

投資家の視点を踏まえたポイント

東京証券取引所

2025年12月26日 第三版



本資料は、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を検討中の上場会社の皆様に検討の参考にしていただくとともに、既に開示済の上場会社の皆様にも今後のアップデートの参考としていただくことを目的として、**国内外の多くの投資家との面談に基づき、投資家が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資家が一定の評価をしている取組みの事例等**を取りまとめたものです。

※ 本資料に掲載している事例は、資本コストや株価を意識した経営に取り組む上場会社における検討の参考としていただくため、情報提供のみを目的として取り上げているものであり、特定の銘柄に関する投資勧誘など、それ以外の目的で掲載するものではありません。

はじめに 5ページ

I. 現状分析・評価 8ページ

- ① 投資家の視点から資本コストを捉える
- ② 投資家の視点を踏まえて多面的に分析・評価する
- ③ バランスシートが効率的な状態となっているか点検する

II. 取組みの検討・開示 15ページ

- ① 株主・投資家の期待を踏まえた目標設定を行う
- ② 経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う
- ③ 資本コストを低減させるという意識を持つ
- ④ 中長期的な企業価値向上に向けて経営陣・従業員の目線を合わせる
- ⑤ 中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

III. 対話・アップデート 22ページ

- ① 経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する
- ② 株主・投資家の属性に応じたアプローチを行う
- ③ 対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる
- ④ 目標設定や取組みを継続的にブラッシュアップする

版数	公表日	改訂内容
初版	2024年2月1日	—
第二版	2024年11月21日	<ul style="list-style-type: none">✓ 各ポイントの上場会社の取組み例をアップデート✓ 「Ⅱ. 取組みの検討・開示」のポイント①（株主・投資家の期待を踏まえた目標設定を行う）を追加✓ 「Ⅲ. 対話・アップデート」のポイント④（取組みや目標設定を継続的にプラスアップする）を追加
第三版	2025年12月26日	<ul style="list-style-type: none">✓ 各ポイントの上場会社の取組み例をアップデート✓ 「Ⅱ. 取組みの検討・開示」のポイント④（中長期的な企業価値向上に向けて経営陣・従業員の目線を合わせる）の見出し・解説を更新✓ 「Ⅱ. 取組みの検討・開示」のポイント⑤（中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する）の解説を更新

はじめに

I. 現状分析・評価

II. 取組みの検討・開示

III. 対話・アップデート

- ◆ 東京証券取引所では、2023年3月、プライム市場及びスタンダード市場の全上場会社を対象に「**資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応**」をお願いいたしました。その後、多くの上場会社において取組みが進められておりますが、**国内外の株主・投資家からは、各企業の取組みの更なる進展を期待する声**が多く寄せられております。
- ◆ 本資料は、対応を検討中の上場会社の皆様に検討の参考にしていただくとともに、既に開示済の上場会社の皆様にも今後のアップデートの参考としていただくことを目的として、**国内外の多くの投資家※との面談に基づき、投資家が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資家が一定の評価をしている取組みの事例**を取りまとめたものです。
※ 中長期の企業価値向上を重視する多くの投資家（アクティブラボなど。延べ400社超）と面談を実施し、2025年に投資家から寄せられた最新の事例やフィードバックを反映しております。
- ◆ なお、**中長期的な企業価値向上の実現に向けて必要となる取組み**は、当然ながら、**各社の状況**によって異なるものです。本資料で取り上げている対応のポイントや取組みの事例を参考にしつつ、**経営陣・取締役会が主体となり、自社の現状を十分に分析・評価したうえで、取組みを推進していただくことが期待されています。**
- ◆ 上場会社の皆様におかれましては、単に要請に応じるために対応するということではなく、**国内外の株主・投資家からの期待が高まっている現状を、ぜひ企業の変革を進めるための良い契機として捉え、積極的な対応をお願い申し上げます。**

◆ 本資料は、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて実施をお願いしている一連の対応について、各ステップごとに、投資家が企業に期待している取組みのポイントや、それらのポイントが押さえられていると投資家が一定の評価をしている取組みの事例をまとめています。

▶ 取組みの事例の詳細は、資料4（事例集2025プライム市場編）及び資料5（事例集2025スタンダード市場編）にまとめており、そちらも併せてご参照ください。

※ 2024年11月に公表した事例集は、以下に掲載しておりますので、適宜ご参照ください。

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20241121-01.html>

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて求められる対応

現状分析

- 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握
- その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価

⇒ I. 現状分析・評価（8ページ～）

計画策定・開示

- 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組みを取締役会で検討・策定
- その内容について、現状評価とあわせて、投資家にわかりやすく開示

⇒ II. 取組みの検討・開示（15ページ～）

取組みの実行

- 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進
- 開示をベースとして、投資家との積極的な対話を実施

毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデート

⇒ III. 対話・アップデート（22ページ～）

はじめに

I. 現状分析・評価

II. 取組みの検討・開示

III. 対話・アップデート

「資本コストや株価を意識した経営」の主目的は、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、成長投資や事業ポートフォリオの見直し等の抜本的な取組みを推進することにより、**中長期的な企業価値向上と持続的な成長を実現**することですが、**その実現に向けた第一歩が、現状の分析と評価**です。

- ◆ 分析・評価にあたって、まずは、資本収益性を評価するために必要となる**資本コストを的確に把握**することが必要となります。その際、**投資家の視点から資本コストを捉える**【ポイント①⇒9ページ】ことが期待されています。
- ◆ そのうえで、資本収益性や市場評価に関して、**取締役会で現状を分析・評価**することが求められますが、その際、単に足元のPBRが1倍を超えているか、ROEが8%を超えているか、というだけではなく、資本収益性や市場評価に関して、**投資家の視点を踏まえて多面的に分析・評価する**【ポイント②⇒11ページ】ことが期待されています。
- ◆ また、「資本コストや株価を意識した経営」の本質は、中長期的な企業価値向上に向けた**「経営資源の適切な配分」**を実現することであり、上記の分析・評価とあわせて、価値創造に向けて自社の**バランスシートが効率的な状態となっているか点検する**【ポイント③⇒13ページ】ことも期待されています。

ポイント①

投資家の視点から資本コストを捉える

解説

- ◆ 株主資本コストを推計する手法として、多くの企業では C A P M (資本資産価格モデル) が利用されていますが、その算出値はあくまでも一つの推計値です。
- ◆ 株主資本コストは「投資家の期待収益率」であるという観点からは、必ずしも C A P M 等のモデルを用いて算出すればそれだけでよいということではなく、資本コストの水準について、「株主・投資家と認識が揃っているか」ということがポイントとなります。
- ◆ こうした株主・投資家との共通理解を醸成するため、たとえば、
 - 自社で認識している資本コストの水準と併せて、算出に用いたモデル・パラメータを開示
 - 複数のモデル・パラメータを用いて分析
 - 説明会や面談を通じて、株主・投資家に自社の資本コストの水準についてヒアリング
 などを行い、投資家の視点から資本コストを把握することが期待されています。

取組例

イトーキ (7972・プラ)

株主資本コストについて、C A P M での算出に加え、主要な機関投資家にヒアリングを実施。投資家の期待に応えるため、厳しめのレンジを採用 (→資料3(課題解決事例集)-5ページ)

フィンテック グローバル (8789・スタ)

株主資本コストについて、C A P M や株式益利回りなど多面的に分析し、その内容について具体的に開示 (→資料5-33ページ)

昭栄薬品 (3537・スタ)

株主資本コストについて、C A P M をベースに複数のシナリオで算出した株式ベータを用い、多角的に算出 (→資料5-7ページ)

ディーエムエス (9782・スタ)

株主資本コストについて、投資家との対話によりギャップを把握、認識を見直し (→資料5-36ページ)

フクビ化学工業 (7871・スタ)

株主資本コストについて、C A P M で算出したうえで、事業要因、財務要因、市場要因を考慮して高めに修正した値を使用 (→資料5-25ページ)

チェンジホールディングス (3962・プラ)

株主資本コストに関して、サイズプレミアム（規模が小さい企業の株式に対して追加的に適用されるリスクプレミアム）を考慮して算出 (→【2024年事例集】資料4-81ページ)

- ◆ 東証では、資本コストなど、投資家視点を踏まえた企業価値向上経営を行ううえで基礎となる知識や情報に関する理解を深めていただくため、過去に実施した「企業価値向上経営セミナー」の資料・講演録の掲載や、上場会社向け「企業価値向上経営 e ラーニング」の提供を行っています。

企業価値向上経営セミナー

<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/co-value/03.html>

◆ 2018年度「『資本コスト』認識の経営戦略上の意義」

講演内容	登壇者
「資本コストとは。-資本コストを認識することの経営戦略上の意義-」	柳 良平 氏（早稲田大学大学院会計研究科 客員教授／エーザイ株式会社 常務執行役CFO）
「改訂コード5-2及び対話ガイドライン2-2の意図」	三瓶 裕喜 氏（フィデリティ投信株式会社 ヘッド・オブ・エンゲージメント）

◆ 2019年度「基礎から学ぶ『資本コスト』」

講演内容	登壇者
「企業価値向上と『資本コスト』～経営への活用に向けた基礎と実践～」	加賀谷 哲之 氏（一橋大学大学院経営管理研究科 准教授）
投資家が求める企業価値向上と「資本コスト」意識～対話の現場からの期待～	中神 康議 氏（みさき投資株式会社 代表取締役社長）
『率の経営』（「資本コスト」を意識した経営）の深化と社内浸透のあゆみ	高橋 孝一 氏（ダイキン工業株式会社 常務執行役員 経理財務本部長）

※ 登壇者の役職等は開催当時のものです。

企業価値向上経営 e ラーニング

<https://www.jpx.co.jp/equities/listed-co/seminar/e-learning/index.html>

◆ 基礎講座 Series

企業価値向上経営の意義と実践に向けて	<ol style="list-style-type: none"> 企業価値向上経営の意義と必要性 必要な自己資本と自己資本のコストとは 東証上場企業の企業価値向上経営の現状と課題
資本市場と企業経営	<ol style="list-style-type: none"> 上場とは 株主とは 少数株主（機関投資家）の概略 少数株主の存在感の変遷 日本企業の抱える課題 持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に向けて - コーポレートガバナンス・コード、ESG情報について
独立役員の実務	<p>Case 1. 新規事業への参入を提案されたらどう考える？ Case 2. 剰余金の処分についてどう考える？ Case 3. T O B の対象となったらどう考える？</p>

◆ 企業価値向上経営ベストプラクティス Series

Series 1	オムロン株式会社の取組み
Series 2	丸紅株式会社の取組み
Series 3	株式会社ユナイテッドアローズの取組み
Series 4	ピジョン株式会社の取組み

ポイント②

投資家の視点を踏まえて多面的に分析・評価する

解説

- ◆ 投資家から見て納得感がある分析・評価として、単に足元のPBRが1倍を超えていたり、ROEが8%を超えていたり、というだけでは十分ではありません。
- ◆ たとえば、**資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析**（次ページ参照）で自社のポジションを確認したうえで、**資本収益性や市場評価が十分ではない場合には、その要因について分析を行うことが期待されています。**
- ◆ その際、PBRやROE等の指標は、業種・業態によって平均的な水準は異なり、また、会計上の要因等によって実態を十分に表していない場合や、一時的に大きく変動する場合もあることなどから、**自社の個別事情を踏まえた指標の調整や、他社との比較や時系列の分析**を行うことも期待されています。
- ◆ また、期待リスク・リターンが大きく異なる事業を抱えている場合には、**セグメント別に資本コストや資本収益性を分析することも有用だと考えられます。**

取

組

例

第一生命ホールディングス
(8750・プラ)

ROEが一定水準に達していても、グローバルな同業他社との比較から目指す姿とのギャップを認識し、ROEや利益目標値の見直しを実施
(→資料4-11ページ)

ヴィス (5071・スタ)

高ROEを背景としてPBRは1倍を超えるものの、PERについて同業他社との比較分析を行い、課題を把握
(→資料5-11ページ)

フィンテック グローバル
(8789・スタ)

市場からの評価に関して、時価総額・PBR・PERの時系列分析や、TOPIX等との比較分析など、多面的に点検
(→資料5-33ページ)

フクビ化学工業
(7871・スタ)

ROEを3要素に分解したうえで、時系列・業界平均比較による詳細な分析を実施
(→資料5-25ページ)

西武ホールディングス
(9024・プラ)

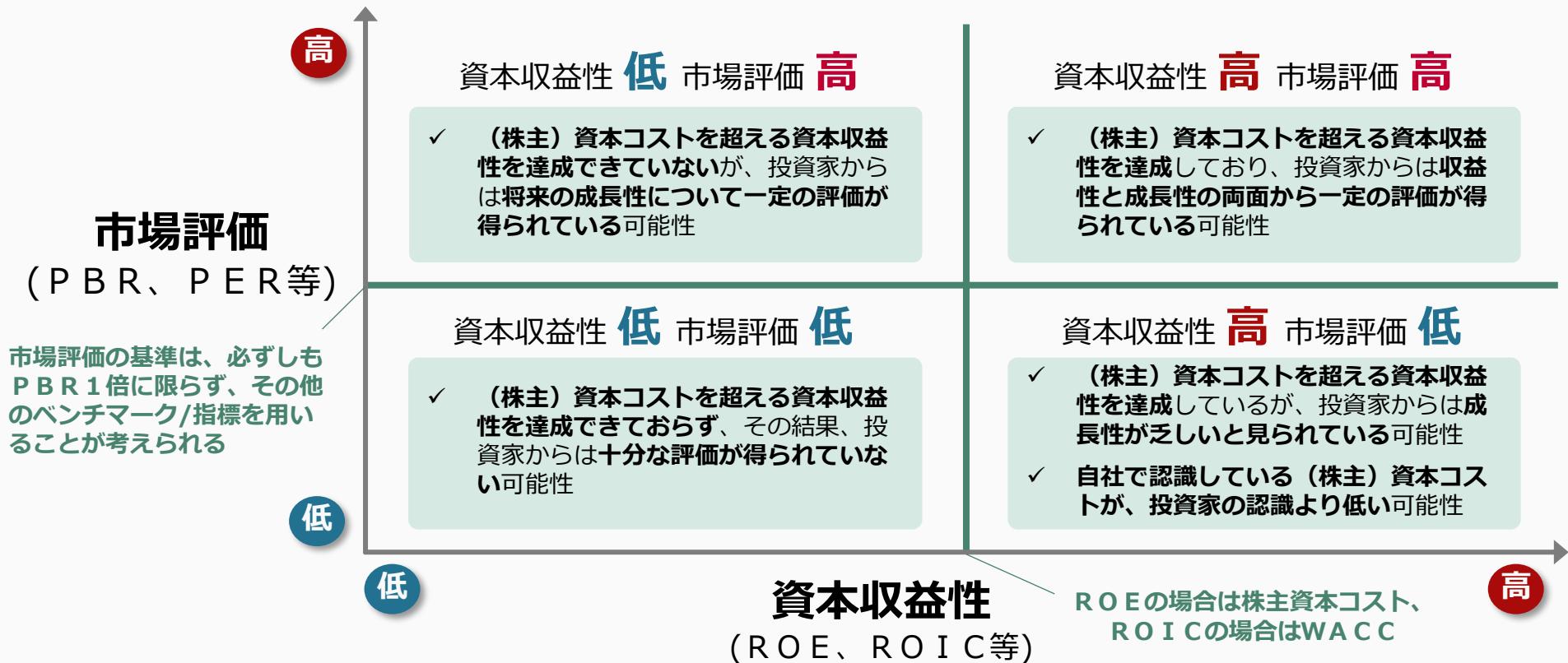
通常のPBRに加えて、賃貸等不動産の含み益を加味した「修正PBR」も算出し、市場評価を分析 (→【2024年事例集】資料4-73ページ)

荏原製作所 (6361・プラ)

セグメント別にROIC-WACCスプレッドの分析・評価を実施し、セグメントごとのROICスプレッド拡大の施策を提示 (→【2024年事例集】資料4-53ページ)

参考：資本収益性と市場評価に関するマトリクス分析

- ◆ 自社の現状を分析し、優先的な打ち手を検討するにあたっては、たとえば、以下のような資本収益性と市場評価に関するマトリクスの中で自社のポジションを確認する（必要に応じて他社との比較や時系列の分析も行う）ことも有効な手段として考えられます。



上記の分析を行った結果、

- 収益性や成長性について十分な水準ではない、評価が得られていない場合には、その要因の分析を行ったうえで、改善策の検討を行っていくことが期待されます。
- 一方で、収益性や成長性について一定の水準、評価が得られている場合でも、投資家の期待を踏まえて、更なる向上に向けた取組みの検討が期待されます。

ポイント③

バランスシートが効率的な状態となっているか点検する

解説

- ◆ 持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、**バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践することが期待されています。**
- ◆ こうした観点から、多くの株主を有する上場会社の経営陣・取締役会の責務の一つとして、**自社のバランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているか、定期的に点検を行うことが期待されます。** 例えば、**事業運営や成長投資を進めていくにあたり、過剰な現預金を抱えていないか**といった点や、**現預金以外の資産についても、収益獲得の観点から必要なものとなっているか**といった点について、点検を行うことが考えられます。
- ◆ また、**その点検結果について、（改善が必要と考える場合には）改善に向けた計画と合わせて、株主・投資家にわかりやすく示していくことも、中長期的な企業価値向上の実現に向けて株主・投資家との認識ギャップを埋めるために有効な手段**と考えられます。

取組例

ヴィス (5071・スタ)

バランスシートの状況を点検し、現預金の余剰という課題を把握。現預金水準の適正化を掲げ、適正化等により生まれた資金を成長投資・株主還元に振り向ける方針を明示
(→資料5-12,13ページ)

THK (6481・プラ)

資本効率の向上に向け、現在及び将来のキャッシュを成長投資や株主還元にどう配分していくのか、バランスシートマネジメントやキャピタルアロケーションの方針を具体的に開示 (→資料4-19ページ)

山九 (9065・プラ)

最適なバランスシートの実現に向けて、目指す自己資本額を示すとともに、政策保有株の売却や売掛債権の流動化によるバランスシートのスリム化を推進 (→資料4-36ページ)

タカラスタンダード (7981・プラ)

政策保有株式や遊休不動産など非事業性資産の売却を推進しながら、成長投資や株主還元を強化していくというキャッシュアロケーションの方針を明示 (→資料4-63ページ)

青山商事 (8219・プラ)

目指すバランスシートの姿を示すとともに、その実現に向けて保有資産の見直し・在庫の圧縮・手元流動性の最適化等を推進
(→資料4-71ページ)

アシックス (7936・プラ)

資本効率向上に向けて、政策保有株式の全売却に取り組むとともに、得られたキャッシュを成長投資や株主還元に充当する方針を開示 (→
【2024年事例集】資料4-53ページ)

はじめに

I. 現状分析・評価

II. 取組みの検討・開示

III. 対話・アップデート

投資家が企業に期待する「取組みの検討・開示」



現状分析・評価によって、優先的に取組むべき自社の課題や、中長期的に目指す姿を明確にした後は、それらの課題解決や目標の実現に向けた具体的な取組みについて、取締役会で検討を行ったうえで、その内容について、現状評価とあわせて、投資家にわかりやすく開示することが期待されています。

- ◆ まず、中長期的な目標設定にあたっては、現状からの延長で考えるだけではなく、**株主・投資家の期待を踏まえた目標設定を行う**【ポイント①⇒16ページ】ことが期待されています。
- ◆ 具体的な取組みの検討にあたっては、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**成長の実現に向けた投資や事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進する**など、中長期的な視点から、**経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う**【ポイント②⇒17ページ】ことが期待されています。
- ◆ また、中長期的な企業価値の実現に向けては、単に資本収益性の向上に取り組むだけではなく、**資本コストを低減させるという意識を持つ**【ポイント③⇒18ページ】ことも期待されており、そのために、効果的な情報開示によって情報の非対称性を軽減し、**企業の収益性や成長性に対する投資家の確信度を高めるための取組み**を行っていくことが考えられます。
- ◆ 上記の取組みと並行して、**中長期的な企業価値向上に対する経営陣・取締役会や従業員のコミットメントを強化し、株主・投資家からの信認を得る**という観点から、健全なインセンティブ設計や社内浸透の取組みを進めるなど、**中長期的な企業価値向上に向けて経営陣・従業員の目線を合わせる**【ポイント④⇒19ページ】ことも期待されています。
- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、どのような意図でその取組みを行うのか、それがどのように課題解決に繋がるのか、**中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する**【ポイント⑤⇒20ページ】ことで、株主・投資家の理解が深まり、対話の更なる深化に繋がると考えられます。

ポイント①

株主・投資家の期待を踏まえた目標設定を行う

解説

- ◆ 中長期的な目線を持った投資家から十分な評価を得るために、現状からの延長で考えるだけではなく、**株主・投資家の期待を踏まえた目標設定を行うことが重要です。**
- ◆ 目標設定に用いる指標として、売上や市場シェア、利益水準などPLベースの指標だけではなく、**バランスシートをベースとしたROE・ROICなど資本収益性に関する指標や、PBR・PER・TSRなど市場評価に関する指標など、投資家が重視する指標も適切に組み合わせていくことが期待されます。**
- ◆ 資本収益性に関する指標の目標設定を行うにあたっては、**資本コストとの関係（資本コストを下回る目標設定になっていないか）についても留意する必要があります。**また、**資本収益性が資本コストを上回ればよい、PBRが1倍を超えるべき**ということではなく、**株主・投資家の期待を踏まえて、更なる向上に向けた目標設定を行うことが期待されます。**

取組

例

横浜フィナンシャルグループ (7186・プラ)

前中計期間の振り返りを実施し、課題を把握したうえで、新中計ではより高いROE目標とその実現に向けた取組みを開示。業績に与える影響が大きい政策金利のシナリオに応じた目標値を提示
(→資料4-24ページ)

愛知製鋼 (5482・プラ)

中計策定1年経過後の状況を丁寧に分析し、課題を特定。資本コストを上回るROEの実現に向けた長期目標を設定、目標利益を上方修正。それにあわせて各取組みをプラスアップ
(→資料4-54ページ)

第一生命ホールディングス (8750・プラ)

ROEが一定水準に達していても、グローバルな同業他社との比較から、目指す姿とのギャップを認識し、ROEや利益目標値の見直しを実施
(→資料4-11ページ)

タカラスタンダード (7981・プラ)

投資家・株主との対話を踏まえて、中計期間中に目標設定を上方修正
(→資料4-62ページ)

大林組 (1802・プラ)

株主資本コストについて、株式市場が求める水準が、自社で認識していた水準(CAPMで算出)を上回っていることを認識し、ROEの目標値を引き上げ
(→【2024年事例集】資料4-26ページ)

ウイルプラスホールディングス (3538・スタ)

資本コストを上回るROEを確保し、PBRが1倍を上回っていても、まだ上昇の余地はあると評価のうえ、さらなる向上に向けた取組みを推進
(→【2024年事例集】資料4-26ページ)

ポイント②

経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う

解説

- ◆ 中長期的な目線を持つ株主・投資家が企業に期待するのは、短期的に資本収益性や株価を向上させるためのテクニカルな取組みではなく、**抜本的な取組みを進め、経営資源の適切な配分を実現すること**です。具体的には、**資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資、人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することが期待されています。**
- ◆ また、**経営資源の適切な配分を意識した取組み**として、バランスシートの点検（I. 現状分析・評価のポイント③）を行ったうえで、**将来目指すバランスシートの姿を検討し、それに至るまでの計画を策定することや、将来のキャッシュフローも含め、資本を成長投資や株主還元にどう配分していくのか、キャッシュアロケーション方針を策定することも考えられます。**
- ◆ なお、**自社株買いや増配など株主還元の強化は、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているか等を分析した結果として、状況に応じて実施すべきものであり、自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応（リキャップCBなど）が期待されている訳ではありません。**

取組例

クリヤマホールディングス
(3355・スタ)

キャピタルアロケーションの方針を具体的に開示するとともに、成長投資により見込まれる成果を具体的に説明
(→資料5-6ページ)

カンロ (2216・スタ)

戦略投資を梃子にした営業CFの最大化と、更なる成長投資の加速という好循環を目指し、そのキャッシュアロケーション方針を具体的に説明
(→資料5-2ページ)

フクビ化学工業 (7871・スタ)

キャピタルアロケーションについて、CCCの適正化や政策保有株売却を通じて得たキャッシュを成長投資等に活用していく方針を具体的に開示
(→資料5-27ページ)

ヴィス (5071・スタ)

現預金水準の最適化等により生まれた資金を成長投資等に振り向ける方針を明示。成長投資テーマとして、M&Aや人的資本投資を進めていく方針を明示
(→資料5-13ページ)

イトーキ (7972・プラ)

企業価値向上に向けた経営戦略の一環として、知的財産戦略を推進。その成果について、具体的に説明
(→資料4-59ページ)

RYODEN (8084・プラ)

成長事業への積極的な投資等を通じた事業ポートフォリオ変革の方針を明示するとともに、各セグメントにブレークダウンした目標や戦略を具体的に開示
(→資料4-68,69ページ)

三菱電機 (6503・プラ)

撤退・売却も含め、事業ポートフォリオ戦略を推進するとともに、考え方や今後の方向性について、Q&A形式で投資家に分かりやすく説明
(→資料4-5,6ページ)

西武ホールディングス
(9024・プラ)

独自のROI指標と事業別ハードルレートを算出し、不動産流動化や新規投資の判断、事業所のモニタリングに活用するなど、資源配分の最適化を推進
(→資料4-32ページ)

ポイント③

資本コストを低減させるという意識を持つ

解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、**資本コストを上回る資本収益性を達成したうえで、その差※を拡大させていく**ことが必要となります。こうした観点からは、単に資本収益性の向上に取り組むだけではなく、**資本コストを低減させる取組み**も期待されています。

※ ROEと株主資本コストの差は「エクイティ・スプレッド」、
ROICとWACCの差は「EVA (Economic Value Added : 経済的付加価値) スプレッド」と呼ばれます。

- ◆ 資本コストの決定要因は様々であり、一概には言えませんが、例えば、投資判断に必要となる**情報開示が不十分な場合には、経営の不透明性が投資家の不安要素**となり、**株主資本コストの上昇要因**になります。そのような場合、**開示情報の拡充や効果的な投資家との対話**により、**情報の非対称性を解消**することが株主資本コスト低減に有効だと考えられます。

- ◆ その他、**投資家の経営に対する信頼や、収益の安定性・持続性に対する確信度を高める**観点から、**コーポレート・ガバナンスの強化**等も、株主資本コスト低減に有効な手段だと考えられます。

取組例

横浜フィナンシャルグループ (7186・プラ)

株主資本コスト抑制の取組みについて、ロジックツリーを用いて各取組みの効果を示したうえで、個別施策について詳細に説明 (→資料4-26ページ)

フィンテック グローバル (8789・スタ)

株主資本コストの低減に向けて、業績ボラティリティの低減や積極的なIR活動・情報開示に取り組む (→資料5-35ページ)

第一生命ホールディングス (8750・プラ)

目指す資本コストの水準を示したうえで、金利・株式リスク削減の継続など、資本コスト低減の取組みを推進 (→資料4-12ページ)

西川ゴム工業 (5161・スタ)

資本コストの低減に向けて、サステナブル経営や分かりやすいIR/SRの取組みを推進。その実施状況について、評価とあわせて開示 (→資料5-16ページ)

カンロ (2216・スタ)

資本コスト低減の観点から、投資家との建設的な対話の強化・拡大、開示拡充による事業理解促進など、IR/SRを強化 (→資料5-3ページ)

ポイント④

中長期的な企業価値向上に向けて経営陣・従業員の目線を合わせる

解説

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けては、経営陣・従業員が企業価値向上を自分事として捉えることが重要であり、資本効率や企業価値向上への意識を向上させる仕組みづくりを行うことが期待されています。
- ◆ 具体的には、投資家が重視する指標（TSR、EPS、エクイティスプレッド等）に紐づく業績連動報酬や株式報酬の導入・拡大など、経営陣の報酬が、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう報酬設計を行うことが期待されています。
- ◆ また、役員に限らず、マネジメント層や一般社員に対しても、自社株式やストック・オプションの付与など、企業価値向上に向けたインセンティブを与えることは、幅広い社員における株主・投資家目線の理解・浸透に繋がる有効な手段だと考えられます。
- ◆ そのほか、資本コストや株価を意識した経営を社内に浸透していく観点から、経営陣・従業員を対象にした勉強会・説明会を開催することや、全社目標を部門レベルにブレークダウンして現場活動との紐づけを行うことなども、有効な手段だと考えられます。

取組例

富士通（6702・プラ）

株主との価値共有の深化を目指し、業績連動型株主報酬の比率を引き上げるとともに、評価指標から連結売上収益を除き、新たにTSRを追加（→【2024年事例集】資料4-13ページ）

住友林業（1911・プラ）

中長期的な業績や企業価値向上と連動性の高い役員報酬制度とするため、株価の成長度合いやサステナビリティ指標達成率に応じた譲渡制限付株式報酬を導入（→【2024年事例集】資料4-31ページ）

三井化学（4183・プラ）

従業員が、中長期目標の達成や企業価値向上に取り組むモチベーションとするため、従業員を対象に持株インセンティブ制度を導入（→資料4-16ページ）

味の素（2802・プラ）

資本効率を意識した経営を社内浸透させるため、役員・事業部門長向けの勉強会や、経営陣と現場社員の対話会・ワークショップ等の取組みを推進（→資料3（課題解決事例集）-11ページ）

カンロ（2216・スタ）

ROI向上を現場レベルの目標に落とし込むため、ROIクリアを作成。現場の実態を踏まえたKPIを設定することで、ROI向上と現場レベルの改善活動を結びつけ（→資料3（課題解決事例集）-19ページ）

イトーキ（7972・プラ）

役員向けに「資本コストや株価を意識した経営」に関する勉強会を継続的に開催。社内向けにも、タウンホールミーティングや社内報を通じて啓発活動を実施（→資料3（課題解決事例集）-4ページ）

ポイント⑤

中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する

解説

- ◆ 取組みの開示にあたっては、単に取組みを羅列するのではなく、**中長期的に目指す姿の実現**に向けて、**どのような意図で各取組みを実施するのか**、**各取組みがどのように課題解決に繋がるのか**、**分かりやすく開示することで、株主・投資家の理解が深まり、対話の深化**にも繋がると考えられます。
- ◆ たとえば、
 - **経営指標（PBRやROEなど）を要素に分解し、要素ごとに改善に向けた取組みを示すこと**、
 - **ロジックツリーなどを用いて、各取組みが目標の実現に繋がる道筋を明確に示すこと**、
 - **全社目標をセグメントごとにブレークダウンし、それぞれの目標や取組みを示すこと**、
 - などが期待されています。
- ◆ また、**将来の成長性に対する株主・投資家の確信度を高める**という観点からは、**長期的な時間軸での成長の実現に向けた方針や道筋（いわゆる「エクイティ・ストーリー」）を示し、その中に各取組みを位置付けて説明**することも有効な手段だと考えられます。

取組例

横浜フィナンシャルグループ
(7186・プラ)

各取組みが企業価値向上にどう寄与するのか、ロジックツリーを用いて全体像を示したうえで、個別の取組みについて説明（→資料4-25ページ）

THK (6481・プラ)

ROEの改善に向けて、営業利益の改善と自己資本のスリム化の両面から、今後の取組みを時系列に沿って開示（→資料4-17ページ）

三菱電機 (6503・プラ)

セグメント別にROIなど定量的な見通しを示すとともに、ROI向上に向けた取組みや成長戦略について、丁寧に説明（→資料4-7ページ）

三陽商会 (8011・プラ)

非財務価値（人的資本）が長期目標の達成にどう寄与するのか、詳細に提示。そのうえで、人的資本への投資強化の具体的な取組みを説明（→資料4-66ページ）

ディーエムエス (9782・スタ)

資本コストを上回るROE 8%以上の実現に向けて、各取組みがどう寄与していくのか、ロジックツリーを用いて説明（→資料5-36ページ）

三井化学 (4183・プラ)

事業ポートフォリオ変革の方向性を示したうえで、各セグメントの中長期目標やKPI、事業戦略などを具体的に説明（→資料4-15ページ）

九州電力 (9508・プラ)

非財務面の取組みについても、企業価値向上にどう結び付くのか、ROIツリーを作成してわかりやすく説明（→資料4-43ページ）

旭化成 (3407・プラ)

ステークホルダーの視点から、PBR改善策をはじめとする問い合わせを設定し、それに回答する形式で、方針や取組みを分かりやすく説明（→【2024年事例集】資料4-5ページ）

はじめに

I. 現状分析・評価

II. 取組みの検討・開示

III. 対話・アップデート

投資家が企業に期待する「対話・アップデート」



「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」について開示を行った後は、計画に基づき取組みを進めるとともに、開示を行った内容をベースとし、フェアディスクロージャーの精神を念頭に、**株主・投資家との建設的な対話を行い、株主・投資家からの評価やフィードバックを得ながら、継続的に取組み・開示をアップデートしていくことが期待されています。**

- ◆ 中長期的な企業価値向上の実現に向けて実効的な対話を行うためには、**継続的な株主・投資家との信頼関係の構築**が重要であり、**I R / S R**に社内リソースを適切に配分するとともに、**経営陣自らが株主・投資家との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーションを図る、対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有する仕組みを作る**など、**経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する**【ポイント①⇒23ページ】ことが期待されています。
- ◆ また、実際の対話にあたっては、対話の相手方の属性や重視するマテリアリティを十分に理解したうえで、**株主・投資家の属性に応じたアプローチを行う**【ポイント②⇒24ページ】ことで、効果的な対話が可能となります。
- ◆ さらに、より対話の実効性を高めていくためには、**対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる**【ポイント③⇒25ページ】ことも有効な手段だと考えられます。
- ◆ 開示のアップデートにあたっては、単に進捗状況を示すだけではなく、**計画と実績の乖離の分析や、株主・投資家からのフィードバックなどを踏まえて、目標設定や取組みを継続的にブラッシュアップ**することが期待されます。【ポイント④⇒27ページ】

ポイント①

経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する

解説

- ◆ 対話における企業側の課題として、多くの投資家が、**対話内容が経営層に届いていない**と感じています。株主・投資家との継続的な信頼関係を構築し、対話を実効的なものにしていくためには、**経営陣や取締役会が、対話の重要性を十分に理解したうえで、主体的に関与していく**ことが期待されています。
- ◆ 具体的には、**I R / S Rを成長のドライバーとして捉え、それらに社内リソースを適切に配分するとともに、投資家との信頼関係を構築する観点から、経営陣自らが株主・投資家との対話に積極的に参加し、直接コミュニケーションを図ることも、有効な手段と考えられます。**
- ◆ また、**株主・投資家からの求めに応じて、社外取締役が対話に参加し、経営を監督する立場として、ガバナンスの現状や課題認識等について話すことも、株主・投資家が企業のガバナンス体制やその実効性を理解・評価するうえで、有効な手段と考えられます。**
- ◆ 加えて、**対話で得られたフィードバックを経営陣・取締役会で共有するなど、対話を企業価値向上に向けた意思決定に繋げるための取組み**も期待されています。

取

組

例

TDK (6762・プラ)

経営陣・取締役が主体となり、株主との対話を推進。対話で得られたフィードバックを踏まえ、対話・情報発信の強化などに繋げるとともに、それらの状況について開示 ([→資料4-10ページ](#))

東亜建設工業 (1885・プラ)

I R活動の一層の強化を目指し、2023年度に新設したI R専任部署を再編。資本市場からの声を経営施策に一層反映しやすくなるような体制を整備 ([→資料4-48ページ](#))

九州電力 (9508・プラ)

投資家との建設的な対話を推進するため、社外取締役と投資家との対話機会を設定。P B R向上に向けた取組み状況など、対話でのコメント内容について、統合報告書で開示 ([→資料4-44ページ](#))

コニカミノルタ (4902・プラ)

資本市場との双方向のコミュニケーションによる企業価値の最大化を目指し、その一環として、社外取締役・執行役と機関投資家との対話を実施し、その内容を統合報告書で開示 ([→【2024年事例集】資料4-5ページ](#))

新家工業 (7305・スタ)

株主・投資家との対話を推進するとともに、対話内容を取締役会に報告し、経営戦略の議論に反映 ([→資料5-24ページ](#))

イトーキ (7972・プラ)

I R部門を社長直下に再編するとともに体制を強化し、I Rで得た知見を経営層に共有しやすい体制・環境を整備 ([→資料3\(課題解決事例集\)-4ページ](#))

ポイント②

株主・投資家の属性に応じたアプローチを行う

解説

- 一口に投資家といっても、その属性は一様ではなく、国内外の別、アクティブ／パッシブの別、グロース／バリュー／配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など、**投資行動や企業に対する対話・エンゲージメントのスタンスは異なります。**
- 株主・投資家との対話の実効性を向上させるため、**対話の相手方の属性や、相手方にとってのマテリアリティを十分に理解したうえで、タイプに応じたアプローチを行うことが期待されています。**
- また、対話・エンゲージメントは、基本的には投資家の側からアプローチするのですが、投資家からの自社に対する認知が十分ではないと考えられる場合には、**自社の事業をよく理解し、成長の伴走をしてくれる投資家を自らターゲティングし、企業側から積極的にアプローチしていくことも考えられます。**

取組例

SHIFT (3697) における投資家のターゲティング・アプローチ

上場初期 (上場初期～2015年末)	時価総額 低 国内認知度 低	同業他社組入れファンドへアプローチ ・時価総額が小規模のうちは、アナリストではなく ファンダムネージャーへアプローチ ・ターゲットファンドを絞りやすく、アピールポイントが明白 ・自社が属する業界説明が不要 ・他社との差別化、優位性について重点的に説明
テスト業界 No1まで (2016年末～2018年)	時価総額 ～500億円 国内認知度 向上	投資スタイルと投資規模から選定 ・知名度向上で、より広いターゲットの設定が可能 ・多くの投資家と接点を持つため、 スマートミーティング を積極的に開催 ・成長ポテンシャルとその裏付けをアピール ・ファンダムネージャーを中心にアプローチ
国内セクター No1を目指す (2018年～2020年)	時価総額 500億円～ 海外認知度 低	海外投資家との対話開始、アナリストへのアプローチ ・時価総額500億円を超えると 海外投資家からのコンタクト增加 ・優良ロング投資家をメインにターゲット設定 ・アナリストへアプローチ
日本銘柄の 認知向上 (2020年～)	時価総額 3,000億円～ 海外認知度 中	海外ロング投資家の株主化に注力 ・投資家DBを作成、 投資家毎にカテゴリー分け ・それぞれに対して、進捗可視化 ・引き続き、アナリストへのアプローチ継続 ・日英同時開示、開示物の充実 ・ESGファンドへのアプローチ

出所： IR向上委員会 2022年12月「SHIFTが挑む果てしなき夢～成長を支えるIRのキセキ～」

logmi Finance <https://finance.logmi.jp/377674>

ポイント③

対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる

解説

- ◆ 対話を通じて株主・投資家からの評価やフィードバックを得ながら、取組みを加速・ブラッシュアップしていくという好循環を生み出していくためには、対話の実施状況や実例、そこで得たインプットがどのように経営の意思決定に取り入れられているかなどについて株主・投資家に示すことで、更なる対話・エンゲージメントの深化に繋げることが有効だと考えられます。
- ◆ こうした観点から、東証では、2023年3月、プライム市場の全上場会社に対して「株主との対話の推進と開示」の要請（詳細は次ページ）を行っており、そこで示されている事項等について、自社の状況を踏まえて開示を行うことが期待されます。

取組例

九州リースサービス (8596・スタ)

経営の高度化や企業価値向上に向けて、投資家との対話に積極的に取り組み、その実施状況や投資家の意見を踏まえた対応を具体的に開示（→資料5-32ページ）

ラク・ジャパン (3139・プラ)

投資家との対話の主なテーマに加え、主要な対話の実例とそれに対する考え方や実施状況をわかりやすく開示（→資料4-52ページ）

三陽商会 (8011・プラ)

経営トップを筆頭に、投資家との積極的な対話を実施。対話で得たインプットに基づき、新たな成長戦略の具体化や、キャッシュ使途の明確化など、取組み・開示をブラッシュアップし、その状況について開示（→資料4-64ページ）

アイシン (7259・プラ)

株主・投資家との対話を通じて得た意見を経営層・社内にフィードバック。事業戦略の進捗開示の強化、役員報酬の株式報酬比率の引上げ、更なる成長投資・株主還元の方向性の具体化など、取組み・開示をブラッシュアップし、その状況について開示（→資料4-28ページ）

ウシオ電機 (6925・プラ)

投資家・株主から寄せられた要望や関心事項に関する対応状況・内容を丁寧に説明（→資料4-23ページ）

カンロ (2216・スタ)

投資家との対話状況や、主な質問と回答、資本市場からの要望への対応状況などを丁寧に開示（→資料5-3ページ）

対象

- プライム市場の全上場会社が対象です。

概要

- 直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等について開示をお願いします。

（開示することが考えられる事項）

- ✓ 株主との対話の主な対応者
- ✓ 対話を行った株主の概要（国内外の別、アクティブ／パッシブの別、グロース／バリュー／配当重視などの投資スタイル、対応者の担当分野（ファンドマネージャー、アナリスト、ESG担当、議決権行使担当）など）
- ✓ 対話の主なテーマや株主の関心事項
 - 特に株主から気づきが得られた対話や、経営陣等の説明により株主の理解を得られた対話の事例
- ✓ 対話において把握された株主の意見・懸念の経営陣や取締役会に対するフィードバックの実施状況
- ✓ 対話やその後のフィードバックを踏まえて、取り入れた事項があればその内容 など

※ 上記の項目は、株主との対話の実効性向上に向けた対応の一環として、コーポレートガバナンス・コードの内容を踏まえ、開示することが考えられる事項を例示したのですが、上記の項目に関わらず、必要と考えられる項目について開示いただくことが想定されます。また、必ずしも全ての項目について開示が求められるものではありません。

※ 直前事業年度において株主との対話の実績がない場合には、株主との対話を促進するための体制整備・取組みの状況について開示していただくことが考えられます。

※ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に基づき、資本収益性や株価の改善に向けた取組み等について、投資家と対話をを行っている場合は、その状況についても開示することが期待されます。

⇒ 詳細については、東京証券取引所「株主との対話の推進と開示について」（2023年3月31日）をご参照ください。

<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/jr4eth0000004utt-att/jr4eth0000004vhc.pdf>

ポイント④

取組みや目標設定を継続的にブラッシュアップする

解説

- ◆ 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」は、開示を行った後も、**継続的に進捗状況に関する分析を行い、毎年（年1回以上）、開示をアップデート**していただくことをお願いしております。
- ◆ その際、単に進捗状況を開示する、数字のアップデートをするだけではなく、**計画と実績に乖離が見られているのであれば、その要因を分析**するとともに、**投資家からのフィードバックや外部環境の変化**を踏まえて、**取組みや目標設定を継続的にブラッシュアップ**していくことが期待されます。
- ◆ また、見直しのタイミングについて、中期経営計画の策定・更新など定期見直しの時期に必ずしも拘るのではなく、公表した内容に関して、投資家の期待とズレがあることが判明した、外部環境が変化したなど、改善の必要性を認識した場合には、**計画期間の途中であっても、柔軟に見直しを行うことが期待されます。**

取組例

NIPPON EXPRESSホールディングス
(9147・プラ)

経営計画策定後、1年経過時点でもPBR1倍割れが続く現状を踏まえ、企業価値向上に向けた取組みを加速させるべく、目標・取組みをブラッシュアップ
(→資料4-37ページ)

山九（9065・プラ）

PBR・ROEの水準が停滞・成熟している現状を踏まえ、「再成長企業」となることを目指し、中計期間中であるものの、資本収益性を重視して中計施策を見直し
(→資料4-34ページ)

西川ゴム工業（5161・スタ）

中計策定後もPBR1倍割れの状況を踏まえ、成長戦略ストーリーを明確化すべく、開示内容・取組みをブラッシュアップ。過剰な株主資本の圧縮、成長投資の拡充という観点から資本政策の見直しを実施
(→資料5-18ページ)

ウシオ電機（6925・プラ）

成長戦略で掲げた事業戦略・財務戦略について、進捗・課題をわかりやすく開示。投資分野のアロケーションを継続的に点検し、各事業の将来性を踏まえて投資金額を機動的にリバランス
(→資料4-22ページ)

ホーチキ（6745・プラ）

事業ポートフォリオ最適化の進捗状況や課題を丁寧に説明するとともに、それを踏まえた今後の施策の方向性を提示
(→資料4-56ページ)

東リ（7971・スタ）

投資家の意見を踏まえ、成長戦略の明確化のため、事業セグメントを改訂。新たなセグメント別に目標設定を行い、目標達成に向けた成長戦略を丁寧に説明
(→資料5-29ページ)



【本資料に関する注意事項】

- 本資料は情報提供のみを目的としたものであり、投資勧誘や特定の証券会社との取引を推奨することを目的として作成されたものではありません。
- 本資料で提供している情報は万全を期していますが、その情報の完全性を保証しているものではありません。
- 本資料について事前に東京証券取引所への書面による承諾を得ることなく、本資料およびその複製物に修正・加工したり、第三者に配布・譲渡することは堅く禁じられています。