

—新連載—

インサイド・アウト

Side Notes

野村資本市場研究所 常務 関 雄太

韓国と中国が導入した 「企業価値向上プログラム」

2024年の国内株式市場は、日経平均株価・TOPIXともに34年ぶりに史上最高値を更新した前半に対し、後半は8月5日の急落をはさんでやや足踏みという対照的な展開となったが、全体を通じては2023年と同様、日本企業の変革がポジティブな驚きを持って評価された一年だったと言える。

特に、東京証券取引所が2023年3月に発出した「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」要請は、投資家から大きな注目を集めており、その後の各企業による開示や東証による「取り組み好事例」「投資者目線とギャップのある事例」の公表なども、企業と投資家の対話を促すものと評価されているようである。

そうした中、2024年には韓国・中国の市場関係者が、東証の取り組みに「触発」されて類似の企業価値向上プログラムを導入するという出来事があった。まず韓国では、金融委員会（FSC）が2024年2月に韓国取引所（KRX）に上場する約1,600社に、自ら企業価値向上計画を策定・開示するよう促し、価値向上策に取り組む企業を対象に税制支援や税務調査猶予などのインセンティブを与える「企業バリューアッププログラム（VUP）」を発表した。コリア・ディスカウントと呼ばれる慢性的な低評価を解消することが目的とされ、その後9月には、KRXが株主還元を重視する100社から成る「韓国バリューアップ指数」の開発・導入を発表、機関投資家の運用やETFのベンチマークとしての活用を通じて資金流入を図るという追加施策を発表した。同指数についても、日本取引所グループが2023年夏から算出しているJPXプライム150指数

を参考にしたことが示唆された。

鳴り物入りで始まったVUPだが、株価はさえない動きが続き、新指数についても公表直後から算定銘柄の採用基準に対して投資家からの批判が相次ぐなど、市場活性化からほど遠い状況が続いている。ある意味では、VUPによって、いまだに続く財閥グループの複雑な持ち合い・支配構造がかえってクローズアップされてしまい、根本的な企業統治改革が行われていないことへの投資家の不満が高まっていると言えよう。一部の上場企業で自社株買いや株主還元を強化する動きも生じているものの、12月初めの戒厳令の宣布・解除に伴う混乱と政局の流動化により、政府主導の活性化は停滞あるいは頓挫する可能性も高い。

一方、中国においては、株式市場の不振を背景に、2024年9月24日に人民銀行、国家金融監督管理総局、証券監督管理委員会（証監会）による金融緩和・不動産市場対策・株式市場対策から成る経済対策が発表された。また同日、証監会が草案を公表した「上場会社の市場価値管理に関する指針（11月6日に公布・施行）」に、12ヶ月連続で株価純資産倍率（PBR）1倍割れ状態となっている上場会社に対して企業価値向上プランの策定と開示を求める内容が記載された。報道ベースでは、日・韓で類似のガイドラインが設定されていることが紹介されており、東証の取り組みを参考にした可能性はある。とはいえ、本規則はPBR1倍割れを明確な基準としてプラン策定とその後の実施状況開示を求めるものであり、政府によるプレッシャーが前面に出ている（ただし罰則は示されていない）。したがって狙いは「投資家へのリターンを強化することとしながらも、株価維持政策としての意味合いが強いとも考えられる。ちなみに上海総合指数は、総合対策の効果への期待から、9月24日以降の一週間で20%を超える急騰を記録したが、その後はボックス圏での推移となっている。

上記のような韓国や中国の動向を見ていると、政府や取引所が株価や企業価値を高める「旗振り役」をすることの難しさを改めて感じざるを得ない。逆に言えば、投資家からの評価が高い東証の「要請」にしても、それまでの関係者の取り組みや構造変化、例えばダブルコードの策定・改訂や市場区分変更、あるいは持ち合い解消の進展や多様な株主層の形成があつてこそそのインパクトだったと言えよう。さらに言えば、TOPIX改革を除けば政策関係者や取引所による「地ならし」が一巡する中、今後の日本株市場は個別企業の取り組みや投資家側からのエンゲージメントがより注目を集める状況になっていくのではと思われる。

