

「資本コストや株価を意識した経営」 の推進に向けた東証の取組み

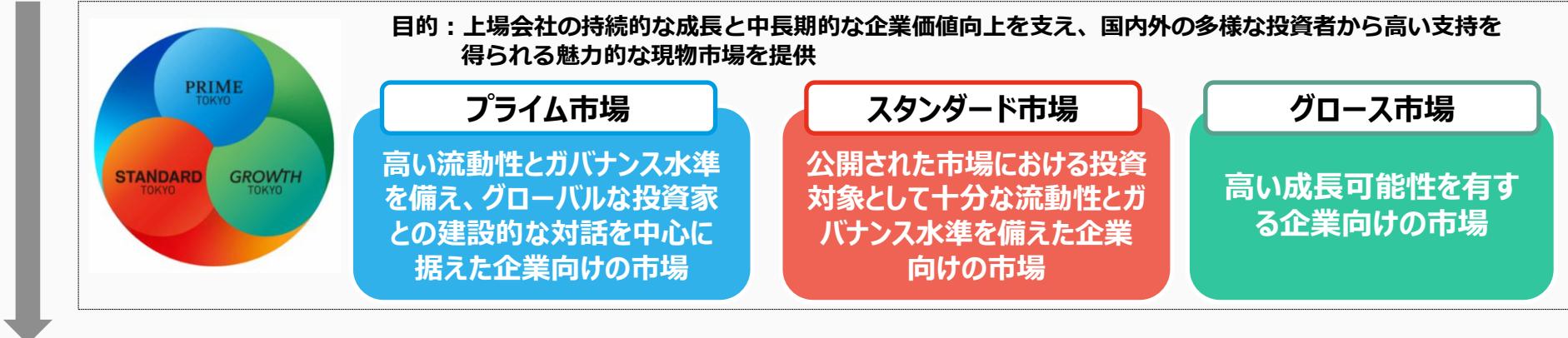


2025年10月29日

株式会社東京証券取引所

資本コストや株価を意識した経営の推進

●2022年4月： 市場区分の見直し



●2022年7月～： 市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の設置

- ✓ 市場区分見直しの目的の実効性向上に向けて、現状評価と追加的な対応を議論
- ✓ 日本市場のPBR・ROEが欧米と比較して低水準にあるという課題に着目

●2023年3月～： プライム市場・スタンダード市場 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

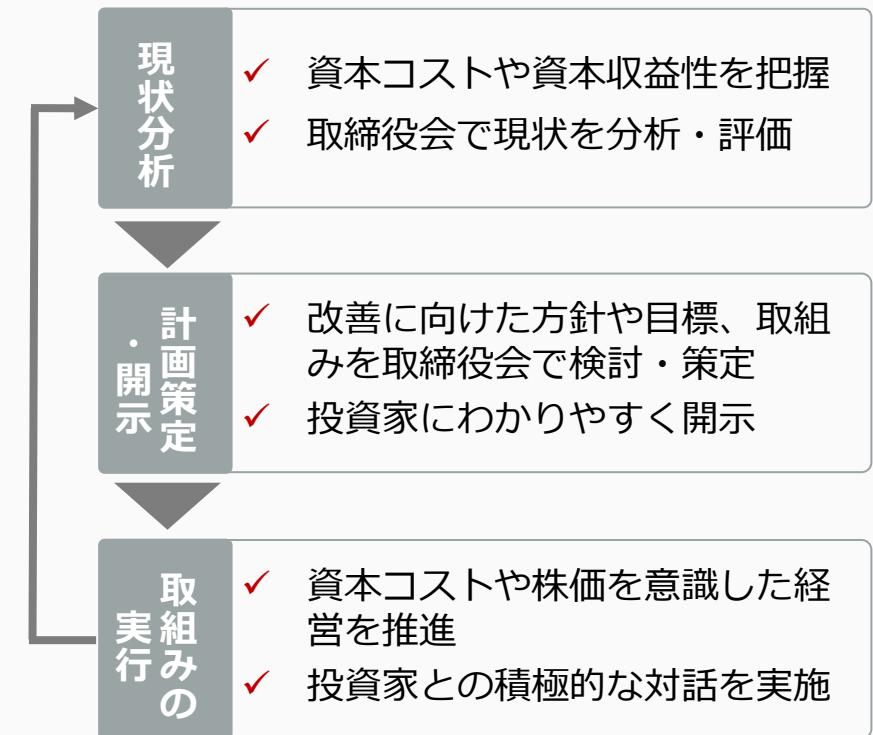
(参考) 「資本コストや株価を意識した経営」の要請

経営者の意識改革を図るため、2023年3月、プライム・スタンダード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」の実現に向けた一連の対応を要請

要請の趣旨

- 要請の目的は、上場企業に、**中長期的な企業価値向上**のため、売上や利益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**していただくこと
- 具体的には、**取締役会が主体**となり、持続的な成長のための**研究開発・人的資本投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等**を推進することで、**経営資源の適切な配分を実現**していくことを期待
- **自社株買いや増配のみの対応ではなく、継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待**

上場会社に求められる対応

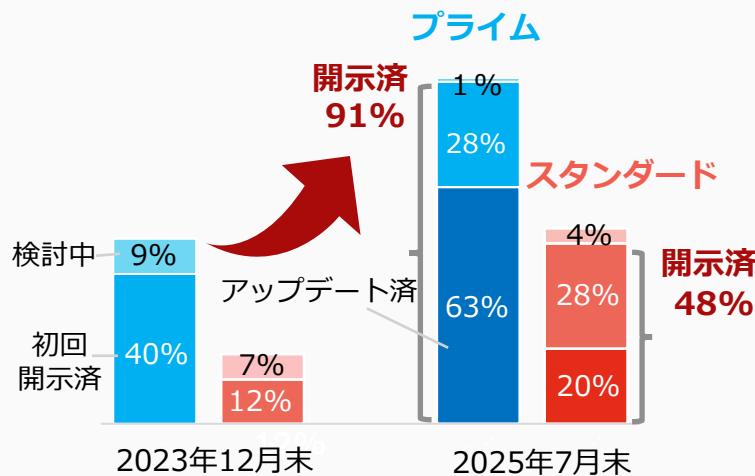


年1回以上アップデート

実効性向上に向けた施策

各企業の取組みの実効性向上を後押しし、改革をより効果的・継続的なものとするため、東証では、継続的にサポート施策を推進

企業の対応状況



サポート施策

- 取組みの検討材料・参考事例の提供
 - ✓ 投資者の目線とギャップのある事例集
 - ✓ 投資者の視点を踏まえたポイント・事例集
- 投資者との円滑なコミュニケーションの促進
 - ✓ 開示企業一覧表の公表
 - ✓ 機関投資家からのコンタクトを希望する企業を明示

Step 1. 投資者の目線とのギャップを知る

投資者の目線とギャップのある事例



取組みの状況に応じて生じやすい
ギャップと見比べて、自社の取組みを点検

レベル1

現状分析や取組みの
検討が十分でない状況

- ◆ 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

現状分析や取組みの内容が
投資者に評価されていない状況

- ◆ 現状分析が投資者の目線とズれている
- ◆ 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
- ◆ 目標設定が投資者の目線とズれている
- ◆ 課題の分析や追加的な対応の検討を機動的に行わない

レベル3

投資者から一定の評価を得たうえ
で、更なる向上が求められる状況

- ◆ 不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない
- ◆ 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

Step 2. 取組みを検討・ブラッシュアップ[®]

投資者の視点を踏まえた
ポイント解説



事例集



各ギャップに対応したポイント・
事例集を参考しながら、投資者の
視点を踏まえた取組みを推進

ギャップ事例②

取組みを並べるだけの開示となっている

事例（実際の開示例を元に加工）

企業価値向上の実現に向けて、以下の取組みを行ってまいります。

1. 収益力の向上

中期経営計画に掲げた各種戦略を着実に展開し、収益力を強化

2. 成長投資

○○事業を当社の新たな成長事業と位置付け、取組みを加速

3. 株主還元の拡充

現在の配当水準を基本とし、利益増加により得た資金については、成長投資と配当に振り分け

4. コーポレート・ガバナンスの強化

経営陣の指名と報酬に関する透明性と客觀性を高め、ステークホルダーの期待に応えることを目的に、指名・報酬委員会を設置

5. I R活動の強化

当社の市場認知度を向上させるため、各種媒体を通じた情報発信、決算説明会や投資者との個別ミーティングを拡充

※ その他の開示資料でも、上記取組みに関する定量的な説明は無し

投資者のコメント

✓ 他社でも当てはまるような**具体性のない取組みが並び、定量的な説明もない**ため、将来の企業価値向上にどのように寄与するのか判断ができない

→ 定量的に示すことが難しい場合であっても、**各取組みがどう課題を解決し、どのような経路で企業価値向上に寄与していくのか、企業・経営者としての考えをできるだけ具体的に、わかりやすく示すことが期待される**



投資者の評価ポイント

投資者からよく寄せられる問い合わせに経営陣が回答する形式で、企業価値向上の実現に向けた取組みがストーリー性を持って語られており、各取組みの意図が分かりやすく、経営陣の強いコミットが伝わる。また、取締役会の実効性評価における社外/社内取締役のコメントとして、売却・撤退を含む事業ポートフォリオ変革の重要性が語られているなど、実効性のあるガバナンスが確保されていることが窺える。

問2

低水準が続くPBRを
どのように回復させるのか？

答：マテリアル領域の石油化学チェーン関連事業を中心とする構造転換と、成長牽引事業への積極的な投資による事業ポートフォリオ変革の加速、そして、この2年間で大きく低下してしまった収益力の向上を進めています。

- P B R 改善に向けて、現状分析から具体的な取組みまで、C F O メッセージとしてストーリー性を持って紹介

事業ポートフォリオ変革加速を通じて 収益性と資本効率を向上させ、PBR水準向上を目指す

なぜ当社のPBRは低水準なのか。

その背景にはROEが想定株主資本コストを下回り、株主・投資家の皆さまの期待に応える結果を示せていないという現状があります。PBR水準向上に向けた取り組みを実行し、収益性と資本効率の向上を結果で示していきます。

旭化成におけるCFOの役割

当社はマテリアル、住宅、ヘルスケアの3領域にわたり事業を展開しているので、個別の事業戦略やグループ全体戦略等のさまざまな経営課題に直面します。この中でも重要な経営課題についてそのすべてを社長と共にし、ともにその解決に取り組んでいくことで当社の企業価値向上を目指す、それが当社におけるCFOの役割であると考えています。

なぜPBRは低水準となっているのか

2021年度以降、PBRが1.0倍を下回り、足元では0.8倍前後の低水準となっています。その大きな要因は、ROEが想定株主資本コストの8%を下回る状況が続いていることだと考えています。これには、事業環境の大幅な悪化に伴いマテリアル領域における収益力が低下してしまったことや、2022年度、2023年度と2期連続で大幅な減損損失を計上したことにより、当期純利益が低下してしまったことが背景にあります。

マテリアル領域における収益力の低下は、急激な事業環境の変化に柔軟かつスピーディに対応できなかつたことが原因だと考えています。中国経済の減速、低成長化は周辺アジア諸国にも波及し、石油化学関連製品の需給バランスが崩れ、その結果、基盤マテリアル事業を中心に収益が大幅に悪化しました。またEVを取り巻く環境も、車載電池サプライチェーンにおける中国系企業のプレイング拡大により当社の主要顧客の販売が伸び悩み、セパレータ事業の低迷につながりました。さらにはCOVID-19後の需要変動もあり、電子機器、半導体、自動車市場における需要が想定を下回ったことに加え、汎用用途の製品の競争が激化し、収益が悪化しました。この結果、とりわけ環境ソリューション事業、モビリティ＆インダストリアル事業のROEが当社推定のWACCの6%を下回る状況となっています。中期経営計画2024～Be a Trailblazer～（現中計）の残り1年ではこれらの事業環境の変化に対応するべく戦略を見直し、短期視点での営業活動強化やコスト削減等による利益改善、中長期視点での事業ポートフォリオ変革の加速に取り組んでいます。



Message from the CFO

出所：旭化成株式会社 旭化成レポート2024（2024年10月8日）24、25ページ

https://www.asahi-kasei.com/jp/ir/library/asahikasei_report/pdf/24jp.pdf

問5

無形資産をどのように企業価値向上につなげていくのか？

答

：グループ全体でマインドセットを変え、無形資産そのものに価値があるという意識を強く持ち、無形資産が価値源泉の中心となるようなビジネスモデルを増やしていきたいと考えています。

- 人財戦略や知的財産活動などの無形資産を企業価値向上にどのようにつなげていくのか、わかりやすく説明

旭化成の無形資産の全体像

当社グループの成長の源泉である無形資産は、①多様な事業に関わる意欲的な人財、②幅広い領域での技術・知的財産・製造ノウハウ、③多様な市場との接点、④共創と変革を加速するデジタル基盤の4つです。

旭化成の企業文化の核である挑戦の精神「A-Spirit」のもと、国内外で多様な事業に意欲的に取り組む人財が、当社の最大の無形資産です。領域を超えた人財ローテーションを含め、グループ内の異文化による刺激や共創が起点となり、これらの豊富な無形資産を結び付け、新たな価値を創出しています。

1 多様な事業に関わる意欲的な人財

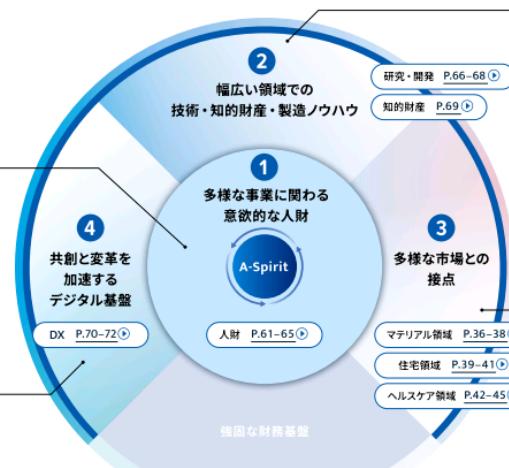
- | | |
|----|--|
| 強み | <ul style="list-style-type: none"> グローバル人財（海外従業員比率40%以上^{*)} 高度な専門性人財（高度専門職人数347人^{*)} |
|----|--|

- | | |
|-------|--|
| 方針・戦略 | <ul style="list-style-type: none"> 終身成長×共創
→多様な個の終身成長と共創力で未来を切り拓く |
|-------|--|

4 共創と変革を加速するデジタル基盤

- | | |
|----|--|
| 強み | <ul style="list-style-type: none"> DXによる経営革新
(DX関連投資[3年累計]約300億円) デジタルプロフェッショナル人財1,728人^{*)} |
|----|--|

- | | |
|-------|--|
| 方針・戦略 | <ul style="list-style-type: none"> 全員参加×現場主導×共創
→デジタルを活用し現場主導でトランسفォーメーションを起こし続けることができる状態を目指す |
|-------|--|



2 幅広い領域での技術・知的財産・製造ノウハウ

- | | |
|----|--|
| 強み | <ul style="list-style-type: none"> 蓄積してきたコア技術、特許
(特許保有件数 国内:6,807件^{**) 海外:7,818件^{**})} 高い研究開発力 (研究開発費1,066億円^{**}) |
|----|--|

- | | |
|-------|---|
| 方針・戦略 | <ul style="list-style-type: none"> 知的財産: 知的財産部、知財インテリジェンス室の連携によって、事業利益を守り、企業価値の最大化に貢献 研究・開発: 有形資産と無形資産の融合による新たな価値創造 |
|-------|---|

3 多様な市場との接点

- | | |
|----|--|
| 強み | <ul style="list-style-type: none"> 新たなニーズの発掘力 領域を超えた知見・データ 顧客・パートナーからの信頼・ブランド |
|----|--|

- | | |
|-------|--|
| 方針・戦略 | <ul style="list-style-type: none"> 多様な業界の知見やマーケティングのナレッジを、グループ全体で活用することで、新たなビジネスモデルや顧客体験価値を創出 |
|-------|--|

開示企業一覧表の公表

- ◆ 対応を進めている企業の状況を投資家に周知し、企業の取組みを後押ししていく観点から、要請に基づき開示している企業の一覧表の公表を開始（2024年1月～）

(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

2024/12/31 時点

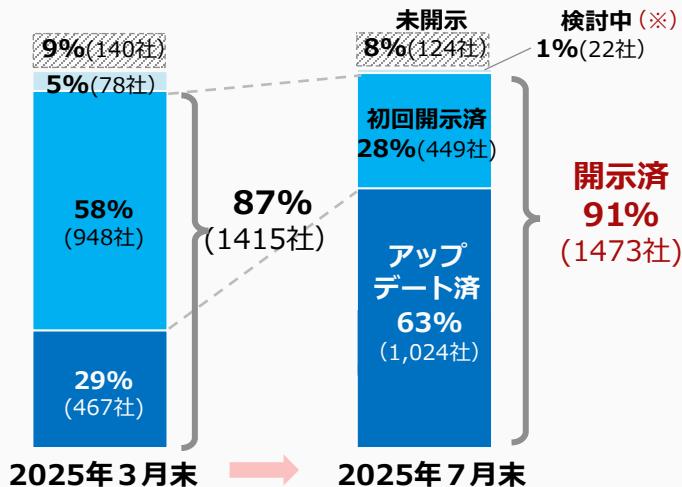
業種コード	業種	市場区分	証券コード	銘柄名	開示状況		開示内容のアップデート日	機関投資家からのより活発なコンタクトを希望		英文開示
					要請に基づく開示状況	前月からの開示状況の変更		申請状況	コンタクト先	
**	*****	プライム	1111	aaaaaa	開示済		2024/6/19			
**	*****	プライム	2222	bbbbbb	検討中					有
**	*****	プライム	3333	cccccc	開示済			○	経営企画部 広報・IR課	
**	*****	スタンダード	4444	ddddd	開示済		2024/11/27	○	I R広報部（担当者4名で構成）	有
**	*****	スタンダード	5555	eeeeee	開示済	検討中⇒開示済				
**	*****	プライム	6666	ffffff	開示済		2024/10/18	○	広報IR部	
**	*****	プライム	7777	gggggg	検討中	未掲載⇒検討中				
****	*****	スタンダード	8888	hhhhh	開示済		2024/11/14	○	経営企画本部	有
****	*****	スタンダード	9999	iiiii	開示済		2024/5/21	○	広報IR部	有

- ◆ 開示したものの機関投資家からのコンタクトを得られず、より活発な対話を求める企業を開示企業一覧表において明示（2025年1月～）
- 2025年7月末時点で、計317社から申請



直近の開示の状況

プライム市場

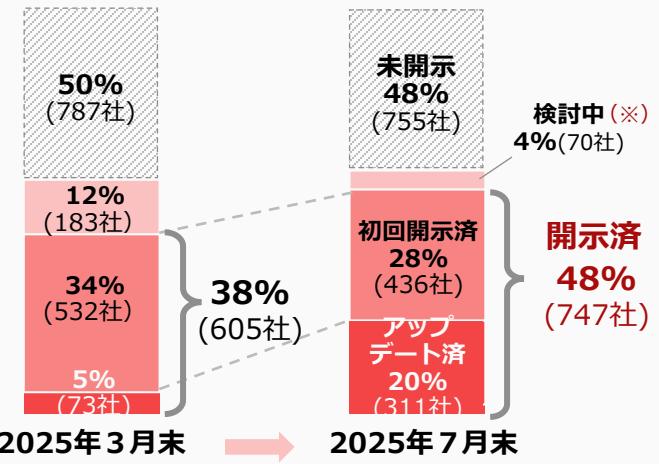


直近（4～7月）の動向

- ✓ 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



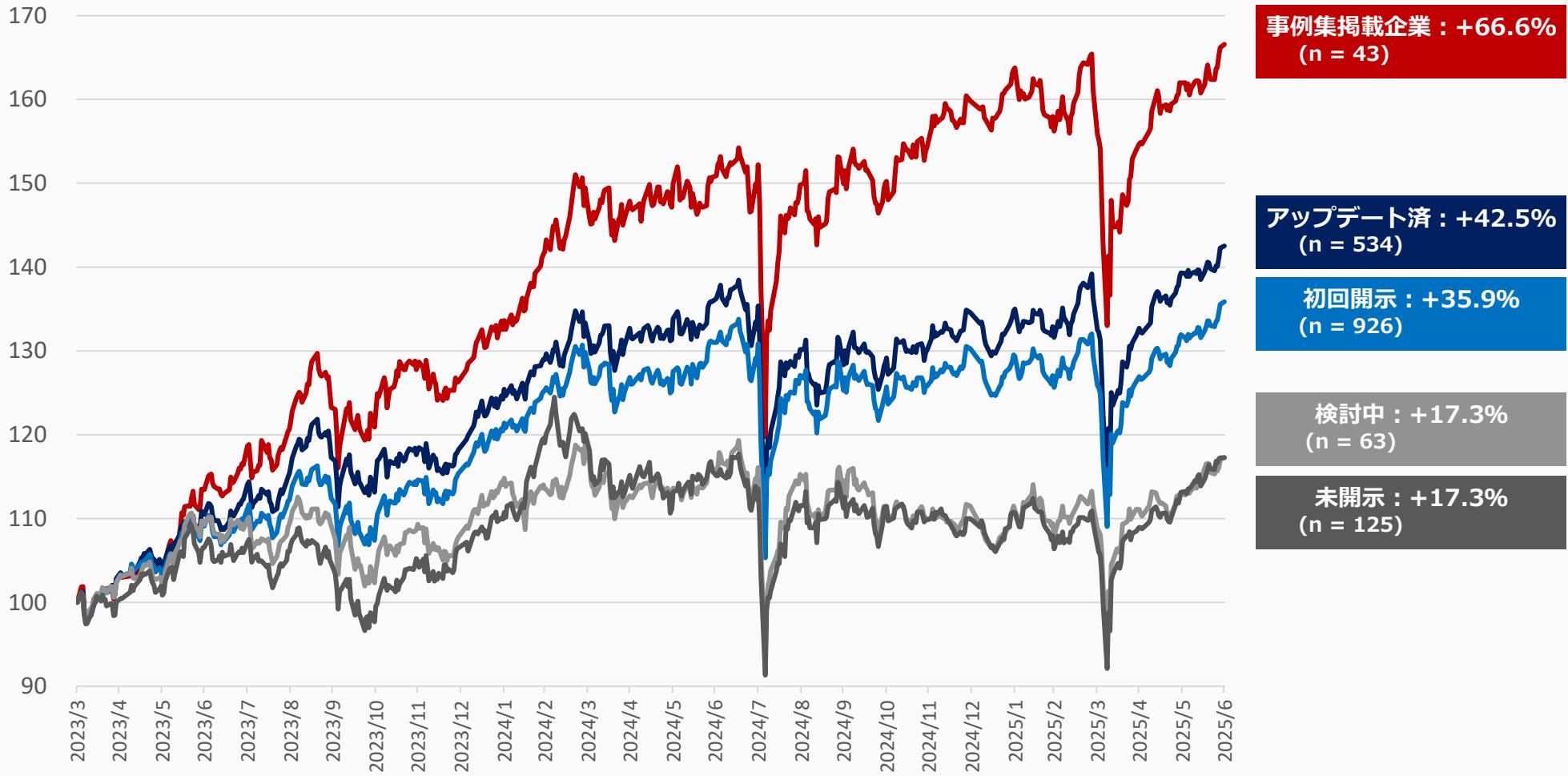
直近（4～7月）の動向

- ✓ 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）

参考：要請後の株価推移（プライム市場）



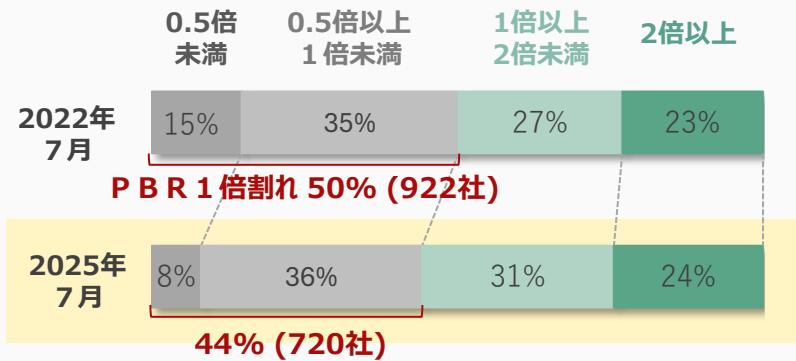
※ 2023/3/31時点の株価を100に換算し、分類ごとの株価推移を試算（等ウエイト）

※ 開示のステータスは2025/6/30時点の開示企業一覧表に基づき分類

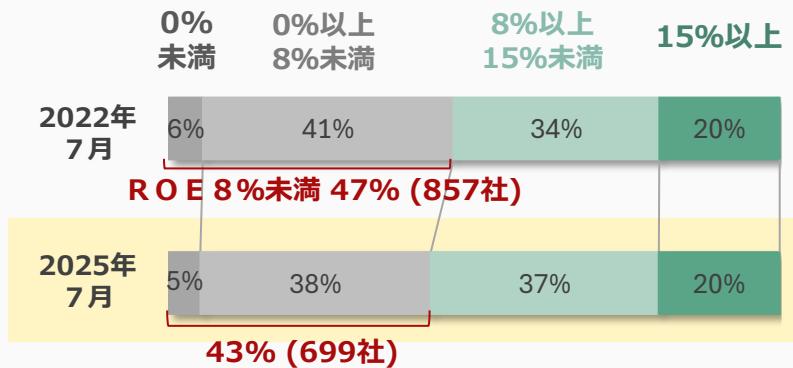
PBR・ROEの分布状況の変化

- ◆ PBR 1倍割れの企業は、プライム市場で 44% (-6 pt)、スタンダード市場で 59% (-5 pt)
- ◆ ROE 8%未満の企業は、プライム市場で 43% (-4 pt)、スタンダード市場で 59% (-4 pt)

市場区分別のPBRの変化

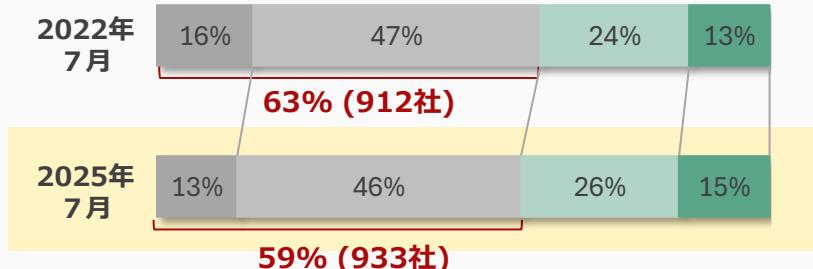
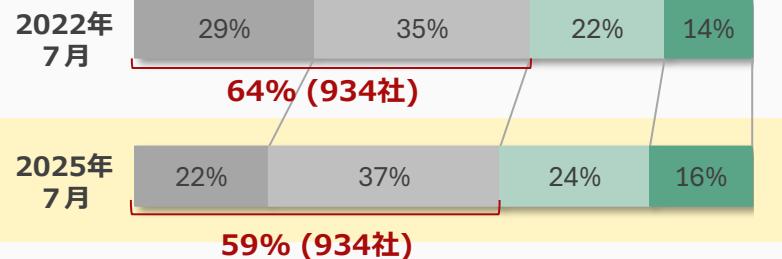


市場区分別のROEの変化



プライム

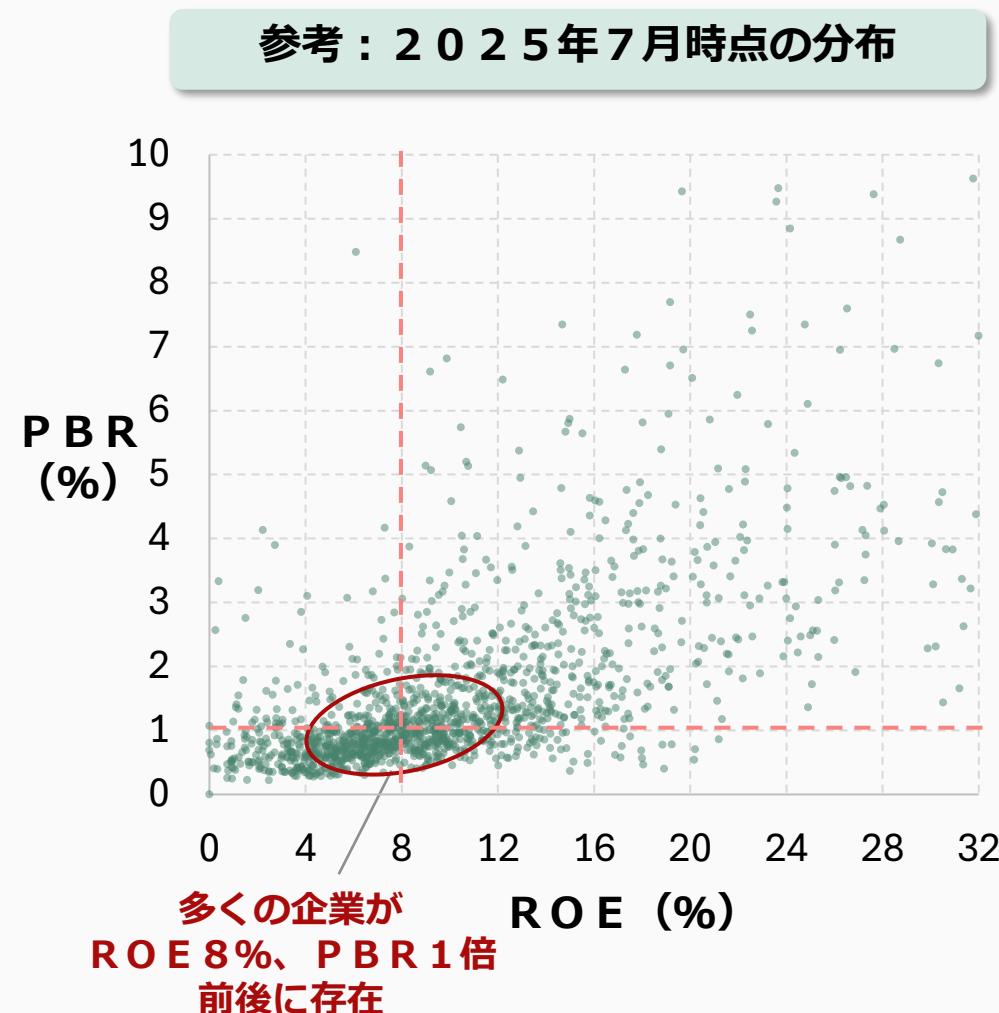
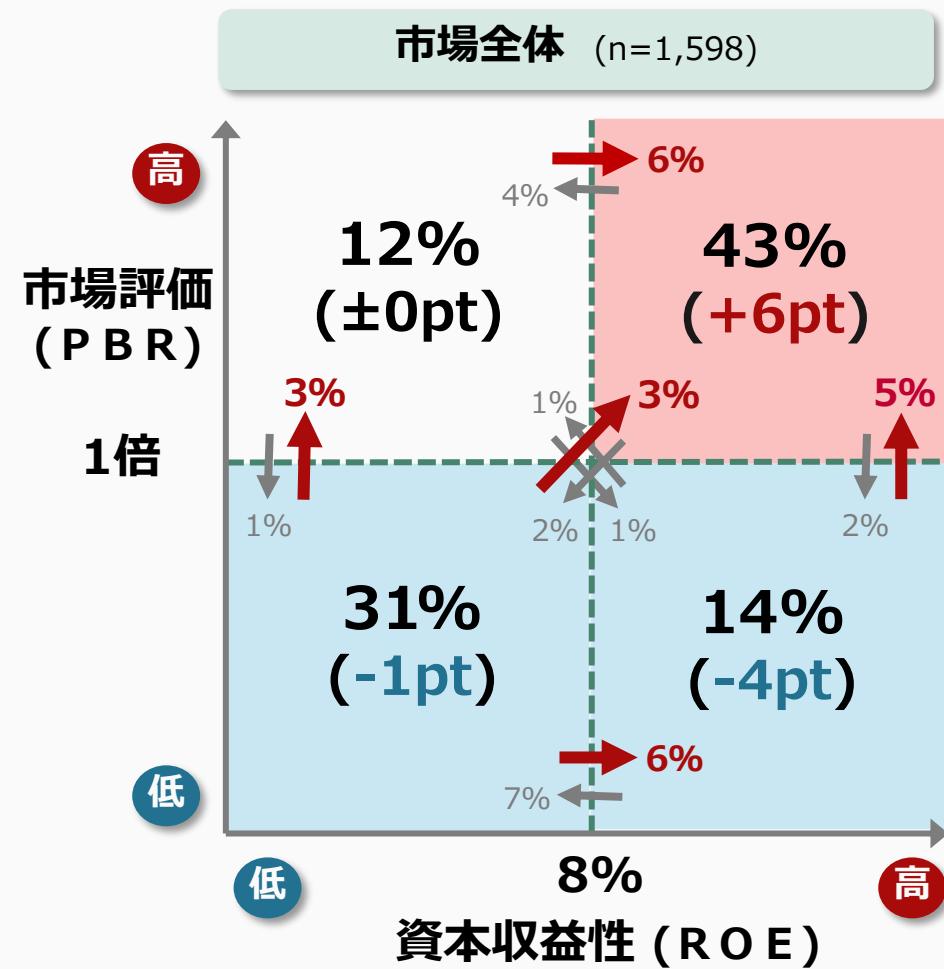
スタンダード



※ QUICKから取得したデータを東証で加工
※ 2022年7月1日時点及び2025年7月1日時点のデータ

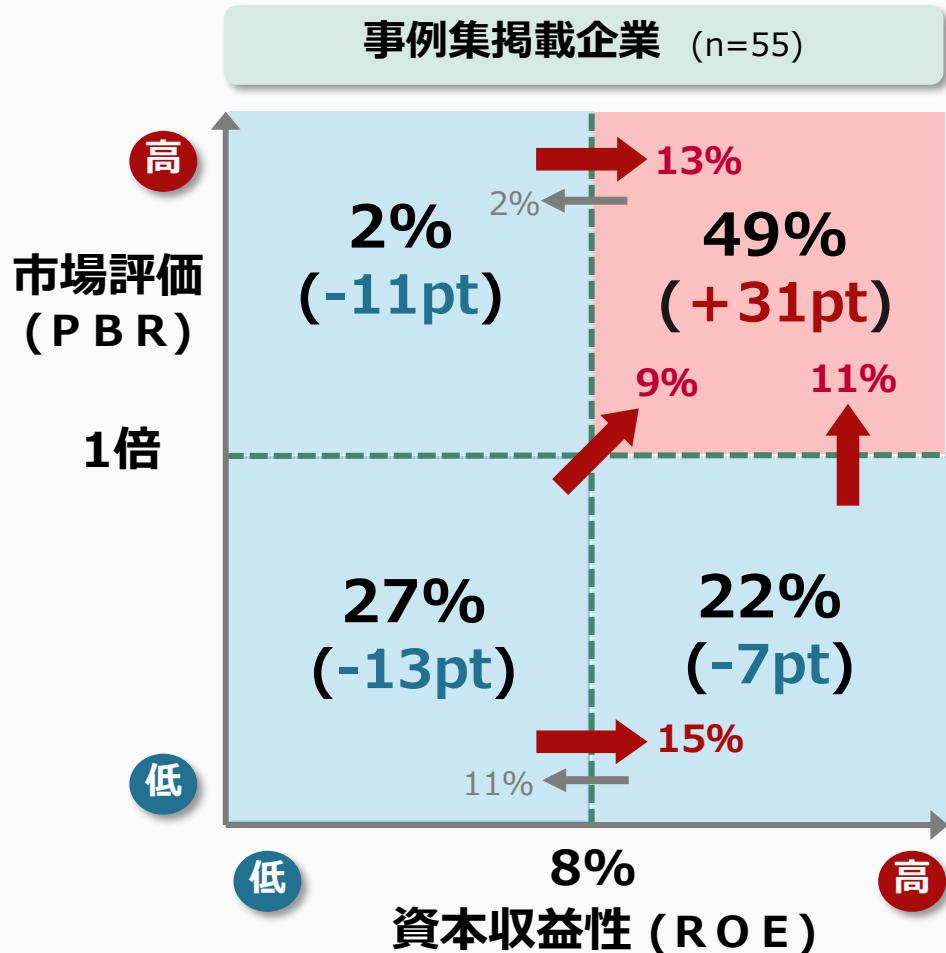
市場評価・資本収益性の変化（プライム市場）

- ◆ 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



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堀りして分析

機関投資家等からの直近のフィードバック①

- ◆ 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 R O I C や W A C C 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、I R ・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（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、R O E 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 R O E や R O I C 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 R O E 8 %、P B R 1 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、P B R ・ R O E 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てほしい（海外投資家）

機関投資家等からの直近のフィードバック②

※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、ROI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、**場当たり的な株主還元策は、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つかり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）

現状と今後の方向性

- ◆ 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を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年以上が経つながで、依然として約半数の企業が未開示である点が課題
- ◆ また、企業の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



【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。