

2026 年 9 月 30 日 全 6 頁

機関投資家は「資本コストや株価を意識した経営」の何を評価しているか

東証アンケートの評価コメントの分析

政策調査部 主席研究員 神尾 篤史

[要約]

- 東京証券取引所の機関投資家アンケートを基に、「資本コストや株価を意識した経営」で評価された会社に対するコメントについて、指定した語句の明示的な言及状況を分析した。複数の投資家から支持された会社と単一の投資家のみが挙げた会社を比較することで、機関投資家が上場会社を評価する軸を探った。
- 評価コメントの語句を 10 グループに分類し、言及率や 1,000 字当たりの出現回数を示す「密度」などを比較した。その結果、株主還元や中期経営計画・目標設定は 1 票の会社に相対的に多く、投資家の評価を得るための「前提条件」と位置付けられると推測される。
- 一方、資本効率、市場評価、情報開示・IR・対話、キャピタルアロケーションなどは、1 票と 3 票以上の会社に共通する「評価の土台」とみられる。ただし、単なる情報開示より投資家との双方向の対話など、取組みの質を高めることが、より高い評価につながる可能性がある。
- 事業ポートフォリオ改革、ガバナンス、収益力・キャッシュフロー創出力は、3 票以上の会社で特に文言の出現回数が多い。投資家が高く評価するポイントは、計画や方針の提示にとどまらず、事業の入替えや経営資源の配分、取締役会による監督など、企業価値向上に向けた具体的な「実行」にあると考えられる。

1. 東証要請から3年、改革はどこまで進んだのか

東京証券取引所（東証）が「資本コストや株価を意識した経営」を要請してから3年が経過した。上場会社は、この要請に応じ、資本コストを経営判断に取り入れる動きが広がり、株主還元を強化し、IR（インベスター・リレーションズ）を改善するなど、資本市場との向き合い方を大きく変えつつある。しかし、こうした表層的な変化とは対照的に、バランスシートの精査や事業ポートフォリオ改革といった企業価値向上に直結する取組みに踏み込む会社は依然として限られている印象が強い。取組みが進められる中で、会社に対する投資家の評価はどの段階で高まるのかを示すことは、重要な論点である。

そこで本レポートでは東証が2026年8月に公表した『『取組みの進展が見られる企業』等に関する機関投資家アンケートの結果について』のテキスト回答に基づいて、指定した語句の明示的な言及状況を分析し、機関投資家が上場会社を評価する段階を示したい¹。具体的には「資本コストや株価を意識した経営の観点から『取組みの進展が見られる企業』とその『評価するポイント』を教えてください。」という質問の会社の票数と評価コメントを分析する。

なお、機関投資家²の回答は市場区分・時価総額規模別の4区分（プライム市場時価総額1,000億円以上／同1,000億円未満／スタンダード市場100億円以上／同100億円未満）ごとに、それぞれ最大10社までとされた。回答結果の内訳は、プライム市場1,000億円以上が205社、同1,000億円未満が55社、スタンダード市場が40社である。投資家が取組みの進展を評価した上場会社は延べ300社である。

2. 本分析の前提と手法

（3票以上 VS 1票の会社を比較）

本アンケートでは、同一上場会社に複数の投資家から票が入る。最も多い会社では7票が入った。票数は、その会社の取組みがどれだけ多くの投資家に共通して支持されているかを示す指標と解釈できる。そこで、複数の投資家から支持を集めた会社群と、単一の投資家のみが挙げた会社群とで、評価コメントの中身がどう異なるかを比較する。

具体的には、3票以上を獲得した26社（コメント総文字数6,903字）と、1票のみの217社（同21,974字）を対象とした。2票の57社（同12,044字）を除外したのは、両極を対比させることで差異を明確にするためである。2票の会社の1社当たり平均コメント量は211字であり、3票以上の会社の266字とコメントのある1票の会社の106字のほぼ中間に位置する。票

¹ 東証はアンケートに基づく機関投資家の評価の声を、（i）資本配分方針の明確化と進展、（ii）事業ポートフォリオ改革の進展、（iii）資本コスト・資本効率を意識した経営管理の進展、（iv）経営トップ・取締役会の強力なリーダーシップ、（v）情報開示・IRの進展と対話を通じた取組みの改善、の5つの類型に整理している。

² 機関投資家の回答者は74名・43機関にのぼり、国内の大手運用会社・信託銀行・生命保険会社に加え、海外のアクティブ運用機関やエンゲージメント・ファンドも名を連ねている。

数が増えるほど評価の記述が厚みを増す関係にあり、両極の比較は連続的な変化の両端を切り出したものと理解される。

（語句の 10 グループ分類）

評価コメントには、ROE と ROIC、配当性向と DOE と自社株買いのように、異なる語でありながら同一の論点を指す表現が多数含まれる。そこで筆者の理解や上場会社との議論などを踏まえて、出現する語句を以下の 10 のグループに集約した（図表 1）。

図表 1 語句の分類

①資本効率指標	ROE、ROIC、ROA、エクイティ／ROICスプレッド、資本効率、資本収益性、資本コスト、株主資本コスト、WACC、ハードルレート、CAPM
②市場評価	PBR、株価、時価総額、バリュエーション、TSR、PER、企業価値（向上）
③株主還元	株主還元、配当性向、総還元性向、DOE、累進配当、自社株買い、自己株式取得、消却、増配
④事業ポートフォリオ改革	事業ポートフォリオ、撤退、売却、不採算、低収益、構造改革、再編、選択と集中、経営資源の集中、ノンコア、非中核、事業入替、スピンオフ
⑤情報開示・IR・対話	開示、IR、投資家との対話、エンゲージメント、統合報告書、説明会、スモールミーティング、面談
⑥キャピタルアロケーション・成長投資	キャピタル／キャッシュアロケーション、資本配分、成長投資、戦略投資、M&A、投資規律、投資基準、優先順位
⑦中期経営計画・長期ビジョン・目標設定	中期経営計画、中計、長期ビジョン、長期計画、ロードマップ、KPI、数値目標
⑧BS・財務戦略・政策保有株式	BSマネジメント、バランスシート、資本構成、自己資本比率、財務レバレッジ、資産圧縮、流動化、政策保有株式、持ち合い、現預金、ネットキャッシュ、余剰資本
⑨ガバナンス	ガバナンス、取締役会、社外取締役、社外役員、役員報酬、後継者計画、指名委員会、監査等委員会、CFO・CxO
⑩収益力・キャッシュフロー創出力	キャッシュフロー、FCF、稼ぐ力、収益力、収益性、利益率、マージン、EBITDA、コスト削減

（出所）大和総研作成

（5つの指標）

集計にあたっては5つの指標を用いた。「社数」は、当該グループの語がコメント内に1つでも含まれる上場会社数、「言及率」は社数を各群のコメントありの会社数で除した比率である。1票の217社のうち10社は評価コメントが実質的に記載されていないため、言及率の算出にあたってはこれらを分母から控除し、コメントのある207社を用いた。「延べ」は語の出現回数の合計を指す。これらに加えて「密度」を算出した。密度は、延べ出現回数を各群のコメント総文字数で除し1,000を乗じた値、すなわち1,000字当たりの出現回数である。この指標を併記したのは、1票の会社の平均コメント量が106字であるのに対し、3票以上の会社は266

字と約 2.5 倍の開きがあり、言及率のみでは「長く書かれた会社ほどあらゆるグループに該当してしまう」というバイアスが生じるためである。密度は文量の影響を調整し、限られた記述量のうちどの論点に紙幅が割かれたか、すなわち評価コメントの重心を示す。「密度倍率」は 3 票以上の密度を 1 票の密度で除した値であり、1 倍を上回れば 3 票以上の会社に、下回れば 1 票の会社に偏在することを意味する。なお、本分析は、あらかじめ定めた 96 語の判定語を対象とする文字列一致による集計であり、文脈上の肯定・否定や修飾関係は区別していないことには注意を要する。

3. 見えてきた評価の階層構造

図表 2 が分析結果である。言及率で見ると、3 票以上の会社では①資本効率指標が 88.5%と突出し、③株主還元が 76.9%、④事業ポートフォリオ改革が 73.1%、⑥キャピタルアロケーション・成長投資が 69.2%で続く。1 票の会社では①資本効率指標が 51.7%と最も高いものの、⑤情報開示・IR・対話が 42.0%、③株主還元が 37.7%、⑦中期経営計画・長期ビジョン・目標設定が 33.8%、⑥キャピタルアロケーション・成長投資が 30.4%と続き、④事業ポートフォリオ改革は 22.2%にとどまる。両群の差が最も大きいのは④事業ポートフォリオ改革で 50.9 ポイント、倍率で見れば⑨ガバナンス (30.8%対 8.2%) の開きが最大である。

もともと、言及率の差の相当部分はコメント量の差に由来する。文量の影響を調整した密度倍率を見ると、構造はより鮮明になる。3 票以上の会社に強く偏在するのは⑨ガバナンス (2.20 倍) と④事業ポートフォリオ改革 (2.11 倍) であり、⑩収益力・キャッシュフロー創出力 (1.89 倍) がこれに続く。対照的に 1 票の会社に偏在するのは⑦中期経営計画・長期ビジョン・目標設定 (0.54 倍) と③株主還元 (0.62 倍) である。②市場評価 (1.00 倍)、⑤情報開示・IR・対話 (1.00 倍)、⑥キャピタルアロケーション・成長投資 (1.04 倍) はほぼ同水準で、両群で差がつかない論点といえる。

図表 2 評価コメントの 10 グループ別集計（3 票以上 26 社 vs 1 票 217 社）

分類	3 票以上の会社（26 社）				1 票の会社（217 社）				密度倍率
	社数	言及率	延べ	密度	社数	言及率	延べ	密度	
① 資本効率指標	23	88.5%	79	11.44	107	51.7%	201	9.15	1.25
② 市場評価	14	53.8%	21	3.04	48	23.2%	67	3.05	1.00
③ 株主還元	20	76.9%	29	4.20	78	37.7%	149	6.78	0.62
④ 事業ポートフォリオ改革	19	73.1%	47	6.81	46	22.2%	71	3.23	2.11
⑤ 情報開示・IR・対話	17	65.4%	44	6.37	87	42.0%	140	6.37	1.00
⑥ キャピタルアロケーション・成長投資	18	69.2%	28	4.06	63	30.4%	86	3.91	1.04
⑦ 中期経営計画・長期ビジョン・目標設定	11	42.3%	14	2.03	70	33.8%	83	3.78	0.54
⑧ BS・財務戦略・政策保有株式	11	42.3%	20	2.90	40	19.3%	53	2.41	1.20
⑨ ガバナンス	8	30.8%	18	2.61	17	8.2%	26	1.18	2.20
⑩ 収益力・キャッシュフロー創出力	14	53.8%	22	3.19	33	15.9%	37	1.68	1.89

（注）1 票の会社の言及率の計算にあたってはコメントのない 10 社を除外して算出している。

（出所）東京証券取引所「投資家が評価する『取組みの進展が見られる企業』一覧」（2026 年 8 月 12 日）より大和総研作成

この結果から、密度倍率の大小で機関投資家の評価する段階を（1）前提条件、（2）共通評価、（3）上位層の評価軸のおおむね 3 つに分けて捉えることができる。ただし、3 票以上の会社は 26 社と少なく、10 グループ同時に比較していることから、以下で示す差は統計的に確定的なものではなく、傾向として示すものである。

（1）前提条件（密度倍率＜1）

最初の階層は、密度倍率が 1 倍を大きく下回る領域である。典型例が③株主還元（密度倍率 0.62）と⑦中期経営計画・長期ビジョン・目標設定（同 0.54）である。株主還元は言及率では 3 票以上の会社が圧倒するものの、密度では 1 票の会社がむしろ高い。これは、1 票の会社の短いコメントの中で「還元強化」の記述が相対的に大きな割合を占めていることを示す。つまり、還元強化は評価される行動ではあるが、差別化要因ではなく、あくまで前提条件に過ぎないと推測される。同様に、中期経営計画や KPI、ロードマップといった計画の提示も 1 票の会社に集中する。投資家は、計画を策定したこと自体よりも、その計画がどのように実行され、企業価値の改善につながったかを重視している。したがって、還元強化や計画・目標の提示は、投資家に評価される取組みではあるものの、それだけでは複数の投資家から支持を集める決め手にはなりにくい可能性がある。

（２）共通評価（密度倍率≒１）

第二の階層は、密度倍率がおおむね１倍前後の領域であり、１票の会社にも３票以上の会社にも共通して現れる。②市場評価、⑤情報開示・IR・対話、⑥キャピタルアロケーション・成長投資、⑧BS・財務戦略・政策保有株式、①資本効率指標が該当する。これらは、会社が資本市場と向き合う上で不可欠な領域であり、評価の土台として広く共有されている可能性がある。特にキャピタルアロケーションは多くの会社が開示を進めている。2026年７月に改訂されたコーポレートガバナンス・コードの原則４-１・４-２でも経営資源の配分が明記されており、今後もキャピタルアロケーションの開示が増えそうである。ただし、この領域の中でも質的な差は存在する。例えば、⑤情報開示・IR・対話の中に含まれる「開示」や「説明会」という用語で見ると１票の会社で密度が高いが、「投資家との対話」や「スモールミーティング」は、３票以上の会社の密度が１票の会社の２～５倍に達する。つまり、情報開示は広く評価されるが、双方向の対話に踏み込む会社は投資家が評価する上位層に近づくとも推測される。

（３）上位層の評価軸（密度倍率≒２）

第三の階層は、密度倍率が２倍前後と、３票以上の会社に強く偏在する領域である。④事業ポートフォリオ改革（２.１１倍）、⑨ガバナンス（２.２０倍）、⑩収益力・キャッシュフロー創出力（１.８９倍）が該当する。ここに現れる語句は、事業入替、非中核、スピンオフ、後継者計画、取締役会、収益性、キャッシュフローなど、いずれも実行を示す共通点がある。これらは、単なる計画や方針ではなく、会社が実際に踏み込んだ行動である。投資家は、こうした実行の痕跡を最も強く評価していると推測され、３票以上の会社はこの領域に厚い記述を持つ。

４．おわりに

資本コスト経営の要請から３年が経過し、上場会社の取組みは広がりつつあるが、機関投資家が評価する本丸は「実行」にある。自社の位置付けを測る上で重要なのは、何を開示したかではなく、どの事業に、どのような基準で実際にヒト・モノ・カネを投入し、あるいはどの事業を切り離れたのか、さらに、その判断を取締役会がどのように監督しているのかを、投資家が検証可能な形で示しているかである。