



東証市場改革の現状と見通し

Exchange & beyond

株式会社東京証券取引所

2025年7月

1 市場区分の見直し・資本コストや株価を意識した経営

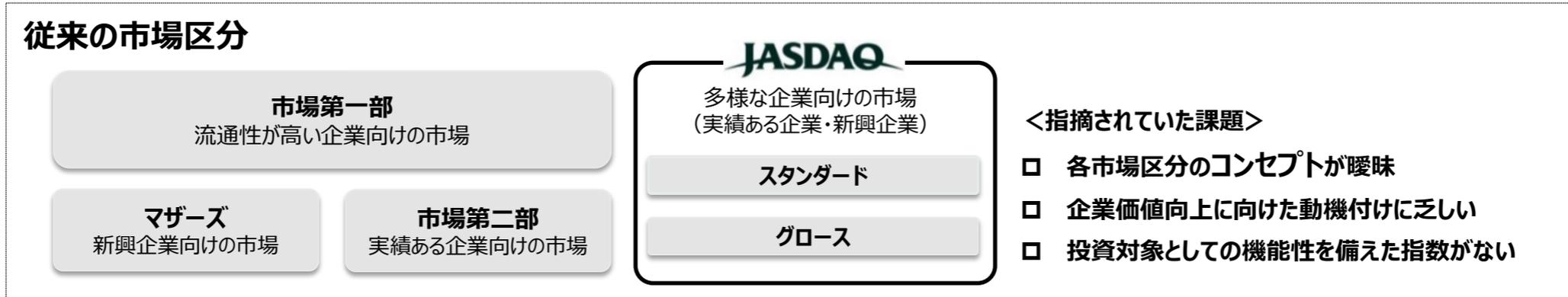
2 ここまでの東証の取組み（フォローアップ）

3 今後の見通し

1.市場区分の見直し・資本コストや株価を意識した経営

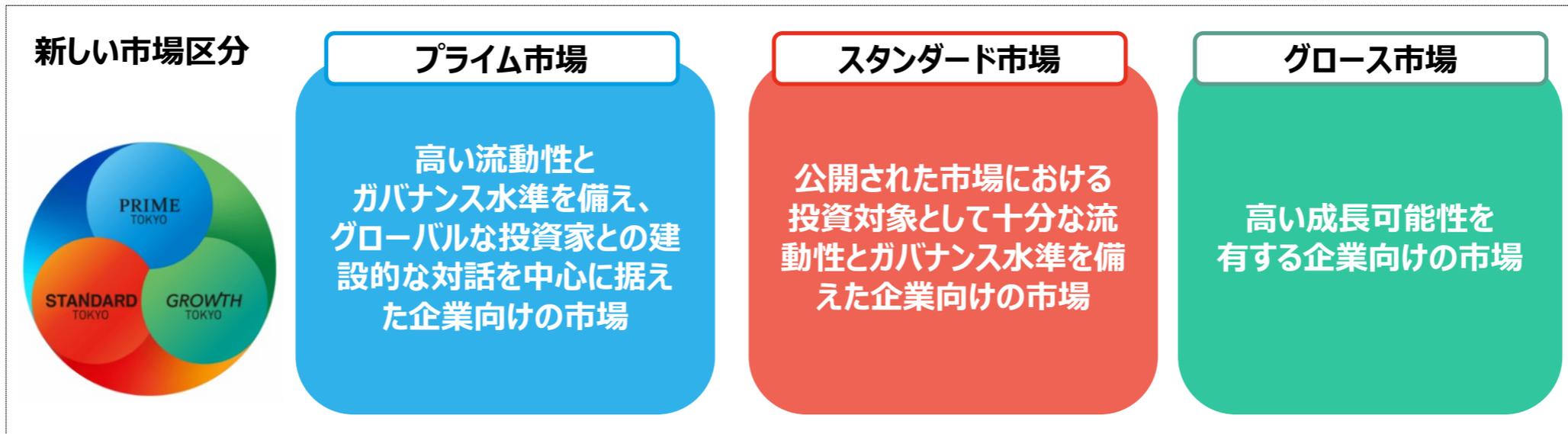
市場区分見直しの概要

- ✓ 上場会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を支え、国内外の多様な投資者から高い支持を得られる魅力的な現物市場を提供することを目的として、2022年4月4日に市場区分を再編



2022年4月4日～

- 各市場区分のコンセプトに応じた基準の設定
- 各市場区分の新規上場基準と上場維持基準を原則共通化



市場区分の見直しに関するフォローアップ

- ✓ 東証では、市場区分の見直しの目的の実効性向上に向けて、「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置し、現状評価と追加的な対応を議論

メンバー：	安藤 聡	オムロン株式会社 取締役 (※ 2024年3月まで)
	内田 貴和	三井物産株式会社 顧問 (※ 2024年4月から)
	翁 百合	株式会社日本総合研究所 理事長
	神田 秀樹	学習院大学大学院法務研究科 教授
	熊谷 亮丸	株式会社大和総研 副理事長
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科 教授
	小池 広靖	野村アセットマネジメント株式会社 CEO兼代表取締役社長
	三瓶 裕喜	アストナリング・アドバイザー合同会社 代表
	永見 世央	ラクスル株式会社 取締役CFO
	松本 大	マネックスグループ株式会社 代表執行役社長CEO
		(敬称略・五十音順)
オブザーバー：	金融庁	
	経済産業省	

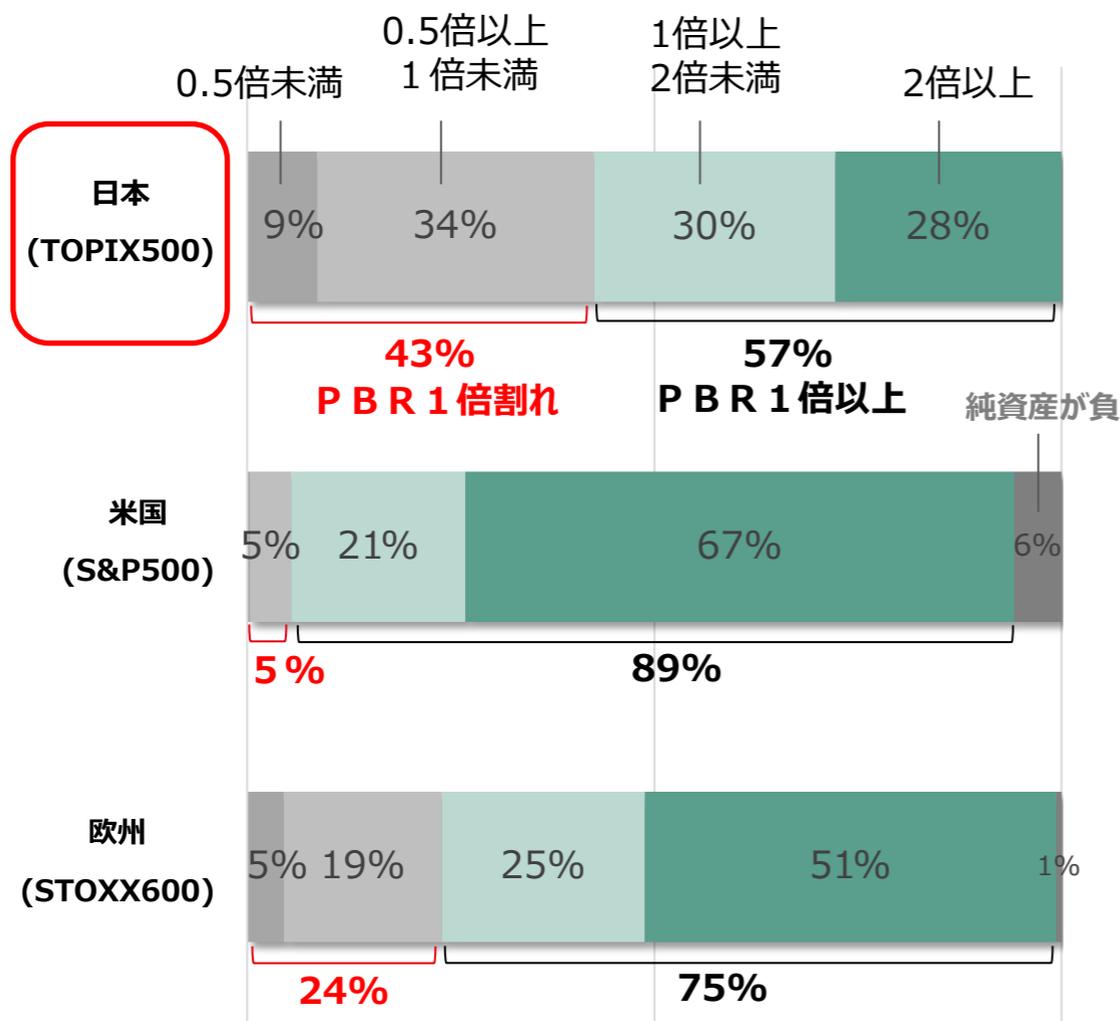
- ✓ 市場区分見直しのフォローアップ会議における論点整理【抜粋】 (2023年1月公表)

東証においては、金融資本市場、ひいては日本経済の活性化に向けて、3つの市場区分の特性を活用して、上場維持基準への抵触の懸念のない上場会社に対しても、

資本コストを意識した経営の推進など、中長期的な企業価値向上に

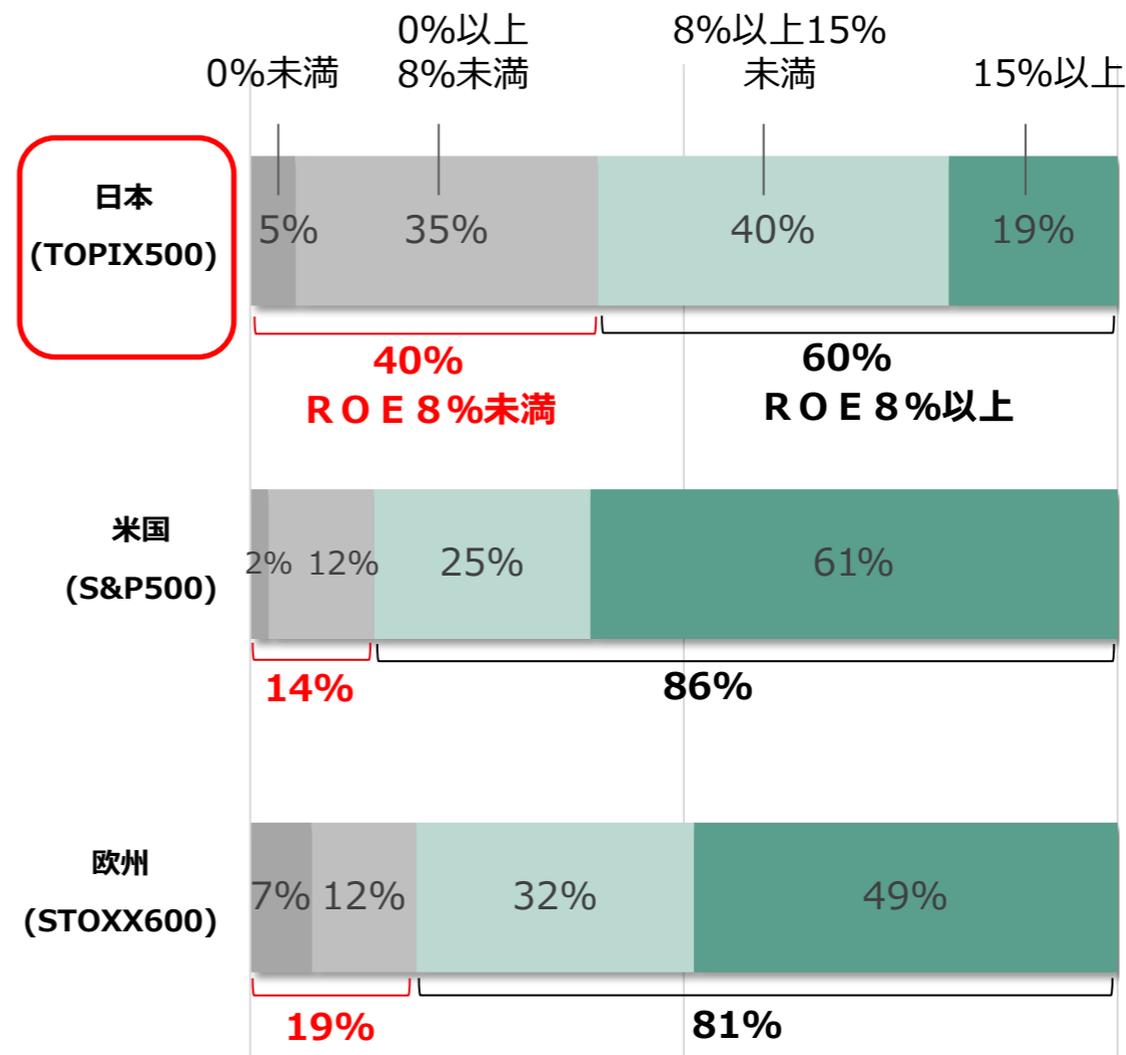
向けた自律的な取組の動機付けとなる枠組みづくりを進めていくべきである

PBRの海外比較（主要企業）



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

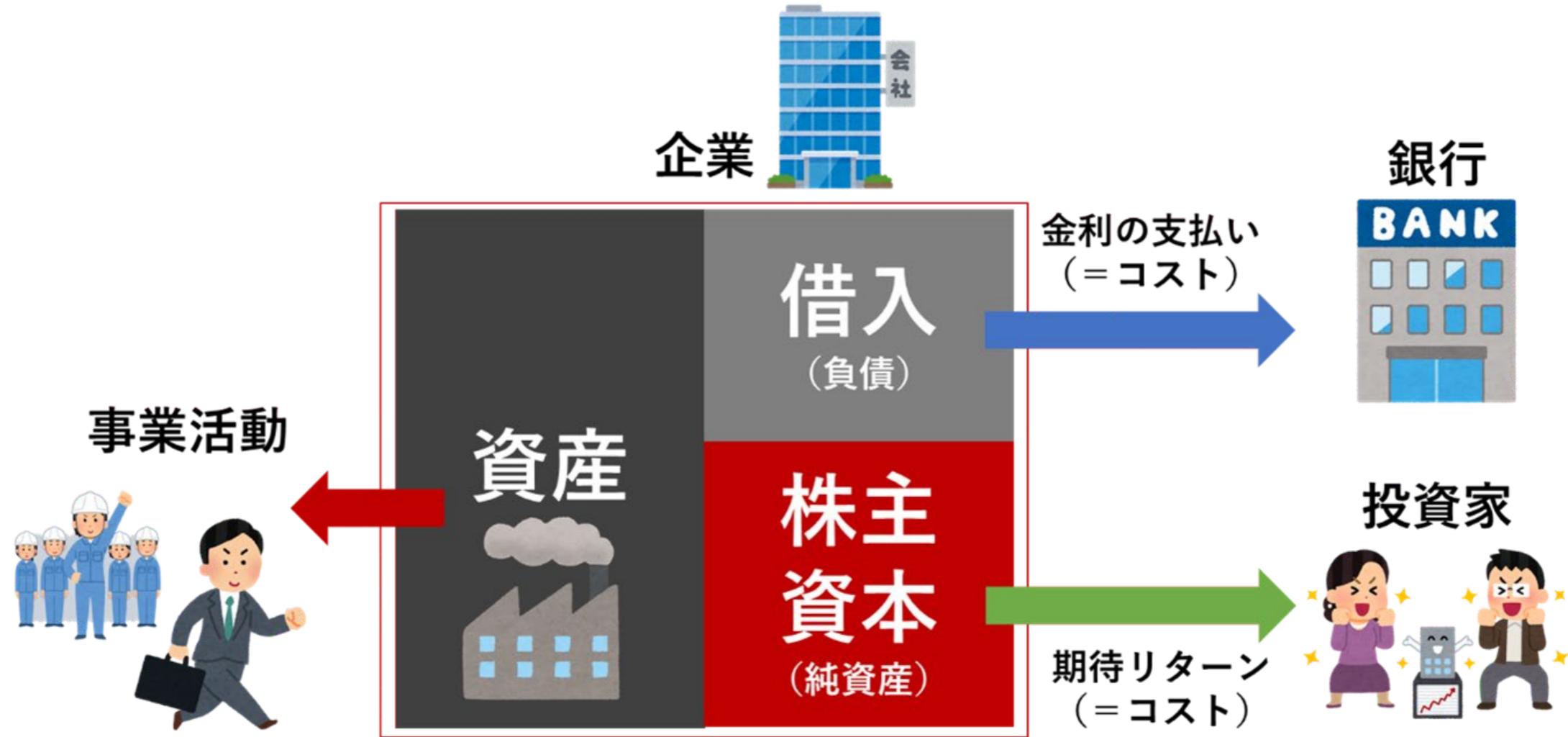
ROEの海外比較（主要企業）



注：Bloombergから取得したデータを東証で加工、データが得られる企業のみ抽出、2022年7月1日時点

資本コストとは

- ✓ 企業は、銀行や投資家等から資金を調達しながら、事業活動を行う



資本コスト

- ✓ 株主が企業に期待するリターン。株主が企業経営に期待する収益率
- ✓ 明確に定められるものではなく、企業として推測するしかないため、**把握しづらい**

2023年3月31日、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請



具体的な
アクション



- ✓ バランスシートをベースとした資本コストや資本収益性を意識したうえで、持続的な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こと・経営資源の適切な配分を実現していくことが期待される

株主の期待や資本収益性を意識した経営の実践

【経営資源の適切な配分】

✓ 事業ポートフォリオの見直し

✓ 研究開発投資
✓ 設備投資
✓ 人的資本への投資
✓ 増配・自社株買い等

【バランスシートの点検】

企業

✓ 過剰な現預金 ✓ 不採算部門の撤退 ✓ 資産の売却等 借入 (負債)	株主資本 (純資産)
--	-------------------

企業と投資家は、同じ船に乗っている

- ✓ 各企業に対する「投資家の期待」がどのようなものか、対話をとおして把握する必要
- ✓ 経営資源の適切な配分についても、投資家と対話し、継続的にブラッシュアップしていくことが重要
- ✓ 上場企業は自社の計画を投資家に対して分かりやすく開示し、投資家は中長期的な企業価値向上を支えるという視点で対話に臨むなど、**両者のギャップを埋める取組み**が期待される

目指す姿：企業と投資家が**同じ目線で対話**

ちょっと低すぎるかな…。

貴方の会社には、他業種にない事情もあることを考慮した方がいいんじゃないかしら？

それはいいことね！

事業ポートフォリオはどんな風にしていきたいの？
この事業はずっと赤字だけど…。

投資家 上場企業



うちの会社でも、資本コストを算出してみたんだけど、どうかな？

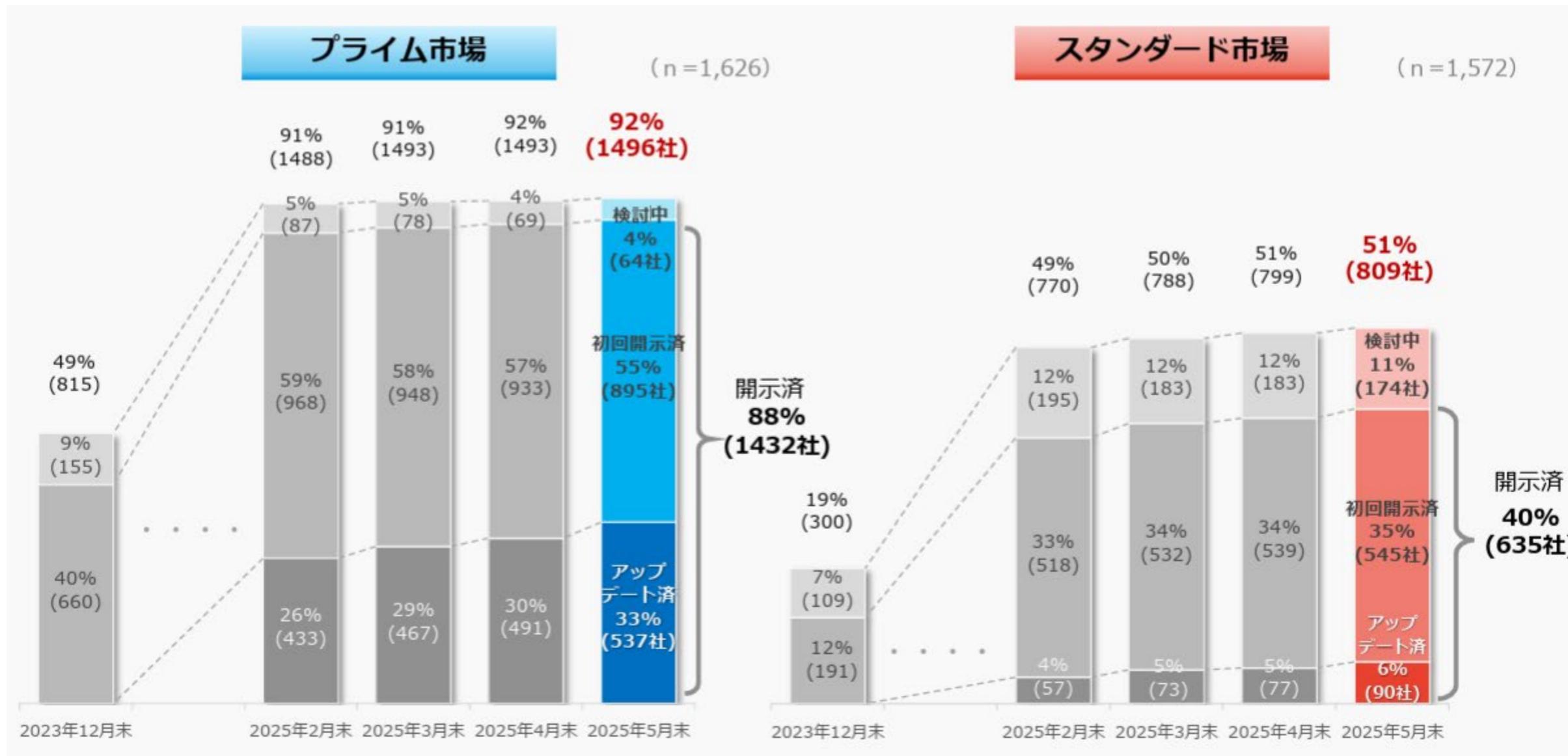
なるほど！もう1回考えてみるね！

今後は、こんな事業を頑張っていこうと思っているんだ。
現預金も活用して、設備投資や研究開発投資を増やしていくよ。
ROEはこれぐらい目指したいかな。

実は理由があってね…。
(つづく)

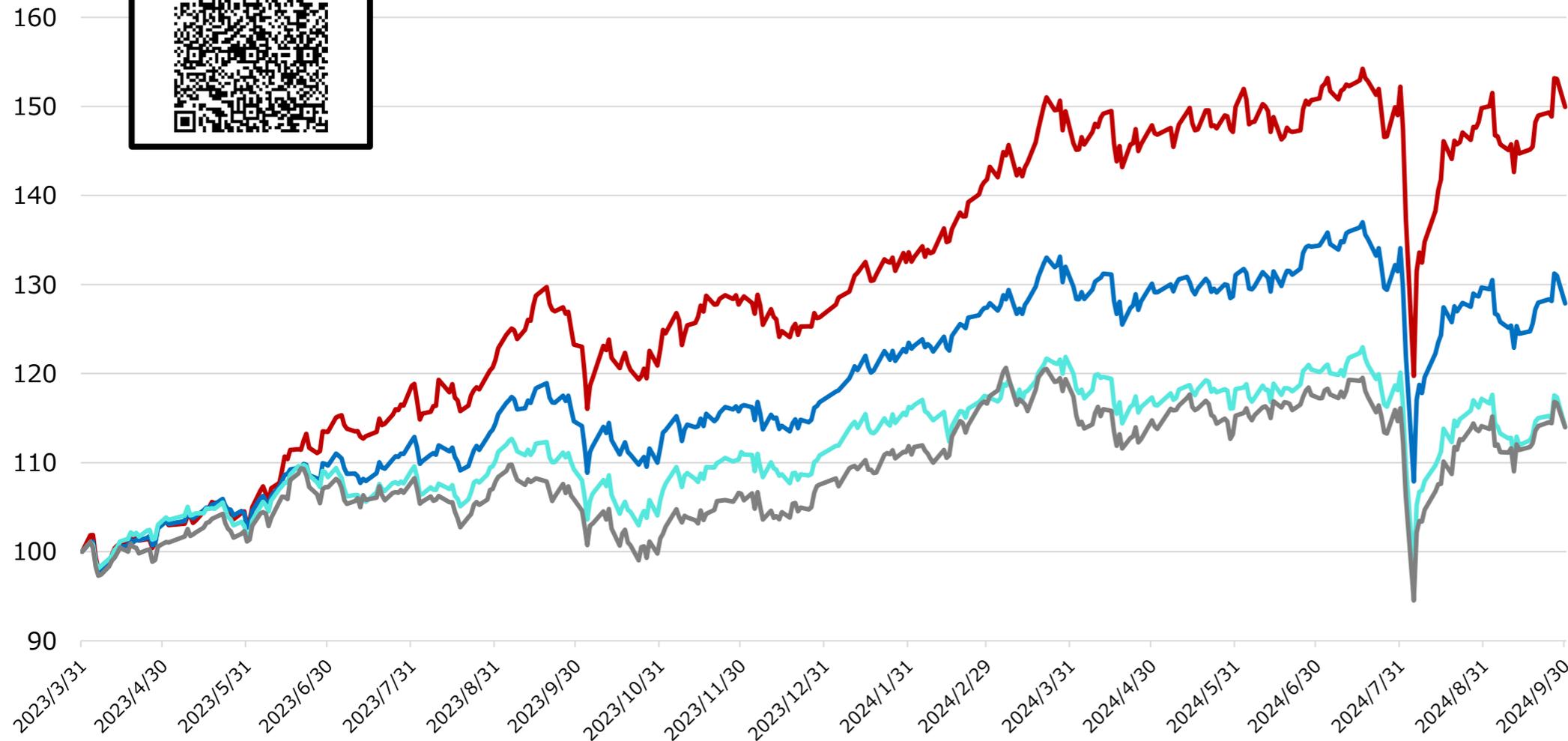
「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示状況

✓ プライム市場の92%（1,496社）、スタンダード市場の51%（809社）が2025年5月末時点で開示（検討中を含む）



参考：要請後の株価推移（プライム市場）

資料はこちら



事例集掲載企業 : +49.95%
(n = 43)

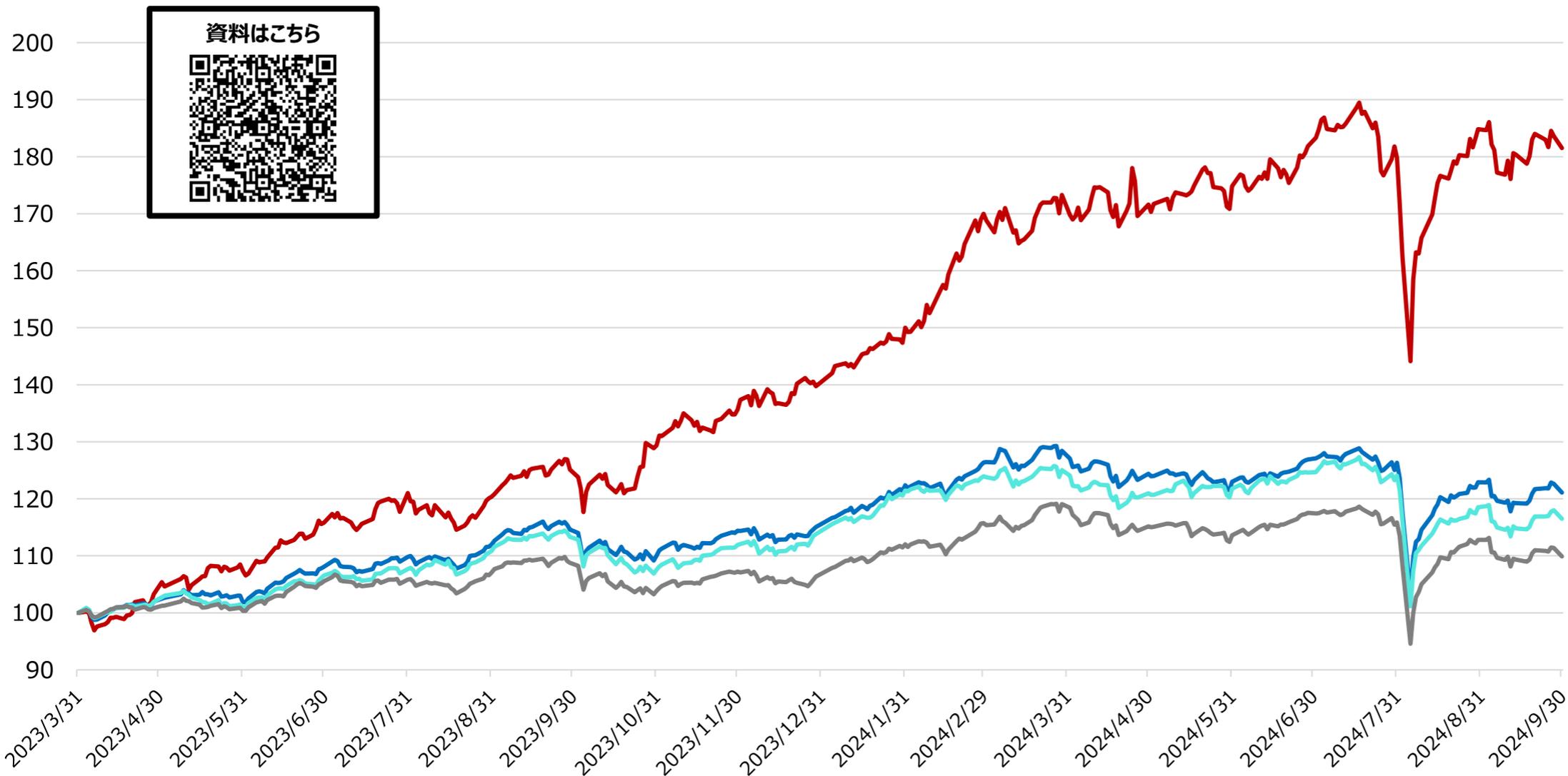
開示済 : +27.89%
(n = 1310)

検討中 : +14.03%
(n = 124)

未開示 : +13.99%
(n = 197)

※ 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（等ウェイト）
※ 開示のステータスは2024/9/30時点

参考：要請後の株価推移（スタンダード市場）



事例集掲載企業：+81.52%
(n = 13)

開示済：+21.09%
(n = 510)

検討中：+16.48%
(n = 211)

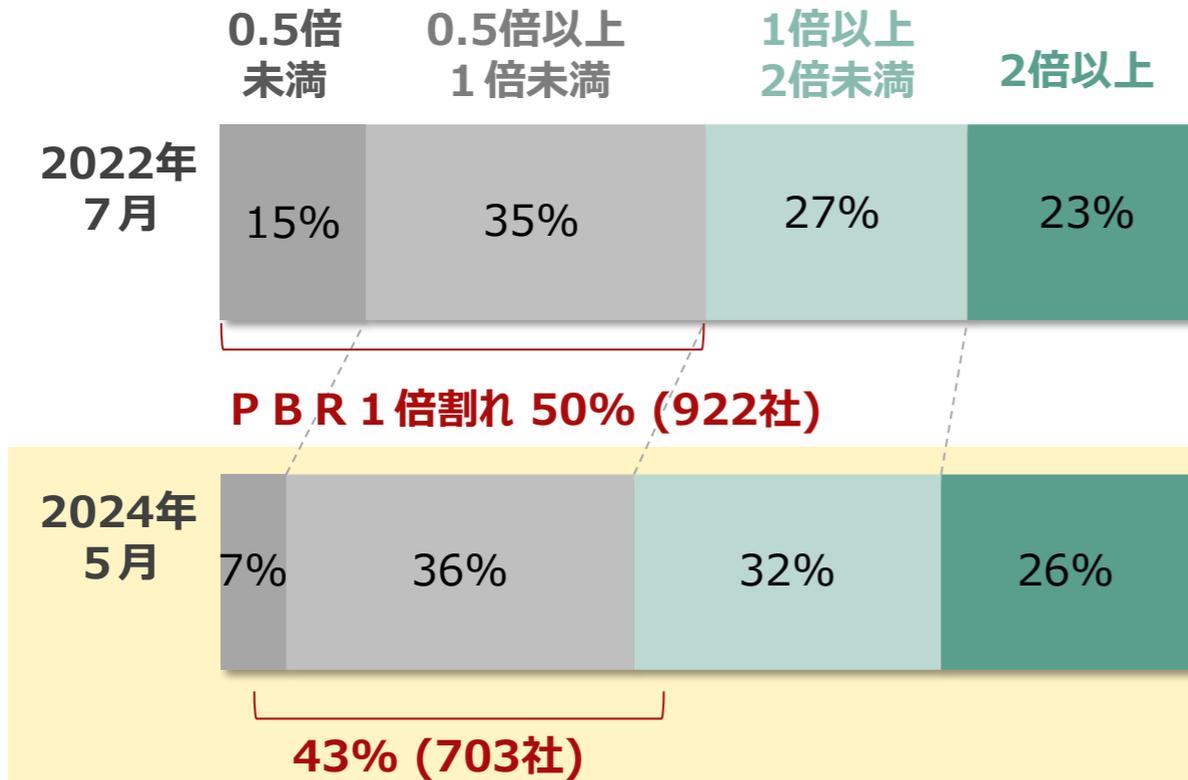
未開示：+9.89%
(n = 842)

※ 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（等ウェイト）
※ 開示のステータスは2024/9/30時点

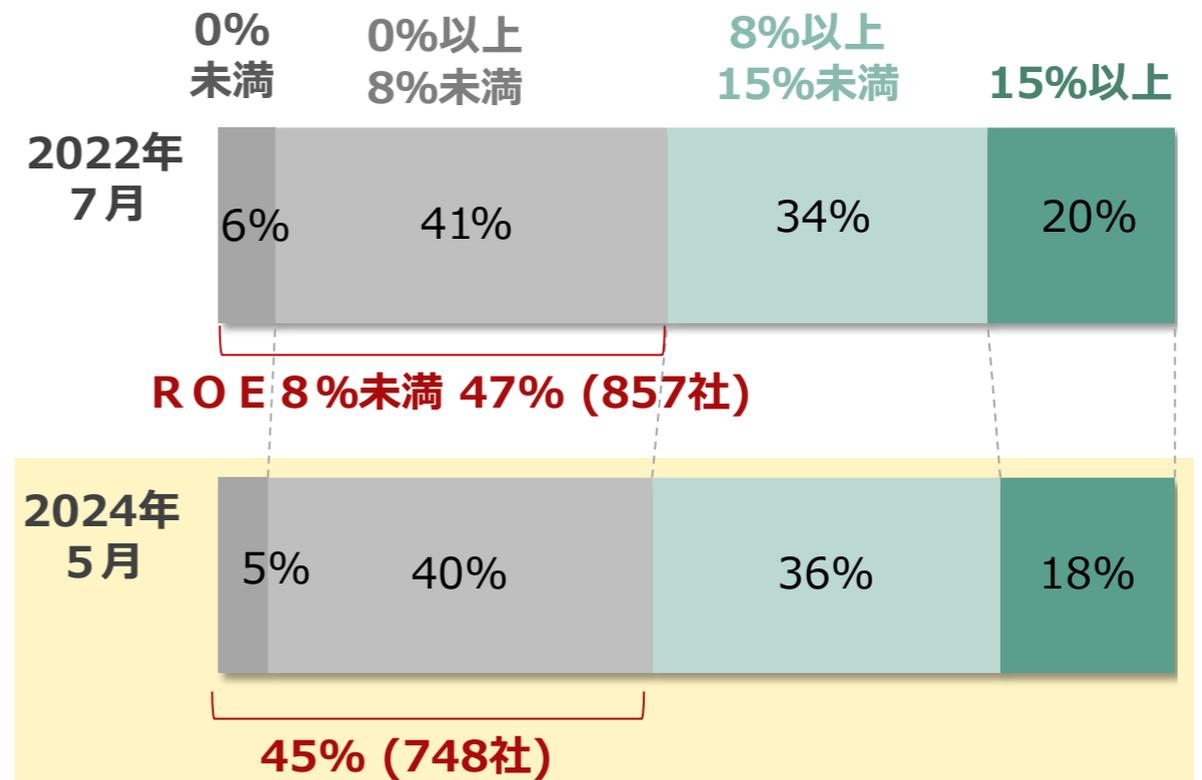
要請後のPBR・ROEの状況（プライム）

- ✓ PBR 1倍割れの企業は、プライム市場で43%（-7pt）
- ✓ ROEの分布状況は大きな変化なし

PBRの変化



ROEの変化



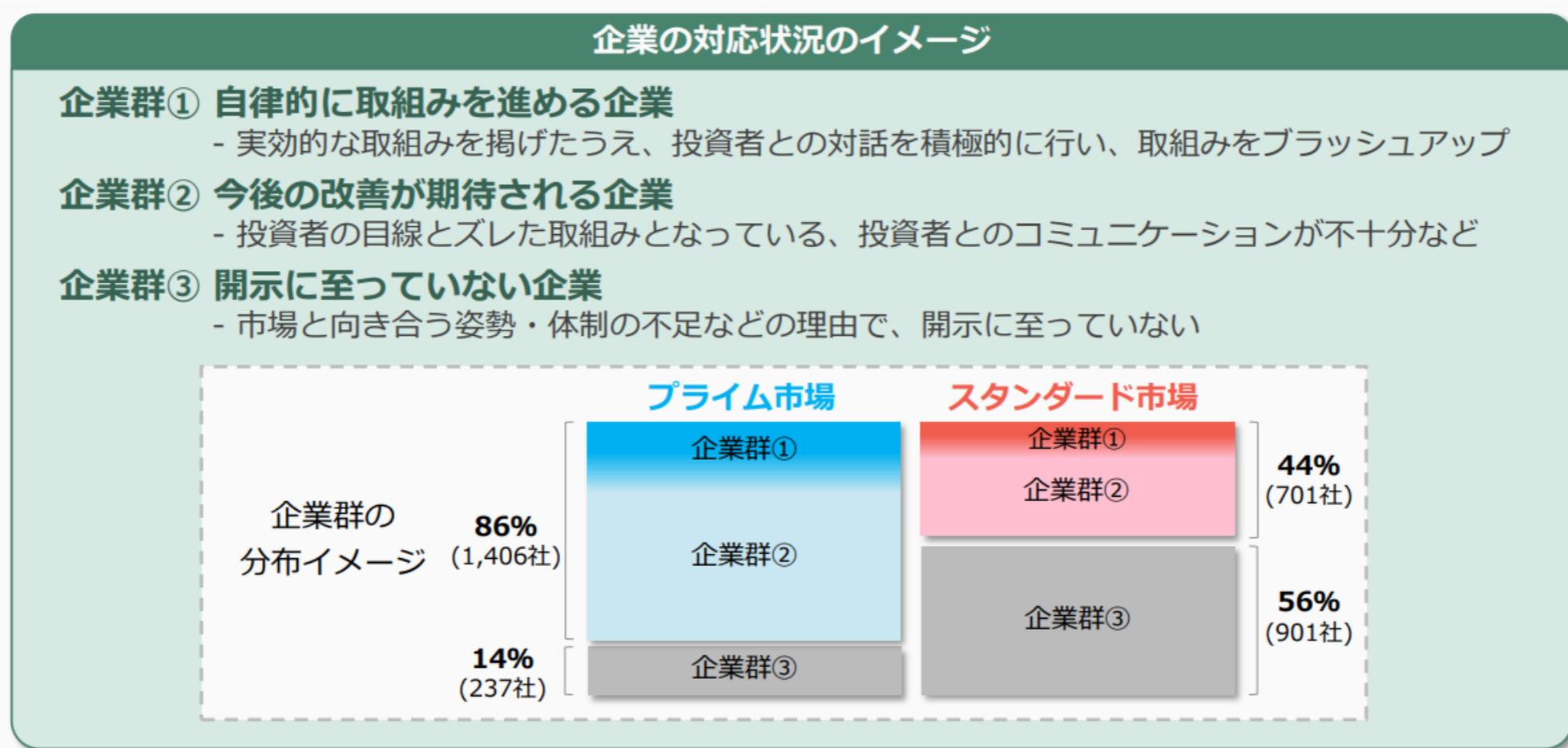
開示についてのフィードバックが欲しいなど、企業からの対話のリクエストが増えており、企業の意識が変わってきている。

一方で、真摯に取り組む企業と表面的に取り組む企業の二極化が進んでいる。

(海外投資家)



- ✓ 資本コストや株価を意識した経営に関して要請を実施してから2年が経過し、多くの企業で取組み・開示が進展し、投資家からの評価を高める企業が見られる一方で、依然として、投資家目線からは今後の改善が期待される企業（企業群②）が多い



- 企業群①の取組みを引き続き後押ししつつ、**企業群②に焦点を当てた促進・サポート策を講じていくことが重要**
- 企業群③に対しては、上場会社として市場と向き合う姿勢・体制の構築を促していく必要

2. 東証の取組み（フォローアップ）

東証の対応① 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（毎月15日を目途に更新）



<https://www.jpx.co.jp/equities/follow-up/02.html>

「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

1. 具体的な開示内容については、各社のコーポレート・ガバナンスに関する報告書及び同報告書に開示先として記載された各種開示書類をご参照ください。
 コーポレート・ガバナンスに関する報告書の閲覧方法については、本資料「(参考)CG報告書閲覧方法」シートをご覧ください。

2. 「機関投資家からのより活発なコンタクトを希望」欄には、積極的に取組み・開示を行うものの、現状では対話の相手方が見つからず、より活発な機関投資家からのコンタクトを求めるとして、申請があった企業を掲載
 ※ 現状で機関投資家からのコンタクトを十分に得られている企業は申請対象外としており、機関投資家との対話に積極的な企業であっても、本一覧上で申請状況が空欄の場合がございますので、ご注意ください。
 ⇒ 機関投資家の皆様：「コンタクト先」欄（機関投資家との対話を担当する部署・チームなど）の情報から各企業のホームページなどを参考に、各企業へ直接ご連絡ください。
 ※ 東証から、各企業に関する個別のご連絡先（メールアドレス、電話番号、担当者名など）をお伝えすることは行っておりません。

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	掲載開始日	コンタクト先	
50	水産・農林業	プライム	1301	極洋	検討中						
50	水産・農林業	プライム	1332	ニッスイ	開示済						有
50	水産・農林業	プライム	1333	マルハニチロ	開示済						
50	水産・農林業	プライム	1375	ユキグニファクトリー	開示済						有
50	水産・農林業	プライム	1377	サカタのタネ	開示済						有
50	水産・農林業	プライム	1379	ホクト	開示済						
50	水産・農林業	スタンダード	1384	ホクリヨウ	開示済						
1050	鉱業	プライム	1515	日鉄鉱業	開示済		2025/5/12	○	2025/1/15	経営企画部 広報・IR課	有
1050	鉱業	プライム	1605	I N P E X	開示済		2025/2/13				有
1050	鉱業	プライム	1662	石油資源開発	開示済						有
1050	鉱業	プライム	1663	K&Oエナジーグループ	開示済		2025/2/19				
1050	鉱業	スタンダード	1514	住石ホールディングス	開示済						
2050	建設業	プライム	1414	ショーボンドホールディングス	開示済						有
2050	建設業	プライム	1417	ミライト・ワン	開示済		2024/11/22				有
2050	建設業	プライム	1419	タマホーム	開示済						
2050	建設業	プライム	1429	日本アクア	開示済		2025/3/13	○	2025/3/14	経営企画部	有

2025年1月から
新フォーマット

✓ **投資者が企業に期待するポイント**や、それらのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしている取組みの事投資家から一定の評価を受けている事例を掲載

※ 2023年4月以降、**中長期の企業価値向上を重視する投資者**（アクティブファンドなど）を中心として、**300社超（国内約3割、海外約7割）の投資者**と面談を実施

Index

はじめに	4ページ
I. 現状分析・評価	7ページ
① 投資者の視点から資本コストを捉える	
② 投資者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	14ページ
① 株主・投資者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のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う	
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	21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・投資者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	



I. 現状分析・評価：投資者が期待するポイント①



ポイント①

投資者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CAPM（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「投資者の期待収益率」という観点からは、必ずしもCAPM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・投資者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・投資者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・投資者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、投資者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

<p>コンコルディア・フィナンシャルグループ (7186・ブラ)</p> <p>株主資本コストについて、CAPMに加えて株式利益回りに基づく算出も行い、認識する水準をレンジとして提示 (→資料4-57ページ)</p>	<p>出光興産 (5019・ブラ)</p> <p>CAPMベースの資本コストと市場の期待リターンとの間には乖離があるという認識を提示したうえで、ROE目標の上方修正を表明 (→資料4-40ページ)</p>
<p>テクノスマート (6246・スタ)</p> <p>株主資本コストの水準と併せて、算出モデルやパラメータの設定内容を開示 (→資料5-10ページ)</p>	<p>トレンドマイクロ (4704・ブラ)</p> <p>資本コストに関して毎四半期の決算説明会でアナリスト・機関投資家にアンケートを実施し把握 (→資料4-36ページ)</p>
<p>New! チェンジホールディングス (3962・ブラ)</p> <p>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 (→資料4-81ページ)</p>	<p>New! 三菱食品 (7451・スタ)</p> <p>ヒアリングにより投資者の期待リターンを把握し、CAPMに基づく算出値との乖離を認識したうえで、エクイティスプレッドの確保を意識した目標を設定 (→資料5-16ページ)</p>



✓ 投資者が企業に期待するポイントや、それらのポイントが押さえられていると**投資家から一定の評価を受けている事例**を取りまとめ

プライム：42社
スタンダード：13社

資料4

事例集はこちら



事例集 プライム市場編

東京証券取引所

2024年 2月 1日 初版
11月21日 改訂



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者との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントが押さえられていると投資者が一定の評価をしているプライム市場上場会社の取組みの事例**を取りまとめたものです。

※ 2024年2月に公表した初版から、最近の投資者からのフィードバック等を踏まえて、新たなポイントや事例等を追加しています。
※ 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。

東証の対応③ “ギャップ”のある事例を公開

✓ 投資家からのフィードバック等を踏まえ、「投資者の目線とギャップのある事例」も取りまとめ

ギャップ例はこちら



レベル	ギャップの内容
レベル1	現状分析や取組みの検討が十分でない状況
	① 現状分析・評価が表面的な内容にとどまる
	② 取組みを並べるだけの開示となっている
	③ 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
	① 現状分析が投資者の目線とズレている
	② 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
	③ 目標設定が投資者の目線とズレている
	④ 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
	① 不採算事業の縮小・撤退の検討が十分に行われていない
	② 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
	③ 対話の実施状況の開示が具体性に欠ける

事例（実際のやりとりを元に加工）

貴社のガバナンス体制や、取締役会での検討状況について理解を深めるため、社外取締役と対話したい 投資者

企業 d: 社外取締役は多忙のため、面談に応じることができない

企業 e: 社外取締役は事業の知識・理解が浅いので、代わりに、社内の者が対応する

企業 f: 当社は、社外取締役との面談は一律でお断りしている ※ 具体的な理由なし

※各事例は**実際の開示等を元に加工したもの**

- ✓ 多くの企業で開示が始まるなど、取組みへの着手が進んでいるものの、取組みを進める企業においても投資者との目線にズレがあるなど課題が存在。また、開示に至っていない企業もあり、**改革は始まったばかり**
- ✓ 東証は、上場企業が、**資本コストや株価を意識して企業価値向上に取り組むことが当たり前**となる市場を目指す
- ✓ 今後の取組みを進めるにあたり、東証は、**市場運営者の立場として、上場企業と投資者との建設的な対話を通じて企業価値向上が図られるための環境整備**に更に注力
- ✓ その結果、**上場維持コストが増加し、非公開化という経営判断**が増加することも想定されるが、そうした判断も尊重。東証は、日本市場の魅力向上に向けて、**上場企業の数ではなく質（投資者の期待に応えた企業価値向上の実現）を重視**
- ✓ 上場企業のみならず、**機関投資家に対しても**、短期的・表面的な視点のみに偏らず、**中長期的な企業価値向上を支えるという視点で、上場企業との対話に臨んでもらうよう働きかけ**
- ✓ 今後の進捗を測る評価軸として、PBR・ROE・時価総額・成長性など定量的な指標（国際比較含む）に加え、上場企業の取組み・開示内容や国内外の投資者の評価を定性的に把握し、全体の進捗をレビュー

3. 今後の見通し

今後の施策（案）

- ✓ 日本企業の改革の流れを止めずに、より一層加速させていく観点から、取組みを進めようとする企業の課題解決を後押しする方策を推進していく

企業群①：自律的に取組みを進める企業

企業群②：今後の改善が期待される企業

企業群③：開示に至っていない企業

プライム市場

スタンダード市場

企業群①

企業群②

企業群③

企業群①

企業群②

企業群③

企業群②
「今後の改善が期待される企業」

企業群③
「開示に至っていない企業」

今後の施策（案）

◆企業の課題解決を後押しするための材料提供

【2025年夏～秋】

→ 好事例集に開示内容だけでなく検討プロセスの要素を追加

→ 「好事例」・「ギャップ事例」の継続的なアップデート

◆機関投資家とのコミュニケーション促進

【2025年夏】

→ コンタクト希望一覧の活用状況の把握、更なる活用に向けた見直し検討

等

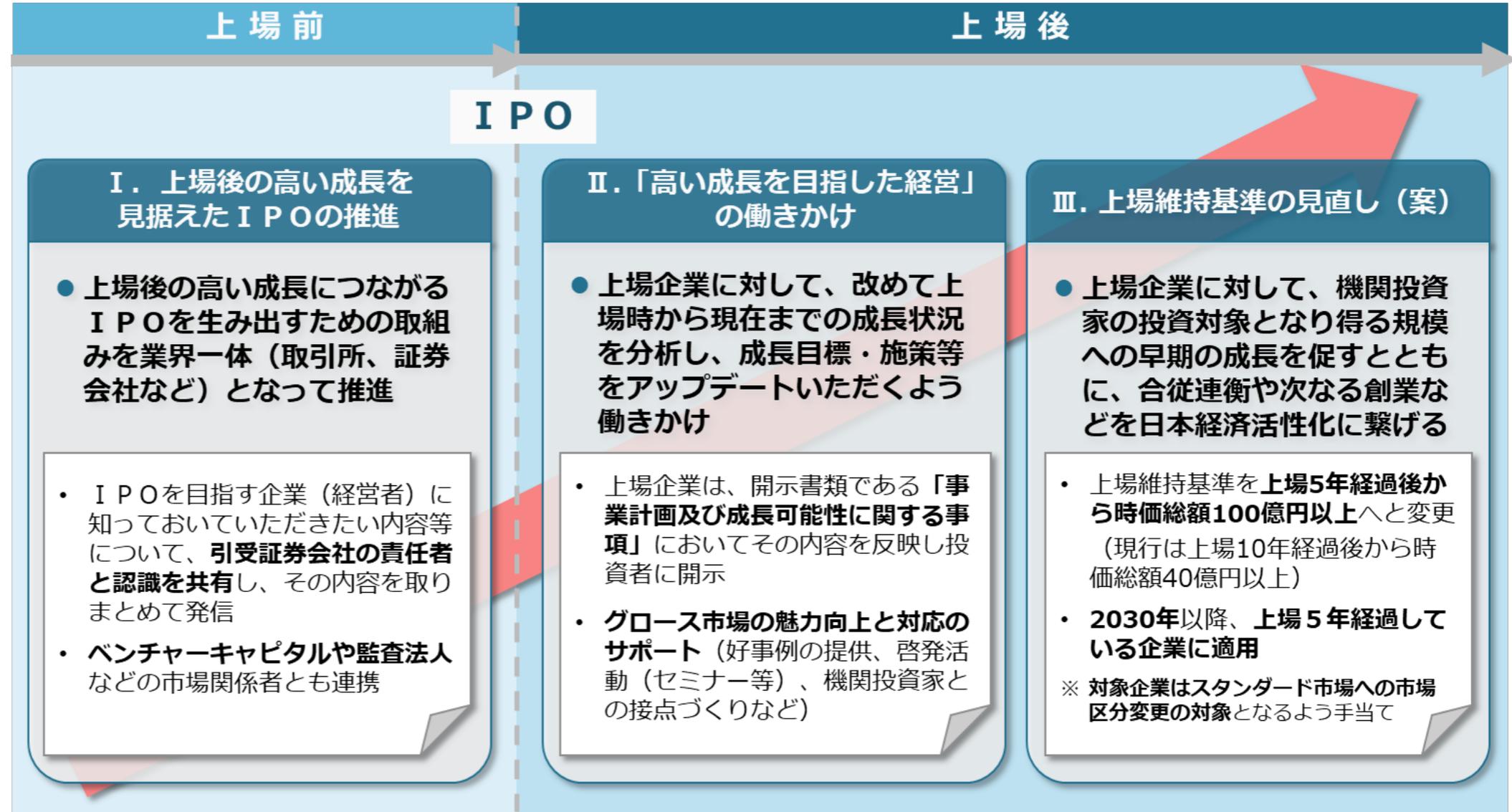
◆IR機能確保を促進

【2025年7月】

→ IR体制整備の義務付け

グロース市場における今後の対応（全体像）

- ✓ グロース市場が、高い成長を目指すスタートアップが活用し、投資者にとって魅力ある市場となるよう、上場前から上場後にかけて継続的に高い成長に向けて取り組んでいただくための施策をパッケージで推進





【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。