

「資本コストや株価を意識した経営」に関する 現状と今後の取組みについて

東京証券取引所 上場部

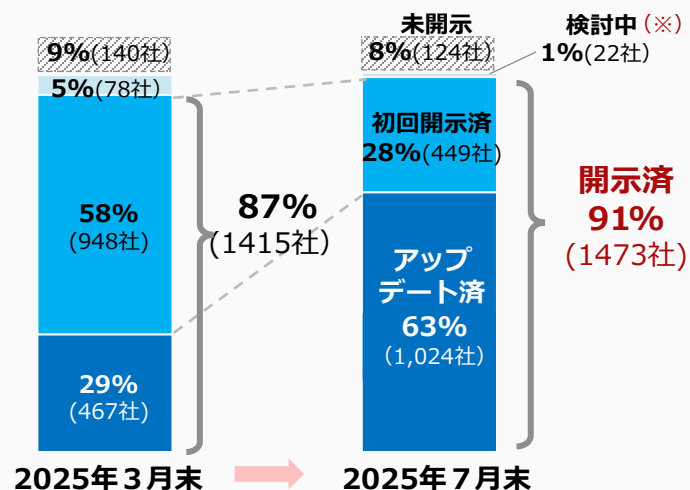
2025年9月2日



要請から 3 年目の状況

直近の開示の状況

プライム市場

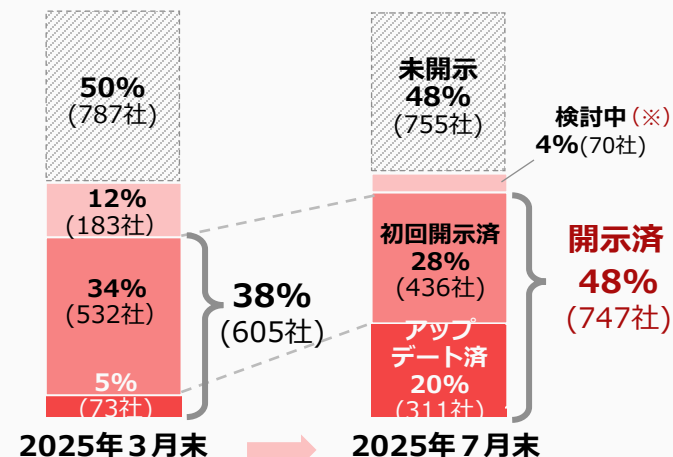


直近 (4～7月) の動向

- ✓ 初回の開示：78社 (5%)
- ✓ アップデート：819社 (51%)
(2回目以降のアップデートを含む)

⇒ プライム市場は、9割以上が開示済・6割以上がアップデート済となり、開示のアップデートを行う企業が中心

スタンダード市場



直近 (4～7月) の動向

- ✓ 初回の開示：148社 (9%)
- ✓ アップデート：245社 (16%)
(2回目以降のアップデートを含む)

⇒ スタンダード市場は、足元で新たな開示やアップデートを行う企業が増加しているものの、依然として約半数の企業が未開示の状況

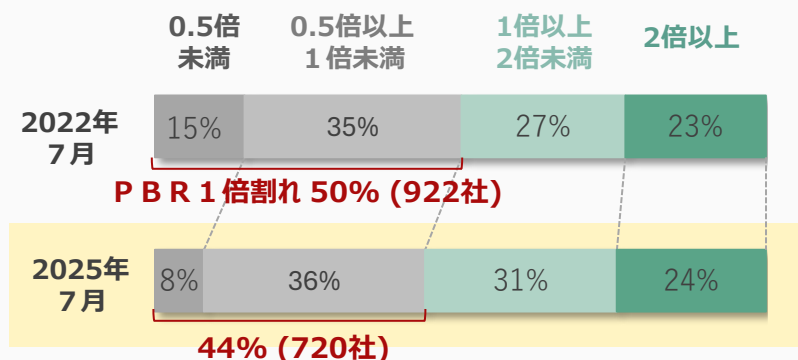
(※) 2025年1月から「検討中」の掲載期間を6か月間とし、期間を過ぎた企業は「未開示」に分類 (プライム36社、スタンダード113社)

P B R ・ R O E の分布状況の変化

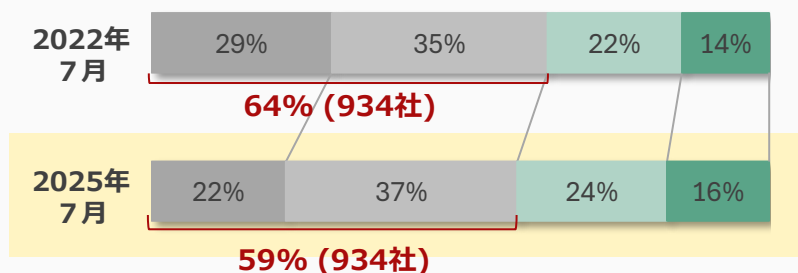
- ◆ P B R 1 倍割れの企業は、プライム市場で 4 4 % (- 6 pt) 、スタンダード市場で 5 9 % (- 5 pt)
- ◆ R O E 8 %未満の企業は、プライム市場で 4 3 % (- 4 pt) 、スタンダード市場で 5 9 % (- 4 pt)

市場区分別の P B R の変化

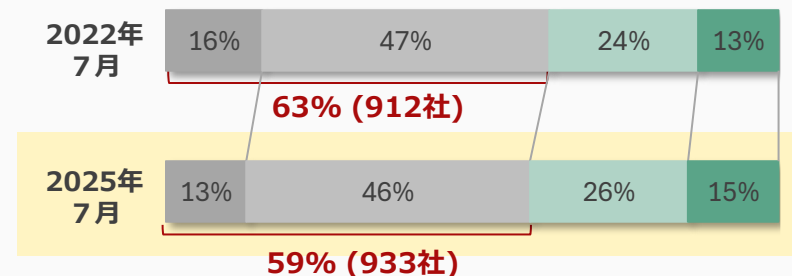
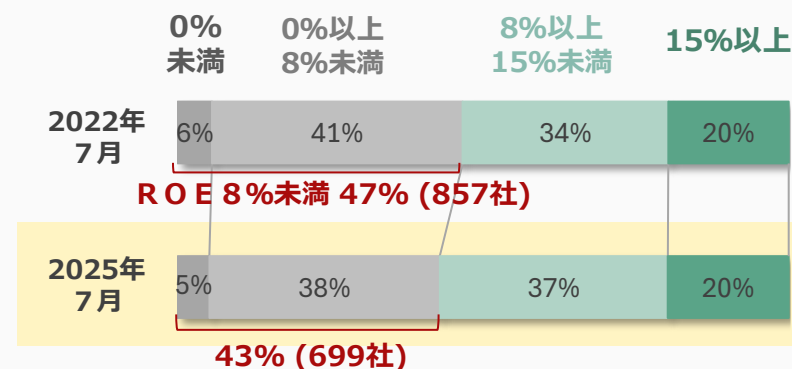
プライム



スタンダード



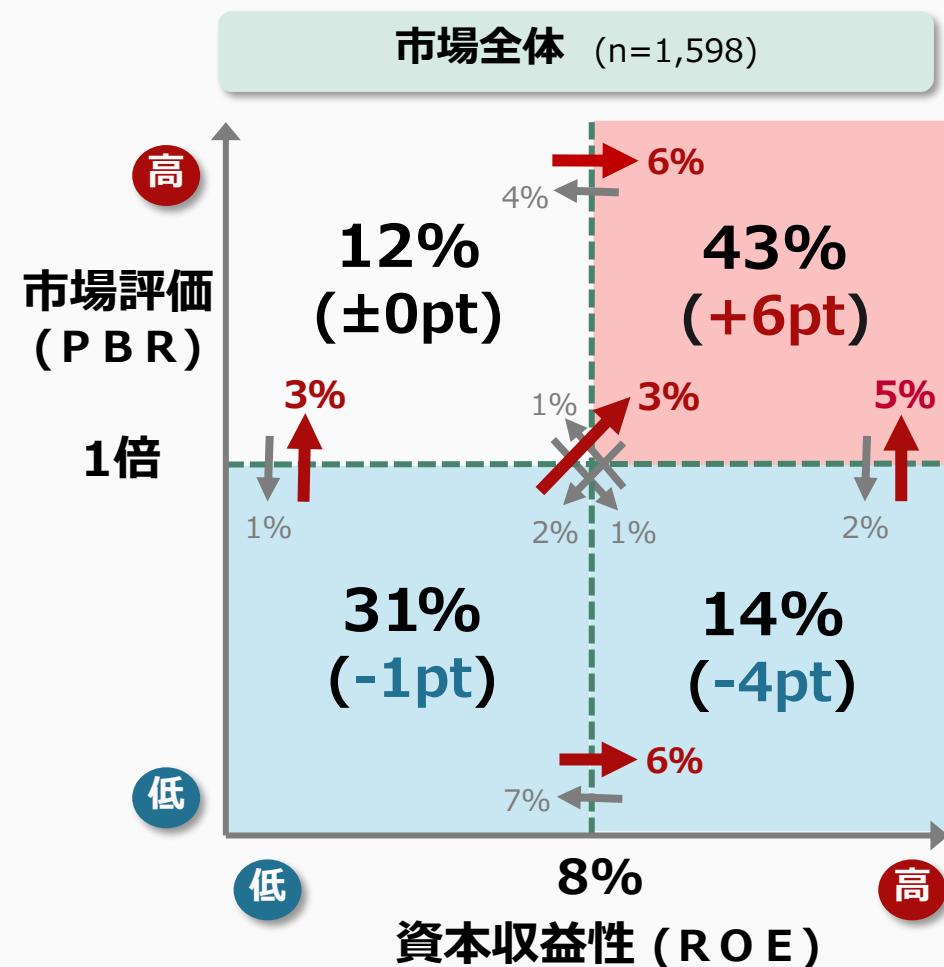
市場区分別の R O E の変化



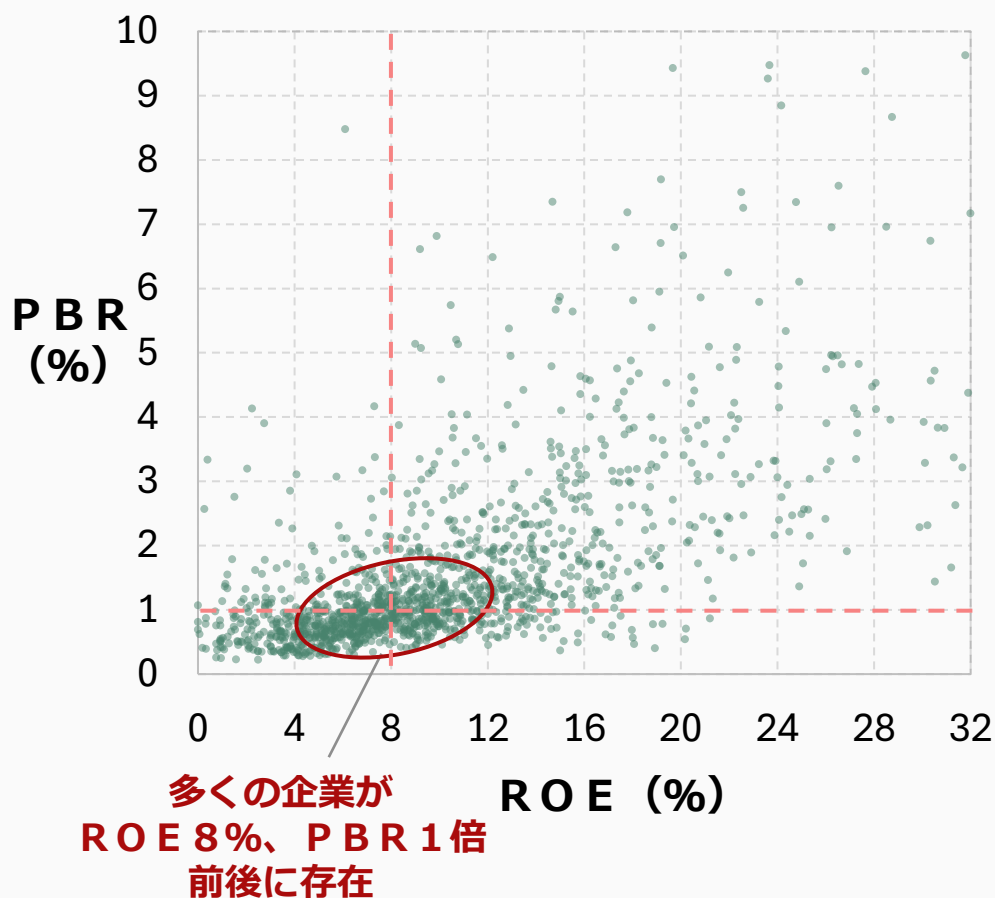
市場評価・資本収益性の変化（プライム市場）

◆ 要請前後（2022/7～2025/7）における上場会社のPBR・ROEの変化は以下のとおり

➤ 4象限の比率（%）は2025/7時点の分布、（）内の数値・矢印は2022/7～2025/7における変化



参考：2025年7月時点の分布



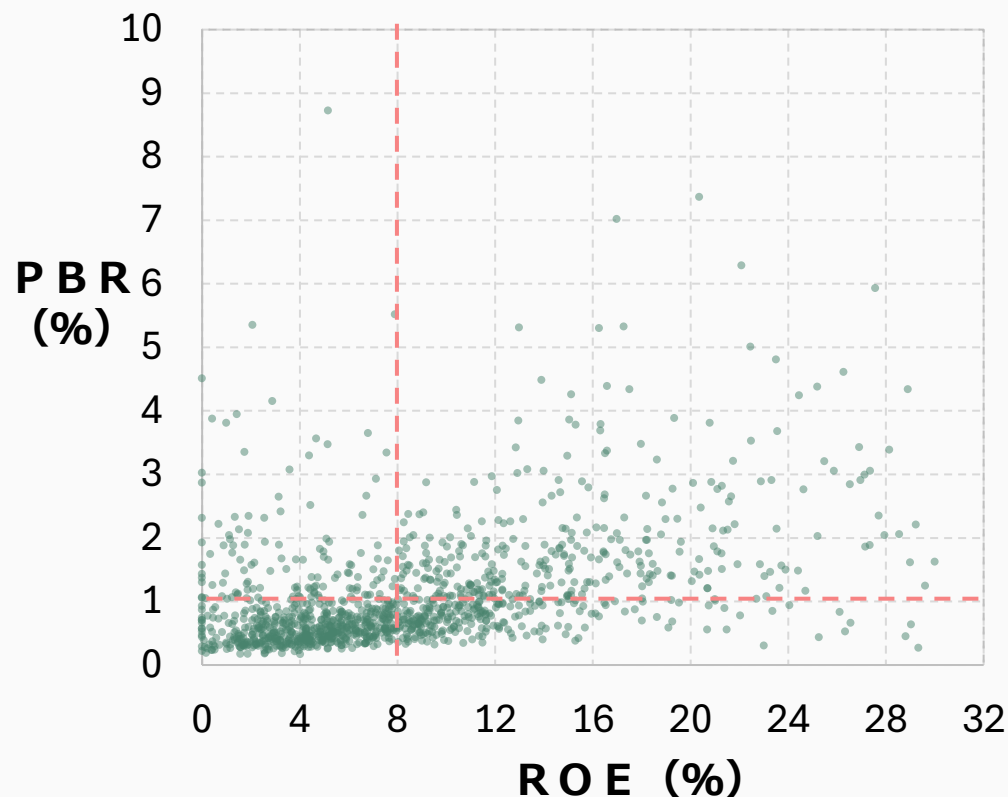
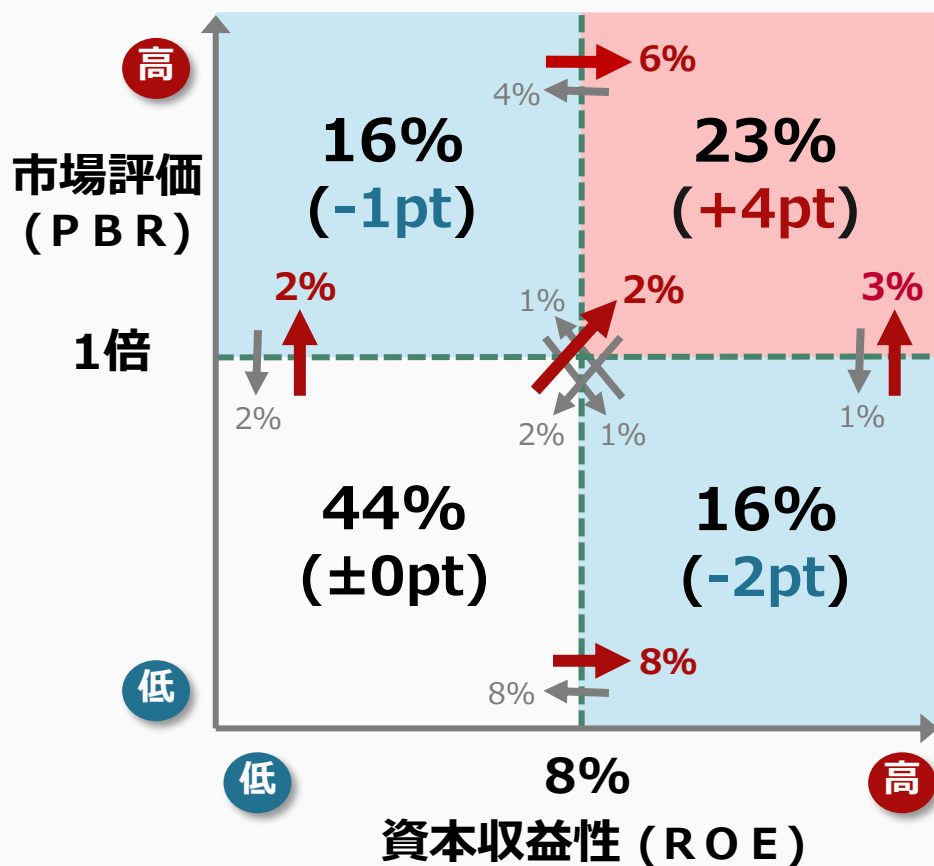
市場評価・資本収益性の変化（スタンダード市場）

◆ 要請前後（2022/7～2025/7）における上場会社のPBR・ROEの変化は以下のとおり

➤ 4象限の比率（%）は2025/7時点の分布、（）内の数値・矢印は2022/7～2025/7における変化

市場全体（n=1,513）

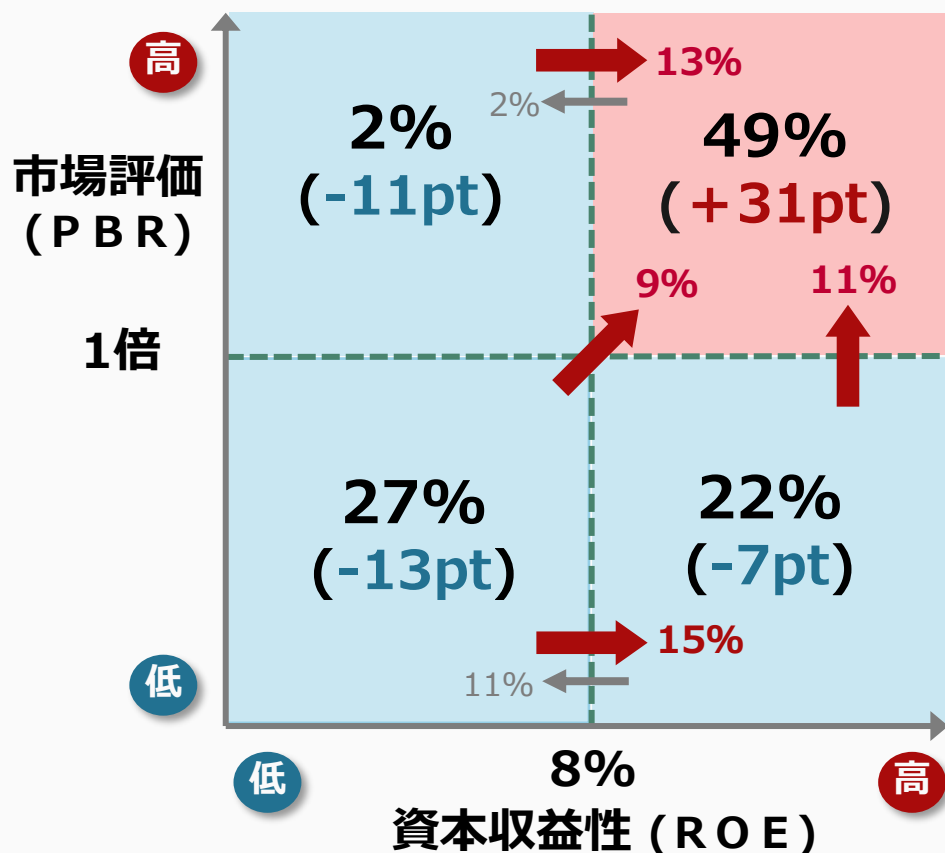
参考：2025年7月時点の分布



市場評価・資本収益性の変化（事例集掲載企業）

- ◆ 要請前後（2022/7～2025/7）における上場会社のPBR・ROEの変化と主な取組みは以下のとおり
 - 4象限の比率（%）は2025/7時点の分布、（）内の数値・矢印は2022/7～2025/7における変化

事例集掲載企業（n=55）



事例集掲載企業の主な取組み

- M&A、成長投資
- 事業ポートフォリオの見直し
- 中長期的な資本政策の策定
- 情報開示・IRの強化
- 対話を踏まえた目標設定の見直し
- 役員報酬の見直し
- 政策保有株式の売却
- 株主還元の実施

⇒ 今後、ポイント・事例集のアップデート時に
深掘りして分析

- ◆ 本年1月以降に意見交換を行った、アクティブを中心とした海外・国内機関投資家（約200社）からの主なフィードバックは以下のとおり

※赤字部分が直近の追加箇所

（企業の変化に対するポジティブな評価）

- 資本コストだけでなくROICやWACCの概念に関する経営者の理解が進んでおり、企業の意識変化を感じる。株主と企業の共通言語が形成されていることが評価できる（国内機関投資家）
- 数年前では考えられないほど、日本企業の資本コストや株価に対する関心が高まっている。また、多くの企業が投資家との対話を重視するようになり、IR・対話の質も着実に向上している（海外投資家）
- 要請の公表当初は、1年程で盛り上がりが終わるかと思ったものの、持続的な変化が起こっているように感じる。かねてより日本株の評価は割安だったが、今回は企業のクオリティが改善している印象（海外投資家）
- 経営者の理解が進んでいることに加え、投資家を意識した検討や開示が着実に進展している。また、色々なセクターにおいて、業界のリーダーが動いて他社が追随するという流れができつつある（海外投資家）
- 数十億円規模の企業の意識も変わってきており、中長期的な資本政策の策定に取り組もうとする企業が出てきている。こうした企業も、今後、少し遅れて成果につながっていくのではないかと（経営コンサル）

（取組みの実効性に関する意見など）

- ポジティブな変化として、ROE目標やキャピタルアロケーション方針、バランスシートの効率化に向けた取組みなどを開示する企業が出てきているが、今後の課題はその計画が実行に移されるかどうかであり、企業価値向上のストーリーとともに、それに向けた今後5年間の道筋を具体的に見せてほしい（国内機関投資家）
- 日本株のアロケーションを増やすには、資本収益性の改善に向けた取組みの開示だけではなく、実際にROEやROICが改善していることを確認する必要がある（海外投資家）

（企業の目線を上げるべきという意見）

- 多くの企業で進展が見られているが、いまだにROE8%、PBR1倍を超えていれば一安心という意識の企業もあり、取組みを進める企業とそうでない企業の間で、差が広がっていることは大きな課題（国内機関投資家）
- 更なる改善の余地がある企業が、PBR・ROEを少し向上させただけで終わりとならないようにしないといけない。企業はそこで満足せずに、上に上にと目指していったほしい（海外投資家）

※赤字部分が直近の追加箇所

(課題や今後の示唆など)

- 企業経営者との面談を通じて感じるが、資本コストに対する理解は進んできている一方で、それをいかに経営に反映させるかという意識は依然として希薄である。例えば、ROICを用いた不採算事業からの撤退や、成長事業への資源配分といったドラスティックな経営判断がなかなかできていないが、いかに経営者が動いてくれるかがカギであるので、抜本的な取組みが実行に移されるよう、引き続き後押ししてほしい（国内機関投資家）
- 株主還元が資本効率向上に向けた検討の出発点となっている企業が多く、自社株買いが増えている印象がある。余剰資金を払い出す手段としては良いものの、場当たりの株主還元策は、株価に対して意味をなさなくなってきた。目指すバランスシートの姿やキャッシュアロケーション方針をしっかりと考えるところから始めるよう意識付けをして、中長期的な企業価値向上に向けたコアビジネスへの投資は続けてほしい（海外投資家）
- 企業がキャピタルアロケーションの方針やROE目標を掲げるようになったところまでは成功として評価してよいと思うが、それらを達成するための行動を誘引するカギになるのが業績連動型の役員報酬だと考える。日本企業は特に、株価等に連動する役員報酬の割合や絶対額が少ない（海外投資家）
- **開示された計画が実行に移されるフェーズに来ているが、開示のアップデートも重要**となってくる。計画がすべて完了し、目標を達成してから開示するのではなく、**アップデートの際に進捗状況を適切に開示したり、進捗に対する分析や必要に応じてリカバリ策などを投資者に説明していくことが求められる**（海外投資家）
- 少し遅れてではあるが、**新たに成長投資や中長期の目標設定を行う企業も出てきている**。一方で、**成長投資が目先のPL改善を意識したもので、中長期の企業価値向上につながらないものであったり、目標設定が各種取組みと紐づいておらず、ストーリー性を持った説明ができていない**など、改善すべき点も多い（国内機関投資家）
- 要請から2年が経過し、**個社のビフォーアフターが比較できるようになってくるはずなので、改善した企業を何らかの形で取り上げることが、日本企業と機関投資家に対する良いメッセージになるのではないか**（海外投資家）
- **ギャップ事例には重要な課題がまとまって掲載されており、エンゲージメントの場で活用している**。これまで弊社単独の意見と捉えられてきたことが、他の投資家も考えていることだと企業に理解してもらえるようになった。また、好事例集の存在が広く認識されてきた今だからこそ、次のステップとして、**企業がこの好事例に掲載されることを目指すインセンティブ付け**を行うのはどうか（海外投資家）

「機関投資家からのコンタクトを希望する企業」 の明示に関するフォローアップ

上場会社向けアンケートの結果①

◆ 2025年1月より、「機関投資家からのより活発なコンタクトを希望する」として申請があった企業について、開示企業一覧表上で明示

⇒ 効果検証のため、申請があった310社を対象としたアンケートを実施

✓ 218社からの回答を受領（回答率 7割強）

Q. 申請の理由を教えてください（n=218、複数回答可）

対話に積極的な企業として、投資者にアピールするため

69%

機関投資家からのコンタクトが不足しており、コンタクトを拡大するため

68%

対話を通じて、自社の経営戦略等をブラッシュアップするため

56%

海外投資家からのコンタクトを拡大するため

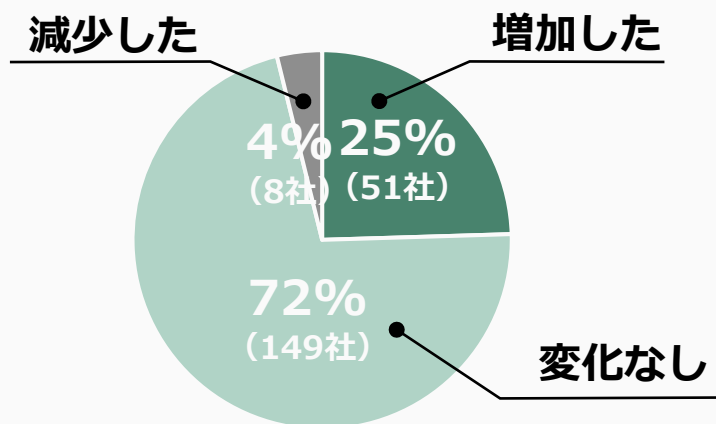
42%

機関投資家からのコンタクトは足りているが、更に拡大するため

22%

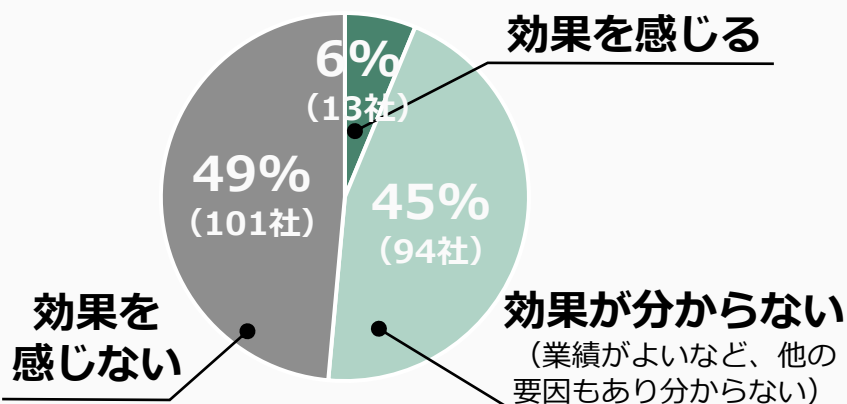
上場会社向けアンケートの結果②

Q. 掲載前後での機関投資家からの コンタクトの増減について



※掲載から1ヶ月以上が経過した208社の回答を集計

Q. 開示企業一覧表への掲載の効果について



「掲載の効果が分からない」を選択した企業の補足コメント

- 面談自体は増えているが、それが開示企業一覧表への掲載の効果なのか、他の要因（IR活動を強化していることや、業績がよいことなど）によるものなのかの判別が難しい
- 機関投資家との面談が年50件近く増えているが、他の取組みもあり、「コンタクトを希望する企業」としての掲載を見て面談を申し込んだと明確に言われた投資家は2社のみであった

（参考）機関投資家へのヒアリング結果 ⇒ 機関投資家は様々な用途で一覧表を活用

- 一覧表は活用しており、複数社と面談した。ただし、成長性を見て調査対象を決めているので、企業が成長性に関する開示などをしっかり行っていることが重要で、リストに載っているから会うというわけではない（海外投資家）
- 運用するファンドのコンセプトとファンドマネジャー次第ではあるが、銘柄の投資可能ユニバースの入れ替えをする際、スクリーニング基準の一つに活用していることがある（国内機関投資家）
- エンゲージメントファンドとして、投資家にアンフレンドリーな企業との対話に時間を割きたくはない。その観点で、対話に前向きな企業を可視化してくれたことは非常にありがたく、ストックピックの参考になっている（海外投資家）
- 我々は逆張り派なので、コンタクトを希望していないという企業をスクリーニングする方が面白いと思っている（海外投資家）
- 中小型株に投資している人にとって、コンタクト希望の項目は価値が高いと思うが、コンタクトを希望する企業の多くが流動性が低く、調査・面談に至らない企業も多にいる（国内機関投資家）

上場会社向けアンケートの結果③

東証に期待する施策について

(機関投資家との対話機会の創出)

- 機関投資家との対話イベントは大変勉強になり、これからも継続してほしい。機関投資家の考えに対して理解を深めることはもちろん、イベントを通じて面談実施につながるなど具体的な進展もあった
- 機関投資家との対話イベントの回数を増やしてほしい。人気ですぐに満席となってしまう、キャンセルも出ないためなかなか参加できない
- 中小型企业にフォーカスした機関投資家との対話イベントを開催してほしい

(好事例・ギャップ事例の拡充)

- 取組み・開示の他社事例・好事例の更なる拡充や、継続的なアップデートをお願いしたい（多数）
- 中小型企业の事例を拡充してほしい
- 機関投資家と企業側の間のギャップ事例について、引き続き情報提供をお願いしたい

(開示企業一覧表の改良)

- 開示企業一覧表への掲載項目を増やしてもらいたい（アピールポイント・参考資料など）

(参考) 機関投資家へのヒアリング結果

⇒ 機関投資家等からも開示企業一覧表の改良を期待する声

- 開示の有無ではなく、取組みの中身が重要な局面に移ってきているので、開示企業一覧表上で、各社の取組み内容を横並びで見られるようになるのではないかと（国内機関投資家）
- 現状、企業は中計や決算説明会資料など色々なドキュメントで開示しているため、各社の取組みの概要がまとまって把握できるようになると、投資家・企業双方にとって有用なのではないかと（経営コンサル）

今後の東証の対応について

現状と今後の方向性（案）

- ◆ **上場会社の対応状況については明確な差が出てきており、**
 - **プライム市場では開示率が9割を超え、アップデートを行う企業が中心となってきたことから、取組みの実行フェーズにある企業を後押しするため、ポイント・事例集のアップデートなど、企業のフェーズに合ったプラクティカルなコンテンツを提供**
 - **スタンダード市場では足元で初回の開示やアップデートを行う企業も出てきているものの、要請から2年以上が経つなかで、依然として約半数の企業が未開示である点が課題**
- ◆ **また、企業が取組みが進捗するなかで、機関投資家からは、ROE 8%、PBR 1倍を超えていれば一安心という意識の企業が多いとの声もあり、企業の目線感を上げていくための啓発が必要**
- ◆ **機関投資家とのコミュニケーション促進の観点からは、機関投資家に対する理解を深めるためのサポートを継続的に実施しつつ、企業・投資家双方からのニーズに応じて開示企業リストを改良**

具体的な施策①：ポイント・事例集のアップデート

◆ 以下の観点から、ポイント・事例集のアップデートを行い、11月～12月上旬を目途に公表予定

① 企業規模に応じた最新の事例を拡充

投資家の目線とギャップのある事例



Step 1. 取組みの状況に応じたギャップと見比べて、自社の取組みを点検

レベル
1

- ・現状分析・評価が表面的な内容にとどまる
- ・取組みを並べるだけの開示となっている
- ・合理的な理由もなく、対話に応じない

レベル
2

- ・現状分析が投資家の目線とズレている
- ・目指すバランスシートやキャピタルアロケーション方針が十分に検討されていない
- ・目標設定が投資家の目線とズレている
- ・課題の分析や追加対応の検討を機動的に行わない

レベル
3

- ・不採算事業の縮小・撤退の検討が十分でない
- ・業績連動の役員報酬が、中長期的な企業価値向上に向けたインセンティブとなっていない
- ・対話の実施状況の開示が具体性に欠ける

投資家の視点を踏まえたポイント・事例集



Step 2. 各ギャップに対応したポイント・事例を参照しながら、投資家の視点を踏まえた取組みを推進

□ 投資家の視点を踏まえたポイント解説



② 取組みを進めて改善した企業の「ビフォー・アフター」や、どのように課題を乗り越えたかななどの「検討プロセス」の要素を追加
⇒ セミナー・座談会等を通じたナレッジ・経験や高い目線感の共有



事例集

③ 投資者からの最新の声を反映

- (例) ✓ 取組みのアップデート (×開示した取組みが進捗しているか分からない、進捗状況の分析やリカバリー策の説明がない)
- ✓ 成長投資 (×目先のPL改善ばかりが意識された計画となっている、実現可能性を裏付けるデータ等の補足がない)
- ✓ 中長期の目標設定 (×目標の設定のみで、達成に向けた各種取組みとの関連性の説明・ストーリーがない)

具体的な施策②：機関投資家とのコミュニケーション促進

◆ 開示企業リスト（積極的に取り組む上場企業の支援ツール）の改良【詳細は9月中に公表、年明け開始予定】

- 開示の有無だけでなく、開示の内容をリストに追加することで、**各社の取組みがより投資者に伝わりやすくなるよう見える化**
- ✓ 企業側のメリット：当該開示欄を投資者へのアピールの場として活用、他社の取組み内容の参照が容易に
- ✓ 投資者側のメリット：各社の取組み内容の参照・横並びでの比較が容易に

（開示企業リストの掲載イメージ）

「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧

2025/MM/DD 時点

業種コード	業種	市場区分	証券コード	銘柄名	開示状況		開示内容の アップデート日	開示内容	機関投資家からのより活発なコンタクトを希望			英文開示
					要請に基づく 開示状況	前月からの 開示状況の変更			申請状況	掲載開始日	コンタクト先	
****	*****	プライム	1111	aaaaa	開示済		2025/6/30	当社は資本効率性を重視した経営のもと・・・				
****	*****	プライム	2222	bbbbb	開示済	未掲載⇒開示済		2025年6月の取締役会にて、現状分析・・・	○	2025/1/15	XX部 YY課	有
****	*****	スタンダード	3333	ccccc	開示済		2025/4/11	当社は、資本コストや株価を意識した・・・	○	2025/3/14	XX部（担当者4名で構成）	
****	*****	スタンダード	4444	ddddd	検討中			持続的な成長と中長期的な企業価値の・・・				
****	*****	スタンダード	5555	eeeee	開示済			適時開示資料（掲載リンク）において・・・				

各社のCG報告書における「資本コストや株価を意識した経営」に関する開示内容を掲載

◆ 機関投資家との対話・理解促進の機会の提供【継続実施】

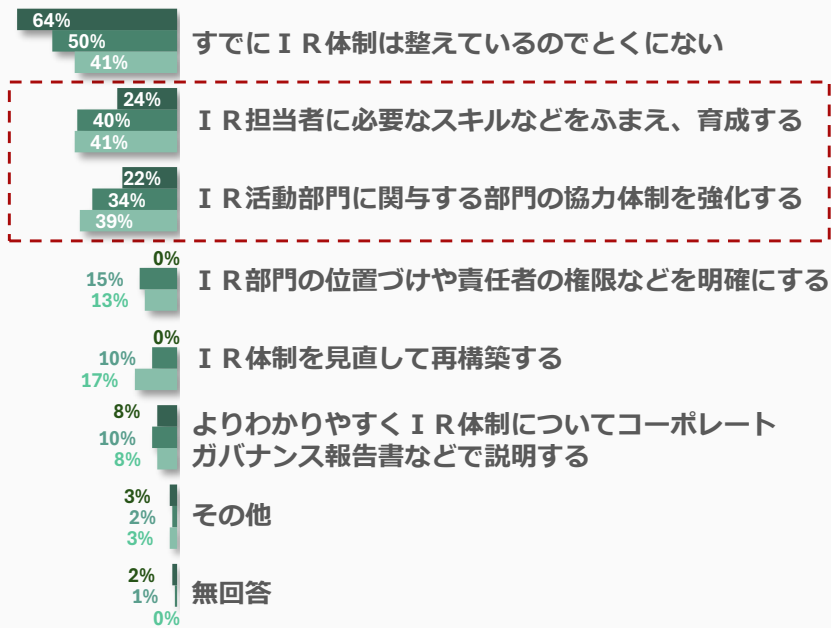
- 東証ではこれまで、企業と機関投資家との対話会や、機関投資家の運用方針・上場会社に求めるIRなどを理解するための相談会を開催。引き続き企業から高いニーズが寄せられており、今後も注力

参考資料

- ◆ 7月からスタートした I R体制整備の義務化をきっかけとして、中小型株を中心に、**I R担当者の育成や I R活動に**関与する部門の協力体制の強化など、**I R関連の取組み**を始めた¹り、**補強する動き**が見られている
- ◆ I R体制を強化するための課題としては、「**I R部門の K P I や効果測定を設定しにくい**」、「**I R人材の育成やキャリアアップが実現できていない**」ことや、特に小型株では、「**アナリストカバーの低さや投資家の時間軸の短さが解決されない**」ことなどが挙げられている

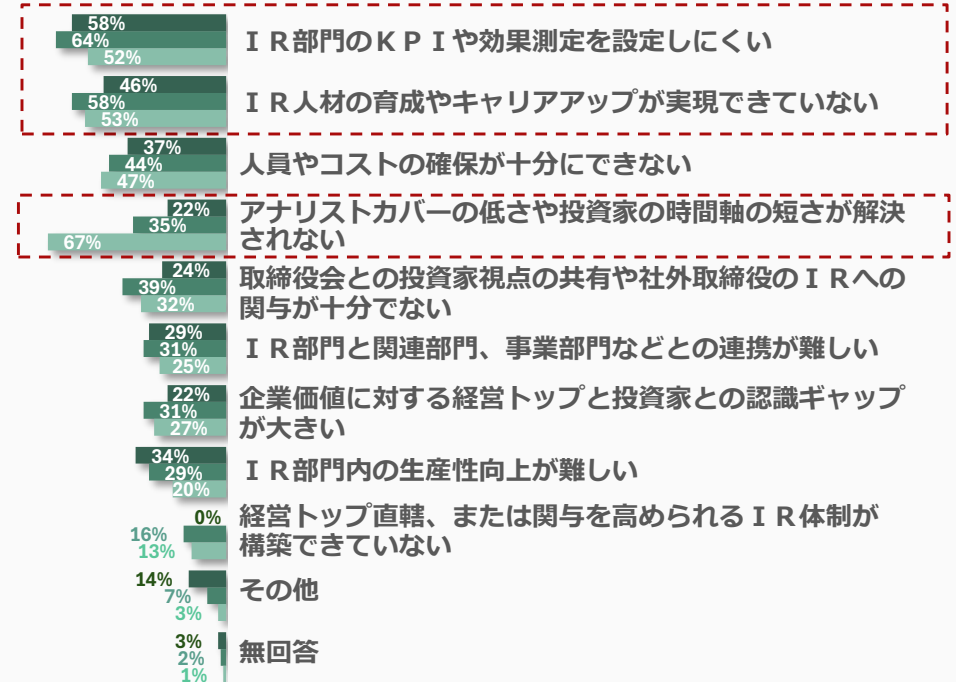
Q. 「I R体制の義務化」を受けて始めたり、補強したりした取組み（複数選択可）

■ 大型株 (n=59) ■ 中型株 (n=125) ■ 小型株 (n=88)



Q. I R体制を強化するための課題（複数選択可）

■ 大型株 (n=59) ■ 中型株 (n=125) ■ 小型株 (n=88)



参考：PBR・ROE等の構成要素の変化（プライム市場）

$$\begin{array}{ccccc} \text{PBR} & = & \text{ROE} & \times & \text{PER} \\ \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産}} & = & \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}} & \times & \frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}} \end{array}$$

2022年 7月	$\frac{667\text{兆円}}{587\text{兆円}}$ 1.1倍	=	$\frac{50\text{兆円}}{587\text{兆円}}$ 8.4%	×	$\frac{667\text{兆円}}{50\text{兆円}}$ 13.5倍
2023年 7月	$\frac{826\text{兆円 (+24\%)}}{621\text{兆円 (+6\%)}}$ 1.3倍	=	$\frac{51\text{兆円 (+3\%)}}{621\text{兆円 (+6\%)}}$ 8.3%	×	$\frac{826\text{兆円 (+24\%)}}{51\text{兆円 (+3\%)}}$ 16.1倍
2024年 7月	$\frac{978\text{兆円 (+47\%)}}{697\text{兆円 (+19\%)}}$ 1.4倍	=	$\frac{59\text{兆円 (+19\%)}}{697\text{兆円 (+19\%)}}$ 8.5%	×	$\frac{978\text{兆円 (+47\%)}}{59\text{兆円 (+19\%)}}$ 16.6倍
2025年 7月	$\frac{971\text{兆円 (+46\%)}}{715\text{兆円 (+22\%)}}$ 1.4倍	=	$\frac{64\text{兆円 (+30\%)}}{715\text{兆円 (+22\%)}}$ 9.0%	×	$\frac{971\text{兆円 (+46\%)}}{64\text{兆円 (+30\%)}}$ 15.1倍

※ QUICKから取得したデータを東証で加工

※ 時価総額・純資産は2025年7月1日時点のデータ、当期純利益は2025年7月1日時点の直近の実績データ

※ () 内の%は2022年7月1日時点の数値との比較

参考：PBR・ROE等の構成要素の変化（スタンダード市場）

$$\begin{array}{ccccc} \text{PBR} & = & \text{ROE} & \times & \text{PER} \\ \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産}} & = & \frac{\text{当期純利益}}{\text{純資産}} & \times & \frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}} \end{array}$$

2022年 7月	$\frac{18\text{兆円}}{21\text{兆円}}$ 0.8倍	=	$\frac{1.1\text{兆円}}{21\text{兆円}}$ 5.3%	×	$\frac{18\text{兆円}}{1.1\text{兆円}}$ 15.9倍
2023年 7月	$\frac{20\text{兆円 (+14\%)}}{22\text{兆円 (+5\%)}}$ 0.9倍	=	$\frac{1.4\text{兆円 (+25\%)}}{22\text{兆円 (+5\%)}}$ 6.3%	×	$\frac{20\text{兆円 (+14\%)}}{1.4\text{兆円 (+25\%)}}$ 14.5倍
2024年 7月	$\frac{25\text{兆円 (+38\%)}}{25\text{兆円 (+18\%)}}$ 1.0倍	=	$\frac{1.6\text{兆円 (+45\%)}}{25\text{兆円 (+18\%)}}$ 6.5%	×	$\frac{25\text{兆円 (+38\%)}}{1.6\text{兆円 (+45\%)}}$ 15.1倍
2025年 7月	$\frac{26\text{兆円 (+44\%)}}{26\text{兆円 (+21\%)}}$ 1.0倍	=	$\frac{1.7\text{兆円 (+52\%)}}{26\text{兆円 (+21\%)}}$ 6.7%	×	$\frac{26\text{兆円 (+44\%)}}{1.7\text{兆円 (+52\%)}}$ 15.1倍

2023年10月に市場区分の再選択（プライム→スタンダード）を行った約180社を除いたデータ

2025年 7月	$\frac{23\text{兆円 (+30\%)}}{23\text{兆円 (+6\%)}}$ 1.0倍	=	$\frac{1.6\text{兆円 (+39\%)}}{23\text{兆円 (+6\%)}}$ 6.9%	×	$\frac{23\text{兆円 (+30\%)}}{1.6\text{兆円 (+39\%)}}$ 15.0倍
-------------	-----------------------------------------------------------------	---	------------------------------------------------------------------	---	--------------------------------------------------------------------

※ QUICKから取得したデータを東証で加工

※ 時価総額・純資産は2025年7月1日時点のデータ、当期純利益は2025年7月1日時点の直近の実績データ

※ () 内の％は2022年7月1日時点の数値との比較