

Title	東証の低PBR是正要請に対する企業と市場の反応：提案フレームワークを用いた開示内容変化についての観察
Author(s)	田村, 浩道
Citation	年次学術大会講演要旨集, 40: 791-796
Issue Date	2025-11-08
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	https://hdl.handle.net/10119/20200
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨



東証の低 PBR 是正要請に対する企業と市場の反応 ～提案フレームワークを用いた開示内容変化についての観察～

○田村浩道（東京理科大MOT）
hiromichi.tamura@rs.tus.ac.jp

1. はじめに

低 ROE に代表される日本企業の「持続的低収益性」は、長年多くの国内外機関投資家から問題視されてきた。低 ROE で持続的低収益な企業は長期的なイノベーション投資が進みにくく、日本がイノベーティブな国であり続けるためには解決すべき重要な課題である。これに対し、東京証券取引所は 2023 年 3 月末に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」を発表し、いわゆる「PBR1 倍割れ銘柄」に対する是正要請を示した。その後、東証は日本企業の魅力度を高めるべく市場改革を継続してきた。

これまでの施策は投資家から概ね好意的に評価されている。PBR1 倍割れ改善は市場で継続的な投資テーマとなり、東証もこのモメンタムを維持するため、施策を繰り返し補強している。2023 年 3 月の最初の発表後、2024 年 1 月には各企業の開示状況をホームページに掲載し、企業の自主的な対応を促した。また同年 2 月には「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」を公表し、具体的な対応例を示した。さらに 2024 年 11 月には、事例ユニバースをスタンダード市場まで拡大し、評価が低い企業の「ギャップ事例」を公表するなど、継続的に対応を強化している。

既存研究の多くは定性的分析にとどまり、定量的な検証は限定的である。筆者の問題意識は、開示内容を定量的に評価する仕組みを構築することで、企業と投資家のエンゲージメントを円滑かつ有意義にする点にある。田村（2024）では狩野モデルを応用した定量化フレームワークを提案した。本報告の目的は、東証の最新施策を同フレームワークに照らして検証し、両者の齟齬や改善点を明らかにすることである。

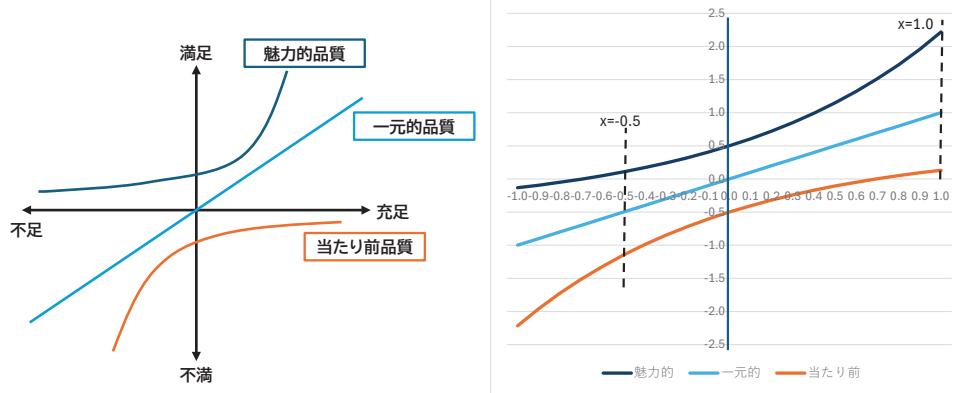
2. 先行研究

2023 年の要請発表以降、多くの研究・報告が行われた。たとえば企業会計 2023 年 8 月号では「中長期的視点で考える PBR1 倍割れ問題」と題した特集で、論点整理やファイナンス理論から見た PBR と ROE の関係など 5 本の論文が掲載された¹。しかし、既存研究の多くは定性的分析が中心であり、定量評価の試みは限られている。

田村（2023）は開示内容の水準と文字数を調査し、PBR1 倍割れ企業において両者と超過リターンの間に弱い正の相関を報告した。また田村（2024）は狩野モデル（図表 1）を応用し、評価項目の重要度を分類したフレームワークを提案した。その結果、スコアと過去リターンには正の順位相関が、スコアと現預金／総資産比率には負の相関が観察された。これは、スコアが高いほどリターンが高かった、スコアの高い企業は現金比率が低かったこと、を意味する。

¹ 丸山（2023）、宮川（2023）など

図表1 狩野モデル（左）と用いた数式例（右）



注：右は狩野モデルを数値化する際に本稿で用いた関数例で、それぞれ $y=\exp(x)+0.5$, $y=x$, $y=\exp(-x)-0.5$ である。

出所：田村（2024）

3. 東証発表内容の提案フレームワークからの観察

3.1 三つの変更点

今回の東証発表内容を観察するにあたり、まず変更点を確認する。2024年11月に東証が発表した「投資者の視点を踏まえたポイント」の内容が、これまでのものと異なっているのは、以下の3点である。

- ① 事例のユニバースが拡大したこと (29社→55社；プライムだけでなくスタンダードも追加)
- ② 評価項目が従前の10項目に加えて、新規に2項目が追加されたこと
- ③ 評価が低い企業の例として「ギャップ事例」を公表したこと

①については、従来の29社が大企業中心であったため、多様な企業事例を示すことで比較可能性を高める意図があると考えられる。②については、新設項目は「投資家期待との整合性を踏まえた目標設定」と「継続的改善」である（図表2）。前者は「目標が低すぎる」「目標年次が遠すぎる」といった投資家からの批判に対応したものであり、後者は一度の開示で終わらず柔軟な見直しを促す狙いと考えられる。③については3.4で詳述する。

図表2 東証・事例集の例

#	ページ番号	コード	銘柄名	業種	掲載ステータス（※）	本事例集で取り上げている対応のポイント											
						I. 現状分析・評価			II. 取組みの検討・開示					III. 株主・投資者との対話			
						①	②	③	①	②	③	④	⑤	①	②	③	④
1	5ページ	3407	旭化成	化学	新規	投資者の視点から資本コストを捉える	投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する	バランスシートがなぜこのような状態となるか検討する	株主・投資者の期待を踏まえた目標設定を行う	資源の適切な配分を実現した目標設定を行う	資本コストを低減させる取り組みを行う	中長期的な企業価値向上を意識した取組みを行う	中長期的に目標設定と組合せて取組みを行う	経営陣・取組みを行う	株主・投資者の属性に応じたプロセスを行う	対話の実施状況を開示し、更なる対話に応じたアプローチを行う	目標設定や取組みを継続的に把握する
2	10ページ	4452	花王	化学	新規												
3	13ページ	6702	富士通	電気機器	新規												
4	14ページ	8058	三菱商事	卸売業	継続												
5	16ページ	8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	銀行業	継続												
6	18ページ	9202	ANAホールディングス	空運業	新規												

注：赤丸で囲った項目が今回新規追加された項目。同様の事例が合計55社について示されている。横軸は評価ポイント（合計12個）。

出所：東証資料（参考文献[5]）より抜粋

3.2 定量モデルのチェック

ここでは、評価項目が従前の10項目に加えて新規に2項目が追加されたという変更点に関連して、以前提案した定量モデルの更新を検討し、財務指標等のパラメータとの関連性をチェックする。

定量モデルは、東証が公表したチェックポイントを、狩野モデルの当たり前、一元的、魅力的品質などと分類するものである。今回、新たに加わった2つのチェックポイントについては、図表3のように

分類した。例えば、II.④の「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」については、「抜本的」というハードルの高い項目であり、「あればより魅力的」な品質である、と考えた。

図表3 東証12項目に対する狩野モデルの適用

		狩野モデルの分類		
		当たり前	一元的	魅力的
I 現状分析・評価	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 取り組みの検討・開示	④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			○
	⑤資本コストを低減させるという意識を持つ	○		
	⑥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		○	
	⑦中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する	○		
III 株主・投資者との対話	⑧経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する	○		
	⑨株主・投資者の属性に応じたアプローチを行う			○
	⑩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		○	

注：東証12項目は参考文献[4]より引用。網掛け部分が新規追加項目。各項目が狩野モデルのどれに分類されるかについて筆者の定性判断による

出所：筆者

次に、実際にモデルを用いてスコア化を行い、計算されたスコアはどのような性質を持っているのかを確認する。具体的な計算手順は、東証の事例集に示されている各企業の該当項目について、以下のようなルールで点数化（以下、狩野モデルスコア）した（図表4）。また、比較対象として、単純に評価項目数（●の数）を求め、単純スコアとした。

図表4 狩野モデルスコアの計算ルール

- 評価ポイントが●（評価されている）となっている場合、図表3に基づく分類をしたうえで、図表1右の式に $x=1$ を代入する。
- 評価ポイントが空白となっている場合、図表3に基づく分類をしたうえで、図表1右の式に $x=-0.5$ を代入する。
- 最後に合計値を求める。

注：今回は $x=1$ と -0.5 の2値を入力しているが、内容のレベルによって連続した実数値を入力することも可能である
出所：田村（2024）

図表5には、狩野モデルスコアと単純スコアの、各種財務指標との間の相関係数を示した。まず、最初に確認できたのは、田村（2024）で報告した結果と大きな違いがなかったことである。例えば、狩野モデルスコアでは現預金／総資産比率で有意な負の相関係数が観察された。これは、スコアが高いほどキャッシュ比率が低いことを意味し、無駄な現金を溜め込んでいない企業を評価しているものと考えられる。なお、この現象はPBRが1倍越えの企業においてのみ観察されており、逆にPBR1倍未満の企業は、そのような健全な評価段階にないと解釈することができよう。なお、過去リターンについては、田村（2024）で有意にプラスの相関が観察されていたが、今回は観察されなかった。これは、2024年1月末～8月末の期間では市場は高スコア企業を評価したものの、2025年1月末～8月末の期間では特に評価しなかったことを意味する。市場は2024年の時点で高スコア企業の取組みを織り込んだ可能性がある。

図表5 相関係数

			PBR	リターン	実績ROE	WACC	EVA,WACCスプレッド	現預金/総資産比率	配当性向
全体	単純スコア	cor	-0.19	0.09	-0.07	-0.12	-0.13	-0.22	0.19
		t.value	-1.24	0.56	-0.44	-0.79	-0.83	-1.42	1.24
		p.value	0.22	0.58	0.67	0.43	0.41	0.16	0.22
狩野モデルスコア	単純スコア	cor	-0.24	0.02	-0.10	0.05	-0.21	-0.30	0.26
		t.value	-1.57	0.15	-0.63	0.30	-1.38	-2.00	1.71
		p.value	0.22	0.58	0.67	0.43	0.41	0.16	0.22
PBR<1	単純スコア	cor	0.08	0.01	-0.26	0.13	-0.22	0.11	0.29
		t.value	0.38	0.02	-1.24	0.61	-1.02	0.51	1.39
		p.value	0.71	0.98	0.23	0.55	0.32	0.62	0.18
狩野モデルスコア	単純スコア	cor	0.13	-0.08	-0.36	0.39	-0.31	0.00	0.44
		t.value	0.60	-0.35	-1.75	1.95	-1.47	0.02	2.22
		p.value	0.55	0.73	0.09	0.06	0.16	0.98	0.04
PBR>=1	単純スコア	cor	-0.38	0.26	0.00	-0.44	-0.13	-0.59	0.06
		t.value	-1.67	1.10	-0.01	-2.01	-0.56	-3.02	0.23
		p.value	0.11	0.29	0.99	0.06	0.58	0.01	0.82
狩野モデルスコア	単純スコア	cor	-0.49	0.21	-0.06	-0.34	-0.27	-0.65	0.05
		t.value	-2.32	0.88	-0.27	-1.48	-1.16	-3.51	0.22
		p.value	0.03	0.39	0.79	0.16	0.26	0.00	0.83

注：ユニバースは事例集に掲載の 55 社のうち TOPIX 構成銘柄の 42 社。WACC は資本コストと負債コストの加重平均、EVA,WACC スプレッドは投下資本利益率-WACC (とのみ算出はブルームバーグ) データ時点は、リターンは 2025 年 1 月末～8 月末、その他は 2025 年 8 月末。点線のマルは 5% 有意な相関係数。

出所：筆者

3.3 スコア分布の観察

次に、スコアが、東証が定義するエリア別（I.現状分析・評価、II.取り組みの検討・開示、III.株主・投資者との対話）と、狩野スコアモデルが定義する品質別（当たり前、一元的、魅力的）でどのように分布しているのかを観察する。図表6には、事例集に掲載されている企業の評価項目について、ユニバースごとに評価されているポイントがどのように分布しているのかを示している。まず全体でみると、エリア別では「II.取り組みの検討・開示」で評価されている企業が約 50% と半数を占めており、これはユニバースごとの傾向での違いはあまりない。「II.取り組みの検討・開示」というエリアが、一連の施策の中心であるためと考えられる。また、「III.株主・投資者との対話」については、スタンダードで小さな値となっている。相対的に小規模の企業にとっては、株主・投資者とのエンゲージメントが遅れがちであることを示唆している。

狩野スコアの品質別に見ると、どのユニバースでも「当たり前品質」と「魅力的品質」が、「一元的品質」より若干大きな値となっていることが観察される。特にスタンダード市場企業で「魅力的品質」が多い点は、大企業以外にも魅力的品質の項目で評価されている企業が存在することを意味し、注目に値する。

図表6 スコアの分布

		All	TOP	MID	Small	Standard
エリア別	I.現状分析・評価	29%	17%	28%	21%	43%
	II.取り組みの検討・開示	50%	67%	51%	47%	47%
	III.株主・投資者との対話	21%	17%	21%	32%	10%
	合計	100%	100%	100%	100%	100%
品質別	当たり前	37%	33%	42%	32%	37%
	一元的	26%	33%	23%	35%	20%
	魅力的	36%	33%	36%	32%	43%
	合計	100%	100%	100%	100%	100%
	企業数	55	6	21	15	13

注：ユニバースは事例集に掲載の 55 社。評価ポイントがエリア別と品質別でどのように分布しているのかを示した。

出所：筆者

3.4 ギャップ事例の公表について

3.1 で述べたように、今回東証が発表した変更点の 1 つに、「投資者の目線とギャップがある事例」

の公表がある。これは、今回の変更点の最重要ポイントであるといえよう。今まででは、評価の高い発行体の例という好事例のみであったのに対し、問題がある企業についての特徴をまとめた課題事例の公表である。なお、ギャップ事例では特定の企業が特定できないように匿名化されている²。東証の坂田(2025)によれば、投資者の目線とギャップが生じやすい具体的な事例を参考にすることによって、発行体が取り組みを継続的に改善していくことを期待しているようである。このようなネガティブサイドの事例を出した背景には、①取り組みが進んでいない企業にとっては好事例ばかり並べてもどこで躊躇しているか分からず、②東証の要請に対して形式的に資料を作成・開示するだけの企業が存在する、③「どこがギャップか」が共有されないため発行体と投資家のエンゲージメントが深まらない、などの問題があろう。

このギャップ事例は、図表7のようなレベル1～3の3段階で構成されている。この構成は、狩野モデルと親和性が高いと考えられる。例えば、レベル1（現状分析や取組みの検討が十分でない状況）は、最初のチェックポイントであり、ある意味「当たり前」に行わなければならないエリアである。また、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）は、評価されている現段階から更に上の品質を求めるという意味で魅力的品質と位置づけることができるだろう。つまり、ギャップ事例の視点は、狩野モデルの品質分類と親和性が高いことであり、このことは、提案フレームワークと東証の新しい取組みが齟齬なく整合していることを示している。

図表7 ギャップ事例のカテゴリーと狩野モデルの親和性

投資者の目線とのギャップを知る	狩野モデルでの分類
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	当たり前
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	一元的
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	魅力的

出所：東証（2025）（参考文献[6]）より筆者作成

4. まとめと今後の課題

本報告では、東証の開示内容アップデートを提案フレームワークに照らして検証した。その結果、評価項目を10から12に拡大しても、狩野モデルスコアと財務指標との関係は従来と大きく変わらなかつたことが確認された。具体的には、現預金／総資産比率との負の相関が引き続き確認され、過去リターンとの相関は2025年の観測期間では見られなかつた。また、スコア分布の分析からは「II.取組みの検討・開示」が中心であり、スタンダード市場でも「魅力的品質」で評価される企業が一定数存在することが確認された。さらに、ギャップ事例の構造は狩野モデルの品質分類と親和性が高く、フレームワークとの齟齬はないことが明らかになった。

学術的含意として、本研究は定量評価フレームワークの有効性を再確認し、企業の開示水準を多面的に測定できる可能性を示した。実務的含意としては、東証の施策と連動しつつ、企業が投資家との対話を強化するための客観的基盤を提供する点に意義がある。

今後の課題は、投資家と発行体の間に存在する認識ギャップをどのように定量化・評価するかである。典型例として、資本コストをCAPM算出値のみと捉える、PBRが1倍を超えると十分と考える、といった誤解がある（図表8）。これらは投資家にとって常識的な誤りであり、ギャップが存在する限り有意義なエンゲージメントは成立しない。今後は、投資家アンケートや開示文書のテキスト分析などの手法

² 個別銘柄の情報がないため、残念ながら好事例のように狩野モデルスコアを計算することができない。

を取り入れ、認識ギャップの定量評価を進める必要がある。

図表8 ギャップ事例の典型例

ギャップ事例①	
現状分析が投資者の目線とズレている	
事例 a (実際の開示例を元に加工)	投資者のコメント
<p><u>資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応</u></p> <p>当社のROEは5.0%と、CAPMで算出した株主資本コスト4.0%を超過しています。</p> <p>また、直近のPBRは1.1倍で、1倍を超えて推移しています。</p> <p>当社では、引き続き、資本コストや株価を意識した経営を推進してまいります。</p>	<p>✓ 投資者が認識する水準から乖離した株主資本コストを用いており、実効的な目標設定や取組みに繋がらない</p> <p>⇒ CAPMでは投資家の想定よりも低い値となることがよくあるため、他の算出方式もあわせて用いることや、投資者に意見を聽くなど、投資者との目線にズレが無いかを確認することが考えられる →ポイントI.① (資料3-8ページ)</p> <p>✓ ROEが株主資本コストを少し超えていれば、もしくは、PBRが1倍を少し超えていれば、更なる収益性や市場評価の向上を目指す必要はない、ということではない</p> <p>⇒ 過去との比較といった時系列の分析も行いつつ、現状から更に向上していくための積極的な取組みを期待している →ポイントI.② (資料3-10ページ)</p>
事例 b (実際の開示例を元に加工)	
<p><u>資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応</u></p> <p>当社のROEは10.0%と、株主資本コストを超過している一方で、PERは9倍と低く、PBRは1倍割れの水準で推移しています。</p> <p>PERが低い要因は、当社の事業に対する投資者の理解が十分ではないことだと考えており、今後、IR活動の強化により、PERやPBRの向上に取り組んでまいります。</p>	<p>✓ PERが低い要因について、投資者の理解不足 (IR不足) と結論付けているが、必ずしもそうとは限らない</p> <p>⇒ IR不足が原因ということもあるかもしれないが、そもそもその事業戦略・成長戦略が評価されておらず、収益の持続性や成長性に投資者が確信を持てていないという可能性もあるので、本質的な課題の分析を期待している →ポイントI.② (資料3-10ページ)</p>

出所：東証（2025）（参考資料[6]）

参考文献

- [1] 坂田俊也、「資本コストや株価を意識した経営」の推進に向けたギャップ事例の講評について、企業会計 2025 Vol.77 No.3
- [2] 狩野紀昭、瀬楽信彦、高橋文夫、辻新一（1984）「魅力的品質と当たり前品質」日本品質管理学会会報『品質』14(2), 39-48
- [3] 東京証券取引所、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、株式会社東京証券取引所上場部、2023年3月31日
- [4] 東京証券取引所、投資者の視点を踏まえたポイント、株式会社東京証券取引所上場部、2024年2月1日初版・2024年11月21日改訂
- [5] 東京証券取引所、事例集 プライム市場編／スタンダード市場編、株式会社東京証券取引所上場部、2024年2月1日初版・2024年11月21日改訂
- [6] 東京証券取引所、投資者の目線とギャップのある事例、株式会社東京証券取引所上場部、2024年11月21日
- [7] 田村浩道、東証の低PBRは正要請に対する企業と市場の反応：取引所のエンゲージメントがイノベーションにつながるための条件、年次学術大会講演要旨集（2023年10月28日）、研究・イノベーション学会、<http://hdl.handle.net/10119/19309>
- [8] 田村浩道、東証の低PBRは正要請に対する企業と市場の反応：各社の施策を評価するフレームワークについての提案、年次学術大会講演要旨集（2024年10月26日）、研究・イノベーション学会、<http://hdl.handle.net/10119/19422>
- [9] 丸山隆志、東証「PBR1倍割れ」改善要請の論点整理、企業会計 75(8), 2023-08
- [10] 宮川壽夫、ファイナンス理論からみたPBRとROEの関係：単純化されすぎた数値から定性情報の開示充実へ、企業会計 75(8), 2023-08