスキル・知識不足が改善しているという自信を持ちつつあるようだ。近年、企業は統合報告書作成に力を入れているが、対話の際に統合報告書を必ず確認している運用会社は三二%しかなかった。対話に訪れる運用会社の準備不足に苛立ちを感じることがあるようだ。

これらのアンケート結果から示唆される重要な課題として、企業側には経営トップの関与不足、運用会社側には容量超過の対話社数・件数の弊害があるように思う。対話内容では、重要性には同

意するもののサステナビリティなど情報開示に過度に偏りすぎていて、企業価値向上のための議論がやや低調になってはいないだろうか。

四、企業価値とESGの関係

昨半夏以来運用会社のESGウォッシングに厳しい目が向けられているが、図表2にあるような代表的な運用会社は、各社のスチュワードシップ報告書を見る限り、十分なリソースをかけてESG対応の整備を行っている。その上で企業との対話でESGの重要性を訴えている。財務リターンと環境・社会的価値などESG価値の同時追求を理念として掲げている運用会社も少なくない。

ESGの重要性認識と投資プロセスへの組み込みは欧州が先導しながら理念先行で運用業界に浸透してきた。しかし、財務リターンとESG価値

を同時に追求することの合理性を説得的に説明することができない状況が続いている。米国では最近、企業年金運用では二兎を追わずに財務リターンを優先すべきであるという法案が上院で可決された。大統領は拒否権を行使するようで、この問題に衆目の一致する答えは今ところないようだ。¹³⁾前節のアンケートでもそのような苦悩が企業と運用会社の双方で見られる。

この問題が曖昧のままでは対話の実効性を高めることに限界が生じる。そこで本節では、投資手法別にESGとの関わり合いはどうあるべきかを考察し、対話のありかたを議論する。図表4は筆者の考えを整理したものである。運用者を長期運用者（ファンダメンタル運用者）と短期運用者に分類し、さらに前者をパッシブ運用とアクティブ運用に分けて、各々の説明を行う。



世界では温室効果ガス排出量の削減に向けて二〇五〇年の実質ゼロや二〇三〇年の途中経過目標が設定されている。¹⁴⁾ 国連による二〇三〇年までのSDGsもあり、将来三〇年にわたってエネルギーや経済および社会の構造をよりよいものにするべく明確な目標が掲げられている。パッシブ運用に求められているのは、この将来像をより適切に

実現させ、企業活動がそれに適合していくように仕向けることである。このより良い世界の実現は、実現できない場合と比べて、資本市場に関するリスクの低減（資本コストの低下）と期待リターンの向上につながるはずだ。このような市場リターンの改善がパッシブ運用の目標であり、そのための活動を β アクティビズムと呼ぶ。¹⁵⁾

具体的には当局と対話してより適切な規制の導入を促し、イニシアチブを構成して企業活動全般の方向付けを示し、波及力のある有力企業向けに協働で、あるいは個別に働きかけの対話を行うことである。日本の主要運用会社は金融庁や経済産業省などの審議会委員として意見を発信しているし、国際的に有名なイニシアチブには多数加盟している。国内では機関投資家協働対話フォーラムや生命保険会社による協働エンゲージメントも行われている。個別企業との対話は投資先すべてと

する必要はなく、波及効果が大きい企業とすればよい。個別対話の企業数は、アセットオーナーがその活動コストを負担する範囲で行うべきである。パッシブ運用のリターン優位性を損なわない範囲を考えれば、限定的な対話企業数にするのが合理的である。¹⁶⁾ β アクティビズムは少数精鋭のシニアメンバーが主導的に行うべきものなのだ。¹⁷⁾

アクティブ運用の α_0 アクティビズム

長期運用者はファンダメンタル分析に基づいて企業価値を評価し銘柄選択を行う。企業価値はその企業が生み出す将来キャッシュフロー（CF）の現在価値合計である。このために通常は一〇年先までの毎年のCFとその後の平均的な成長率を予想する。この予想には、企業が活動する自然・社会環境の前提が必要になるが、少なくとも今後三〇年の世界の環境予測は前節で説明したとおり

明確だ。不明確なのは目標がどの程度実現するか、どの程度遅れるかである。その世界への適合の意識がない経営者による従来延長的な経営では企業のCFは大きく損なわれるだろう。このよりよき世界への適合を目指す経営によってCFの最大化とリスクの最小化が図れるはずだ。⁽¹⁸⁾ アクティブ運用者と企業はそのための対話を行うべきである。このようなアプローチは企業価値の最大化追求が自動的にESG最適化にもなっていることを意味する。

β アクティビズムはアクティブ運用者と経営者による企業価値最大化追求が自動的にESG最適化を伴うような環境を整える必要がある。一例を示そう。インパクト投資は環境・社会に関する課題を測定可能な形で解決を目指すものだ。成果量を金銭的価値に換算するのがインパクト加重会計である。この金銭的価値を財務的損益と直接比較

するのは難しいが、この大小で法人税を調整するようにすれば、企業が税引き後利益の追求に専念することで自動的に環境・社会問題の解決が促されることになる。このような仕組みの構築を支援していくことも β アクティビズムの役割である。

短期運用者の α_1 アクティビズム

ヘッジファンドやクオンツはどのように位置付けるべきか。彼らは株価が株式価値から乖離しているのを見つけて、企業と対話することなく、その乖離の解消に賭けることで超過リターン(α)を追求する。この投資行動によって株価が株式価値に収斂し、長期投資家に向けた適正なシグナルとして機能することを支援する。企業と対立し論争するアクティビストは、このような性格と共に、企業価値向上を促す長期投資家の側面も有するものと考えられる。

五、対話の実効性向上に向けて

I R専任部門を有している約五百社には建設的な対話を受け入れる体制が整いつつある。運用会社は千社超などに戦線を拡大するのではなく、企業数を絞って企業価値向上に向けた深度ある^{a)}対話にリソースを集中していただきたい。

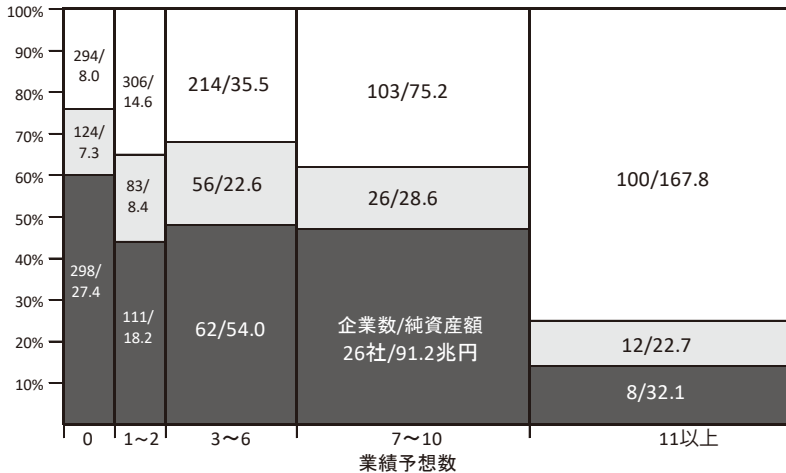
一月に公表された「今後の東証の対応」で、中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付けとして「投資者との対話の実効性向上」と共に提示されたのが「資本コストや株価への意識改革・リテラシーの向上」である。この対応策の一つが、継続的PBR一倍割れ企業に具体的な改善策とその実施および進捗状況の開示を強く要請することであった。この要請は本年春に実施される。

改善策とは、要するにCGコード原則五・二

「経営戦略や経営計画の策定・公表」⁽¹⁹⁾を、実質を伴う形で実施して運用会社と深度ある対話を行うことに尽きる。市場一部・二部企業の原則五・二の実施率は八二％に達しているが、PBR一倍以上の企業は四三％に過ぎない。⁽²¹⁾ PBR一倍割れとは投資家が企業に託しているリスク資金（純資産額）が価値毀損されていることを意味する。経営者がこのことを理解して東証の要請に真摯に対応するつもりになれば対話の実効性は向上するはずである。

図表5は投資家が抛出したリスク資金がどのようにに毀損されているかを俯瞰したものである。東証プライム市場一八三三社の純資産額合計は昨年の第四四半期では六一・六兆円であった（長方形全体の面積がこの金額に対応）⁽²²⁾。企業を業績予想数で分類し、各分類で継続的一倍割れ企業を黒で、概ね一倍割れ企業を灰色で塗り分けた。例え

図表5 業績予想数別のプライム企業純資産価値毀損分布



(注) 2022年12月までの48ヵ月で、常にPBR1未満の企業の純資産額合計を黒領域で、PBR1未満が25ヵ月以上の企業の純資産額合計を灰色領域で示した。純資産額は2022年9月末から12月末までの4時点平均

〔出所〕 FACTSETデータベースから筆者作成

ば業績予想数が七〇の企業は一五五社あり純資産額合計は一九五・三兆円である。このうち継続的一倍割れ企業は二六社で九一・二兆円であった。ここでは、継続的一倍割れ企業は過去四ヵ月で一度もPBRが一倍を超えたことがない企業、概ね一倍割れ企業は過去四ヵ月でPBR一倍割れが二五ヵ月以上の企業と定義している。

業績予想数が一以上ある企業は一二〇社で、多くがPBR一倍超になっている。これらの企業は証券会社アナリストや運用会社との接点も豊富なはずである。一方で、業績予想数が少ない企業には価値毀損企業が多い。対話の深度と企業価値には連動性があるのではないか。業績予想数が三以上の価値毀損企業は、既に運用会社と対話をしているかもしれないが形式的な議論を脱して価値向上について真剣な対話をしていただきたい。PBR一倍超の企業もそれに満足することなく、欧

米の競合企業と同等な高い水準を目指して対話を深めていただきたい。

昨年四月から始まった東証の新市場区分で、上場維持基準に未適合のため経過措置で救われたプライム企業のうち七六%は業績予想数が〇だった。分析してくれるアナリストがいない企業でもTOPIX構成企業であれば投資している運用会社は最低でも一〇社はある(図表2)。自ら出向いて対話を求めれば応じてくれるはずだ。

六、おわりに

PBR一倍割れ企業の経営者は投資家から託された資金を価値毀損していることを明確に認識する必要がある。これは歴代及び現経営者に対する市場の評価なのである。PBRという株価を含む定量指標を東証から突きつけられたことにより、

経営者は株価という資本市場からのシグナルと向き合うことを求められることになった。株価と向き合えば自ずと運用会社との対話は真剣になり、資本コストなどリテラシーの向上は後からついてくる。対話の実効性も向上する。

今回の東証の要請では「継続的一倍割れ」の定義は行わず、その認識は企業に任せられている。このため経営者が相変わらず当事者意識を持たない可能性も排除できない。東証および運用会社は、今回の「強い要請」が経営者にしっかり届くようにして、従来と同じ形式的準拠に終わらせないよう工夫することが必要である。

(注)

(1) 東京証券取引所、「東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書二〇二二」二〇二一年三月。本白書は隔年で発行されており、本稿執筆時点では二〇二三年版はまだ発行されていない。

- (2) 東京証券取引所、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」、二〇二三年一月三〇日。具体的な「投資者との対話の実効性向上」策として本年春から、プライム企業向けに「経営陣と投資家の対話の実施状況やその内容等のコーポレート・ガバナンス報告書への記載」を要請し、全上場企業向けに「社外取締役に対して期待される役割の理解促進のための啓発活動（社外取締役の役割等に言及した冊子の社外取締役への送付など）」を実施するとしている。
- (3) 日本投資顧問業協会、「日本版スチュワードシップ・コードへの対応等に関するアンケート（第九回）の結果について（二〇二二年一〇月実施分）」、二〇二二年二月二日
- (4) T O P I X構成企業は二〇二二年三月末で二七六社あり、五〜六月株主総会企業は約七三%を占めている。
- (5) 最近、名称を「サステナビリティ報告書」としている運用会社が増えている。
- (6) 川北英隆、「日本の株式市場と株価指数の役割再考」、証券アナリストジャーナル、二〇二三年二月号
- (7) 日本I R協議会、「第二九回I R活動の実態調査」、二〇二二年六月二三日
- (8) 最新版は、生命保険協会、「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート集計結果（二〇二一年度版）」企業・投資家の結果比較」、二〇二三年四月一五日
- (9) G P I F、「第六回機関投資家のスチュワードシップ活動に関する上場企業向けアンケート集計結果」、二〇二二年五月
- (10) 具体的には、企業向けのI R協議会およびG P I Fと運用会社向けの日本投資顧問業協会
- (11) I R協議会アンケートから算出された独立専任部門保有会社は二〇二〇年調査では四三九社、二〇二二年調査では四九七社である。
- (12) 金融庁が発行した「資産運用業高度化プロセスレポート二〇二二」（二〇二三年五月）はE S G関連公募投信を巡る状況を詳細に分析し、運用会社の中にはE S G専門部署やチームがなかったり専門人材がいらない会社もあるなど体制の整備不足を厳しく指摘した。この指摘以降、E S G投信の新規設定は急減速した。
- (13) 日本経済新聞記事、「米年金「E S G考慮禁止」議会通過バイデン氏、初の拒否へ」、二〇二三年三月三日
- (14) 日本でも経済産業省や国土交通省がトランジションファイナンスの推進に当たり産業別のロードマップを公開している。
- (15) この用語と概念はジョン・ルコムニク氏らが初めて導入したものであると著書「『良い投資』と β アクティビズム M P T現代ポートフォリオ理論を超えて」（日本経済新聞

社、二〇二二年一〇月）において主張している。

(16) 日本では個人投資家向けに設定されていた比較的高い運用報酬のETFを日銀が長期にわたり大量購入したため、当該のETF運用会社は高額の運用収入を得た。また、GPIFはエンゲージメント活動に合わせる報酬を定める「エンゲージメント強化型」のパッシブ運用も採用している。このため、一部のパッシブ運用会社は多数の個別対話を正当化できる活動原資を得ている。

(17) ブラックロック社のラリーフィンクCEOによる投資先経営者向けレターは代表的な例と考えられる。

(18) 例えば、『マッキンゼー・アンド・カンパニー著、「企業価値評価バリュエーションの理論と実践 第七版」、ダイヤモンド社、二〇二二年一月二五日』の第六章を参照。ESGとCFは、①売上成長の促進、②コストの削減、③規則や法律による介入の最小化、④従業員による生産性の向上、⑤投資と資産の最適化、という五つの方法で関連しているとしている。

(19) 二〇二一年六月の改訂CGコードの原則五・二は次のとおり。「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」

(20) 東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書二〇二二によれば二〇二〇年八月時点で八一・六一％である。

(21) 拙著「フォローアップ会議を受けて東証は市場規律優先に方針転換か」（日本証券経済研究所、トピックス、二〇二三年二月一五日）によれば、二〇二二年第四半期でプライムおよびスタンダード市場の三七六社のうちPBR一倍以上の企業は一四〇三社（四二・八％）に過ぎない。

(22) 純資産額は二〇二二年九月末から二月末までの四時点の平均。業績予想数は同じ四時点のデータの最小値を使用した。

（あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー）