

# 研究 レポート

## ■ 第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作

「株式非公開化における特別委員会答申の分析  
—買収主体、委員の専門性、買付PBRに焦点を当てて—」

一橋大学大学院 経営管理研究科 経営分析プログラム1年 宍戸 健人

「業績連動配当における政策運用実態の分析」

東京経済大学 経営学部 経営学科3年 荒井 陽太

東京経済大学 経営学部2年 猪崎 航史

## ■ 第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 優秀賞

「『資本コストや株価を意識した経営』の開示実態とその改善案  
—PBRの分析に焦点を当てつつ—」

一橋大学 円谷ゼミ

吉村 拓真、甘 伊娜、平島 駿太、眞弓 珠妃

## ■ 第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作

「統合報告書から得られる経営者の視覚的情報にはどのような意味があるのか？  
—経営者のナルシシズムと経営者業績予想の関係からの改善提言—」

獨協大学 経済学部 松本ゼミナール4年

加藤 ももこ、北原 さくら、久保 史織、黒岩 央、寺田 佳乃、中村 海龍、森 天音、松井 真

「日英米比較と投資家インタビューから探る日本企業の対話型IR改革」

東洋大学 調ゼミナール

真木 菜那美、猪木 実里、齋藤 巧

## ■ 2025年 活動記録

はじめに .....	1
第17回プロネクサス懸賞論文	
審査委員会委員長 講評 .....	3
部門Ⅰ 佳作受賞論文	
「株式会社非公開化における特別委員会答申の分析 —買収主体、委員の専門性、買付PBRに焦点を当てて—」 宍戸 健人(一橋大学大学院 経営管理研究科 経営分析プログラム1年) .....	7
「業績連動配当における政策運用実態の分析」 荒井 陽太(東京経済大学 経営学部 経営学科3年) 猪崎 航史(東京経済大学 経営学部2年) .....	23
部門Ⅱ 優秀賞受賞論文	
「『資本コストや株価を意識した経営』の開示実態とその改善案 —PBRの分析に焦点を当てつつ—」 一橋大学 円谷ゼミ 吉村 拓真、甘 伊娜、平島 駿太、眞弓 珠妃 .....	39
部門Ⅲ 佳作受賞論文	
「統合報告書から得られる経営者の視覚的情報にはどのような意味があるのか?—経営者のナルシシズムと経営者業績予想の関係からの改善提言—」 獨協大学 経済学部 松本ゼミナール4年 加藤 ももこ、北原 さくら、久保 史織、黒岩 央、寺田 佳乃、 中村 海龍、森 天音、松井 真 .....	65
「日英米比較と投資家インタビューから探る日本企業の対話型IR改革」 東洋大学 調ゼミナール 真木 菜那美、猪木 実里、齋藤 巧 .....	77
表彰式開催模様 .....	91
第18回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ .....	92
ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告 .....	98
2025年 活動記録 .....	102

## はじめに

ディスクロージャー企画業務推進部は、「企業ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を行い、その研究成果等を社会に還元することにより、資本市場の発展に貢献する」ことを目的として2006年10月1日に開設したプロネクサス総合研究所の業務を引き継ぐとともに、さらなる情報発信力の強化を目的として、2022年4月にディスクロージャー企画業務推進部内に調査研究チームを設置し、活動を開始いたしました。また、その活動を本格化させる観点から、2007年3月29日に常設の研究会として「ディスクロージャー基本問題研究会」を設置しております。

当部顧問及び研究会委員の方々をはじめ多くの関係者の皆様には、当部活動の趣旨・目的のご理解および多大なるご支援・ご協力を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、2025年における当部の活動としましては、「ディスクロージャー基本問題研究会」を4回（累計では92回）開催いたしました。研究会では、「サステナビリティ開示にかかる動向」等をテーマに講師を招き、研究会を開催いたしました。

また、当社のCSR活動の一環として、若手研究者の支援等を目指し、本年も「プロネクサス懸賞論文」の論文募集を行いました。17回目となる今回は、2025年12月に両部門の受賞作品として優秀賞1本、佳作4本、あわせて5本を決定し公表しました。

この度、これらの2025年の1年間に亘る活動報告をとりまとめ、「研究レポート」第20号として発行することといたしました。

当部といたしましては、今後も、ディスクロージャーに関する基礎研究及び実務研究を積極的に進め、その活動状況を「研究レポート」として逐次刊行してまいります。

2026年2月

ディスクロージャー企画業務推進部  
部長 神戸 義裕

## 「第17回プロネクサス懸賞論文」

部門Ⅰでは佳作2作品が受賞。部門Ⅱでは優秀賞1作品、佳作2作品が受賞。

株式会社プロネクサスは2009年5月から、CSR活動の一環として「プロネクサス懸賞論文」の募集を開始し、2025年にその第17回目を実施しました。当懸賞論文は、当社が企業のディスクロージャー・IRにおける実務サポートを提供する専門企業であり、事業そのものが資本市場と密接に関わる重要な社会的責任を負っていることから、資本市場の健全な発展につながる研究の成果を発表していただくことを目的として実施しております。当年度は、「上場会社のディスクロージャー・

IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案」というテーマに対して、全体で13件の論文の応募があり、部門Ⅰでは佳作2本、部門Ⅱでは優秀賞1本および佳作2本の論文を選定しました。

なお、来年度も同じテーマで「プロネクサス懸賞論文」の募集を行う予定です。より多くの若い研究者や学生の皆さんから研究の成果が寄せられることを期待いたします。

### 【部門Ⅰ 審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 該当なし

佳作 2本

宍戸 健人(一橋大学大学院 経営管理研究科 経営分析プログラム1年)  
「株式非公開化における特別委員会答申の分析  
—買収主体、委員の専門性、買付PBRに焦点を当てて—」

荒井 陽太(東京経済大学 経営学部 経営学科3年)  
猪崎 航史(東京経済大学 経営学部2年)  
「業績連動配当における政策運用実態の分析」

### 【部門Ⅱ 審査結果】

最優秀賞 該当なし

優秀賞 1本

一橋大学 円谷ゼミ  
吉村 拓真、甘 伊娜、平島 駿太、眞弓 珠妃  
「『資本コストや株価を意識した経営』の開示実態とその改善案  
—PBRの分析に焦点を当てつつ—」

佳作 2本

獨協大学 経済学部 松本ゼミナール4年  
加藤 ももこ、北原 さくら、久保 史織、黒岩 央、寺田 佳乃、中村 海龍、森 天音、  
松井 真  
「統合報告書から得られる経営者の視覚的情報にはどのような意味があるのか？—経営者のナルシズムと経営者業績予想の関係からの改善提言—」

東洋大学 調ゼミナール  
真木 菜那美、猪木 実里、齋藤 巧  
「日英米比較と投資家インタビューから探る日本企業の対話型IR改革」

## 第17回プロネクサス懸賞論文 審査委員会委員長講評

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案（但し、実証結果を出すための実証分析は不可。なお、提案を補強するための実証分析を論文の一部に含めることは可。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とする）」というテーマに対して、「部門Ⅰ」に8件、「部門Ⅱ」に5件の論文の応募があり、審査委員会は、厳正かつ多面的に検討を行い、部門Ⅰから佳作2本、部門Ⅱから優秀賞1本と佳作2本を選定した。審査委員会で各委員から出された意見等を紹介しつつ、審査委員会を代表して講評を行う。

部門Ⅰの1つ目の佳作は、宍戸健人氏（一橋大学大学院経営管理研究科経営分析プログラム1年）の「株式非公開化における特別委員会答申の分析－買収主体、委員の専門性、買付PBRに焦点を当てて－」である。企業が株式を非公開化する場合、買収価格をめぐる利害関係者間の公正性を促進するため特別委員会が設置される。そこで、本研究の目的は、特別委員会の答申内容が、買収の形態（ファンド・投資会社による買収、子会社化、元々の主要株主による完全子会社化、MBO）によって異なるのか否か、特別委員会委員の属性（事業会社出身、公認会計士・税理士、弁護士）が影響するか、企業のPBRが1倍未満か否かで異なるのかを検証し、特別委員会の有り方に関する提言をすることである。大規模言語モデルを使用した記載文章の該当文字数による内容の傾向分析では、項目の設定とその定義が分析結果を左右する。本研究では、大項目として、M&Aの目的・妥当性、取引条件の公正性、手続きの公正性を挙げ、それらの各々に2個から3個の小項目を設定して定義し、記述内容を分類する。分析データは2023年から2025年にかけてTOBか株式併合により非公開化した148社である。

その結果、①利益相反が懸念されるMBOでは答申全体の文字数が増加する。②事業会社出身者が1人含まれる場合、経営環境・経営課題に関する言及が減少する。③公認会計士・税理士や弁護士の委員が1人の場合に、専門分野に関する記載が

増加する。④買付け時のPBRが1倍未満の企業は1倍以上の企業と比べ、株価算定の妥当性、交渉過程の妥当性、利益相反と手続きの独立性に関する記述の比率は高いなどが分かった。

佳作に選定した理由を以下に列挙する。①テーマは、先行研究が希有で極めて独自性の高い研究である。②大規模言語モデルで設定した項目と定義は、記述内容の分類に妥当なものと言える。なお、審査委員からの指摘として、①分析結果における項目間の文字数等の違いはさほど大きくないと感じる。②公認会計士・税理士と弁護士とは専門が異なることから、各専門家に近い分類項目の記述が増加しているのか否かの比較検討もできたのではないかなどの意見があった。

2つ目の佳作は、荒井陽太氏（東京経済大学経営学部経営学科3年）・猪崎航史氏（同2年）の「業績連動配当における政策運用実態の分析」である。本研究の目的は、業績連動配当政策を採用しているように見える企業が実際に業績に連動する配当をしているのか否かを、企業属性（上場市場、業種、外国人投資家比率、時価総額、当期純利益の増減など）ごとに分析することである。分析対象データは、2015年から2025年の東京証券取引所（以下「東証」）のプライム市場、東証第1部、東証スタンダード、東証第2部に上場している企業である。業績連動配当政策を採用しているのか否かの推定には、有価証券報告書の「提出会社の状況」の「配当政策」に、「配当性向」、「総還元性向」、「連動」という記述があれば、業績連動配当政策採用と判定し、「安定」、「株主資本配当率」という記述があれば、安定配当政策採用と判定し、それらの記述がない場合には、その他の配当政策企業としている。

分析結果として、業績連動配当政策を採用（と推定した）企業のうち、当期純利益増加時には約30%の企業、減少時には約72%の企業が配当額を業績と連動させていないこと、②当期純利益増加時には約46%の企業が配当性向を減少させ、減少時には約77%の企業が配当性向を増加させていることなどを明らかにした。

佳作に選定した理由を以下に列挙する。①日本では伝統的に（横並び主義としても知られる）安定配当主義をとっていたとされ、従来から、業績に連動する配当を勧める論調も多かった。本研究の業績連動配当政策を採用しているように見える企業が実際に業績に連動する配当をしているのか否かを検証するというテーマは適切・重要である。②業績連動配当と言いながら、利益の増減時に安定配当的な思考が出てくることをデータで示したことは興味深い。なお、審査委員からの指摘として、①安定配当政策を採用と判定した企業の配当行動も比較対象として示すと良かった。②最近増加傾向にある自社株買いも含めて分析してほしい。③長期投資家は、配当性向を単年度ではなく複数年度で考えているので、企業も単年度の配当性向は目安としている会社が多い。単年度のデータによる分析には限界があるなどの意見があった。

部門Ⅱの優秀賞は、吉村拓真氏（一橋大学商学部3年・円谷昭一ゼミナール）を代表とする「『資本コストや株価を意識した経営』の開示実態とその改善案—PBRの分析に焦点を当てつつ—」である。日本では長らく、米国や欧州よりもPBRが1倍未満の企業が多く存在し、東証が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に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ため「資本コストや株価を意識した経営」を要請してきた。しかし、はたして各企業がこの要請を重く受け止め、方策をたてて実現しようとしているのか否かに疑問があることから、本研究の目的は、この問題を明確にすることである。そこで、2025年7月末に東証プライム市場、東証スタンダード市場に上場しているPBR1倍未満でコーポレート・ガバナンス報告書と統合報告書を提出している会社を分析対象とし、各企業の現状分析や目標設定に関する記載の仕方、PBRへの注目度、1倍未満の原因分析、向上施策、本気度などを評価した。

その結果、①記載が簡潔・定型文の企業が多い。②PBRの原因分析（PER・ROEへの分解や言及など）をしていない企業が多い。③社外取締役のPBRへの言及がかなり少なく、代表取締役（CEO）の言及も多くはなく、PBR向上への本気度が伝わらないことなどが分かった。そこで、原因分析に資するための過去のPBRの実績や目標に関するデータ、

PBRに関する目標値・目標年限や具体策、PBRに関する代表取締役（CEO）と社外取締役の言及などを提案している。

優秀賞に選定した理由を以下に列挙する。①PBRが1倍割れの企業は、論理的には負ののれん価値（負の超過収益力）を持つ会社となるが、その原因が「日本では超過収益力に乏しい会社が多いからなのか」、あるいは「株式市場が効率的ではなく企業の価値が適切に株価に反映されていないのか」は不明である。東証の要請は、企業自体の持続的な成長や中長期的な収益力向上への経営努力、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考慮する経営、そして企業価値を市場に適正に伝える情報開示への努力を含んでいると考えられる。本研究は、これらの3つの要素に関する企業の実態を分析することをテーマとしており、極めて意義深い研究である。②開示の有無だけでなく、定型文か否かなど、その実質に迫るための工夫をしている。

部門Ⅱの1つめの佳作は、加藤ももこ氏（獨協大学経済学部4年・松本守ゼミナール）を代表とする「統合報告書から得られる経営者の視覚的情報にはどのような意味があるのか?—経営者のナルシズムと経営者業績予想の関係からの改善提言—」である。本研究の目的は、統合報告書などを対象に経営者が登場する写真に関する特徴から経営者のナルシズムを推定し、それと経営者業績予想誤差（期初予想値—当期実績値）との関係を明らかにし、投資決定に資する情報としての経営者バイアスの分析方法を提案することである。

2024年1月31日現在のTOPIX1000の企業の統合報告書、環境報告書、CSR報告書、環境社会報告書、サステナビリティ報告書、その他コーポレートレポートなどの非財務情報の記載のある報告書を分析対象とする。ナルシズムの測定方法として、写真の大きさ、写真の背景、経営者のポーズ、SDGsバッジをつけているか、経営者の登場回数、経営者のサイン、経営者のコメント数の7つの項目について評点を定義し推定する。ナルシズム以外の説明変数として、コーポレート・ガバナンス指標としては機関投資家持株比率、役員持株比率、社外取締役比率、女性役員比率、女性社長か否かを使用し、その他の企業プロフィール変数としては総資産の金額と製造業か否かの2つを採用

し、「当期純利益ならびに経常利益の予想誤差」を被説明変数とする重回帰分析を行う。

その結果、経営者のナルシズムの推定値が高い企業では業績予想において楽観的な見通しを立てたりして業績予想誤差が大きいことを発見した。また、コーポレート・ガバナンスに関する変数と業績予想誤差との間に負の相関があり、コーポレート・ガバナンスが働いていると企業の業績予想誤差は抑えられていることを示唆する。

佳作に選定した理由を以下に列挙する。①統合報告書などから得られる経営者のナルシズム特性の推定と、業績予想の強気・弱気との関係を分析した研究で、極めて独創的なテーマを選んだ他に類を見ない研究である。②統合報告書の作成が一般化してきたので、作成者および利用者（読み手）の双方にとって、どのように作成・利用するのかについての検討が進む現在、視覚的な情報からどこまで実相を捉えることができるのか、また、視覚的な情報で利用者にどこまでアピールできるのかといった課題の重要性が増している。発見した結果は、長期投資の機関投資家の直感に合致したものであり、この論文は、先駆的な研究として参考・引用される期待がある。③有価証券報告書と統合報告書との違い、つまり統合報告書の意義にも繋がり企業情報の媒体の整理という面もある。なお、審査委員からの指摘として、①非財務情報として多くの変数を使用しているが、財務情報としては総資産の金額のみをモデルに組み込んで業績予想の強さ（楽観）・弱さ（悲観）を紐付けることは危険ではないか。②論文中に、漢字変換のミスなどが散見されたのが残念である。③企業価値、例えば中長期のTSR（Total Shareholders Return）指標との関連を分析すれば、なお良かったなどの意見があった。

部門Ⅱの2つめの佳作は、真木菜那美氏（東洋大学経営学部3年・調勇ニゼミナール）を代表とする「日米英比較と投資家インタビューから探る日本企業の対話型IR改革」である。本研究の目的は、日本企業のIRは一方的な報告会の傾向が強く、量的な開示量は増加しつつも利用者のニーズにあった情報開示を促進する上で対話型IRがより重要となっていることに着目し、日本企業のIRの改善に資する政策の提言をすることである。

対話型IRの先進事例として米国ならびに英国の

2025年9月時点の時価総額ランキング上位15社を選び、それと比較する日本企業として上位30社のうち株主総会の議事録が公開され質疑応答の時間・件数が確認可能な15社を分析対象とする。

調査方法は4種類で、①2024年9月から2025年8月までに開催されたIRイベント数、オンライン配信数、動画・音声のアーカイブ配信数、②日本の有価証券報告書、米国・英国の年次報告書が公開されてから株主総会までの期間とその間のIRイベント件数、③財務情報の公開から株主総会までの期間の長さとの相関関係、④企業と投資家の対話の内容についての機関投資家へのインタビューである。

その結果、①日本企業のIRイベントは米国・英国に比べ開催頻度は少なく直接的な対話機会も限られている。②日本企業の有価証券報告書から株主総会までの平均期間は2.4日と極めて短く、米国では106.2日、英国は60.5日であり、その間のIRイベント回数は、日本が平均0.47回、米国が3.14回、英国が1.13回であった。③財務情報の公開から株主総会までの期間とIRイベント回数との間には正の相関関係が見られる。④機関投資家から、「減益要因や目標の未達要因、また為替の影響などの数字の確認で面談の時間を使ってしまうことが問題点」などの意見を得た。最後に対話型IR改革提言として、①有価証券報告書の提出早期化、②決算日から総会開催までの期間延長、③経営トップによる自社株保有、④個別面談での頻出項目の決算短信への明記を挙げている。

佳作に選定した理由を以下に列挙する。①日本、米国、英国の株主総会制度とIR事例の比較は興味深いテーマであり研究するに値するものと評価できる。②「有価証券報告書の提出早期化」、「決算日から株主総会開催までの期間延長」、「個別面談での頻出項目の決算短信への明記」の提言は妥当なものである。なお、審査委員からの指摘として、①研究者が提言する内容を実現するためにはいくつかの問題があるためにこれまで実現してこなかった。どのような理由があったのかについても検討してほしい。②企業、投資家、規制当局が協調して透明性と対話性を両立させる制度設計とその運用の検討が求められている。分析・提言は投資家視点に偏ることなく、企業側の負担やリスクに対する配慮も必要である。③インタビューは1人のようであるが、少なくとも複数人にインタ

ビューをして欲しい。また、インタビュー結果を分析・検討資料とする場合、インタビュー相手の了解をもとに、相手の職業・氏名と、(注)などに謝辞を書くことが大切であるなどがあった。

「プロネクサス懸賞論文」募集が第17回目を迎え、はじめに述べたように部門Ⅰおよび部門Ⅱを合わせ全部で13本の応募があった。応募論文の多くは、テーマ選定理由、先行研究の概要、研究方法としてのデータの収集と加工方法、発見結果の説明、考察と提言など、論文の体裁が整っており、論文執筆のレベルの上昇が感じられた。また、統合報告書などに掲載されている経営者の写真から経営者のナルシズムを推定し、業績予想の強気・弱気との関係を分析するという極めてユニ-

クな研究も現れ、応募者の皆さんの好奇心、興味の多様性、そして仮説設定の努力に驚くばかりである。

社会科学の魅力の1つは、現下の社会の実態に潜む課題を明らかにすることであり、公共社会への直接的な貢献も大きい。「プロネクサス懸賞論文」で受賞した論文は、「研究レポート」に全文が掲載されるので、学会においても参照・引用可能となり、著者名を付して学術的な貢献がなされた証左となるものである。来年度も同じテーマおよび募集要領で第18回目の募集をすることになっているので、今回の優秀賞及び佳作受賞論文等を参照していただき、より多くの論文の投稿を期待するものである。

以上

#### 【第17回プロネクサス懸賞論文 審査委員会】

- 委員長 黒川 行治 (慶應義塾大学 名誉教授)
- 委員 新井 武広 (前会計教育研修機構 代表理事専務)
- 委員 川村 義則 (早稲田大学商学学術院 教授)
- 委員 小宮山 賢 (前早稲田大学大学院経営管理研究科 教授)
- 委員 佐藤 明 (㈱バリュークリエイト パートナー)
- 委員 多賀谷 充 (青山学院大学大学院 教授)
- 委員 上野 守生 (㈱プロネクサス 名誉会長)

---

## 第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作

### 「株式非公開化における特別委員会答申の分析 —買収主体、委員の専門性、買付PBRに焦点を当てて—」

宍戸 健人(一橋大学大学院 経営管理研究科  
経営分析プログラム1年)



#### 第1章 はじめに

本研究の目的は2点ある。第1に日本企業が株式を非公開化する際に実施される開示に、買収主体や市場評価といった企業とM&Aの実態がどれだけ反映されているのか明らかにすることである。第2に今回調査対象とした特別委員会答申<sup>1</sup>(以下、答申)を手掛かりとして、上場企業のガバナンスに関する開示が社外取締役の属性や専門性を反映させたものになっているかどうかの示唆を得ることにある。

2014年8月のいわゆる伊藤レポート等を端緒として、東京証券取引所(以下、東証)はいわゆる東証改革を進めてきた。その過程で非公開化に踏み切る企業が増加し、2024年には東証で2013年以来初めて東証上場企業が減少した。(日本経済新聞社、2024a)非公開化においては株式公開買い付け(以下、TOB)、株式の併合、あるいは株式交換がなされることが一般的である。上場廃止に際して実施される手続きをめぐっては、主に買付価格算定を争点として少数株主と買収主体との間で対立が繰り返されてきた。(越知、2011)特に近年では2023年の大正製薬ホールディングスによるMB0における海外ファンドからの訴訟提起(日本経済新聞社、2024b)などを受け、少数株主の保護をめぐってTOB時の価格算定やプロセスの公正性は注目を集めつつあるといえよう。

非公開化に際しては、2019年に経済産業省が発表した「公正なM&Aの在り方に関する指針」に沿って社外取締役や社外有識者からなる独立した特別委員会が設置され(経済産業省、2019)、その答申内容はTOBの開始時、もしくは株式併合の

開示に合わせて適時開示されるのが通例である。経済産業省(2019)によれば、特別委員会は対象会社の企業価値向上と一般株主の利益を図る視点に立ちM&Aの検討を実施する。

現状においては特別委員会を取り上げた研究は法学の視点に立って制度を論じたものが多く、コーポレートガバナンスとディスクロージャーの視点から特別委員会が上に掲げた役割をどの程度果たしているかを調査した研究は筆者がサーベイをした限りでは見当たらない。本研究では答申を大規模言語モデル(Large Language Model、以下LLM)を用いて効率的に分析する。調査を通じて特別委員会が検討する各論点の記述量が、企業とM&Aの実情や特別委員会委員(以下、委員)の属性を反映しているかどうかの実態を詳らかにする。

また、後述の調査では委員のうち85.6%は社外取締役あるいは社外監査役であることが判明している。日本企業における社外取締役を対象とした研究は数多く存在する。しかし社外取締役をめぐる研究は取締役会に占める比率と業績や株価、ガバナンスとの相関性を調査するもの、あるいは女性、出身職業などの属性を調査するものが中心である。(孫、2025)開示情報の乏しさから、社外取締役を中心とする議論の内容や論点に関する研究は筆者がサーベイをした限りでは見当たらない。特別委員会の答申は社内取締役を排除した議論が開示される稀有な開示資料である<sup>2</sup>。本研究は上場廃止という特殊局面を対象とするものの、社外取締役を中心とする議論の実態を調査する点において高い新規性を有すると考えている。

---

<sup>1</sup> 意見表明報告書中ではほぼ全ての企業で「大要以下の通りの本答申書を提出」とあるため、実際には開示に際して一部が改変、あるいは削除されている可能性がある。しかし本研究は開示内容に焦点を当てているため、意見表明報告書にある答申をそのまま特別委員会による答申として扱った。

<sup>2</sup> 但し、一部外部有識者を含んでいるケースが存在する。

## 第2章 仮説の検討

本章では先行研究等を参照しつつ仮説を構築する。

### 2-1 買収主体と答申の相関性について

近年の上場廃止事例においては、特にMBOと支配株主による買収事例において少数株主の保護が問題視される。（田村、2024；日本経済新聞社、2024b）買収対象会社の取締役会が買収者の影響を強く受けやすいことがその主要因である。買収者はその性質によらずなるべく安値で買付を実施しようとするインセンティブを有する。しかしMBOと支配株主による買収のケースでは、買収者が経営陣に与える影響ゆえに、少数株主の保護、特に買収手続の公正性と買付価格の妥当性が争点となるケースが近年見られる。

よって、MBOと既存の主要株主による完全子会社化のケースでは、買収手続の公正性と買付価格の妥当性に関する内容が他の主体による買収と比較して多くなるのではないかと推察する。翻して、ファンド・投資会社や資本関係がなかった企業による買収の場合は他の点に関する議論の比率が高まる可能性がある。

仮説1：買収主体の分類によって、答申において内容別の記述割合に差が生じる。

### 2-2 委員の属性と答申の相関性について

東京証券取引所（2025a）における調査の通り独立社外取締役の属性は多岐に及ぶことから、社外取締役、社外監査役からの選任が基本である（経済産業省、2019）委員の属性も多岐に及ぶことが予測される。各社で異なる専門性を持つ委員

が検討をすることで、答申に占める特定の分野の検討が他社よりも充実する可能性があると考えられる。例えば公認会計士が委員に含まれる企業の答申は株価算定に関する部分の比率が高まる等である。

仮説2：特別委員会を構成する委員の属性によって、答申において内容別の記述割合に差が生じる。

実際に2024年11月に上場廃止となった理研コングラムのケースでは4名からなる委員のうち2名が弁護士、2名が公認会計士<sup>3</sup>であった。一方で2025年4月に上場廃止となった西本Wismettacホールディングスのケースでは、2名の金融機関出身者と1名の医師からなる特別委員会<sup>4</sup>が設置された。このように委員の属性が異なる企業間では、特別委員会による答申で言及される内容の軽重に影響を及ぼすのではないかと推察する。

### 2-3 バリュエーションと答申の関係性について

2023年の東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」<sup>5</sup>の発表以降、いわゆるPBR1倍割れ問題は日本企業の意識改革に繋がったことが指摘される。（日本経済新聞社、2025a）企業の解散価値を時価総額が下回っているとされるPBR1倍割れ企業が株式を非公開化することは、企業価値を毀損したまま株式市場から撤退することを意味するといえる。本来このようなケースでは、上場廃止を正当化するに値する理由と買付価格の算定根拠の丁寧な説明が求められると考えられる。

<sup>3</sup> 弁護士と公認会計士が1名ずつ社外取締役、1名ずつ外部有識者である。

<sup>4</sup> 全員が社外取締役である。

<sup>5</sup> <https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>

仮説3：買付価格ベースが1を下回る企業では、上場廃止の理由と買付価格の算定に関する記述量が多い。

2025年6月に上場廃止となった東都水産は1株あたり7,500円の買付価格でTOBが実施され、買付価格ベースPBRは1.00であった。同社が最終的な買付価格の提案を受けた時点での過去6ヶ月間の終値単純平均値は5,990円であり、過去6ヶ月間の終値単純平均値ベースのプレミアムは25.2%であった。式1（3-1、データの収集を参照）における買付価格をこの平均値に変えた額（以下、マーケットPBR）は0.80である。一方で2025年9月に上場廃止となったサンオータスの買付価格ベースPBRは0.76、過去6ヶ月間の終値単純平均値ベースのプレミアムは54.9%、マーケットPBRは0.49であった。買付価格ベースPBRの差によって、答申における株価算定の妥当性やプレミアムの検討に関する記述の比率に差が生じるのではないかと推察される。

### 第3章 方法論

本研究の方法は主としてデータの収集、データの処理、データの分析の3段階に大別される。

#### 3-1 データの収集

本研究では東証による「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」が発表された2023年3月31日以降、株式会社アイ・エヌ情報センターが提供するデータベースeolにて筆者が上場廃止企業のリストを取得した2025年9月6日までに上場廃止した企業を対象とした。事前に東証ホームページ<sup>6</sup>を参照し、経営陣による株式市場からの撤退以外の理由で上場廃止した企業<sup>7</sup>、及び原則として有価証券報告書の作成義務がないPRO MARKET上場企業を除外し、166社にサンプルを絞った。

この166社についてTOBを実施した企業はeol上で公開買付に関する意見表明報告書を取得し、買収主体とスキーム、委員の情報、特別委員会による答申の情報を記録した。TOBを伴わない株式併合の場合は株式併合を通知する適時開示書類を用いた。以下、まとめて意見表明報告書とする。株式交換は後述する買付価格ベースPBRの算定が不可能であるため分析から除外した。また同時期に敵対的買収者が存在したケースも除外している。この過程を経て、サンプル数は150社となった。その上でいわゆる文字化け、及びIPOから1期を経ない非公開化により必要なデータが収集できなかった2社を除外し、最終的な分析のサンプル数は148社となった。買収主体はMB0（ファンドと共同してのMB0を含む）、子会社化、元々の主要株主<sup>8</sup>による完全子会社化、ファンド・投資会社による買収の4形態に分類した。

各委員について氏名、社外取締役あるいは社外監査役か否かの情報、属性を意見表明報告書または有価証券報告書にて目視で確認し、Googleスプレッドシート上に作成したデータベースで全員分を記録した。ここでいう属性は東京証券取引所（2025a）を参考にしつつ一部改変し、金融機関、事業会社、公認会計士・税理士、弁護士、官公庁、コンサルタント、研究者、投資会社・ファンド、不明・その他の9つとした。なお、属性は原則としてキャリアにおいて最も長く在籍した企業を参照している。但し公認会計士、税理士、弁護士の資格を持つ場合はそちらを優先し、2個以上の資格を持つ場合は「不明、その他」に分類した。（1名が該当）

委員の情報と併せて、意見表明報告書から答申の文字情報（以下、答申データ）を手動で抽出しデータベースに記録した。この作業にあたっては図1において示した対象範囲をデータベースに格納している。

<sup>6</sup> <https://www.jpx.co.jp/listing/stocks/delisted/index.html>

<sup>7</sup> 具体的には、上場廃止の理由が持株会社の設立、民事再生、有価証券報告書等の虚偽記載、上場契約違反等である企業が該当する。

<sup>8</sup> 大量保有報告書に記載がある株主を指す。

本研究における「特別委員会による答申」の対象範囲

(前略)  
 (iii) 特別委員会における判断内容  
 本特別委員会は、このように本諮問事項について慎重に協議及び検討した結果、2024年9月17日付で、当社取締役会に対し、委員全員の一致で、大要以下の内容の本答申書を提出いたしました。

i 答申内容  
 (ア) 本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的には正当性・合理性が認められると考えられる。  
 (イ) 本公開買付けにおける買付け等の価格を含む本取引の条件の公正性・妥当性は確保されているものと考えられる。  
 (ウ) 本取引においては公正な手続を通じた当社の株主の利益への十分な配慮がなされている(中略)

ii 答申内容  
 (中略)  
 上記(ア)のとおり、本取引は当社の企業価値向上に資するものであり、本取引の目的には正当性・合理性が認められる。また、上記(イ)のとおり、買付け等の価格を含む本取引の条件の公正性・妥当性は確保されており、上記(ウ)のとおり、公正な手続も履践されていることから、当社株主の利益への十分な配慮がなされているものと認められ、本取引は、当社の少数株主にとって不利益なものではないと考えられる。

④特別委員会における独立したリーガルアドバイザーの設置(後略)

図1 答申データのイメージ

上記の情報のほか、買付価格あるいは買取価格(株式併合の場合、以下まとめて買付価格と呼称する)を意見表明報告書より、発行済み株式数(自己株式を除く)、株主資本、その他の包括利

益累計額を上場廃止前最後の決算短信から取得し、式1により買付価格ベースPBR(以下、買付PBR)を算出した。完成したデータベースのイメージ<sup>9</sup>は図2の通りである。

$$\text{買付 PBR} = \frac{\text{買付価格(TOBの場合)か買取価格(株式併合の場合)} \times \text{発行済み株式数}}{\text{株主資本}}$$

式1 買付PBRの算定式

上場廃止日	コード	企業名称	上場廃止理由	スキーム	買付価格	発行済み株式数	株主資本	その他の包括利益累計額	自己資本	買付価格PBR	社外取締役(氏名)	社外取締役(経歴)	社外取締役(属性)	備考	特別委員会の答申
2025/09/04	9696	ワッザ	ファンド・...	TOB	3,237	9,043,494	5,137,897.00	125,650,000	5,263,047.00	5.56	大澤純子	ソアークコンサル	コンサルタント		(ii) 判断内容(本特)
2025/08/28	4551	鳥取県産	子会社化	TOB	6,350	28,105,210	120,823,000.00		120,823,000.00	1.48	藤田一	株式会社 GreenB	コンサルタント	サステナビリティ	(ii) 判断内容(本特)
2025/08/28	3328	BEENS	子会社化	TOB	4,000	12,830,884	14,728,000.00	747,000,000	15,475,000.00	1.34	高田史	ベシキヤケタル	投資会社、ファンド	元マツケンロー	(ii) 判断内容(本特)
2025/08/20	3347	トラスト	子会社化	TOB	410	25,876,900	10,269,443.00		2,777,000.00	1.03	藤澤昌隆	リーダーズ投資	弁護士		(i) 答申内容 (a)
2025/08/19	6755	富士建設	子会社化	TOB	2,808	104,740,401	118,668,000.00	16,293,000,000	134,961,000.00	2.18	大澤康雄	元SCS株式会社	事業会社	元法政大	(i) 答申内容(本) 本特
2025/08/18	7958	天香	MBO	TOB	3,380	20,057,518	67,465,088.00	16,479,370,000	81,944,058.00	0.88	佐山昌司	多摩市立監理法人	公認会計士・税理士		(i) 答申内容(本) 本特
2025/08/18	7923	サンオオタ	MBO	TOB	935	3,237,649	3,534,435.00	58,678,000	3,531,131.00	0.76	高橋一平	株式会社 丸山	弁護士		(a) 答申内容 (i)
2025/07/28	8479	インプレスホールディングス	MBO	株式併合	210	32,311,230	3,504,399.00	187,668,000	7,682,007.00	0.88	白石徹	S3コンサルティング	不明、その他		\$500コンサルティング(本)本特併合の目的
2025/07/28	8267	ライオンワークス	MBO	TOB	2,179	4,943,592	807,359.00	6,925,000	816,594.00	13.20	ロウジナル・カッ	ジャパン・リンク	コンサルタント		(a) 答申内容 (i)
2025/07/17	9787	インディカ	元々の主要	TOB	5,400	47,852,784	104,975,000.00	4,587,000,000	109,561,000.00	2.36	吉川隆治	元日本郵政	事業会社		(a) 判断内容(本特)
2025/07/17	7408	ジエムコ	ファンド・...	TOB	5,000	26,850,816	18,510,453.00	1,088,428,000	19,598,882.00	6.85	柳本伸一	元川崎重工業執行	事業会社		(ii) 判断内容(本特)
2025/07/11	8886	ワイドフレンジ	子会社化	TOB	1,720	1,458,083	2,673,175.00		2,673,175.00	0.94	片桐正博	学校法人石巻聖守	盲公学		(a) 本取引の目的
2025/07/09	9384	西トラスティ	ファンド・...	TOB	4,065	9,760,707	30,375,776.00	30,355,776,000	40,711,532.00	0.97	藤原英典	元東京海上物産	事業会社		本特委員会(本) 本特
2025/07/02	4173	WACUL	子会社化	TOB	502	7,140,693	1,304,661.00		1,304,661.00	2.75	柳本大祐	元フレックシア	弁護士		判断内容(本特)
2025/06/20	8304	エスエフ	子会社化	TOB	1,953	5,246,367	3,368,367.00	14,659,000	3,423,836.00	3.00	金子昌史	アドパテック	コンサルタント	元P&G	(ii) 判断内容(本特)
2025/06/19	9070	トクモホールディングス	MBO	TOB	10,200	9,070,474	79,380,000.00	14,114,000,000	93,494,000.00	0.99	北村真樹	元前住日本不動産	公認会計士・税理士		(i) 判断内容(本特)
2025/06/19	2937	DNAチップ研究所	元々の主要	TOB	1,100	6,763,681	674,096.00		674,096.00	11.03	久慈正一	8&D Partners代表	事業会社		(a) 本取引の目的
2025/06/17	8038	東洋建設	元々の主要	TOB	7,500	3,924,983	25,400,000.00	4,071,000,000	29,471,000.00	1.00	渡邊隆之	弁護士	弁護士		(i) 答申内容 (a)
2025/06/17	3978	マロヒロ	ファンド・...	TOB	1,275	37,895,996			42,232,000.00	1.14	志保隆二	西村あさひ法律	弁護士		(i) 答申内容(本)
2025/06/17	5585	エニヒスタ	子会社化	TOB	2,190	6,722,739	3,599,628.00		3,599,628.00	4.09	土井一高		公認会計士・税理士		(i) 答申内容(本)
2025/06/16	4298	プロトコボレーション	MBO	TOB	2,100	40,296,104	49,646,000.00	212,000,000	49,666,000.00	1.70	北村恵理子	株式会社プロブ	事業会社		(i) 答申内容(本)
2025/06/16	7386	シバフランチサポート	元々の主要	株式併合	3,400	2,476,796	2,980,912.00		2,980,912.00	2.82	高千穂	元H&E	事業会社		(a) 本取引の目的
2025/06/13	8715	ナカヨ	子会社化	TOB	2,550	4,476,745	14,668,000.00	1,077,000,000	15,685,000.00	0.73	荒井功	元HTF	事業会社		(ii) 判断内容(本特)
2025/06/11	4435	カナナビ	ファンド・...	TOB	4,380	11,645,692	2,576,000.00		2,576,000.00	19.80	藤原真	株式会社グッド	不明、その他		元大和証券(本) 本特
2025/06/09	6131	両井産業	MBO	TOB	1,320	3,180,851	2,947,723.00	232,286,000	3,180,009.00	1.32	坂本達夫	シチュエーション	弁護士		(ii) 判断内容(本特)
2025/06/08	8967	新井電機工業	ファンド・...	TOB	5,500	136,117,376	281,991,000.00	1,388,000,000	283,980,000.00	2.82	新井清	元新井電	盲公学		(i) 答申内容(本) 本特

図2 本研究で作成したデータベースのイメージ

<sup>9</sup> 委員の情報はスペースの都合上1人分のみ掲載している。

### 3-2 データの処理

本研究では、収集した答申データについてPythonとLLMの一種であるGemini API 2.5 Proを組み合わせ、各論点の文字数と全文に占める割合を明らかにした。LLMの活用は、2022年にChatGPTがリリースされて以降金融、会計研究の英文テキスト分析において急速に進展している。(Gu et al., 2024; Bilinski, 2024) 日本語による研究でも中川ら(2025)は金融分野において日本語ドキュメントをLLMで分析し内容を分類する研究の増加と、活用による反復タスクの効率化と精度向上の利点を報告する。本研究で用いる答申データは1社あたり平均8,600字程度であり、148社分を人力で読み込み分類することはほぼ不可能である。よってLLMにより効率化し、分析を可能にした。

LLMの進化スピードは極めて速いため金融や会計分野における先行研究をもとに使用するモデルを決定することは困難である。本研究ではデータベースの作成で使用したGoogleスプレッドシート

との親和性も加味し、Google社が提供する最新かつ高性能なモデルであるGemini API 2.5 Proを使用した。

本研究では、答申内の文単位で表1の項目を割り当てるテストを複数回実施し、各テスト後に人力で精度を確認しプロンプト(指示文)の調整を行うことで分類の精度を担保した。分析にあたっては対象期間の終了後に実施された上場廃止に関する答申のテキストを手動でラベリングしたデータ<sup>10</sup>をプロンプトに組み込むFew-Shot Learningの手法を用いることで、精度の担保とタスクの安定化を図った。

経済産業省(2019)における特別委員会の機能及び役割の内容を踏まえつつ、実態の開示に即した項目分けとするため対象期間の前後に上場廃止した(予定含む)企業における答申データを参照して項目を設定した。項目は表1の通りであり、小項目が存在する大項目1-3は小項目まで指定した。

---

<sup>10</sup> 対象期間後に上場廃止となった企業のうち最も答申が長かったトライトと三菱食品の答申の全文を手動で分類したデータに加え、役員が保有する株式について言及があったLeTechの当該部分を使用した。

大項目	小項目コード	小項目名称	詳細な定義
M&Aの目的・妥当性	1-A	経営課題とM&Aの必要性	M&Aや非公開化に至った現状の経営課題や背景について記述された箇所。特定の技術・人材の獲得、グローバル競争力の向上、迅速な意思決定の必要性など、M&Aを行うこと目的の合理性に関する文章を項目。
	1-B	買収メリットとシナジー	M&Aによって具体的にどのようなメリットやシナジー効果が期待できるか、また非公開化によって生じるメリットに関する記述。親会社との協業、事業ポートフォリオの再構築、デメリットを上回るメリットの評価などを項目。
取引条件の公正性	2-C	株価算定の妥当性	買付価格の算定にあたり採用された算定手法（DCF法、市場株価法など）や、算定を行った第三者算定機関の独立性、算定結果に関する記述。数値そのものだけでなく、その妥当性や根拠に関する文章を項目。
	2-D	プレミアム水準の妥当性	買付価格と公表日前や平均株価との比較、およびプレミアム率の妥当性に関する記述。同様の買収事例とのプレミアム水準の比較など、価格水準が公正であることの論拠を項目。
	2-E	交渉過程の公正性	特別委員会や対象会社が買付者で行った価格交渉の経緯に関する記述。交渉回数、価格の引き上げ、交渉における双方の主張や妥協点など、交渉のプロセスに関する文章を項目。
手続きの公正性	3-F	利益相反と手続の独立性	特別委員会の設置時期、委員の独立性、利益相反の排除措置に関する記述。兼任役員や出身役員の審議・議決権不参加、外部アドバイザー選任など、意思決定プロセスが公正に行われたことを示す文章を項目。
	3-G	少数株主の意思決定の公正性	強圧性の排除、対抗買収者の参入余地、マーケット・チェックの実施など、少数株主が公正に意思決定できる機会が確保されたかに関する記述。株式併合における価格の同一性や取引保護条項の不採用などもここに項目。
	4	全体の判断（結論）	本取引に対する最終的な賛同意見や推奨、結論に関する記述。論点の詳細ではなく、総合的な判断としてまとめられた部分を項目。
	5	その他スキーム・手続	上記の主要な論点に当てはまらない、具体的な取引スキーム（株式併合、再出資、合意事項、代替手段の検討など）の妥当性に関する記述。
	6	残渣	ページ番号、専門用語の定義、形式的な接続文、法令の引用、謝辞など、論点分析に必須でない全ての記述。

表1 答申内容の項目

### 3-3 データの分析

3-2で述べた処理を施したデータについて、特別委員会の委員属性や上場廃止理由などの基本的な情報を収集した上で仮説1から3の検証を実施した。

仮説1の検討に当たっては、上述した買収主体の4分類ごとに答申全体、及び2-2で定義した10項目のうち残渣を除く9項目の文字数、及び各項目が残渣を除く全文に占める割合を調査した。これは残渣が単体では意味を持たない見出しやページ番号等であり、見出しの付け方など答申の

形式が文字数に大きな影響を与えることによる。同様に、仮説2の検討に当たっては各属性について特別委員会に含まれる人数と答申全体、及び9項目の文字数と残渣を除く全文に占める割合を調査した。仮説3の検討に際しては、答申全体、9項目の文字数と残渣を除く全文に占める割合と買付PBRの相関を調査した上で、買付PBR1倍以上の企業と1倍未満の企業で区切って答申全体と各項目の文字数と残渣を除く全文に占める割合を求めた。

#### 第4章 分析結果及び議論

本章ではまず対象期間に実施された上場廃止と特別委員会設置の概況を示す。その上で、第2章で立てた仮説1から3に関する議論を実施することで、特別委員会による答申の実情に迫ることを

目的とする。

分析対象である148社のうちTOBによる上場廃止を実施した企業は140社、TOBを伴わない株式併合を実施した企業は8社であった。また、各買収主体の割合は図3の通りである。

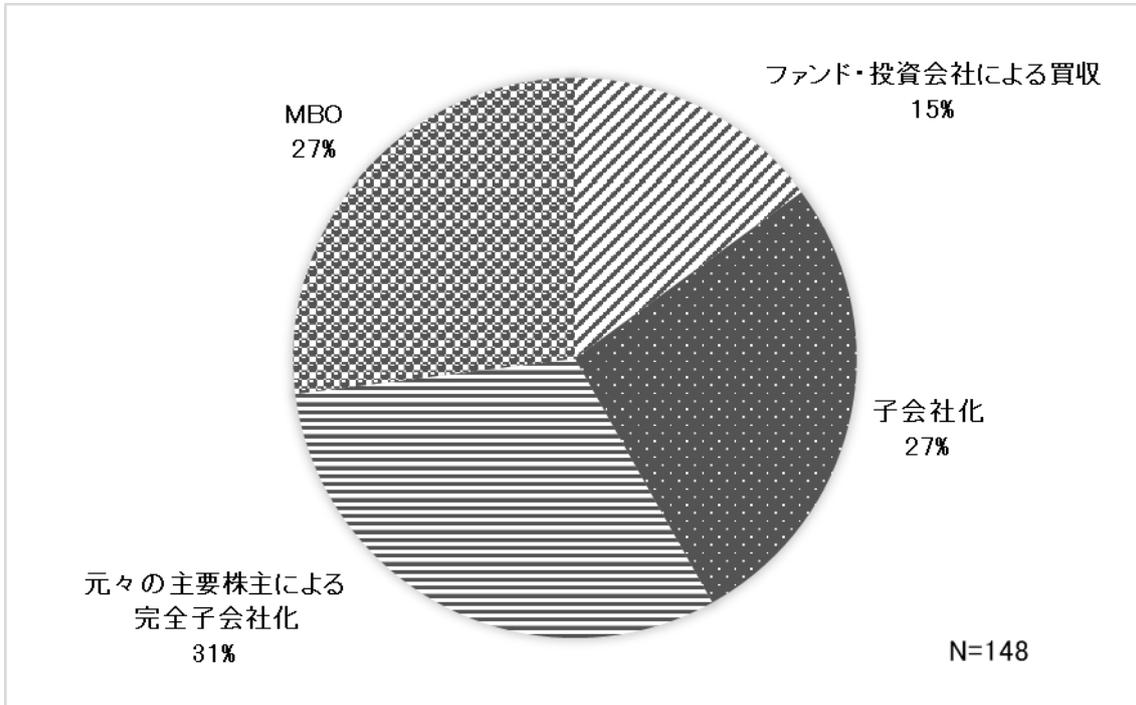


図3 分析対象企業の買収主体

分析対象である148社の全てにおいて特別委員会が設置され、延べ503人（1社当たり平均3.4人）の委員が選任された。内訳は表2の通り。東京証券取引所（2025a）の調査結果では、2024年の独立社外取締役のうち他企業の出身者が60.3%を占め、公認会計士・税理士と弁護士の割合はそれぞれ13.1%、16.2%に過ぎない。しかし本調査においては社外取締役と社外監査役である委員に絞っても公認会計士・税理士と弁護士の比率は23.8%、22.0%にのぼる一方で他企業、すなわち金融機関または事業会社の出身者は33.9%にとどまった。

この背景には本研究と東京証券取引所（2025a）で計上範囲が異なること、各属性の定義が異なる可能性があることのほか、取締役会が委員の選任にあたってM&Aの関連分野である法務や会計に専門知識を持つ社外取締役を優先的に選任していた可能性が示唆される。社外取締役全員が委員に選任されるとは限らない点、専門性を補う目的で選任される（経済産業省、2019）社外有識者の89.3%が公認会計士、税理士、弁護士のいずれかの資格を有する点がこれを支持する。

	社外取締役	外部有識者	合計
金融機関	38	4	42
事業会社	117	0	117
公認会計士・税理士	102	30	132
弁護士	94	37	131
官公庁	16	0	16
コンサルタント	14	1	15
研究者	22	2	24
投資会社、ファンド	6	0	6
不明、その他	19	1	20
合計	428	75	503

表2 委員の属性別人数

特殊な事例として、東芝では7名の社外取締役が委員答申の提出時点で委員であり、うち4名がファンド関係者であった。また、東洋精糖では1名の社外取締役（弁護士）のほか独立したリーガルアドバイザーからの紹介で2名の外部有識者（弁護士と公認会計士・税理士が1名ずつ）を選

任している。

4-1 買収主体の違いは答申に影響を及ぼすか  
仮説1の検証にあたっては、買収主体の4形態それぞれに関して答申全体と各項目の文字数、及び各項目が全文に占める割合を計算した。（表3）

買収主体	サンプル数	合計				
			1-A 経営課題とM&A の必要性	1-B 買収メリットと シナジー	2-C 株価算定の 妥当性	
ファンド・投資 会社による買収	22	文字数	7,759.09	796.23	924.59	973.27
		比率	100.0%	10.3%	11.9%	12.5%
子会社化	40	文字数	8,006.20	945.48	1,201.93	948.28
		比率	100.0%	11.8%	15.0%	11.8%
元々の主要株主に よる完全子会社化	46	文字数	8,462.51	699.98	1,279.87	940.22
		比率	100.0%	8.3%	15.1%	11.1%
MBO	40	文字数	8,779.40	862.13	1,290.90	1,080.13
		比率	100.0%	9.8%	14.7%	12.3%

買収主体	2-D	2-E	3-F	3-G	4	5
	プレミアム水準 の妥当性	交渉過程の 公正性	利益相反と手続 の独立性	少数株主の意思 決定の公正性	全体の判断 (結論)	その他スキー ム・手続
ファンド・投資 会社による買収	599.86	497.50	1,422.95	1,131.73	933.91	479.05
	7.7%	6.4%	18.3%	14.6%	12.0%	6.2%
子会社化	570.43	364.18	1,211.80	1,078.83	978.38	706.93
	7.1%	4.5%	15.1%	13.5%	12.2%	8.8%
元々の主要株主に よる完全子会社化	566.53	408.93	1,589.36	1,210.69	1,106.67	660.27
	6.7%	4.8%	18.8%	14.3%	13.1%	7.8%
MBO	594.78	400.13	1,482.88	1,324.55	1,036.35	707.58
	6.8%	4.6%	16.9%	15.1%	11.8%	8.1%

表3 買収主体による答申全体及び各項目の文字数と各項目が全文に占める割合

田村（2024）が構造的利益相反の存在を指摘する元々の主要株主による完全子会社化とMB0の場合、全体の文字数は全体の平均である8,282字と比較してそれぞれ2.2%、6.0%多いことが判明した。サンプル数が限定されるため元々の主要株主による完全子会社化のケースは誤差である可能性が払拭できない。一方でMB0においては答申全体の文字数が増える傾向にあると考えられる。

各項目が全文に占める比率については、MB0では際立った特徴は見られなかった。一方で元々の主要株主による買収の場合、経営課題とM&Aの必要性（1-A）の比率が低い一方で利益相反と手続きの独立性（3-F）の比率が高い。元々の主要株主による買収のケースには親子上場の解消も含まれる。よって、1-Aの比率が下がる背景には、親子上場を解消する風潮（日本経済新聞社、2025b）の影響で上場廃止そのものを正当化する必要性が薄れている可能性がある。一方で3-Fの比率が高い要因の一つは利益相反の問題を丁寧に説明している結果であろう。

また、ファンドや投資会社による買収の際には買収メリットとシナジーに関する記述の割合は少ない。これはファンドや投資会社はいわゆる事業会社でないために、シナジーに関する記述が大幅に減ることが原因であると推測される。

以上より、元々の主要株主による完全子会社化、及びMB0の場合は9項目それぞれについて他の

ケースよりも全体として記述の厚みが増していると考えられる。特殊なケースとして、2023年9月に親会社による完全子会社化で上場廃止となったSBI新生銀行のケースが挙げられる。以前に注入された公的資金の返済を意見表明報告書中で非公開化の理由の一つに挙げた同行の意見表明報告書では148社中で唯一、一部の委員による反対意見が掲載された。

#### 4-2 委員の属性と答申に相関はあるか

仮説2の検証にあたっては、委員の9属性それぞれについて各社の特別委員会に含まれる人数ごとに答申全体と各項目の字数、及び全文に占める割合を求めた。なお、委員に選出された会社数が極端に少ない属性は分析の対象から除外している。具体的には官公庁（16社で選出）、コンサルタント（14社で選出）、ファンド・投資会社（3社で選出）が該当する。本仮説の検証において特に興味深い結果を得ることができた委員の属性は、事業会社と公認会計士・税理士である。

事業会社出身者が特別委員会に含まれる企業数（人数ごと）とそれぞれの人数についての答申の文字数、比率データを示したのが表4である。なお3人以上事業会社の出身者が含まれる企業は合計で9社に過ぎないため2人以下の部分のみを分析においては使用する。

選出人数	サンプル数		合計	1-A	1-B	2-C
				経営課題とM&A の必要性	買収メリットと シナジー	株価算定の 妥当性
0	66	文字数	8,122.85	919.47	1,126.32	928.45
		比率	100.0%	11.2%	13.5%	11.9%
1	57	文字数	8,596.25	674.67	1,267.02	1,041.18
		比率	100.0%	8.4%	14.3%	11.5%
2	16	文字数	8,190.81	832.81	1,320.38	970.63
		比率	100.0%	9.3%	15.0%	12.2%
3	8	文字数	7,195.00	943.00	1,068.63	941.00
		比率	100.0%	13.9%	18.7%	12.0%
4	1	文字数	10,961.00	1,869.00	1,919.00	1,175.00
		比率	100.0%	17.1%	17.5%	10.7%

選出人数	2-D	2-E	3-F	3-G	4	5
	プレミアム水準 の妥当性	交渉過程の 公正性	利益相反と 手続の独立性	少数株主の意思 決定の公正性	全体の判断 (結論)	その他スキー ム・手続
0	547.97	413.95	1,381.70	1,162.03	1,025.70	617.26
	6.9%	5.0%	17.0%	14.6%	13.0%	6.9%
1	605.02	422.32	1,534.65	1,251.16	1,051.56	748.68
	7.2%	5.3%	17.5%	15.2%	12.8%	7.6%
2	588.19	333.63	1,504.13	1,174.94	964.38	501.75
	6.9%	4.5%	18.5%	13.9%	12.8%	6.8%
3	613.38	392.63	921.00	1,018.38	880.63	416.38
	7.7%	5.3%	11.5%	12.8%	12.4%	5.6%
4	329.00	47.00	769.00	1,412.00	1,383.00	2,058.00
	3.0%	0.4%	7.0%	12.9%	12.6%	18.8%

表4 委員に事業会社出身者が選出された人数と、答申（全文・項目ごと）の文字数と項目ごとの比率

特筆すべきは、買収メリットとシナジーに関する記述（1-B）はわずかに増加する一方で、現状の経営状況や経営課題（1-A）の文字数や全文に占める比率は事業会社出身者がいる企業の方が大きく減少する点である。一般的に、事業会社出身者を社外取締役や委員に推薦、あるいは選出する場合は事業や業界に関する知見の深さを理由に挙げるケースが多い。しかし事業会社出身者が特別委員会に選任されているケースの方が経営状況への認識に関する言及量が少ない点は直感に反する結果であった。

この背景には、委員に選任された事業会社出身者は業界経験が豊富であっても当該企業の経営に

関する知見が乏しいために経営状況に関する議論の量が下がるという可能性である。一方で業界とは関係がない属性の委員は、業界経験がないがゆえに意識的に経営課題等のディスカッションを実施していたのではないか。あるいは、事業会社出身者には事業に関する知見はあっても非公開化が必要か否か判断するための会計等に関する知見が不足している可能性がある。

委員に公認会計士・税理士が選出された人数別の企業数とそれぞれのグループにおける答申の文字数（全文項目ごと）と各項目が全文に占める割合をまとめたのが表5である。

選出人数	サンプル数		合計	1-A	1-B	2-C
				経営課題とM&A の必要性	買収メリットと シナジー	株価算定の 妥当性
0	39	文字数	8,308.41	856.79	1,402.31	884.21
		比率	100.0%	10.4%	16.9%	10.5%
1	86	文字数	8,333.85	806.63	1,198.26	1,045.99
		比率	100.0%	10.0%	14.1%	12.5%
2	23	文字数	8,040.39	830.17	887.43	887.78
		比率	100.0%	9.8%	10.7%	11.2%

選出人数	2-D	2-E	3-F	3-G	4	5
	プレミアム水準 の妥当性	交渉過程の 公正性	利益相反と 手続の独立性	少数株主の意思 決定の公正性	全体の判断 (結論)	その他スキー ム・手続
0	491.36	382.54	1,384.82	1,196.41	966.44	743.54
	5.6%	4.6%	16.7%	14.1%	12.1%	9.1%
1	645.23	385.02	1,426.85	1,156.22	1,018.62	651.03
	7.9%	4.9%	16.6%	14.5%	12.8%	6.6%
2	462.87	516.87	1,484.91	1,316.22	1,139.17	514.96
	6.3%	6.5%	19.0%	16.1%	14.4%	6.1%

表5 委員に公認会計士・税理士が選出された人数と、答申（全文・項目ごと）の文字数と項目ごとの比率

公認会計士・税理士が1人だけ特別委員会に含まれる企業群においては、株価算定の妥当性（2-C）とプレミアムの妥当性（2-D）の文字数と全文に占める割合が公認会計士・税理士を特別委員会に含まない企業群に比べて高いことがわかる。公認会計士・税理士が1人も含まれない企業の答申よりも、1人特別委員会に含まれる企業の答申において専門領域に関する記述が増加することは自然な結果と解釈できる。

一方で、公認会計士・税理士が2人の企業群においては株価算定の妥当性（2-C）とプレミアムの妥当性（2-D）の記述が減少していることは予想に反する結果であった。特別委員会の委員数がほぼ3人あるいは4人であることを踏まえると、この背景には他の委員の属性が影響しているのではないかと考えられる。公認会計士・税理士を2人委員に含む企業23社のうち22社において延べ24名の弁護士が

委員に選任されている。それ以外の属性は23社合計で金融機関2名、事業会社3名、官公庁1名、コンサルタント1名、不明・その他1名であった。極端に委員の属性が偏っていることで議論のアジェンダに多様性が生まれず、本来公認会計士・税理士が専門性を持つはずの株価算定の妥当性（2-C）とプレミアムの妥当性（2-D）の言及量が減っている可能性がある。あるいは、特定分野の専門家が複数名選任されたことで責任が分散したと委員が感じ、専門分野に関する議論がかえって減少したかもしれない。実際に弁護士においても同様の傾向が見られる。弁護士が最も専門性を持つと推測される手続きの公正性（3-F、3-G）は弁護士が特別委員会に含まれない企業群よりも1人含まれる企業群の方が文字数、全文に占める比率はともに高いものの、2人含まれる企業では減少する。（表6）

選出人数	サンプル数		合計	1-A	1-B	2-C
				経営課題とM&A の必要性	買収メリットと シナジー	株価算定の 妥当性
0	30	文字数	7,820.90	789.13	1,222.53	933.80
		比率	100.0%	10.4%	15.4%	12.1%
1	105	文字数	8,504.84	800.05	1,231.77	991.66
		比率	100.0%	9.4%	14.0%	11.5%
2	13	文字数	7,541.00	1,092.31	933.77	978.46
		比率	100.0%	15.4%	13.6%	13.5%

選出人数	2-D	2-E	3-F	3-G	4	5
	プレミアム水準 の妥当性	交渉過程の 公正性	利益相反と 手続の独立性	少数株主の意思 決定の公正性	全体の判断 (結論)	その他スキーム・手続
0	595.33	351.63	1,226.90	1,028.07	881.87	791.63
	7.2%	4.8%	15.9%	13.9%	11.6%	8.7%
1	591.72	418.33	1,558.38	1,258.94	1,038.94	615.04
	7.3%	5.1%	18.1%	15.2%	12.8%	6.6%
2	408.31	418.85	802.54	1,025.92	1,226.77	654.08
	4.9%	5.4%	10.3%	12.1%	16.6%	8.1%

表6 委員に弁護士が選出された人数と、答申（全文・項目ごと）の文字数と項目ごとの比率

#### 4-3 株式価値と答申に相関はあるか

仮説3の検証においては、まず単純に買付PBRと全体及び項目ごとの文字数、項目ごとの比率の相関を調査した。答申全文の文字数と買付PBRの相関は図4の通り。相関係数は0.03である。同様

に項目ごとの文字数、及び各項目が答申全文に占める割合と買付PBRの相関係数の絶対値も最大でも0.18であり相関関係はほとんど見られなかった。よって、全体としては買付PBRと答申の長さや各項目の比率に相関はない。

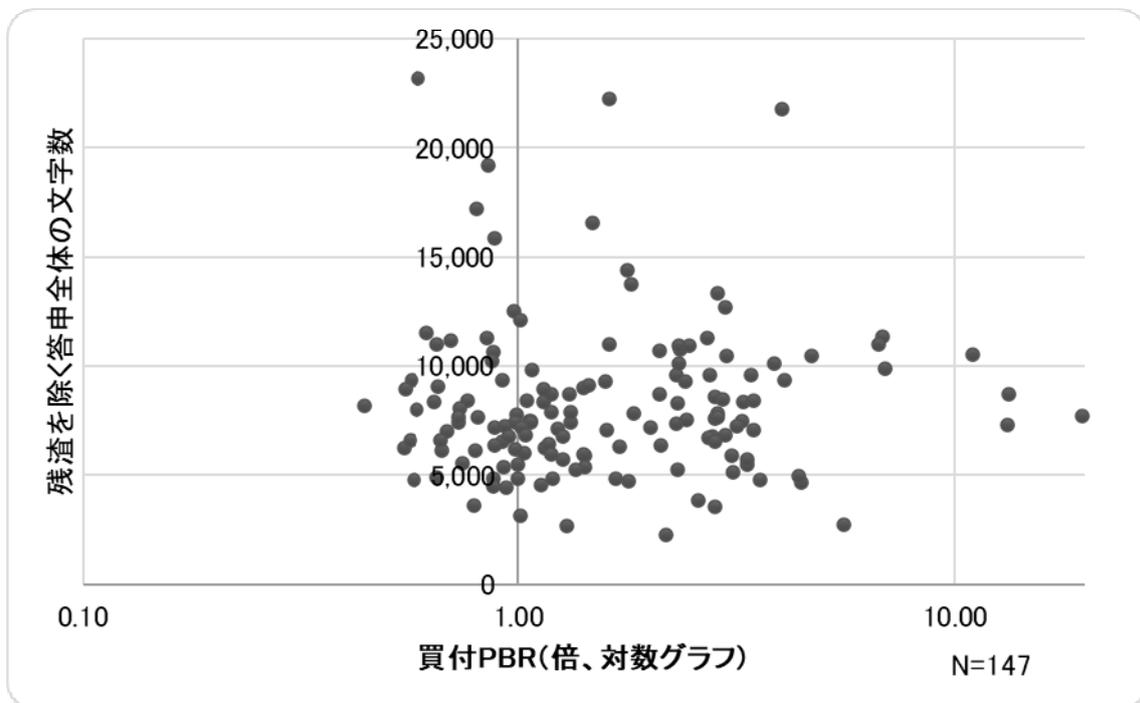


図4 買付PBRと答申文字数の相関図（債務超過の1社を除外）

続いて買付PBRが1倍未満の企業と1倍以上の企業で分類し、それぞれ答申の全体及び各項目の文字数と各項目が全文に占める割合を求めた。

(表7) 買付PBRが1倍を割っている企業は48社で全サンプルの32.4%に達した。上述の通り全体としての相関関係は見られないものの、買付PBR1倍を基準に企業群を分割することで開示情報に違いがあることが明らかとなった。表7の通り、買付PBRが1倍を割っている企業は1倍以上の企業群よりも全体の文字数、事業環境や経営課題(1-

A)、及びプレミアム水準の妥当性(2-D)への言及が少ない。一方で株価算定の妥当性(2-C)、交渉過程の公正性(2-E)と利益相反と手続きの独立性(3-F)への言及比率が高いことがわかる。買付PBRが1倍未満の企業群を買収した主体は表8の通りであり、サンプルの小ささを考慮すると図3に示した全体での買収主体の比率と大差はない。よって上述した文字数や言及比率の違いは買収主体の違いに起因するものではないと推測される。

買付PBR	サンプル数	合計	1-A		1-B		2-C	
			経営課題とM&Aの必要性	買収メリットとシナジー	買収メリットとシナジー	株価算定の妥当性		
1未満	48	文字数 7,920.00	668.00	1,154.00	1,006.00			
			比率 8.2%	13.9%	12.6%			
1以上	100	文字数 8,513.00	902.00	1,235.00	976.00			
			比率 10.9%	14.4%	11.5%			

買付PBR	2-D		2-E		3-F		3-G		4		5	
	プレミアム水準の妥当性	交渉過程の公正性	利益相反と手続きの独立性	少数株主の意思決定の公正性	全体の判断(結論)	その他スキーム・手続						
1未満	464.00	486.00	1,410.00	1,129.00	980.00	624.00						
	6.2%	6.2%	18.3%	14.7%	12.7%	7.1%						
1以上	637.00	370.00	1,444.00	1,226.00	1,050.00	675.00						
	7.5%	4.6%	16.5%	14.5%	12.9%	7.3%						

表7 買付PBRが1未満と1以上の企業群における答申の全体及び各項目の文字数、各項目が全体に占める割合の比較

	件数	比率
ファンド・投資会社による買収	5	10.4%
子会社化	12	25.0%
元々の主要株主による完全子会社化	16	33.3%
MBO	15	31.3%
全体	48	100.0%

表8 買付PBRが1倍未満であった企業群における、買収主体別の件数と比率

買付PBRが1倍を割っている企業においてプレミアム水準の妥当性(2-D)への言及量が少なく、株価算定の妥当性(2-C)、交渉過程の公正性(2-E)、利益相反と手続きの独立性(3-F)への言及比率が高い理由は、簿価未満の価格で株式を買い付けること自体やそのプロセスの合理性の検証がより重要なテーマであるためと解釈できよう。買付PBR1倍未満の企業では、2-3で取り上げたサントラスのようにプレミアム水準が比較的高いことが多い。その場合プレミアム水準の検討よりも簿価未満の金額で買付を実施すること自体やその価格の妥当性の検討の比重が増えることは自然であるといえる。

一方で答申全体と経営課題及びM&Aの必要性(1-A)の字数が少ない背景には、低バリュエーション企業の経営陣に長期的なビジョンが欠如しているために特別委員会による経営課題の議論が深まらなかった結果、経営課題に関する答申の言及や全体の文字数が少ない可能性がある。あるいは低バリュエーション企業は開示に消極的である可能性、買付PBRが1倍未満であることの是非に議論が集中し、十分に経営課題に関する議論がなされなかった可能性などが考えられる。しかし本研究にはこの検証を行うのに十分な紙幅が残されていない。

## 第5章 総括及び提言

### 5-1 総括

本研究では企業の上場廃止に着目し、2023年4月から2025年9月6日までに東証プライム市場、スタンダード市場、グロース市場において上場廃止となった企業のうち148社を対象に特別委員会の委員属性と答申の内容分析を実施した。要点は以下のとおりである。

- ① 委員の選任にあたって、上場企業は社外取締役のうち弁護士や公認会計士・税理士を優先的に選任していると考えられる。
- ② 利益相反が懸念されるMBOの場合は答申全体の文字数が増加する傾向にある。一方で同様の懸念が存在する主要株主による完全子会社化のケースにおいて文字数の増加は限定的である。
- ③ 委員に事業会社出身者が1人含まれる場合、経営環境や経営課題に関する言及が減少する傾向にある。この背景には業界の知見が必ずしも個社の経営に関する知見と一致せず、対象会社の経営環境に関する議論が深まっていない可能性がある。
- ④ 公認会計士・税理士（2-C、2-D）、弁護士（3-F、3-G）など、特定の専門分野に関する開示の記述量は、その属性の委員が1名の場合には増加した。しかし、2名の場合記述量は減少する。特別委員会は通例3名から4名で構成されるため、特定の専門性の集中は、議論の多様性を阻害している可能性などが示唆される。
- ⑤ 買付PBRが1倍未満の企業の答申は、1倍以上の企業のものに比べて全体の文字数と事業環境、課題、プレミアム水準の妥当性に言及する字数と比率が少ない。一方で株価水準、交渉過程や、利益相反と手続きの独立性に関する記述の比率は高い。後者の背景には、買

付PBRが1倍を割る場合には簿価未満の価格で株式を買い付けることやそのプロセスの合理性の検証がより重要なテーマである可能性が示唆される。しかし前者の背景は本研究では解明できなかった。

### 5-2 提言

5-1を踏まえて、特別委員会を設置する対象会社、上場企業一般、株式市場に係る規制当局（東証、金融庁、経済産業省など）に対する提言を実施したい。

まず、対象会社に対しては特別委員会の設置にあたり委員の専門性と多様性を確保することを提言したい。③では委員に業界知見が豊富な事業会社出身者を据えることと経営環境や経営課題の開示量の間に負の相関があることが示唆された。本来的には社外取締役であれば一定以上事業の状況や課題に知見を有している（経済産業省、2019）ことを踏まえると、十分な人数が確保できる限り社外取締役のうち事業以外の専門性を有する人物を特別委員会の委員に選任することがより充実した開示につながる。一方で、④で述べた通り公認会計士や弁護士など特定の属性に偏ることは議論の多様性を阻害する可能性がある。よって多様な専門性を持つ人物をバランスよく選任することが充実した開示、ひいては非公開化時の株主とのトラブル回避につながるといえよう。

第2に上場企業一般に対しては、社外取締役、監査役のタスク多様性<sup>11</sup>確保を提言したい。また、④では社外取締役が全サンプル中で85.6%を占める特別委員会において、特定の専門分野を有する委員の比率が高すぎることは却ってその専門分野に関する議論内容の開示を減少させる可能性が示唆された。特別委員会のみならずその構成主体である社外取締役のタスク型多様性を確保することで、より充実した議論と開示に繋がる可能性がある。

---

<sup>11</sup> 知識、スキル、経験の多様性を指す。（松田、2020）

最後に規制当局に対して、特に支配株主による買収とMBOに際してより具体的かつ厳格な開示基準の策定を提言する。2025年に東証はMBOや支配株主による完全子会社化に際しての規則を改訂し、より拡充された開示を要求した。（東京証券取引所、2025b）本研究ではデータ収集のタイミングの都合上、改訂後の上場廃止事例を十分に収集できなかったために前後での比較は実施していない。しかし特に従来からの主要株主による完全子会社化のケースでは、ファンドや従来資本関係がなかった企業による買収と答申全体や各項目の文字数、及び比率に有意な差が見られなかった。MBOの利益相反に関しては上場企業の関心が高まっている一方で主要株主による完全子会社化に関しては同様の利益相反が存在する（田村、2024）にも拘らず十分に開示へ反映されていない可能性がある。

特に金融庁並びに経済産業省に対しては、公正M&A指針の改訂を提言する。今回分析を実施した答申の多くで特別委員会への諮問内容の根拠として提示されており、この改正が抜本的に答申開示を改善することが期待される。

## 第6章 むすびに

本研究は近年増加する選択的な株式の非公開化に関して、先行研究が乏しい特別委員会の答申を題材として開示や上場廃止の制度、特別委員会の委員属性など多様な観点からアカデミア、実務双方に有益な示唆を明らかにした。一方で、LLMによる分析手法は先行研究が不十分で確立されていない点、サンプル不足により分析の制約が生じた点、因果関係の追求が満足にできなかった点は本研究の制約である。

## 参考文献

- 越知保見. (2011). 株式価格決定に関するMBO型スクイーズアウトとセルアウト型の比較と事例研究. 東京: 早稲田法學. 86-4.
- 経済産業省. (2019). 公正なM&Aの在り方に関する指針.  
[https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei\\_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines.pdf](https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/keizaihousei/pdf/fairmaguidelines.pdf). 2025年10月8日閲覧.
- 孫美灵. (2025). 日本の社外取締役は機能しているのか — 先行研究のレビュー—. 流通科学大学 リサーチレター, 43.
- 田村俊夫. (2023). PBRが低いことはなぜ問題なのか : PBRの本質、決定要因と改善策についての考察. 金融・資本市場リサーチ, 11, 121-146.
- 田村俊夫. (2024年). MBOの構造的利益相反問題 : 公正M&A指針の改訂検討を. 金融・資本市場リサーチ, 15, 135-156.
- 東京証券取引所. (2021). コーポレートガバナンス・コード ~会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために~.  
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf>. 2025年10月8日閲覧.
- 東京証券取引所. (2025a). 東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2025 (データ編) .  
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq000008jb0-att/um3qrc000001noil.pdf>. 2025年10月8日閲覧.
- 東京証券取引所. (2025b). MB Oや支配株主による完全子会社化等に関する上場制度の見直しについて.  
<https://www.jpx.co.jp/rules-participants/public-comment/detail/d1/um3qrc0000015ff9-att/um3qrc0000015fhp.pdf>. 2025年10月8日閲覧.
- 中川慧, 平野正徳, 高野海斗. (2025). 本邦金融分野における大規模言語モデルに関するサーベイと展望.  
DOI: <https://doi.org/10.51094/jxiv.1268>.
- 日本経済新聞社. (2024a). 上場廃止最多の94社 東証企業が初の減少、新陳代謝進む.  
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOTG259MW0V21C24A1000000/#:~:text=2024%E5%B9%B4%E3%81%AB%E6%9D%B1%E4%BA%AC%E8%A8%BC%E5%88%B8,%E3%82%92%E5%91%BC%E3%81%B3%E8%BE%BC%E3%82%80%E5%8E%9F%E5%8B%95%E5%8A%9B%E3%81%A8%E3%81%AA%E3%82%8B%E3%80%82>. 2025年10月8日閲覧.
- 日本経済新聞社. (2024b). 大正製薬MBO、「公正価格」申し立て 複数ファンド.  
<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOTG041KF0U5A200C2000000/>. 2025年10月8日閲覧.
- 日本経済新聞社. (2025a). 日本株PBR1.59倍 「天井」1.6倍迫る 資本効率改善に期待.  
<https://www.nikkei.com/article/DGKKZO90742640Y5A810C2DTC000/>. 2025年10月8日閲覧.
- 日本経済新聞社. (2025b). 親子上場の解消進む 36年ぶり低水準、企業統治改革が浸透.  
<https://www.nikkei.com/nkd/company/article/?DisplayType=1&ng=DGXZQOTG254NU0V20C25A8000000&scode=2830>. 2025年10月13日閲覧.
- 松田千恵子. (2020). ボード・ダイバーシティは投資意思決定に影響を与えるか? 異文化経営研究, 17, 63-78.
- Bilinski P. (2024). The Usefulness of ChatGPT for Textual Analysis of Annual Reports.  
<https://ssrn.com/abstract=4723503>. 2025年10月8日閲覧.
- Gu Y, Jiang L, Katz S. (2024). Information Extraction from ESG Reports Using NLP: A ChatGPT Comparison.  
<https://ssrn.com/abstract=4836432>. 2025年10月8日閲覧.

---

第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅰ 佳作  
「業績連動配当における政策運用実態の分析」

荒井 陽太(東京経済大学 経営学部 経営学科 3年)  
猪崎 航史(東京経済大学 経営学部 2年)



---

## 第1章 はじめに

日本企業の配当政策は近年、従来の安定配当政策から業績連動配当政策へシフトしている傾向が見られる。これまで多くの企業は減益になっても配当を維持する「安定配当」の方針を採用していた。PBR重視の経営などが求められる中、より資本効率を意識した方針に変わっている。PBRの低迷は、保有する資産を収益拡大に有効活用できていない現状を表す。配当基準の明確化や株主還元強化で資本の膨張を抑える動きは今後拡大されると予想される[日本経済新聞、2023、p.16]。

そもそも日本企業の配当政策は安定配当が基本であり、配当は「聖域」とされ、減益時においても配当の下方硬直性が強く経営者による安定配当神話は根強い[柳、2011、p.40]。さらに、戦後の日本経済の成長過程では銀行主導で持合いが広まり、その結果配当は「固定金利」のように扱われてきたが、その後も安定配当の傾向が続き、2011年の生命保険協会の調査によれば日本企業の約74%が「安定配当志向」である[柳、2011、p.41]。

しかし近年この傾向が変化してきている。2023年に東京証券取引所が「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請した。この要請によって上場会社に持続的な企業価値向上の動機付けが促され、より積極的な株主還元、配当方針の変更を行う企業が増えた。さらには投資先企業の経営陣に積極的な提言を行っているアクティビストの存在によって配当方針を見直す動きが広まっている[中村、2025、p.1]。その結果、有価証券報告書の「配当政策」に、配当性向の目標や、総還元性向の目標といった、当期純利益の一定の比率に相当する金額を配当または自社株買いを含めた総還元として株主に還元する方針である業績連動配当政策を採用する企業が増えている[中村、2025、p.2]。

このように業績連動配当政策を採用する企業は増えている傾向にあり、今後も増加していくことが予測される。その一方で企業が実際に業績と配当を連動させているかは分からない。現行の開示制度を見てみると、「内閣府事例の企業内容等の開示に関する内閣府令」が定める有価証券報告書第三号様式の「配当政策」で配当の基本方針は開示されているが、業績連動配当政策の運用状況についての開示規定はなく、適切に業績連動配当政策が運用されていない可能性がある。

そこで本論文では業績連動配当の政策運用実態に焦点を当て、有価証券報告書の「提出会社の状況」の「配当政策」に注目した。業績連動配当政策を適切に実行していない企業が複数存在するのならば、利害関係者との情報非対称性や信頼関係が失われ、最終的には企業評価が低下するなどの悪影響を及ぼす可能性がある。そのため、まずは企業が採用する配当政策の状況、そしてその傾向を分析する。その結果を踏まえたうえで、業績連動配当政策企業の傾向、そして業績連動配当の政策運用実態について分析し、投資者にとって価値のある開示の改善案を提示する。

本論文の構成であるが、第2章では、配当の開示に係る制度内容を整理し、業績連動配当の政策運用実態を分析する意義を示す。第3章では本論文の分析対象を述べた後、配当政策の推移とその傾向についての分析を行う。第4章では、業績連動配当政策に焦点を当て、業績連動配当政策を採用する企業の傾向とその業績連動配当の政策運用実態について分析を行う。第5章では、分析結果を基に、配当政策における開示内容の問題点を指摘しつつ改善策の提案を行う。そして第6章で本論文のまとめを行い、限界、今後の課題を提示する。

## 第2章 配当政策の開示制度の問題点

日本企業による配当政策開示は日本独自の強制開示の1つであり、1991年3月期の決算短信から始まった。その後1993年3月期から有価証券報告書においても開示されるようになった[角田、1993、pp. 789-796]。「企業内容等の開示に関する内閣府令」が定める有価証券報告書第三号様式では、「第4「提出会社の状況」」において「配

当政策」が存在する。この「配当政策」では配当の基本的な方針、毎事業年度における配当の回数についての基本的な方針、配当の決定機関、当事業年度の配当決定に当たっての考え方及び内部留保資金の使途についての記載が要求されている。記載上の注意には「配当の基本的な方針について記載すること」が要求されている程度で、開示内容の自由度は高い。

### 有価証券報告書における「配当政策」の開示内容

#### 配当政策

- a 配当政策については、配当（相互会社にあつては、契約者配当）の基本的な方針、毎事業年度における配当の回数についての基本的な方針、配当の決定機関、当事業年度の配当決定に当たっての考え方及び内部留保資金の使途について記載すること。なお、配当財産が金銭以外の財産である場合にはその内容を記載し、当該場合において当該配当財産に代えて金銭を交付することを株式会社に対して請求する権利を与えているときは、その内容についても記載すること。また、会社法第454条第5項に規定する中間配当をすることができる旨を定款で定めた場合には、その旨を記載すること。
- b 当事業年度に会社法第453条に規定する剰余金の配当（以下b及びcにおいて「剰余金の配当」という。）をした場合には、当該剰余金の配当についての株主総会又は取締役会の決議の年月日並びに各決議ごとの配当金の総額及び1株当たりの配当額を注記すること。

配当政策について歴史的に見ると日本では、株券上場審査基準における配当基準が1954年から1998年まで存在し、「資本の額に対して年10%以上の利益配当を継続してなしえる見込のあるもの」として配当率10%以上を一貫して要請する、配当基準の根幹ともいふべき存在であった。この配当基準を継続的にクリアすることを経営者が優先したことで、安定配当政策が形成されていった[落合、2025、p. 166]。安定配当政策とは、業績の変動に関係なく1株当たりの配当金を一定に保つ配当政策である。また、政策目的の投資や株式の持ち合いによる増配要請の希薄化が資金調達ルールの要求水準を超える増配を抑制し、安定配当政策を長期化させた[落合、2025、p. 167]。

しかし近年では安定配当政策をやめ、業績連動配当政策を採用する企業が増加する傾向にある。業績連動配当政策とは、当期純利益のどれほどを配当として還元しているかを表す配当性向の目標

を開示する、あるいは当期純利益のどれだけを配当、そして自社株買いにとして還元しているかを表す総還元性向の目標を開示するといった、配当額を何らかの形で企業業績と連動するような配当政策のことである[中村、2023、p. 3]。

日本企業は政策目的の投資や、株式の相互持ち合いを積極的に行ってきた。しかしバブル崩壊とともに株式の持ち合いによるデメリットが顕著となり、持ち合いが解消された。持ち合い解消によって放出された株式は機関投資家や外国人投資家が受け皿役となり、その結果、機関投資家の動向や外国人投資家の要求に配慮せざるを得ない状況に置かれた。特に外国人投資家は利益還元に関する要求が強く、その要求に応えるためにも安定配当政策は望ましくないと考える企業が増え、業績連動配当政策の企業が増加したと考えられる[東富、2022、pp. 94-95]。

では業績連動配当政策を採用するのが適切で、安定配当政策を採用することは適切でないのか。確かに安定配当政策の企業は業績が上がったとしても、増加した利益の多くは内部留保に回ってしまい、株主に還元されない。一方で業績連動配当政策の企業は業績が上がれば当然配当は増加する。株主の立場から考えると、安定配当政策は業績連動配当政策よりも株主を軽視する方針と見なされるかもしれない。しかし成長が著しい企業においては、配当を行うことで利益還元を行うよりも、投資に回すことでさらなる成長を図る方が株主にとって良い場合がある。つまり利益を配当として受け取るよりも、企業の再投資によって株価を上げてもらい、株の売却益を得る方が良い場合も存在する[東富、2023、p.95]。このように企業の経営状態に応じて適切な配当政策があるため、業績連動配当政策が一概に適切で、安定配当政策が適切でないという主張をすることは困難である。

しかし、配当政策が適切に実行されているかどうかは利害関係者にとって重要な情報である。例えば、業績が向上したのにもかかわらず配当額を増額させていない業績連動配当政策企業が存在するとする。このような状況でも有価証券報告書上には開示義務が存在せず、利害関係者は配当政策が適切に実行されているかについて知ることはできない。もしも配当政策を適切に実行していない企業が複数存在するのならば、それは利害関係者を裏切ることになり、情報の非対称性といった悪影響を及ぼしている可能性がある。

そこで本論文では業績連動配当政策に焦点を当て、その政策・運用実態を明らかにし、開示の改善策を提案する。そのため次章では、まず分析概要と配当政策の採用状況について論述する。

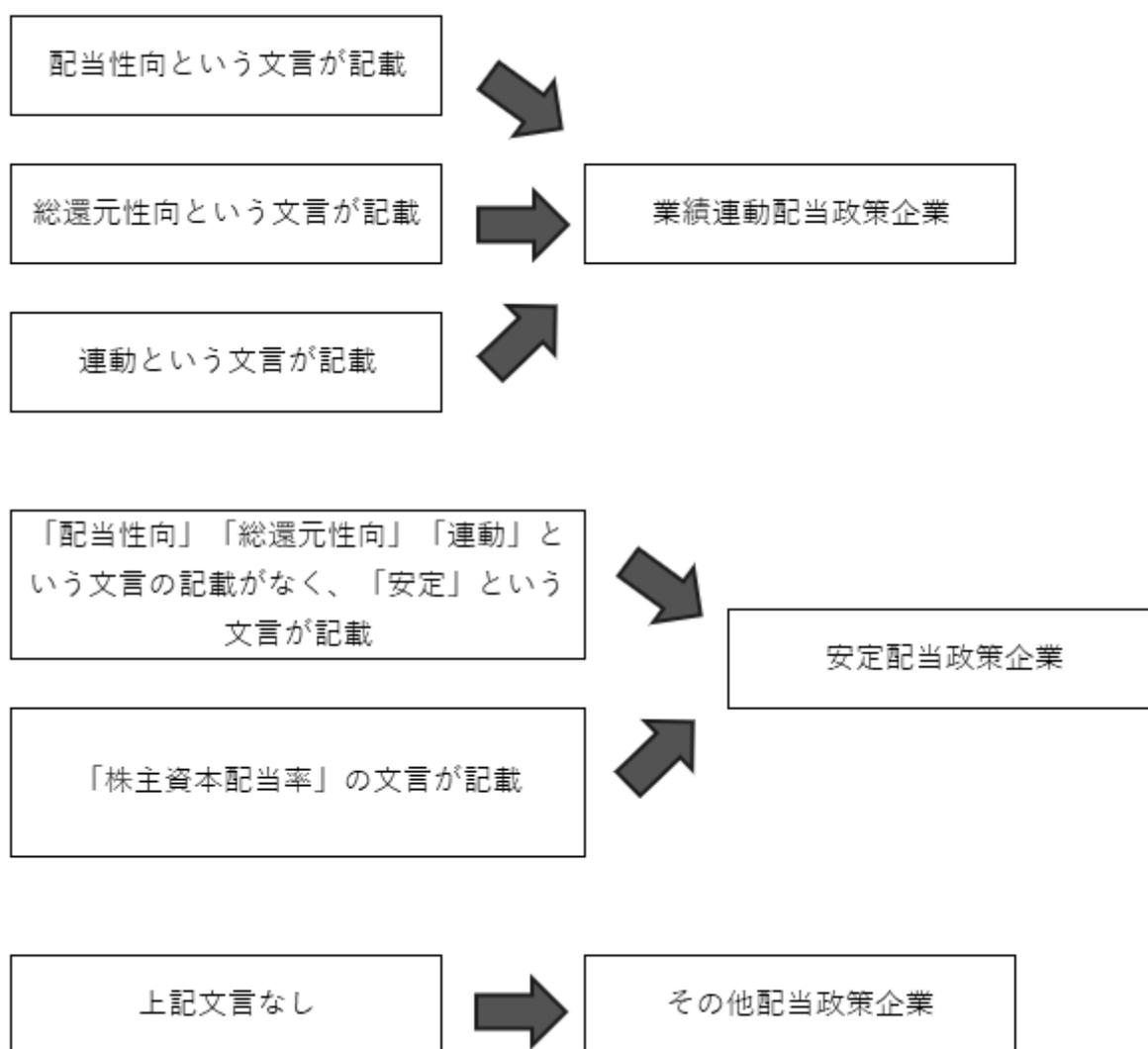
### 第3章 業績連動配当政策の現状分析

#### 第1節 分析の概要

本章では業績連動配当政策の現状について分析する。データベースとして『eo1』を利用し、10年前の2015年から直近の2025年の有価証券報告書を確認できた国内上場企業の内、東証プライム市場上場企業（合計5,131社）、東証市場第1部上場企業（合計14,613社）、東証スタンダード市場上場企業（合計4,576社）、東証市場第2部上場企業（合計3,495社）を分析対象とした。

業績連動配当政策の現状について分析するために、まずは分析対象企業を業績連動配当政策企業、安定配当政策企業、その他配当政策企業に分類した。分類方法は図表3-1の通りである。本論文で分析対象とした企業の有価証券報告書の「提出会社の状況」の「配当政策」に掲載されている内容を確認し、「配当性向」、「総還元性向」、「連動」と記述があった場合を業績連動配当政策企業とし、上記の記述がなく「株主資本配当率」「安定」という記述があった場合を安定配当政策企業、上記いずれかの記述が1つもなかった企業をその他配当政策企業と分類した。「株主資本配当率」については、算出に株主資本が採用されているため短期的には配当水準の変動は安定しているとされているため、安定配当政策に分類した。また「配当性向」や「総還元性向」という記述とともに「安定」という記述がある企業も存在した。この場合の「安定」は配当額を安定させるという意味合いではなく、配当性向、総還元性向を安定させるという意味合いが強いと解釈したため、業績連動配当政策企業に分類した。分類後に、2015年から2025年における業績連動配当政策企業、安定配当政策、その他配当政策の企業数とその割合の推移を表にした。

図表 3 - 1 : 配当政策の分類方法



また上記 3 つの配当政策の推移が市場間、業種間で違いが存在するのかを分析する。市場間については、2015年から2025年の配当政策の推移を東証第 1 部上場企業、東証プライム市場上場企業と東証市場第 2 部上場企業、東証スタンダード上場

企業の 2 つに分類し、その推移に差がないかを分析する。業種間については業績連動配当政策に焦点を当て、2025年時点で企業数が50社以上存在する業種の2016年と2025年時点の業績連動配当政策の割合を分析する。

## 第2節 業績連動配当政策の現状の分析結果

業績連動配当政策の現状についての分析結果は図表3-2の通りである。全体的に見ると2015年から2025年にかけて業績連動配当政策企業が増加し、2016年時点では業績連動配当政策を採用する企業は約41%で1,040社である。その後、業績連動配当政策企業は増加していき、2017年から2024年にかけて1,109社から1,668社と約10%増加した。安定配当政策企業は2016年から減少傾向にあり2016年から2025年で約10%減少した。その他配当

政策企業は2015年を除き10%から12%の間を推移しており、大きく変化していなかった。よって安定配当政策を辞めた企業は業績連動配当政策に移行したことが分かる。

この分析から、業績連動配当政策を採用する企業は年々増加傾向にあり、安定配当政策を採用する企業が減少傾向にあることが分かった。この結果は第1章、第2章で述べた近年の配当政策の状況と一致しており、その状況は正しいと言える。

図表3-2：配当政策ごとの採用企業数

配当政策ごとの採用企業数の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
業績連動配当政策	206	1,040	1,109	1,177	1,207	1,225	1,234	1,390	1,595	1,668	1,194
安定配当政策	222	1,156	1,142	1,130	1,122	1,120	1,098	1,145	1,283	1,200	840
その他配当政策	76	306	306	308	312	320	326	352	401	366	239
合計(社)	504	2,502	2,557	2,615	2,641	2,665	2,658	2,887	3,279	3,234	2,273
配当政策ごとの採用割合の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
業績連動配当政策割合(%)	40.9	41.6	43.4	45.0	45.7	46.0	46.4	48.1	48.6	51.6	52.5
安定配当政策割合(%)	44.0	46.2	44.7	43.2	42.5	42.0	41.3	39.7	39.1	37.1	37.0
その他配当政策割合(%)	15.1	12.2	12.0	11.8	11.8	12.0	12.3	12.2	12.2	11.3	10.5

## 第3節 市場間での配当政策の分析結果

次に市場間での配当政策の変更に関する比較分析である。図表3-3の通り第1部・プライム上場企業と第2部・スタンダード上場企業では配当政策の推移に差が確認された。2015年において第1部・プライム上場企業は、業績連動配当政策の企業割合が約43%に対し、第2部・スタンダード上場企業の業績連動配当政策の企業割合は約31%と業績連動配当政策の導入はあまり進んでいない。その後、2016年から2021年まで両市場とも業績連

動配当政策の割合はあまり増加していなかったが、2022年から2025年にかけて大幅に増加した。そして2025年においては第1部・プライム上場企業は約62%、第2部・スタンダード上場企業は約40%の企業が業績連動配当政策を採用している。ただし、第2部・スタンダード上場企業の安定配当政策企業割合は約46%と、業績連動配当政策よりも安定配当政策を採用する企業が2025年時点でも多い。

図表3-3：市場区分別、配当政策の採用企業数と割合

東証第1部市場上場企業、プライム市場上場企業の配当政策企業数の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
業績連動配当政策	164	886	952	1,012	1,062	1,079	1,086	1,115	1,032	1,012	767
安定配当政策	150	842	838	842	837	850	829	732	566	483	348
その他配当政策	64	246	242	248	232	255	265	236	194	156	108
合計	378	1,974	2,032	2,102	2,131	2,184	2,180	2,083	1,792	1,651	1,223
東証第1部市場上場企業、プライム市場上場企業の配当政策ごとの割合の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
業績連動配当政策割合	43.4	44.9	46.9	48.1	49.8	49.4	49.8	53.5	57.6	61.3	62.7
安定配当政策割合	39.7	42.7	41.2	40.1	39.3	38.9	38.0	35.1	31.6	29.3	28.5
その他配当政策割合	16.9	12.5	11.9	11.8	10.9	11.7	12.2	11.3	10.8	9.4	8.8
東証第2部上場企業、スタンダード市場上場企業の配当政策ごとの企業数の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
業績連動配当政策	42	154	157	165	145	146	148	275	563	656	427
安定配当政策	72	314	304	288	285	270	269	413	717	717	492
その他配当政策	20	60	64	60	59	65	61	115	207	210	131
合計	134	528	525	513	489	481	478	803	1,487	1,583	1,050
東証第2部上場企業、スタンダード市場上場企業の配当政策ごとの割合の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
業績連動配当政策割合	31.3	29.2	29.9	32.2	29.7	30.4	31.0	34.2	37.9	41.4	40.7
安定配当政策割合	53.7	59.5	57.9	56.1	58.3	56.1	56.3	51.4	48.2	45.3	46.9
その他配当政策割合	14.9	11.4	12.2	11.7	12.1	13.5	12.8	14.3	13.9	13.3	12.5

この分析から、第1部・プライム上場企業は業績連動配当政策を採用する傾向にある一方、第2部・スタンダード上場企業は安定配当政策を採用する傾向にあることが分かった。それぞれの理由

として、前者については、多くの投資家に注目されていることによる株価維持の必要性が、後者については、資金の使い道を配当よりも成長に投資したいという企業の方針が考えられる。

#### 第4節 業種間での配当政策の分析結果

次に業種別で配当政策の推移に差がないかを分析した結果が図表3-4の通りである。業種別で見ても小売業を除いた、全ての業種で、業績連動配当政策企業の割合が増加している。特に増加した業種としては、銀行業で37.9%、建設業で21%、金属製品で20.8%増加した。逆に業績連動配当政策企業の割合が減少した業種は、小売業で3.7%減少した。

この分析からは、業種間でも業績連動配当政策企業の推移に差があることが分かった。その理由としては、市場間の差、そして業種ごとの収益性

が関係しているのではないかと考えた。業績連動配当政策企業の割合が特に増加した、銀行業、建設業は第1部、プライム上場企業の割合が高い。特に銀行業においては大半が第1部・プライム市場に上場している。第1部・プライム上場企業の業績連動配当政策企業割合が高いことは、市場間の分析で明らかになっているため、このことが理由であると考察した。小売業については他業種と比べて収益性が低い。収益性が低いことで、業績が上がった際に配当増やすことが難しいと判断し、業績連動配当政策企業の割合が減少したのではないかと考察する。

図表3-4：業種別業績連動配当政策企業の割合

業種	2016	2025	増減率 (%)	業種	2016	2025	増減率 (%)
サービス業	52.2	53.3	1.1	建設業	30.7	51.8	21.1
その他製品	41.3	50.0	8.7	小売業	47.6	43.9	-3.7
卸売業	45.5	59.0	13.4	情報、通信業	49.2	55.2	5.9
化学	39.1	53.0	13.9	食料品	46.7	51.8	5.1
機械	37.5	51.3	13.8	電気機器	41.7	48.3	6.6
金属製品	29.2	50.0	20.8	輸送用機器	53.0	53.9	0.9
銀行業	27.9	65.8	37.9	陸運業	32.0	45.3	13.3
不動産業	47.3	58.9	11.6				

以上の3つの分析では、業績連動配当政策を採用する企業割合が増加しており、その推移には市場間、業種間で差があるという結果となった。そこで次章では、この業績連動配当政策を採用する企業を外国人投資家比率と時価総額の2つの属性から分析し、実際に業績連動配当政策企業は業績と配当を連動させているのかについても明らかにする。

#### 第4章 業績連動配当政策企業の傾向と政策の運用実態の分析

##### 第1節 分析概要

前章での分析結果が示すように、市場全体として、業績連動配当政策を採用する企業数は増加傾

向にある一方で、市場間及び業種間で業績連動配当政策の採用状況に差異がある。そこで、本章では業績連動配当政策企業に焦点を当て、外国人投資家比率と時価総額の観点から分析を行う。外国人投資家比率で分析をする理由としては、外国人投資家の影響で業績連動配当政策を採用する企業が増加したという状況を、時価総額については、成熟企業が業績連動配当政策を採用する傾向があるのかを明らかにするためである。そして実際に業績連動配当政策企業は業績と配当を連動させているかという政策運用実態についても分析を行う。まず、業績連動配当政策企業と外国人投資家比率の関連性を分析し、次に時価総額との関連性を分析することで、それぞれの傾向を明らかにする。

政策運用実態の分析については、まず、当期純利益と配当額との連動性を分析する。業績連動配当政策企業は、当期純利益が増減した場合、配当額も連動して増減するはずである。2016年から2025年において、業績連動配当政策企業の当期純利益が増加したが、配当額を増額させなかった企業割合、そして当期純利益が減少したが、配当額を減少させなかった企業割合を分析する。

次に当期純利益と配当性向との関係性を分析する。業績連動配当政策企業は当期純利益が増加した場合、配当性向は変化しない、または増加するはずである。また当期純利益が減少した場合、配当性向は変化しない、または減少するはずである。2016年から2025年において業績連動配当政策企業の、当期純利益が増加したが、配当性向が減少した企業割合、そして当期純利益が減少したが、配当額配当性向が増加した企業割合を分析する。ただし、配当性向が前期と完全に一致する可能性は極めて低いため、増減率5%の範囲内は変化なしと解釈した。最後に企業が設定する目標配当性向が実際に達成されているかを分析する。分析方法として企業が設定する目標配当性向を有価証券報告書上の配当政策に記述している企業を抜き出し、10%から5%刻みで100%まで分類した。この目標配当性向が達成できていた場合を、目標配当性向達成企業とし、未達成だった場合を目標配当性向未達成企業として分類し、その割合の推移を分析する。上記3つの分析によって、業績連動配当の政策運用実態を明らかにする。なお今回の分析

では当期純利益、配当性向ともに連結の数値で分析を行った。

## 第2節 属性分析の結果

まず①業績連動配当政策企業と外国人投資家比率との関連性の分析を行う。分析方法として年度ごとの業績連動配当政策企業を抜き出し、その中で外国人投資家比率が高い企業の順で3等分してそれぞれ「高」、「中」、「低」とし、業績連動配当政策企業はどの区分の企業割合が多いのかを分析した。図表4-1にあるように、業績連動配当政策企業はどの年度においても、外国人投資家比率が高い企業が多いが、徐々に外国人投資家比率が低い企業が増加し続けている。2025年を見ると外国人投資家比率が「高」の企業が約36%と最も多い一方、「中」の企業が約32%、「低」の企業が約31%と拮抗しており、多く論じられている。業績連動配当政策企業は外国人投資家比率が高いという傾向は年々薄くなっていることが分かった。ではなぜこのような傾向になったのか。それは2022年に東京証券取引所が行った、市場区分の変更が影響しているのではないだろうか。2021年を境に外国人投資家比率が低い企業が増加していることが図表4-1から分かる。これは外国人投資家比率が低かった企業が、市場区分の変更によってより厳しくなった上場維持基準を達成するために、より利益還元性が高い業績連動配当政策に変更するようになったのではないだろうかと考えられる。

図表4-1：業績連動配当政策企業の外国人投資家比率3区分別企業数と割合の推移

業績連動配当政策企業における外国人投資家比率3区分別の企業数の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
高	75	458	505	523	517	508	491	504	541	576	436
中	64	321	341	389	408	424	438	474	528	549	388
低	67	261	263	265	282	293	305	412	526	543	370
合計	206	1,040	1,109	1,177	1,207	1,225	1,234	1,390	1,595	1,668	1,194
業績連動配当政策企業における外国人投資家比率3区分別の企業割合の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
高	36.4	44.0	45.5	44.4	42.8	41.5	39.8	36.3	33.9	34.5	36.5
中	31.1	30.9	30.7	33.1	33.8	34.6	35.5	34.1	33.1	32.9	32.5
低	32.5	25.1	23.7	22.5	23.4	23.9	24.7	29.6	33.0	32.6	31.0

次に②業績連動配当政策企業の時価総額との関連性について分析する。分析方法は年度ごとの業績連動配当政策企業を抜き出し、その中で時価総額が高い企業の順で3等分してそれぞれ「高」、「中」、「低」とし、業績連動配当政策企業はどの区分の企業割合が多いのかを分析した。その結果が図表4-2である。2015年を除いたすべての年度で業績連動配当政策企業は時価総額が高い企

業が多いという結果となった。多少増減するものの、2025年では、時価総額が高い企業の割合が約42%であるに対し、低い企業の割合は24%と差があるのが分かる。このような傾向が存在する理由として、業績連動配当政策は高い株主還元を見込めるからではないかと考えた。この高い株主還元が投資者を引き付け、結果的に業績連動配当政策企業の時価総額が高まっていると考察した。

図表4-2：業績連動配当政策企業の時価総額3区分別企業数と割合の推移

業績連動配当政策企業の時価総額3区分別企業数の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
高	68	429	491	532	503	473	518	520	574	659	510
中	77	361	395	413	422	445	435	481	535	552	389
低	61	250	223	232	282	307	281	389	486	457	295
合計	206	1,040	1,109	1,177	1,207	1,225	1,234	1,390	1,595	1,668	1,194
業績連動配当政策企業の時価総額3区分別企業数割合の推移											
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
高	33.0	41.3	44.3	45.2	41.7	38.6	42.0	37.4	36.0	39.5	42.7
中	37.4	34.7	35.6	35.1	35.0	36.3	35.3	34.6	33.5	33.1	32.6
低	29.6	24.0	20.1	19.7	23.4	25.1	22.8	28.0	30.5	27.4	24.7

そして、これまでの分析から明らかになった点は、以下の2点である。

- ①業績連動配当政策企業は、外国人投資家比率が高い企業が多いが、2021年を境にその傾向は薄れていっている
- ②業績連動配当政策企業は、時価総額が高い企業が多い

### 第3節 政策運用実態の分析結果

本節では業績連動配当の政策運用実態について分析する。まず①当期純利益と配当額の連動性についての分析をする。業績連動配当政策企業ならば、当期純利益の増減に合わせて配当額も増減するはずであろう。図表4-3にあるように、2016

年から2019年で約30%の企業の当期純利益が増加したにもかかわらず配当額を増加させておらず、2020年、2021年では約40%に増加した。その後2022年からは減少傾向にあるが直近の2025年でも約25%の業績連動配当政策企業が、業績が向上しても配当額を増額していない。

特に注目して欲しいのは2020年、2021年の企業割合である。この2年間は突出して業績と連動していない企業割合が多い。これはコロナウイルスの影響ではないかと推測される。コロナウイルスの影響で今後の業績の見通しが立たず、配当を増額しない分、設備投資や研究開発などと言った内部留保を増やすという経営者行動をとったのではないかと考えた。

図表 4-3：当期純利益は増加したが、配当額は増加しなかった企業数と割合

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
当期純利益増加、配当額増加	89	475	524	442	299	434	692	625	830	558
当期純利益増加、配当額増減なし	23	165	140	120	151	176	166	144	150	99
当期純利益増加、配当額減少	18	75	107	56	54	98	62	50	81	89
合計	130	715	771	618	504	708	920	819	1,061	746
当期純利益は増加したが、配当額は増加しなかった企業割合 (%)	31.5	33.6	32.0	28.5	40.7	38.7	24.8	23.7	21.8	25.2

では、当期純利益が減少した場合、配当額も減少しているのでしょうか。その結果が図表 4-4 である。2016年から2017年では約70%の企業が、当期純利益が減少しても配当額を減少させていない。2018年、2019年でその傾向は強くなったが、2020年、2021年で減少し、2021年においては約55%まで落ち着いた。しかし、その後は、また増加傾向にあり、直近の2025年では約73%の企業の当期純利益が減少しても配当を減少させていない。

なぜ業績連動配当政策企業であるのに、業績が減少しても配当を減らさないのか。それは、日本企業は従来から安定配当を行っていたからではな

いだろうか。安定配当が基本という慣行が存在する中、配当を減らすということは投資者からの反応は悪い。そのため業績連動配当政策を採用していても、できる限りは、配当を減らさないという経営者の意志が存在するのではないかと考察した。また、利益が減少して配当額が増加している場合がある。理由は利益が減少した際に、企業の手元に積み上がった内部留保を株主に還元しているからだと考える。以上のことから、業績連動配当政策企業における、当期純利益と配当額は必ずしも連動しておらず、経営者の意志によって配当額を変更している可能性があるという結果となった。

図表 4-4：当期純利益は減少したが、配当額は減少しなかった企業数と割合

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
当期純利益減少、配当額減少	23	107	69	126	250	225	81	132	155	100
当期純利益減少、配当額変化なし	34	136	142	202	256	181	130	224	204	151
当期純利益減少、配当額増加	17	104	147	225	192	99	148	246	229	185
合計	74	347	358	553	698	505	359	602	588	436
当期純利益は減少したが、配当額は減少しなかった企業割合 (%)	68.9	69.2	80.7	77.2	64.2	55.4	77.4	78.1	73.6	77.1

次に②当期純利益と配当性向の関係性を分析する。当期純利益が増加した場合、配当性向は変化しない、または増加するはずであろう。図表4-5にあるように、2017年で約52%の企業が、当期純利益が増加したが、配当性向は減少している。2020年までその企業割合は減少していくが、2021年に約60%と増加した。その後は減少傾向にあるが、直近の2025年でも約38%の企業が、当期純利

益が増加しているのに対し、配当性向を減少させている。また2021年に約60%に増加している動きは、配当額との連動性の分析でも見られているため、コロナウイルスによって業績の見通しが立たず、配当額を変化させない、または、減少させる経営者行動が、配当性向の減少に繋がったのではないかと考察する。

図表4-5：当期純利益は増加したが、配当性向は低下した企業数と割合

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
当期純利益増加、配当性向増加	5	127	181	137	93	91	165	195	282	201
当期純利益増加、配当性向増減なし	7	175	208	179	153	131	210	205	205	186
当期純利益増加、配当性向減少	14	328	287	230	171	330	354	290	371	247
合計	26	630	676	546	417	552	729	690	858	634
当期純利益は増加したが、配当性向は低下した企業割合 (%)	53.8	52.1	42.5	42.1	41.0	59.8	48.6	42.0	43.2	39.0

では当期純利益が減少した場合の配当性向はどうであろうか。その結果が図表4-6のとおりである。2016年、2021年を除いたすべての年度で約80%の企業が、当期純利益が減少したのに配当性向が増加している。この分析も、当期純利益と配当額の分析と同様な結果になっており、従来から安定配当を行っていたという日本企業の特徴が影

響しているのではないだろうか。以上の分析から、当期純利益が増加しているのに対し、配当性向が減少した企業、または当期純利益が減少しているのに対し、配当性向が増加している企業が毎年存在しており、業績連動配当政策企業であっても業績に連動した配当を行っていない企業が複数存在していることが分かった。

図表4-6：当期純利益は減少したが、配当性向は上昇した企業数と割合

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
当期純利益減少、配当性向減少	7	22	20	24	43	37	16	15	17	17
当期純利益減少、配当額増減なし	3	41	27	45	74	67	32	49	62	41
当期純利益減少、配当性向増加	11	210	240	349	401	237	241	390	362	262
合計	21	273	287	418	518	341	289	454	441	320
当期純利益は減少したが、配当性向は上昇した企業割合 (%)	52.4	76.9	83.6	83.5	77.4	69.5	83.4	85.9	82.1	81.9

最後に③企業が設定する目標配当性向が実際に達成されているかを分析する。図表4-7は年度ごとの目標配当性向達成企業、未達成企業数とその割合の推移である。未達成企業割合の推移を見ると、2015年から2018年までは約33%から約41%と増加傾向にある。その後は減少と増加を繰り返し、直近の2025年の配当性向未達成企業割合は32%である。全体の割合で見ても約36%の企業が目標配当性向を達成できていないという結果であった。

ではなぜ約36%もの企業が未達成であるのか。

それは目標の達成状況を企業は開示しなくてよいからであると考えた。目標配当性向を開示すれば、配当目的の投資者が集まる一方、その目標を達成できなかった場合は投資人や市場から悪い印象を持たれる可能性がある。しかしその達成状況は開示する必要がないため、投資者は実際に達成されているかは分からない。この情報の非対称性を利用し、できもしない目標配当性向を掲げている企業が存在する可能性がある。このことが、目標配当性向未達成企業が約36%も存在している理由ではないだろうかと考察した。

図表4-7：目標配当性向未達成企業の割合

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
目標配当性向達成企業数	60	284	308	332	365	405	348	402	485	543	431
目標配当性向未達成企業数	30	179	207	233	205	146	206	260	275	297	209
合計	90	463	515	565	570	551	554	662	760	840	640
目標配当性向未達成企業割合 (%)	33.3	38.7	40.2	41.2	36.0	26.5	37.2	39.3	36.2	35.4	32.7

#### 第4節 政策運用実態の分析で明らかになった事象

これまでの分析から明らかになった点は以下の3点である。

- ①業績連動配当政策企業の内、当期純利益増加時には、約30%の企業、減少時には約72%の企業が配当額を連動させていないこと
- ②業績連動配当政策企業の内、当期純利益増加時には、約46%の企業が配当性向を減少させ、当期純利益減少時には約77%の企業が配当性向を増加させていること
- ③目標配当性向が達成できていない企業が毎年約36%存在していること

しかし、これらの実態は、現行の開示制度からは読み取れず、各企業の業績連動配当政策の政策運用実態を適切に把握することは困難である。そこで次章では、本章の分析を基に、ディスクロージャーの観点から開示内容の改善に向けた提案を行う。

#### 第5章 改善策の提案

本章では、これまでの分析を行う中で明らかにされた開示内容の問題点を改善するための提案を行う。そこではじめに、現行の開示制度をもう一度示すことにする。

「内閣府事例の企業内容等の開示に関する内閣府令」が定める有価証券報告書第三号様式の「配

当政策」の記載内容では、①配当の基本的な方針、②配当回数の基本的な方針、③配当の決定機関、④配当決定の考え方と内部留保の用途、⑤配当の総額、1株当たりの配当額の5点のみの開示が要求されているため、この状況からでは、①業績連動配当政策において重要な情報である当期純利益と配当性向は「配当政策」では記載されておらず、前年度との比較には手間がかかるため、投資者が実際に業績と連動した配当を行っているかを確認できない、②配当性向においては単体配当性向が「主要な経営指標の推移」で開示されているだけで、連結配当性向は開示されていないため、企業が目標連結の配当性向を設定している場合その達成状況を確認できない、③配当政策が適切に実行されていなくてもその理由は開示されず、なぜ適切に政策運用がされなかったかの理由を投資者は確認できない、④「配当政策」のディスクロージャーの字数は300~400字に集中しており、横並び的で画一的な説明である[柳、2014、p.45]。また配当の基本方針についての記述はどの企業も文頭に似たような文言で書く枕詞的な側面があり、情報の価値は低いとされているため[高野他、2022、pp.3-4]、その企業が業績連動配当政策企業なのかを判断できない。

以上のような問題点を踏まえたうえで図表5-1のフォーマットの記載を提案する。現行のフォーマットとの変更点は以下の通りである。

図表 5-1：新たに提案する開示フォーマット

	当期純損益 (円)	配当総額 (円)	1株当たりの配当額 (円)	(連結) 配当 性向 (%)
当年度	(△) 〇〇	〇〇	〇〇	〇〇%
前年度	(△) 〇〇	〇〇	〇〇	〇〇%
配当の基本的方針、配当回数、決定機関：				
業績連動配当政策採用：有・無				
目標配当性向：〇〇%		当年度達成率：〇〇%		
目標配当性向が未達成な場合の理由：				
当期純利益が増加且配当性向が減少した場合の理由：				
配当決定の考え方と内部留保の使途：				

①該当年度および昨年度の当期純利益、配当総額、1株当たりの配当額を記載することで、当期純利益と配当の変動状況を容易に把握することができる。また配当性向を記載することにより、業績と連動をした配当を行っているかを見ることができる。

②目標配当性向の達成率と未達成だった場合の理由を記載することによって、投資者が実際に目標配当性向を達成しているのか、未達成だった場合なぜそのような事象になったのかを確認できる。

③当期純利益が増加且つ配当性向が減少した場合の理由を記載することによって、その事象が企業価値向上に繋がる合理的な判断であったか確認できる。

④業績連動配当政策の採用の有無の記載をすることによって、本企業がどのような配当方針なのかを明確にすることができる。従来の開示ではどの企業も文頭に似たような文言で書くといった、曖昧な表現が多いため、まずは業績連動配当政策なのかそれ以外の配当政策なのかを明確にさせる目的がある。

## 第6章 おわりに

本論文では、企業が開示する有価証券報告書の「第4 提出会社の状況」の「配当政策」について着目し、分析を行った。各章の内容は以下の通りである。

第1章では、本研究を行った経緯や目的について示した。また、配当政策の歴史や、近年の状況についても述べた。

第2章では、配当政策の開示制度をまとめるとともに、安定配当政策の形成過程そして、なぜ業績連動配当政策を採用する企業が増加しているのかを述べた。その後、業績連動配当政策と安定配当政策の採用における適切性について述べた後、配当政策の開示の問題点を指摘した。

第3章では、企業が採用する配当政策の状況について分析し、その推移が市場間、業種間で違いはないかの分析を行った。その結果、①業績連動配当政策を採用する企業が増加していること、②東証第1部、プライム上場企業は業績連動配当政策を採用する傾向にあり、東証第2部、スタンダード上場企業は安定配当政策を採用する傾向が存在すること、③業種間で業績連動配当政策の採用状況に差があることが分かった。

第4章では、業績連動配当政策企業に焦点を当て、外国人投資家比率、時価総額の点で傾向がないかの分析を行った。その結果、①業績連動配当政策企業は、外国人投資家比率が高い企業が多いが、2021年を境にその傾向は薄れていっていること、②業績連動配当政策企業は、時価総額が高い企業が多いことが明らかになった。続いて、業績連動配当政策の企業が実際に業績と配当を連動させているかについて分析した。その結果、①業績連動配当政策企業の内、当期純利益増加時には、約30%の企業、減少時には約72%の企業が配当額を連動させていないこと、②業績連動配当政策企業の内、当期純利益増加時には、約46%の企業が配当性向を減少させ、当期純利益減少時には約77%の企業が配当性向を増加させていること、③目標配当性向が達成できていない企業が毎年約36%存在していることが分かった。この3つの分析から業績連動配当政策企業は業績と配当を必ずしも連動させていないことを明らかにした。

第5章では、前章の分析結果を基に「配当政策」の開示内容の改善に向けた提案を行った。その内容として①当該年度に加えて、前年度の当期純利益、配当総額、1株当たりの配当額、配当性向の記載による前年度比較の容易化、②業績連動配当政策の採用の有無の記載による企業の配当方針の明確化、③目標配当性向の達成率と未達成だった場合の理由の記載による、未達成理由の明確化、④当期純利益が増加且つ配当性向が減少した場合の理由の記載による、その行動が合理的な判断で

あったかを可視化、の4項目である。

次に、本論文の限界を3点述べさせていただく。1点目は、配当性向という文言の記載があったら業績連動配当政策企業であると分類したため、目標などではなく単に実績として配当性向を記載しているといった、本来は業績連動配当政策を採用していない企業を業績連動配当政策企業に分類してしまった点である。2点目は、分析で扱った当期純利益、配当性向の額を連結の値を用いた点である。単体の値で分析した場合、当期純利益と配当額の連動性や目標配当性向の未達成企業割合に変化が生じるため、今回とは異なる結果であった可能性がある。3点目は、目標配当性向の分析で、目標配当性向を10%から5%刻みで分類してしまった点である。目標配当性向を11%や22%などに行っている企業は分析の対象外としてしまったため、これらの企業を含めて同じ分析を行った場合、また違う結果が明らかになった可能性がある。最後に本論文の課題を提示する。本論文では、運用実態の分析を業績連動配当政策のみで行ったため、安定配当政策やその他配当政策を採用する企業の運用実態を明らかにすることが出来なかった。業績連動配当政策の運用実態の分析では、業績と配当を連動させていない企業の存在を明らかに出来たため、安定配当政策、その他配当政策でも同じような結果を見ることが出来ると考えた。以上の点を今後の課題とするとともに、本論文の結びとする。

## 【参考文献】

- 落合孝彦（2025） 「配当政策の史的研究-配当政策の形成過程及びわが国における配当政策の特性と課題」 『明治大学大学院経営学研究科2024年度博士学位請求論文』。
- 高野海斗・岡田知樹・清水祐介・中川慧（2022） 「有価証券報告書からの将来の配当政策文のテキストマイニング」 『人口知能学会全国大会論文集』、pp.1-4.
- 角田信弘（1993） 「開示省令等の改正に基づくディスクロージャー充実の概要について」 『企業会計』第74巻第10号、pp.789-796.
- 中村昌宏（2023） 「株主還元比率を明示した配当政策が広まる」 『大和総研』。
- 中村昌宏（2025） 「TOPIX500企業の配当方針の分類と変化」 『大和総研』。
- 日本経済新聞（電子版） .2023. 「企業の配当基準進化 日鉄鉱業、株価連動、トラスコ中山、投資影響を除外、100社超見直し、還元重視」 .2023年9月27日 2:00. 最終アクセス2025年10月20日。  
<https://t21-nikkei-co-jp.ap2.proxy.openathens.net/g3/CMNDF11.do>
- 東富隆晋（2023） 「業績連動型配当政策に関する実証研究」 『三田商学研究学生論文集』 No. 2022、pp.93-104.
- 柳良平（2011） 「最適資本構成に基づく最適配当政策に係る一考察-バランスシート・マネジメントと説明責任の視点から-」 『現代ディスクロージャー研究2012年10月』 No. 12、pp.39-48.
- 柳良平（2014） 「最適資本構成に基づく最適配当政策の重要性-日本企業と投資家のダイコトミーの処方箋-」 『企業会計』 Vol. 66、No7、pp.1012-1019.

第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 優秀賞  
 「『資本コストや株価を意識した経営』の  
 開示実態とその改善案 —PBRの分析に  
 焦点を当てつつ—」



一橋大学 円谷ゼミ

吉村 拓真、甘 伊娜、平島 駿太、眞弓 珠妃

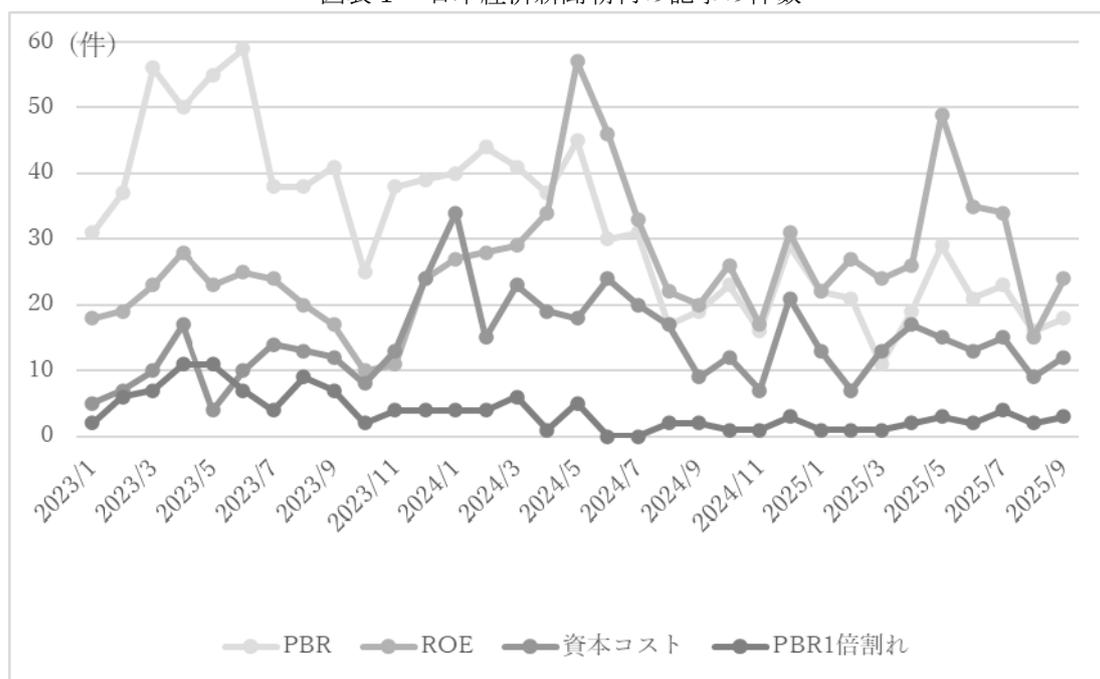
**第1章 近年高まる「資本コストや株価を意識した経営」の重要性**

本稿の目的は、各企業の統合報告書に含まれるPBR（株価純資産倍率）の開示情報を分析することで、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の実現度を評価することである。そして、企業の現状を調査する中で、各企業が抱えるPBRに関わるディスクロージャーの課題点を洗い出し、企

業が開示すべきPBRに関する情報のテンプレートを提案することである。

ではなぜ、本稿ではPBRに着目するのか。まず具体的な背景を説明すると2023年3月より東京証券取引所（以下、東証）はプライム市場とスタンダード市場の全上場企業を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の実践をお願い（以下、「東証要請」）してきた。

図表1 日本経済新聞朝刊の記事の件数



(出所) 著者作成

図表1は日本経済新聞朝刊におけるPBR、ROE、資本コスト、PBR1倍割れに関する記事の件数を月ごとにまとめたものである。図表1では、2023年3月以降、全てのキーワードに関する記事の件数が増加していることが分かる。そして、これらのキーワードの中で、増加幅が最も大きいのがPBRである。加えて2025年に入ってもPBRに関する記事の件数は20件前後を推移しており、未だに注目されていることが分かる。このことから、PBRは企業分析の重要な指標として扱われていることが分かる。

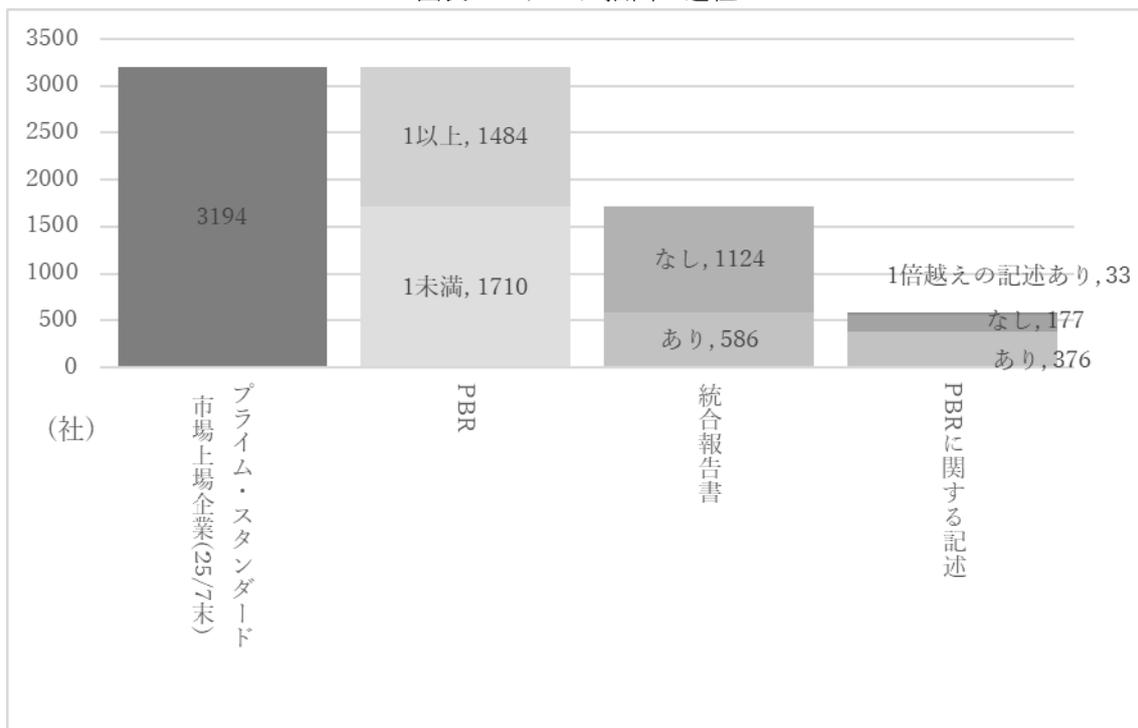
しかし、PBRに着目して日本企業の立ち位置を分析すると厳しい現状が浮き彫りになる。経済産業省「グローバル競争で勝ちきる企業群の創出について」（2022年3月31日）で公表された調査結果によるとPBRが1未満の企業の割合は、米国（S&P）で3%、欧州（STOXX）で約20%だったのに対し、日本（TOPIX）は約40%と極めて高い数値となっている。また、同資料における東証一部上場企業における

PBRの最頻値は0.5~0.6倍である。加えて、日本経済新聞電子版「PBR1倍割れ企業、全体の54%に 昨年末比11ポイント増」（2025年4月7日）によるとPBR1倍割れの企業の増加は止まらず、該当企業の割合は54%までに増加したとある。このことから、「東証要請」、つまりは、PBRの向上のための取り組みに何らかの課題があるのは明白である。本稿では、PBR向上のために必要となるディスクロージャーの在り方を明らかにしていく。

## 第2章 サンプル抽出の手法と調査対象

本章では、サンプル抽出の手法と抽出される情報の中で、利用するデータについて説明する。本稿では、統合報告書において開示されているPBRの情報についてその開示内容を調査し、昨今の「東証要請」が重視される中で、企業が行うべきPBRのディスクロージャーの在り方について記述する。

図表2 データ抽出の過程



(出所) 著者作成

図表2で示しているように、本調査における対象企業は2025年7月末におけるプライム・スタンダード上場企業3,194社とした。第1段階として2025年7月末時点でPBRが1倍割れとなっている1,710社を抽出した。この1,710社は2025年7月末時点で、「東証要請」で言うところの改善の余地がある企業といえる。第2段階として先の1,710社のうち、統合報告書を作成している企業586社を抽出した。そして、第3段階として先に抽出した586社のうちPBRについて言及していた376社について、第3章以降で、PBR開示内容を調査する。

なお、この3つの段階で抽出したPBR1倍割れ企業376社のうち、統合報告書開示までに1倍を超えた企業やPBR1倍を超えている統合報告書開示企業のうち直近の統合報告書開示の時点までにPBR1倍を割ってしまう企業が理論上存在することになる。しかし、データ入手に制限があるため、第3章以降の分析対象企業は第三段階で抽出した376社としている。また、統合報告書を開示する日時は各企業で異なっているが、データ入手に制限があるため調査日時点で開示されていた統合報告書を最新のデータとして調査している。なお、データベースはeolを用いて入手した。

また、一口にPBR1倍割れの状態にあるといっても各企業の東証要請の未達の程度は異なる。したがって、今回の調査ではPBR1倍割れ企業のPBRを集計した際のおおよその中央値である0.65を一定の目安として細分化したデータを用いることとする。

### 第3章 コーポレート・ガバナンス報告書における開示実態の分析

本章では、コーポレート・ガバナンス報告書（以下、CG報告書）の「東証要請について」の欄<sup>1</sup>における、各企業の開示実態の調査結果を述べる。この調査の目的は、CG報告書における「東証要請」への

説明が簡潔である、という仮説を検証することである。

#### （1）調査方法

調査対象企業は、プライム・スタンダード上場企業の中で、PBRが1倍割れしており、統合報告書を発行している586社である。抽出した586社のCG報告書の「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」（以下、「東証要請について」）の欄の記述を調査した。調査内容は以下の4点である。

1点目は、「東証要請について」の欄があるかである。「東証要請について」の欄は推奨されているものの、記載は任意であるため、調査対象企業が欄を設けているか調査する。なお、この項目以降は、欄を設けている企業に行なう。

2点目は、「説明が定型文であるか」である。定型文の定義は「説明された文章をそのまま他社の説明として使った時に意味が通じる状態」とする。つまり、記述が一般的な内容であれば他社の説明にも転用できるため定型文となる。反対に、具体的な数値や戦略が書いてあれば、他社の説明として通用しないため、定型文に該当しない。この項目は3つの集団に企業を分類した。1つ目は「定型記載」の企業である。これは記載が定型文の企業群である<sup>2</sup>。2つ目のグループは、「独自・定量記載」である。この集団には、何らかの具体的な数値（株主資本コスト、PBRなど）が記載されていた企業を分類する。具体的な数値がある文章は他社の文章に転用できないため、定型文ではなく独自記載と判断できるからである。3つ目の集団は、「独自・定性記載」である。これには具体的な数値は記載されていないが、具体的な説明や戦略が記載されており、定型文ではないと判断した企業を分類する。

<sup>1</sup> 東京証券取引所は、プライム・スタンダードに上場している企業に対して、「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」という欄を設けて、実態を説明することを推奨している。

<sup>2</sup> なお、「詳細は〇〇（企業名）レポートに記載している。」といった企業の固有名詞を含む開示資料の名称が記載されていた場合は、その部分は除外して定型文かどうかを判断する。なぜならば、「個別のレポート名が記載されているので他社の説明として使えないため、定型文である」と結論づけるのは、この調査の目的に一致しないからである。

3点目は、「数値について」である。この項目では、4つの集団に企業を分類する。1つ目は、数値を掲載していない企業である。2つ目は、過去の数値実績を載せている企業である。3つ目は、具体的な目標数値を書いている企業である。4つ目は、過

去の数値を載せていると同時に、目標数値を記載している企業である。

4点目は、「リンクが記載されているか」である。東証は、CG報告書の「東証要請について」の書き方で以下のように述べている。

「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」/「株主との対話の推進と開示について」（2023年3月31日公表）に基づく内容について、経営戦略や経営計画、決算説明資料、アニュアルレポート、自社のウェブサイト等で開示を行っている場合には、本欄に開示を行っている旨とその閲覧方法（ウェブサイトのURLなど）を記載してください。また、本欄に直接内容を記載することでも差し支えありません。

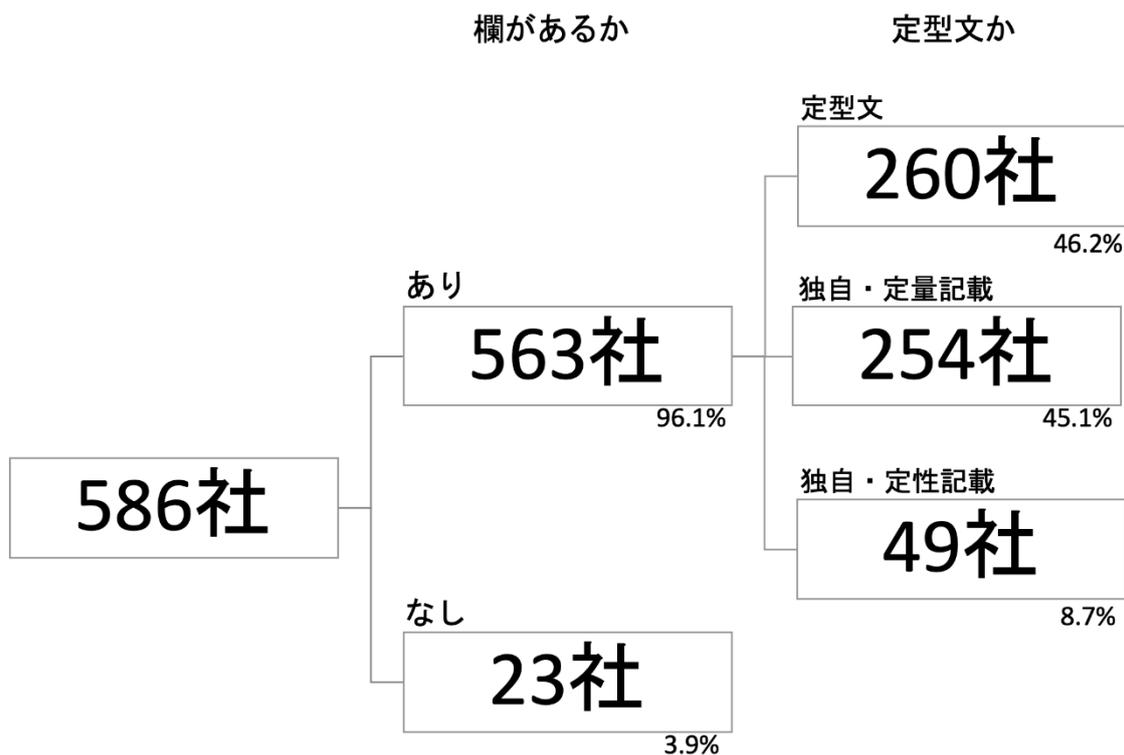
（出所）東京証券取引所（2025）

つまり、リンクが掲載されていれば「東証要請について」熱心に取り組んでいると予想できる。

## （2）調査結果

### （I）「東証要請について」の欄があるか

図表3 欄があるか  
欄があるか



（出所）著者作成

96.1%（563社）が「東証要請について」の欄を設けており、残りの3.9%（23社）が欄を設けていなかった（図表3）。欄の記載は任意であるが、多く

の企業が何かしらの説明をしなければならないと意識していることが分かる。

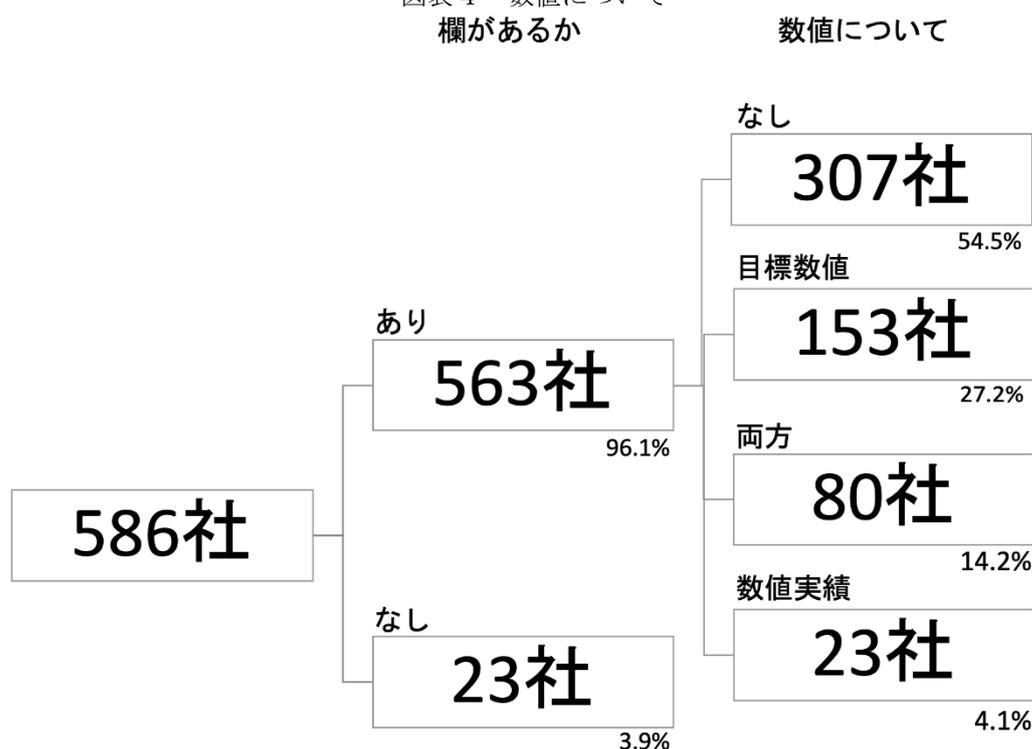
(II) 記載が定型文か

記載が定型文かについては、46.2% (260社) が定型記載、45.1% (254社) が独自・定量記載、8.7% (49社) が独自・定性記載という結果になった (図表3)。これは、約半数の企業がCG報告書において、

「東証要請」を意識しているように見える表面的な開示に留まることを示す。それに対し、45.1%の企業が具体的な数値を用いて説明しており、8.7%は具体的な数値を挙げてはいないものの、現状説明や経営方針について詳細に述べている。

(III) 数値について

図表4 数値について  
欄があるか



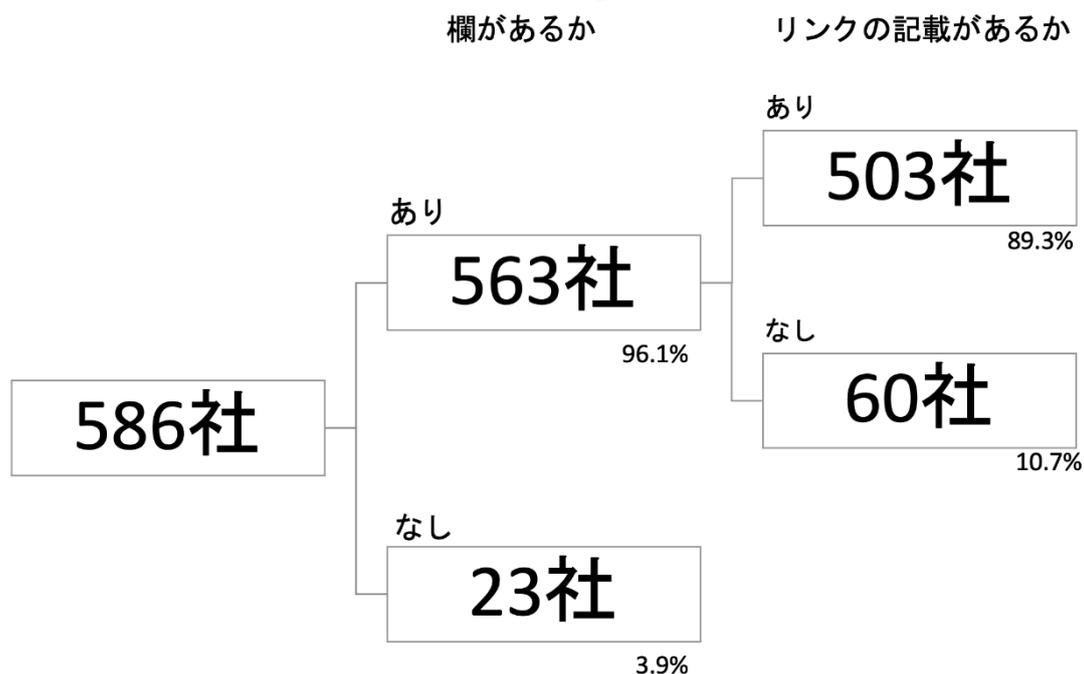
(出所) 著者作成

数値については、54.5% (307社) が、過去の数値実績や目標値を何も示さなかった (図表4)。株主資本コストやPBR、ROEなど数値で表すことが可能な指標が多くあるにもかかわらず、数値が述べられておらず、半数以上の企業が簡潔な説明に留まってい

る。次に多かったのは、27.2% (153社) が目標数値のみを述べており、14.2% (80社) は数値実績、目標数値両方を記載していた。数値実績のみを記載した企業は4.1% (23社) で最も少なかった。

(IV) リンクの記載があるか

図表5 リンクの記載があるか  
欄があるか



(出所) 著者作成

最後に、リンクが掲載されているかについては、89.3% (503社) が自社のホームページや、統合報告書、有価証券報告書などの資料のリンクを掲載していたのに対し、10.7% (60社) はリンクが掲載されていなかった (図表5)。リンクについては、東証の要請の通りに記載している企業が多かった。しかし、多くの企業がリンクを貼り付けていれば、それだけ開示に積極的であるという予想に反して、46.2% (260社) の定型文を掲載していた企業の中には、「以下のリンクで開示しているのでご覧ください。」と一言で説明が終わっている企業が多かった。つまり、リンク先で詳細に説明されているため、CG報告書での詳細な説明は省く企業が多い。

以上の調査結果から、CG報告書の「東証要請について」の欄における説明は、簡潔であることが多い

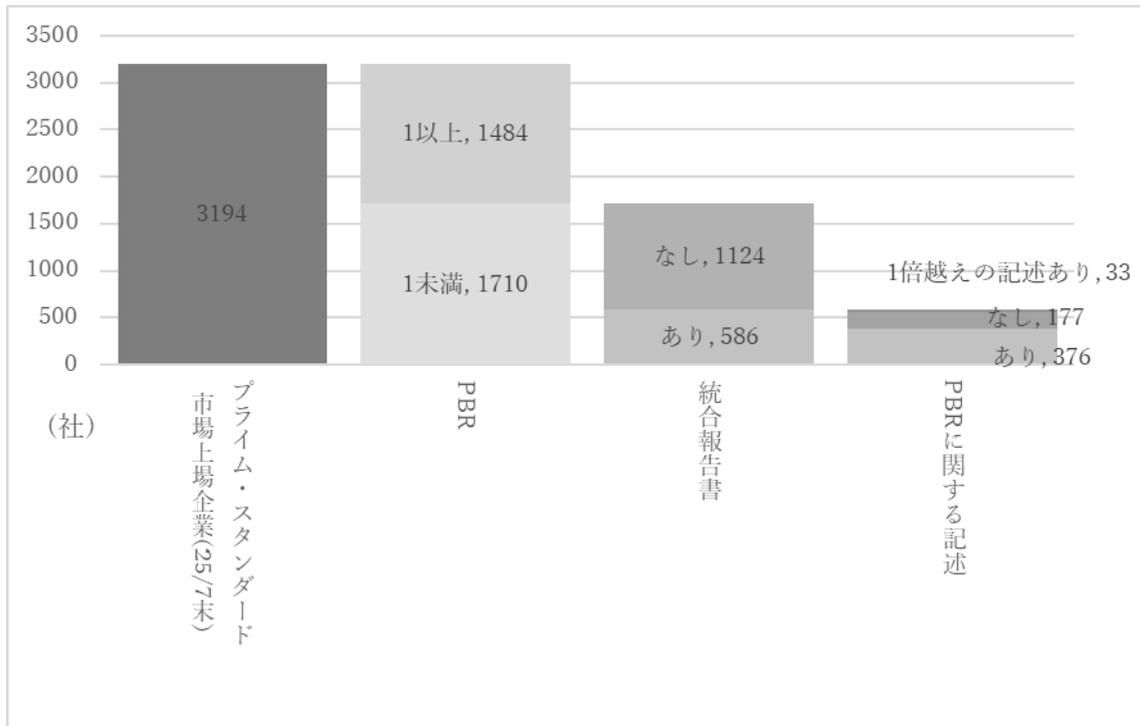
と結論づける。CG報告書で「東証要請」に触れることを重視する企業が多いことは明らかになったものの、46.2% (260社) が定型記載であることや54.5% (307社) が具体的な数値を用いて説明を行っていない状況を鑑みると、詳細な開示が行われていないといえるためである。したがって、各企業の開示実態をより詳細に調査するためには、掲載されているリンクまで調べる必要がある。リンク先の資料は、経営計画、アニュアルレポート、統合報告書、ウェブサイトなど、様々であった。その中でも統合報告書は、経営計画や決算説明などの主要なテーマが詳細に記載されており、上記の様々な資料が最終的にまとめられている。したがって、次章以降では、統合報告書を調査対象とし、より詳細な開示実態を調査する。

#### 第4章 各企業のPBRへの注目度

「東証要請」の達成度合いを評価するために統合報告書を見ていくとやはり、いの一でPBRの文字

を探ることになる。そこで、この章では統合報告書にある「PBR」という単語の有無や個数を手作業で分析し、各企業のPBRへの注目度を評価する。

図表2 (再掲) データ抽出の過程



(出所) 著者作成

図表2は第2章で示したものを再掲したものである。ここでは、第2章で示したデータ抽出の3つの段階の中で、PBRの開示状況を分析する。

データ抽出に際して、第1段階で、PBR1倍割れの企業1,710社を抽出しているのは、先に述べたとおりである。そして、第2段階で、統合報告書を開示している企業586社を抽出しているが、残りの1,124社はPBR1倍割れの状況下にあっても統合報告書においてPBR情報を開示していないことになる。したがって、少なくとも今回の調査の範囲内では、開示内容に向上の余地がある企業と断定することはできず、本研究における調査対象から除外

している。続く第3段階では、統合報告書を開示している企業のうち、PBRに関する開示を行っている企業376社を抽出している。ここで、2025年7月時点ではPBR1倍割れであったが統合報告書においてはPBR1倍越えが明記されていた33社を除き、この段階で抽出されなかった177社はPBR1倍割れの状況下にも関わらず統合報告書でPBRの情報を開示していないということになる。「東証要請」を意識する以上、企業自体の価値を高めることは重要であるが、統合報告書の開示を通じてステークホルダーに企業の強みを理解してもらうことも必要になる。

図表6 調査項目と記入例の紹介

社名	個数	過去の数値グラフ	PBR目標値有無	目標年限有無	PBRの低い要因	PBR分解	向上施策への言及	株主との対話に関する記載	配当政策に関する記載	政策保有株式に関する記載	経営陣の言及	CEO言及	社外取締役言及
001	17	1	1	0	3-業界	1	3-両方	1	1	0	0	1	0
002	6	1	0	1	1-会社	1	0-なし	0	0	1	1	1	0
003	9	1	0	0	0-言及	1	3-両方	0	1	0	1	0	0
004	9	1	1	0	0-言及	1	3-両方	1	1	0	1	1	1
005	1	1	0	1	0-言及	0	0-なし	0	1	1	1	0	1
006	2	1	0	1	0-言及	0	1-ROEのみ	0	1	1	1	0	1
007	6	0	0	0	1-会社	1	0-なし	0	0	0	1	1	0

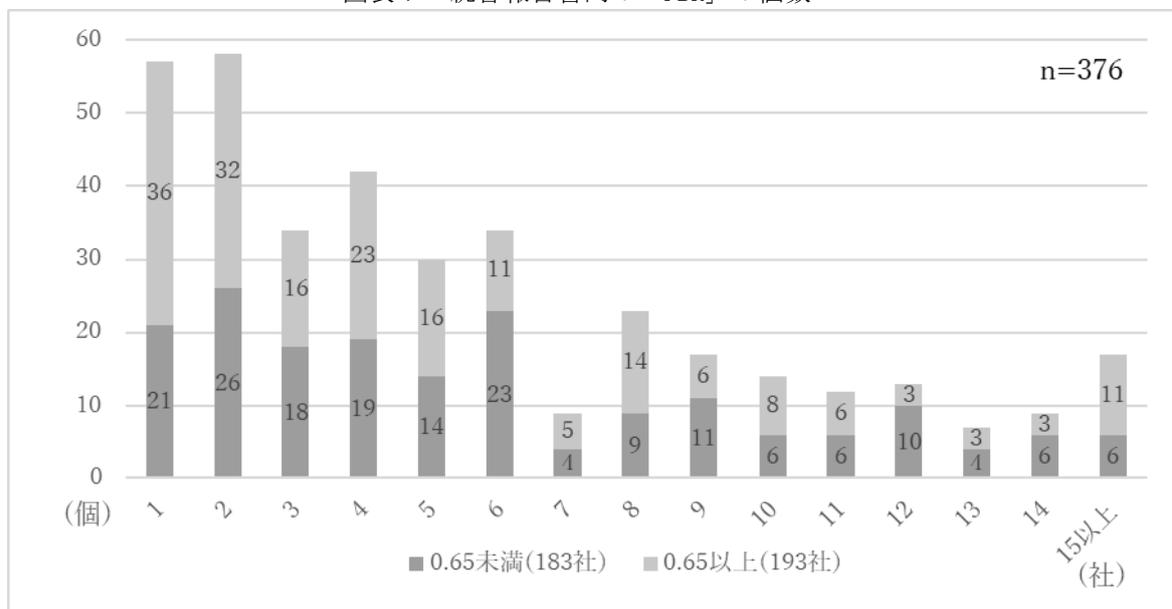
(出所) 著者作成

ここで、本稿の意義について述べる。本稿の意義は主に2点ある。1点目はPBRという観点から複数資料における企業の対応について客観的指標をもとに手作業で分析を行った点である。従来の企業のPBRへの対応の分析は主に、開示の有無といった表層的なものや株主の観点に基づいた客観的な指標によらないものであり、明確な評価基準がなかった。そのため本稿では、客観的指標に基づく調査を行うことで企業の現状を明確化した。

2点目は、統合報告書に焦点を当てた分析を行っている点である。CG報告書や有価証券報告書な

どさまざまなIR関連資料の存在する中で財務情報と非財務情報を統合させた価値向上を主眼とする統合報告書の中身を調査することで、企業の中長期目線でのPBRなどに代表される価値向上の取り組みを実態に則した形で分析した。以上を踏まえた上で統合報告書に基づく分析を行なっていくが、その調査に際しては図表6のような形の表を用意して入力を行い、調査を進めた。また本章以降に登場する好事例の企業に関しては、表における丸の個数が平均以上の企業から抜粋している。

図表7 統合報告書内の「PBR」の個数



(出所) 著者作成

次に、統合報告書に含まれる「PBR」という単語の個数を調査した。図表7で示しているように、PBRが0.65以上の企業も0.65未満の企業も統合報告書内に含まれる「PBR」という単語の個数は1個あるいは2個という場合が多いことが分かる。具体的な数値に注目していくと、0.65以上の企業193社のうち、単語の個数が1個の企業数は36社（18.7%）、2個の企業数は32社（16.6%）であった。一方、0.65未満の企業183社のうち、単語の個数が1個の企業数は21社（11.4%）、2個の企業数は26社（14.2%）であった。

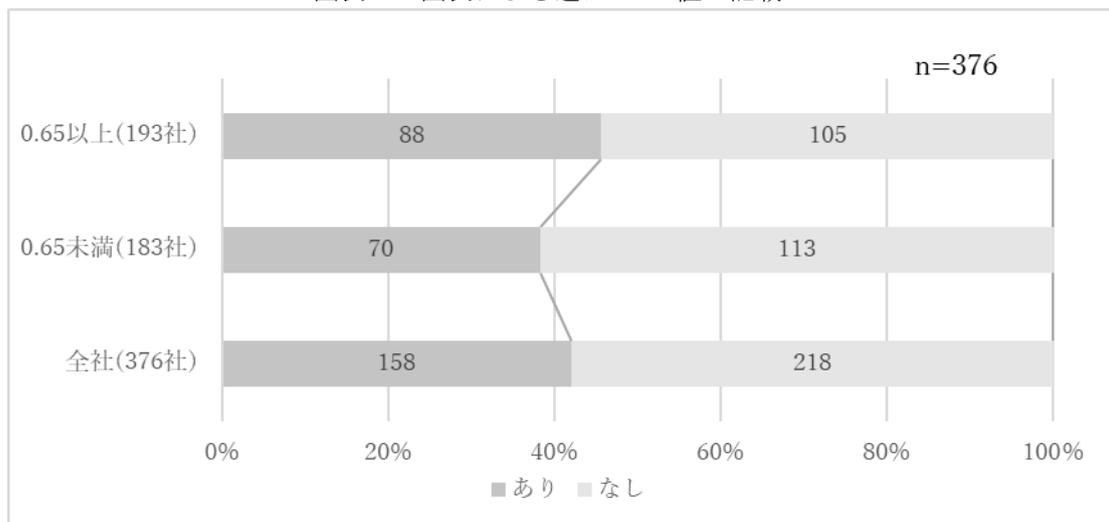
例えば、PBRに関する記述があっても統合報告書において「東証要請」について具体的な説明が明示されていない場合、ディスクロージャーに改善の余地があると考えられる。特に、統合報告書に含まれる「PBR」という単語の個数があまりにも少ない場合は、「東証要請」に関する内容をさらに盛り込む必要があるだろう。もちろん、統合報告書の文脈や

他の情報の優先順位などを考慮した場合、単なる「PBR」の単語数に唯一絶対の基準を設けることは難しい。しかし、単語数が2個以下の企業は「PBRが1倍を割ってしまったので、次年度以降、改善に努めたい。」や「東証が掲げる方針に則り、我々はPBRを意識した経営を行う必要がある。」といったような定型文になっている場合が多く、PBRが低いという問題に対して、原因を分析し、その解決策を提案すると共に、具体的な目標値と達成期限を明示するという流れを作っていないことが分かる。このような現状是認的なPBRの情報開示の下では、株主は企業の魅力を正しく把握できない。

### 第5章 PBR1倍割れの原因分析

本章では、統合報告書においてPBRが1倍を割っている原因についてどれほど説明がなされているか調査した結果を述べる。

図表8 図表による過去のPBR値の記載



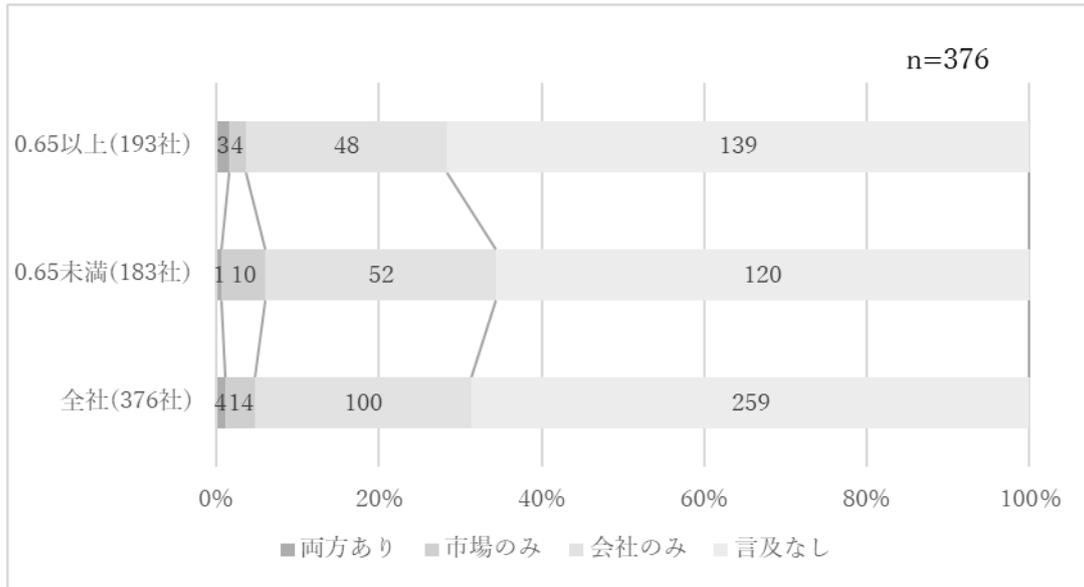
(出所) 著者作成

グラフや表を用いて過去のPBRの値を掲載しているか調査した結果が図表8である。図表の掲載率は、全社で42.0%（158社）、PBR0.65以上の企業で45.6%（88社）、0.65未満の企業で38.3%（70社）、であった。図表は、これまでの企業の市場評価を定量的に可視化するものであり、これらの掲載がない場合、自社の現状分析が十分であるとはいえない。一方、文章中にPBRの記述が全く無く、グラフや表で推移のみを掲載している企業も多い。今回の調査対象がPBR1倍割れの企業であることも踏まえると、こ

のような開示は、PBR1倍割れを認識していながら、現状に対する説明や改善策を示していないということであり、これもディスクロージャーとしては改善の余地がある。

また、低いPBRのそもそもの原因としては大きく2つに分けられ、業界全体が市場から低く評価されているという市場側の原因と、自社の業績や経営が投資家に評価されていないという企業側の要因である。

図表9 PBRの原因分析



(出所) 著者作成

376社のうち、いずれか原因を取り上げて説明をしていた企業は31.3% (118社)であった(図表9)。PBR0.65未満の企業は0.65以上の企業に比べ、PBRが低水準である原因の言及をしている割合が高いことが分かる。一方、この118社のうち、原因として市場のみを挙げる企業の割合は全社で11.9% (14社)であるが、そのうちPBR0.65以上の企業で7.3% (4社)、0.65未満の企業で15.9% (10社)と大きく差がある。特に、PBR0.65未満の企業では10社が該当し、これら企業の大半は金融業界や鉄鋼業界に属している。例えば、A社(プライム上場、非鉄金属業)

の統合報告書では「当社のPBR(株価純資産倍率)が1.0倍割れの状態が続いているのも、こうした事業特性に起因するところが多いと考えています。」と記述されている。企業が属する業界の特性や市場の状況は、低いPBRの要因として十分な妥当性がある。しかし、低PBRの原因に関して市場だけに言及しているということは、「東証要請」という観点で、企業は現状の経営には問題がないとみなしていると読み取れる。こうした姿勢は、PBRの向上を目指す上で望ましいディスクロージャーのあり方とはいえない。

図表10 PBRの原因分析の好事例1

現状分析

2014年以降、当社の株価および時価総額は下落傾向にあり、直近1年ほどは上場来安値圏を推移しています。また、PBRは1倍未満となりました。

当社のWACC・株主資本コストは概ね6～8%と推定しています。2024年度においては営業利益の減少によりROIC(2.4%)・ROE(4.8%)がそれぞれWACC・株主資本コストを下回りました。市場における評価向上のため、下記3点が特に重要な課題であると認識しています。

1. 投下資本に対する収益性・資本効率の低さ

投下資本に対して収益性・資本効率が低く、企業価値を毀損している状態です。主な要因は営業利益率の低さと現預金の活用不足と認識しています

2. 時価総額低迷による取引減

時価総額の低さによって機関投資家の投資対象から外れ、業績回復などプラスの要素も株価に反映されづらくなっていると考えられます

3. 将来期待の不確実性の高さ

直近で連続的な利益成長を実現できていないこと、中期計画を開示していないことから、将来的な成長ポテンシャルやリスクを適切な形で株価に反映できていないと考えられます

図表11 PBRの原因分析の好事例2

現状の課題

(PBR1倍割れ)

収益性改善により、PBRは改善傾向も1倍割れが続く業界水準より低位にあるPERが課題

2023年度は  
ROE(8.5%\*) > 株主資本コスト(6.6%)  
ROIC(4.7%) > WACC(4.0%)

\*表面上のROEは資本コストを上回るが、実質ベースでは下回っており、今後もさらなるROE向上が必要  
\*以前からの課題である収益性の低い非事業資産の活用を進め、WACCを上回るROICの安定的確保を目指す

現状

PBR 0.85倍

ROE 8.5%\* × PER 10倍

※資産売却などの特別利益や税効果を除く実質ROEは5.1%

(出所) リブセンス「2025年度統合報告書」より抜粋

(出所) エイチ・ツー・オーリテイリング「統合レポート2024」より抜粋

ここで、望ましい事例としてリブセンス(図表10)とエイチ・ツー・オーリテイリング(図表11)を紹介する。両社ともにPBRの現状に対してページの半分程度のスペースを割き、複数の課題を提示してい

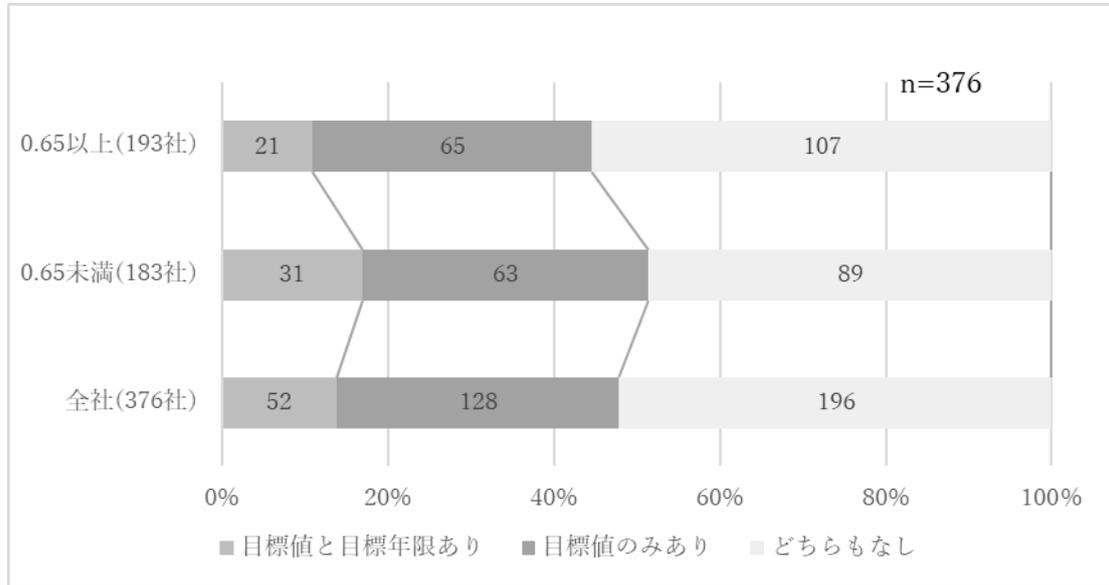
るほか、株主資本コストやWACCの値も記載している。このような開示により、企業のPBRに対する課題意識が明らかになるだけでなく、目標値や具体的施策の妥当性が明確になる。

## 第6章 PBR向上の施策

企業のPBR向上に対する姿勢は、PBRの目標設定やPBR向上施策から読み取れる。そこで、まずPBRの目

標値を設定しているか、また目標値に達成期限を設定しているか調査した（図表12）。

図表12 PBR目標値と目標年限の有無

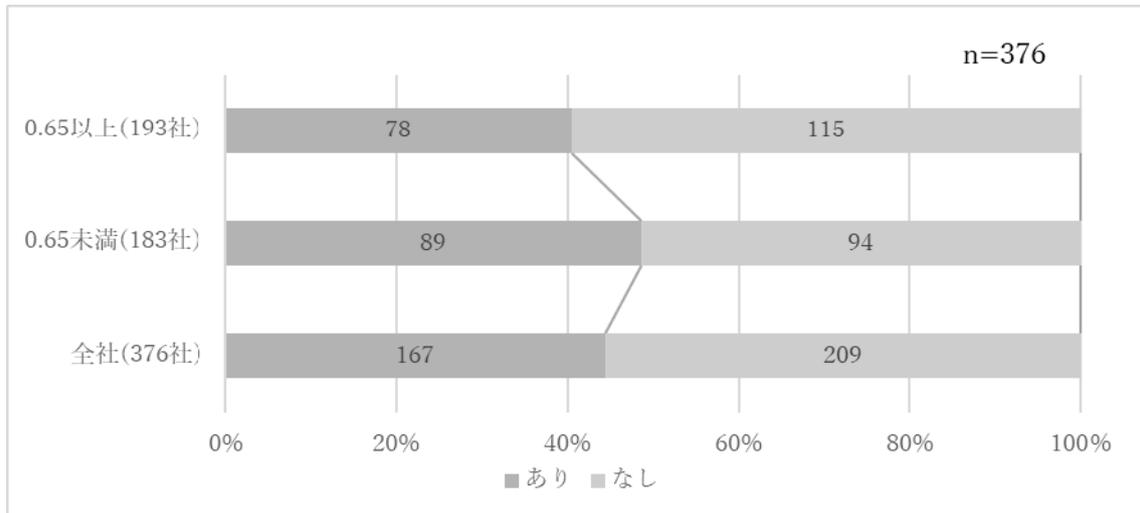


(出所) 著者作成

目標値と目標年限のどちらも設定している企業は全社で13.8% (52社)、PBR0.65以上、0.65未満の企業ではそれぞれ10.9% (21社)、16.9% (31社) であ

り、PBR0.65未満の企業の方が目標設定に積極的であるといえる。

図表13 PBR分解の有無

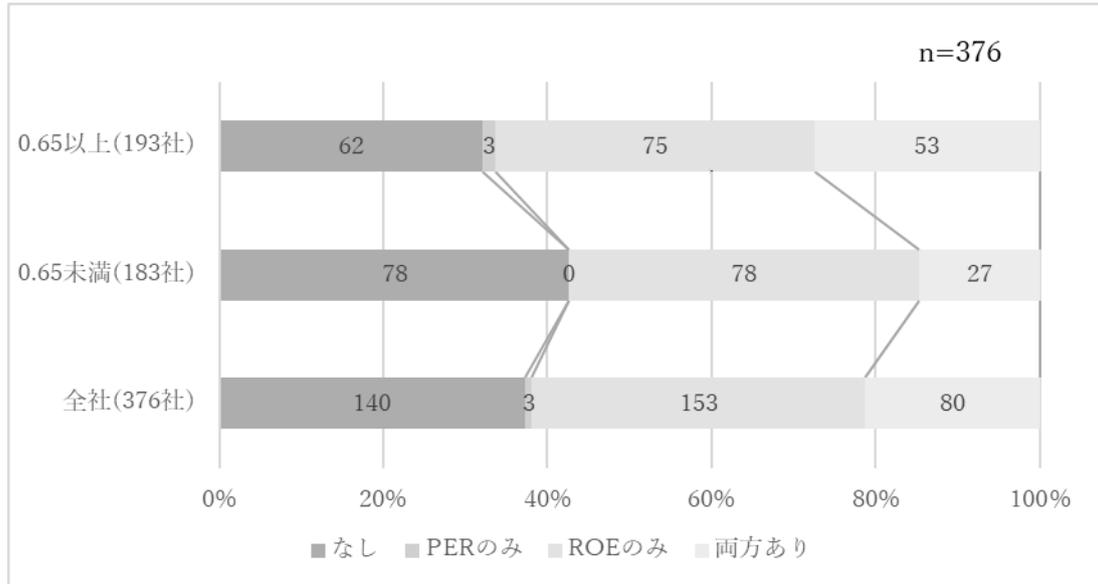


(出所) 著者作成

また、調査の中で、 $PBR=ROE \times PER$ と分解した上でそれぞれに対する改善策を説明する企業が多く見られた。各数値のPBR向上のためには少なくともROEとPERのいずれかを高める必要があり、統合報告書内でこのような分解をすることで、企業が抱える課題や施策の効果が明確になり、PBR向上施策への説得

力が高まる。そこでPBRについて述べている文脈でROEとPERの両方について言及している企業を調査した(図表13)。その結果、全社で44.4% (167社)、PBR0.65以上の企業、0.65未満の企業ではそれぞれ40.4% (78社)、48.6% (89社)であった。

図表14 PER・ROEへの言及



(出所) 著者作成

次に、図表14は、各企業がROEやPERに言及しているかを調査した結果である。両方について施策を言及している企業は、全社で21.3% (80社)、PBR0.65以上の企業で27.5% (53社)、0.65未満の企業で14.8% (27社)、どちらか一方のみであった企業は、それぞれ41.5% (156社)、27.8% (78社)、14.8%

(78社)だった。以上より、PBR0.65未満の企業では施策の言及が乏しいことが分かる。また、PBR向上の施策としてROEの改善策のみを取り上げる企業が多いことが分かる。例えば、B社(スタンダード上場、機械業)の統合報告書では以下のように記載されている。

現在の当社株価は、PBRが0.7倍程度で推移しており、この株価水準は不十分だと考えています。人的資本を中心としたサステナビリティ経営の強化などからPERは14倍程度で推移していますが、ROEの低迷(2024年3月期実績5.1%)が低PBRの主因であると分析しています。中長期的なROE目標を8%以上に設定しており、収益力の向上を早期に実現させることで、企業価値および株主価値の向上に向けて最大限の努力をまいります。

この記述はROEを向上する意識が見られる一方、PERの水準に問題意識を読み取れない。しかし、同社のPERとPBRの推移を見るとPERも決して高いとは

いえず、施策の設定自体にも問題があると考えられる。

図表15 PBR向上策の実現性の好事例

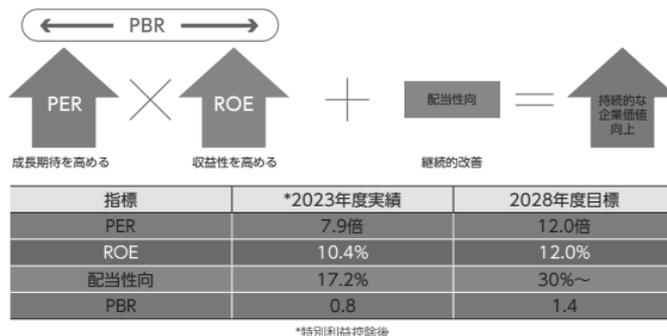


## 企業価値向上に向けた施策 【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】

2023年末のPBRは0.8となり2022年末の0.7から0.1改善いたしました。2028年にこれを1.4に引き上げるべく、以下の成長戦略に基づいて推進してまいります。

### 現状分析

- 資本コスト10%程度に対して、ROEは2023年度の特別利益控除後で10.4%となりました。
- PERは2023年度の特別利益控除後で7.9倍となり、2022年末と同水準となりました。
- ➔ 以下の成長戦略とそれを実現するためのキャッシュアロケーション戦略でPBR1倍超を目指します。

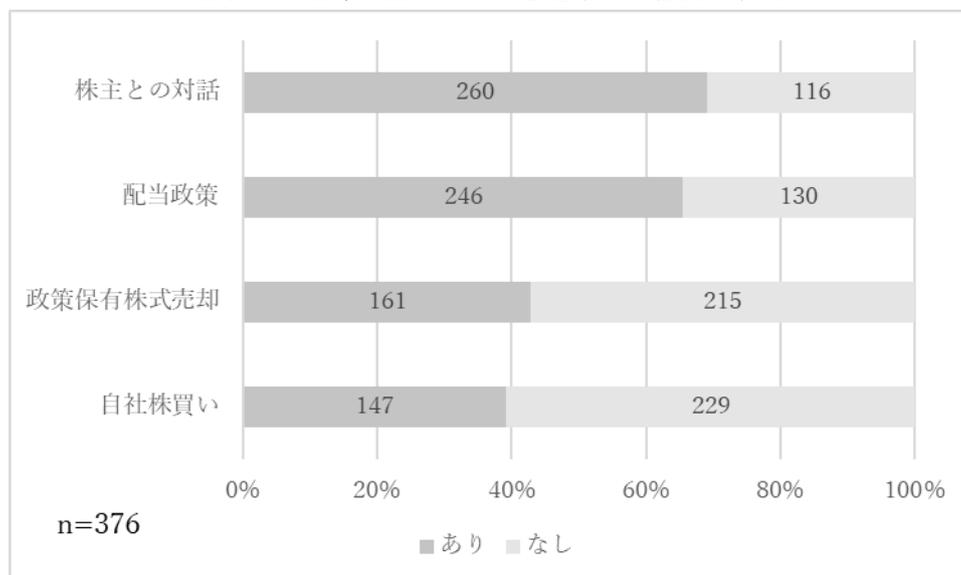


（出所）市光工業「2024統合報告書」より抜粋

ここで、PBRの現状分析と目標設定における好ましい事例として、市光工業を挙げる。図表15は、同社の統合報告書の抜粋である。PBRをROEとPERに分解した上で、それぞれの実績に対して前年度と比較を行い、目標数値と目標年限を示している。また、多くの企業がPBRの目標値を、一般的な目安と言われる1倍に設定している中、同社は2028年度目標を1.4倍としている。他にもPBRが1倍を大きく下回っ

ている、あるいは業界の平均と大きな差があるなどの状況を考慮し、PBR目標を1倍でない値に設定する企業が見られた。そうした企業は、東証からの要請に応えるためというような受動的な開示ではなく、自社の固有の現状を分析した上で、妥当な目標設定を行っており、PBR向上に対して積極的な対応を行っているといえる。

図表16 指標向上のための各施策への言及の有無

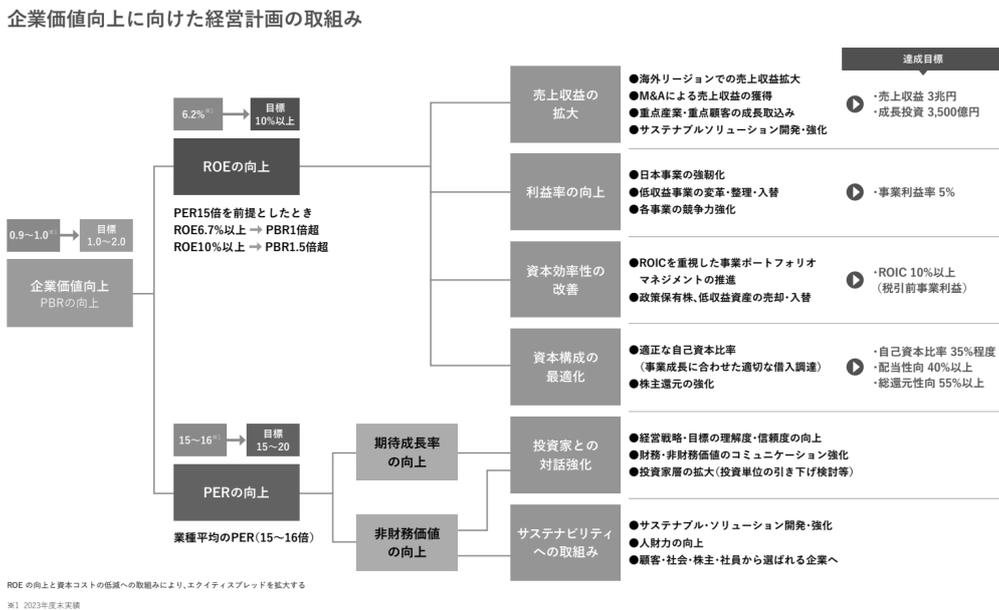


（出所）著者作成

これまでPBR向上に関する施策の方向性について述べてきた。一方で、東証は企業に対し具体的な取り組みを明示することを期待している。PBR向上に向けた取り組みとして様々な施策が考えられるが、今回の調査にあたっては特に言及が多い、株主との対話、配当政策、政策保有株式売却、自己株式の取

得の4項目の調査を行った（図表16）。全376社のうち、各項目に対して言及していた企業は、それぞれ69.1%（260社）、65.4%（246社）、42.8%（161社）、39.1%（147社）であり、PBR水準による大きな差はなかった。

図表17 PBRの具体的な向上策の好事例



(出所) NIPPON EXPRESSホールディングス「統合報告書2025」より抜粋

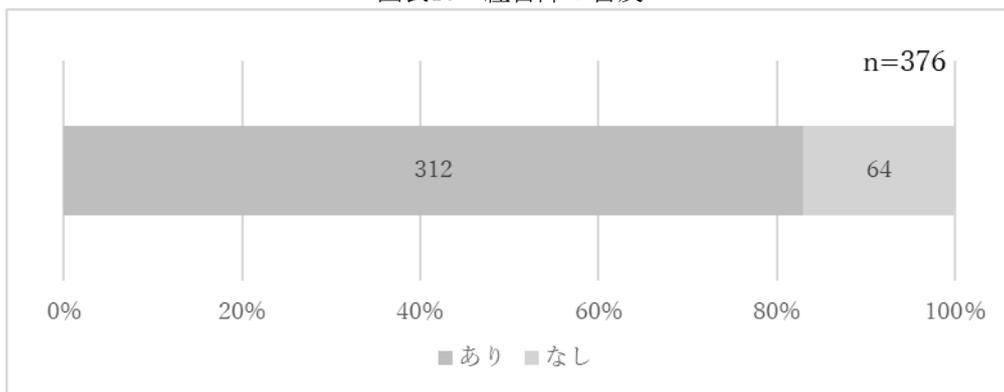
こうした具体的な取り組みの開示の好事例としてNXグループの統合報告書を紹介する（図表17）。先に言及したようなPBR=ROE×PER分解をした上で、それぞれに関してさらに分解しながら具体的な施策と目標値を記載していることが分かる。ROEにデュポン分解をしたり、PERに株主資本コストと期待利益成長率を用いて分解したりする企業は他にも多く見られた。そのような開示は主体的にPBR向上施策を明示するという姿勢が見られ、好ましいといえる。

ここで、第5章と第6章をふまえ、PBRの水準による開示の差について検討する。PBR0.65以上の企業と比較し、PBR0.65未満の企業が開示している割合が低い項目は、低PBRの原因、グラフや表、PBR向

上の施策であった。一方で、PBR目標値・目標年限やPBR分解はPBR0.65以上の企業よりも高い割合で言及があることや、短期的な施策の言及割合は同程度であった。したがって、PBRが特に低い企業は平均してPBR改善の意識はあるものの、過去から現在にかけての分析が疎かであるか開示を控えていることが示唆される。また、図表15にあるような短期的な施策への意欲はあるものの、PBR向上のために長期的な事業計画への開示が不十分であることが分かる。こうした企業は、「東証要請」に向けて、ステークホルダーに向けて現状の課題や長期的な方針を具体的に説明することがディスクロージャーにおける課題である。

## 第7章 PBR向上への本気度

図表18 経営陣の言及

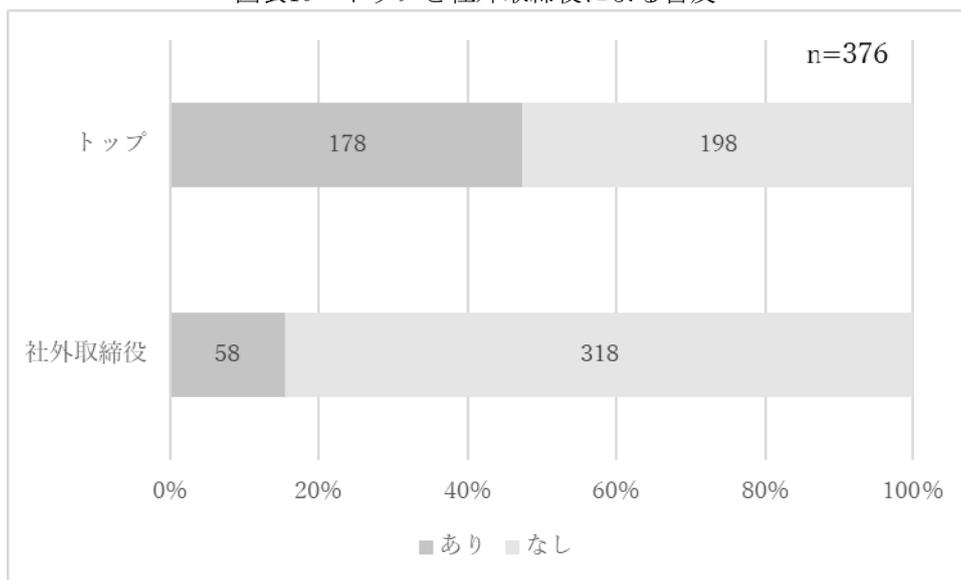


(出所) 著者作成

続いて、PBR向上策に対して実行するという強い意志が読み取れるかどうか検証するため、経営陣によるPBRの言及を調査した。ここでの経営陣とは、CEOや頭取などのトップ、CFOなど財務担当者、社外

取締役である。この結果、PBRの水準によって大きく差はなく、全社で83.0% (312社) の企業において言及があった (図表18)。

図表19 トップと社外取締役による言及

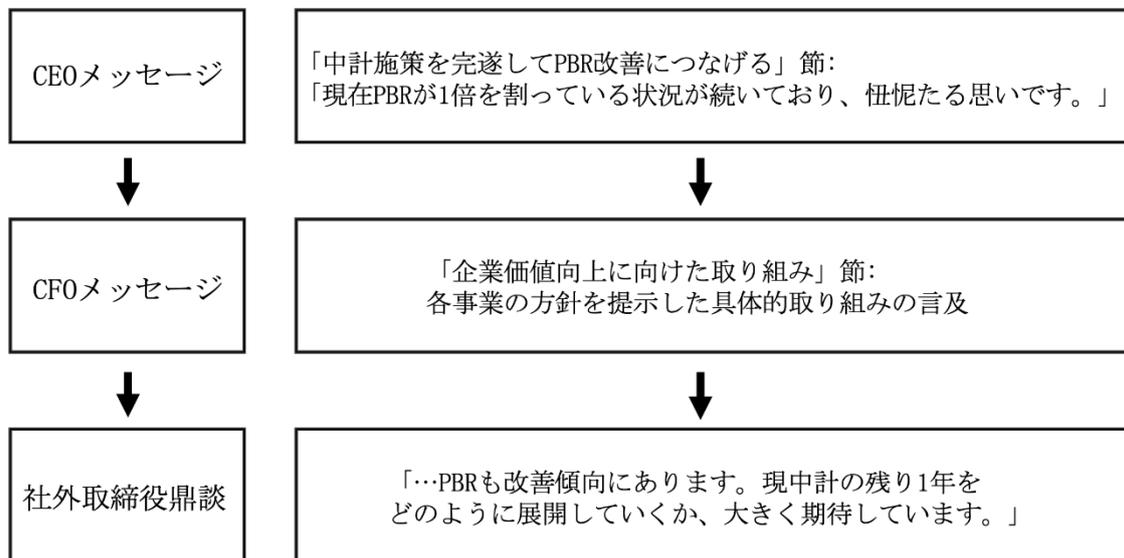


(出所) 著者作成

一方、この312社においても、財務担当者のみが言及している企業が多かった。財務担当者は財務戦略の立案・執行する立場として、PBR向上を掲げることが望ましい。ここで注目すべきは、企業全体としてPBR向上を課題として認識しているかという点である。そこで、さらにトップと社外取締役のPBRについての言及の有無を調査した（図表19）。どちらもPBRの水準によって大きな差はなく、特に社外取締役による言及が15.4%（58社）と少なかった。コーポレートガバナンス・コードに記載されているとおり、社外取締役は、独立した客観的な立場から、経営陣・取締役に対する実効性の高い監督を行うことが責務である。したがって、特にPBRが1倍割れ

している企業においては、経営陣がPBR1倍割れに対して有効な改善策を実行しているか監督する役割があり、統合報告書内でも企業の課題として何らかの言及をするべきである。また、トップメッセージでPBRについて言及している企業も全社で47.3%（178社）にとどまっている。企業のトップとして低いPBRに対する課題意識を表明していない場合、企業が全社を挙げて「東証要請」を実践しているとは言い難い。以上より、統合報告書内においては、トップや社外取締役の両方の立場からの言及が重要である。現状では、両者からPBRの言及がある企業は29社のみであり、PBR1倍割れの92.3%（347社）がこの点で不十分である。

図表20 経営陣による言及の好事例



（出所）UBE「統合報告書 2024年度」より一部抜粋し、著者作成

ここで、PBR向上に対して全社を通じた課題意識が伝わる好ましい開示例として、UBEの例を取り上げる。図表20のように、同社はPBRについてCEO、CFO、社外取締役の3名が言及しており、それぞれが役割に応じた内容を述べている。特に、CEOメッセージではPBR向上策を言及する箇所に明確なタイトルをつけ、企業としての方針を説明している。

トップ、財務担当者、社外取締役という3つのすべての立場からPBRについて言及している企業がいくつか見られた中で、CEOメッセージにおいてタイトルをつけてPBRに対する説明を行っている事例は極めて稀であった。このように企業の複数の立場の担当者による言及は、PBR向上への全社的な意識が読み取れ、好ましい開示だといえる。

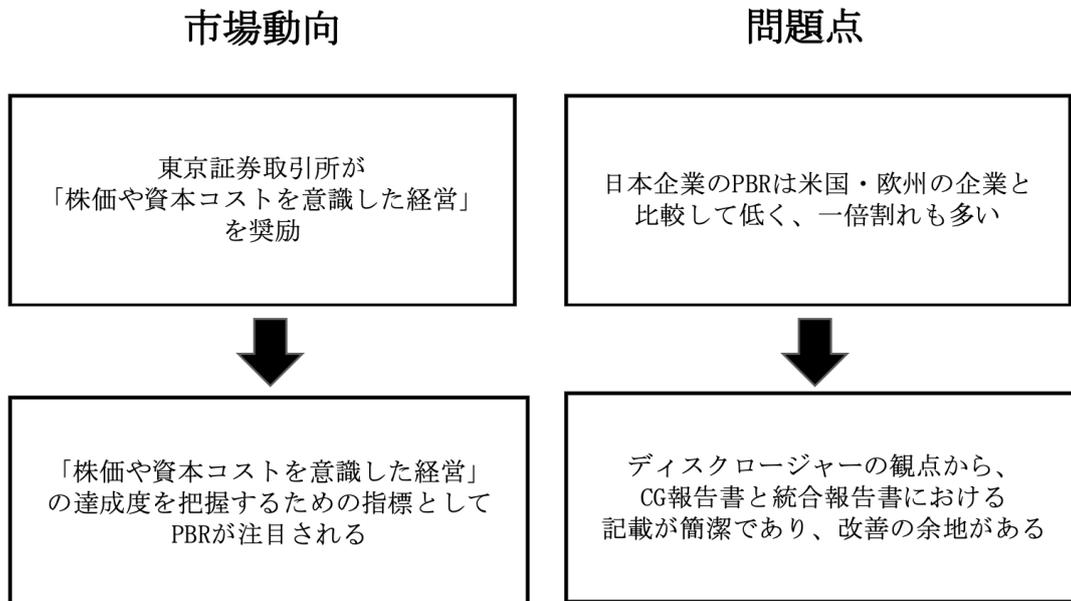
## 第8章 まとめと提言、テンプレートの紹介

本章では、全体のまとめをしながら、我々が行った調査により得られた結果を整理する。その後、浮き彫りになった3つの課題点を明確にした後に、そ

れらの改善策を提案する。最後に、我々が調査した項目を元に、開示を充実させられるテンプレートの紹介をする。

### (1) 本研究で分かったこと

図表21 「資本コストや株価を意識した経営」の市場動向と問題点



(出所) 筆者作成

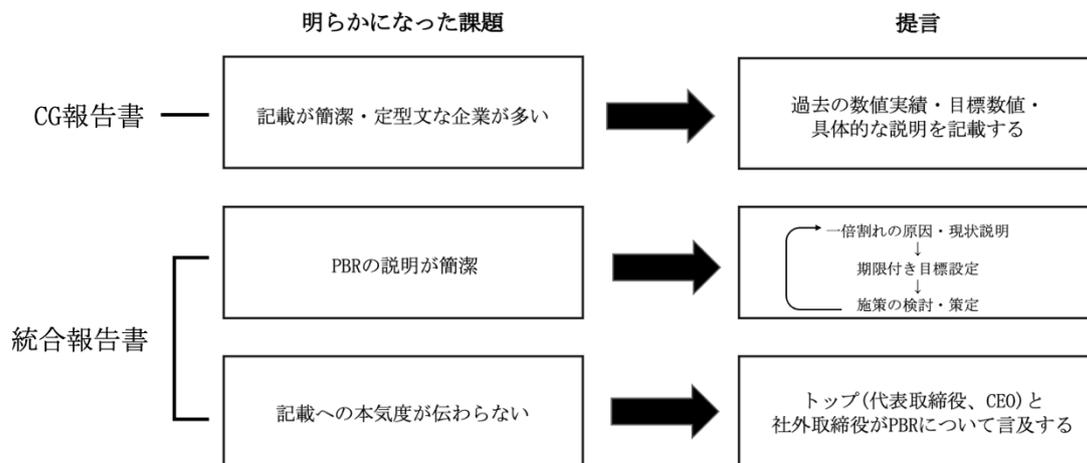
第1章では「東証要請」があるにもかかわらず、日本企業は米国や欧州の企業と比べてPBRが低い現状を指摘した。そのような昨今の市場の動向と問題点をまとめたものが図表21である。第2章以降では、こうした現状を開示の側面から改善するために、「東証要請」に向けた日本企業の開示の実態調査を行った。第2章では、調査対象企業の抽出過程を説明した。第3章では、CG報告書における開示の実態を調査した。定型文を掲載している企業が46.2%おり、実効性は不十分であると結論づけた。第4章以降では、より詳細に調査するために、統合報告書における開示に目を向けた。第4～7章では、注目度、1倍割れ原因分析、向上策、本気度の4つに分けて開示実態を調査した。この調査で見つかった課題点は主に3つである。1点目は、PBRが1倍を切っている企業群においておよそ半数以上の会社が、原因分析や過去のPBR推移に関するデータを提供してお

らず、投資家が企業の現状を把握する情報を提供しきれていない点である。2点目に、PBRに関する目標値や目標年限、それらに向けた指標の分解などに基づく具体策が公表されていない点である。この問題点に関しては、東証が公表した「投資家の視点を踏まえたポイント」3内でも同様に指摘されている。今回の調査においても具体策の公表を除いた調査項目においていずれも過半数が言及していない状態にある。3点目に経営陣、特に経営トップと社外取締役によるPBRへの言及の少なさである。この項目についても、前述の東証資料「投資家の視点を踏まえたポイント」4内の要請項目において、両者における経営の監督と経営計画の実効性の把握といった主体的かつ積極的な参加が求められている。今回の調査においても、両者のPBRへの言及は経営トップが47.3%、社外取締役が15.4%に留まっている。両者が言及していた企業は7.7%であった。

## (2) 課題と提言

課題と改善案をまとめたものが図表22である。

図表22 調査で明らかになった課題と提言



(出所) 筆者作成

1つ目のCG報告書における「記載が簡潔・定型文な企業が多い」に対する提言として、「過去の数値実績・目標数値・具体的な説明を記載する」を挙げる。そうすることで、説明が定型文ではなくなり、現状や目指す姿を理解しやすくなる。

2つ目の統合報告書における「PBRの説明が簡潔」という課題には、「原因分析・現状把握、目標値設定、施策策定」の3点に触れて説明をすべきである。なぜなら、主な読者は機関投資家であるため、彼らが納得できる形で説明をするべきであるからである。具体的には、まずは過去のPBRも含めてPBRの値をグラフで示すべきである。「1倍割れ」としか説明されなければ、どれほどPBRが低いのか、それは一時的なのかなどの判断ができない。次に、PBRが低い要因を説明し、現状の課題や優れている点を分析する。その上で、年限のある目標値を設定する。その後、PBRを分解し、分解したそれぞれの指標に、設定した目標を達成する上で必要な具体的施策について検討・策定する。この流れを踏むことで、企業の現状、目標、達成方法について納得感を与える説明ができる。加えて、毎年この3点に触れて開示を行うことで、前年度の施策を再評価できる。過去に策

定した施策を振り返ることで、想定よりも実現に時間がかかる、影響力が少ないなどの問題点が浮き彫りになるだろう。この分析も踏まえて、次期の施策を決定することで、より効果的な施策を打つことが期待できる。このように、上記の3点を説明するというサイクルを活用すれば、より明確で誠実な開示を期待できる。

3点目の課題は「記載への本気度が伝わらない」である。つまり、仮に読み手が納得するほど丁寧な説明がされていたとしても、それを本当に実行する気があるのかを読み手が判断するのが難しいということである。そこで、「トップ(代表取締役、CEOなど)と社外取締役が統合報告書内でPBRに言及する」ことによって、記載した取り組みへの本気度を示すことができる。トップがPBRに触れることは、会社全体としてPBRに取り組んでいく意識があるとアピールでき、社外取締役がPBRについて触れることは、外部の視点からPBR問題を課題として捉えているとアピールできる。つまり、この両者がPBRに触れることで、内部と外部両方の視点から、低PBR問題に取り組んでいく本気度を伝えることができる。

最後に、本研究の限界は主に3点ある。1点目に、1時点のみで調査対象企業を選定したことである。PBRは毎日変動するため、1倍割れ企業群は常に変化しているものの、調査の都合上、1時点のみで1倍割れかどうかを判断している。2点目に、CG報告書の定性・独自記載への分類など、完全に客観に基づくものではない調査項目があるということである。判断基準は予め設定したが、最終的な判断には主観性が介入してしまう。3点目に、外部資料に焦点を当てた調査ができていないことである。PBRは投資家の心象など外的な要因とも結びついているため、アンケート調査などを行い、外部のデータを集めることにも意義がある。しかし、調査の都合上、CG報告書や統合報告書から読み取れるデータを中心とした。

### (3) テンプレートの紹介

ここでは以上の論点を踏まえた上で、PBRを軸とした「東証要請」に関する情報開示のテンプレートを紹介する。今回提示する条件は「PBRの推移に関するグラフがあるか」、「PBRの具体的な目標値の記載があるか」、「目標値の具体的な達成年限の記

載があるか」、「現状のPBRに対する原因の記載があるか」、「PBRをROEとPERに分解しているか」、「分解した指標のうちROEに関する施策があるか」、「分解した指標のうちPERに関する施策があるか」、「株主との対話に関する記載があるか」、「株主還元に関する記載があるか」、「政策保有株式に関する記載があるか」、「CEOから、PBRに関する言及があるか」、「社外取締役から、PBRに関する言及があるか」の12個である。これらの項目のほとんどは本調査項目と同じであるが、本調査項目の「配当政策に関する記載があるか」と「自社株買いに関する記載があるか」は「株主還元に関する記載があるか」に統合された。各項目を満たしていれば●が書いてあり、●の合計が一番右の列に記載される。合計が多ければ、その企業の開示が充実している可能性が高いとわかる。なお、⑩「政策保有株式に関する記載があるか」に関しては、記載がないからと言って必ずしも悪いとは言えない項目であるため、この欄の●は合計に含めていない。以上の項目を踏まえた上で調査対象企業376社の結果を一部載せる（図表23）。また、全体の結果はAppendixにて掲載する。

図表23 テンプレート

社名	① PBRの推移に関するグラフがあるか	② PBRの具体的な目標値の記載があるか	③ 目標値の具体的な達成年限の記載があるか	④ 現状のPBRに対する原因の記載があるか	⑤ PBRをROE・PERに分解しているか	⑥ 分解した指標のうちROEに関する施策があるか	⑦ 分解した指標のうちPERに関する施策があるか	⑧ 株主との対話に関する記載があるか	⑨ 株主還元に関する記載があるか	⑩ 政策保有株式に関する言及が存在しているか	⑪ CEOから、PBRに関する言及があるか	⑫ 社外取締役から、PBRに関する言及があるか	合計
1	●										●		2
2	●							●	●				3
3	●				●	●	●		○			●	6
4	●	●		●	●				●				6
5	●			●				●					3
6				●		●							2
7				●	●				●		●		4
8						●		●				●	3
9									●				1
10	●									●			2

(出所) 著者作成

## 参考文献

- 経済産業省「事務局説明資料 ～グローバル競争で勝ちきる企業群の創出について～」8ページ（令和4年（2022年）3月31日） 第6回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会  
〔[https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin\\_kijiku/pdf/006\\_03\\_00.pdf](https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/006_03_00.pdf)〕（最終検索日：2025年10月6日）
- 佐藤梨紗、久世真由美、岡本孔佑「PBR1倍割れ企業、全体の54%に 昨年末比11ポイント増」日本経済新聞（2025年4月7日）  
〔<https://www.nikkei.com/article/DGXZQOTG072WN0X00C25A4000000/#:~:text=%E6%9D%B1%E8%A8%BC%E3%83%97%E3%83%A9%E3%82%A4%E3%83%A0%E4%BC%81%E6%A5%AD%E3%81%AEPBR,%E3%81%AE%E8%AD%A6%E6%88%92%E6%84%9F%E3%81%AF%E5%BC%B7%E3%81%84%E3%80%82>〕  
（最終検索日：2025年10月6日）
- 東京証券取引所「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領」（2025年4月）  
〔<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/CG/tvdivq000008j85-att/um3qrc0000014lze.pdf>〕（最終検索日：2025年9月30日）

Appendix

今回の調査項目においての各社の結果、及び各項目における達成率、達成項目の平均値は以下のとおりとなっている。また調査項目の合計に関しては政策保有株式の○の数を書いた合計値を記載している。これは、政策保有株式への言及の有無によって株主還元が進むと一概にはいえず、また政策保有株式自体を保有していない会社も存在することから、企業毎の評価を行う本表には適さないと考えたためである。

社名	① PBRの推移に関するグラフがあるか	② PBRの具体的な目標値の記載があるか	③ 目標値の具体的な達成率の記載があるか	④ 現状のPBRに対する原因为の記載があるか	⑤ PBRをROE・PERに分解しているか	⑥ 分解した指標のうちROEに関する施策があるか	⑦ 分解した指標のうちPERに関する施策があるか	⑧ 株主との対話に関する記載があるか	⑨ 株主還元に関する記載があるか	⑩ 政策保有株式に関する言及が存在している	⑪ CEOから、PBRに関する言及があるか	⑫ 社外取締役から、PBRに関する言及があるか	合計
1	*										*		2
2	*							*	*				3
3	*				*	*	*		○		*		6
4	*	*			*	*	*	*					6
5	*			*		*		*					3
6				*		*		*			*		2
7				*	*			*			*		4
8						*		*			*	*	3
9								*					1
10	*							*		*			2
11								*	○				1
12	*	*	*	*	*	*							6
13						*	*	*	○	*			1
14					*	*	*	*	*	○	*		6
15					*	*	*	*	*		*		5
16	*				*	*	*	*	*		*		5
17	*	*			*	*	*	*	*		*		4
18						*	*	*			*		1
19		*				*	*	*			*	*	2
20				*	*	*	*	*			*		6
21	*							*			*		1
22		*											1
23	*												0
24													1
25		*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		9
26						*	*	*			*		2
27		*		*		*	*	*			*		5
28				*		*	*	*			*		3
29					*	*	*	*			*		4
30								*			*		0
31	*			*				*			*	*	5
32								*			*		1
33	*				*	*	*	*			*		4
34	*	*						*			*		3
35	*							*			*		1
36								*	*	○	*		2
37	*	*	*		*	*	*	*	*		*		8
38	*			*				*			*		2
39	*			*				*	*		*		2
40								*			*		0
41		*			*	*	*	*			*		4
42		*		*	*	*	*	*			*		7
43		*			*	*	*	*			*		3
44					*	*	*	*			*		4
45	*			*		*	*	*			*		4
46	*	*				*	*	*	*	○	*	*	5
47	*					*	*	*	*		*		2
48	*				*	*	*	*	*	○	*		6
49	*			*		*	*	*	*	○	*		4
50	*	*				*	*	*	*	○	*	*	7
51					*	*	*	*	*		*		4
52	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*		7
53	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*		7
54	*	*				*	*	*	*		*		3
55	*	*		*	*	*	*	*	*		*		6
56	*	*		*	*	*	*	*	*		*		4
57	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*		7
58	*							*			*		2
59					*	*	*	*	*		*	*	5
60	*	*			*	*	*	*	*		*	*	8
61	*	*			*	*	*	*	*	○	*	*	8
62								*			*		0
63								*			*		1
64	*	*			*	*	*	*			*		5
65	*				*	*	*	*	*	○	*		2
66	*				*	*	*	*	*	○	*		6
67	*			*		*	*	*	*		*		2
68						*	*	*	*		*		2
69	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	5
70	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	9
71	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	2
72	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	5
73	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	6
74	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
75	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	9

社名	① PBRの推移 に関するグ ラフがある か	② PBRの具体 的な目標値 の記載があ るか	③ 目標値の具 体的な達成 年度の記載 があるか	④ 現状のPBR に対する原 因の記載が あるか	⑤ PBRをROE・P ERに分解し ているか	⑥ 分解した指 標のうちRO Eに関する措 置があるか	⑦ 分解した指 標のうちPE Rに関する措 置があるか	⑧ 株主との対 話に関する 記載がある か	⑨ 株主還元 に関する記載 があるか	⑩ 政策保有株 式に関する 言及が存在 しているか	⑪ CEOから、P BRに関する 言及がある か	⑫ 社外取締役 から、PBR に関する言 及があるか	合計
76				*	*	*	*	*			*		6
77	*	*			*	*	*	*	*	○			7
78											*		3
79													2
80	*	*	*		*	*	*	*	*	○	*		7
81	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*		7
82	*			*	*	*	*	*	*	○	*		8
83	*				*	*	*	*	*	○	*		6
84	*				*	*	*	*	*	○			4
85					*	*	*	*	*				2
86	*	*			*	*	*	*	*		*	*	6
87								*	*				1
88	*					*	*	*	*	○	*		5
89	*	*	*		*	*	*	*	*		*		6
90		*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		7
91		*			*	*	*	*	*	○			4
92		*			*	*	*	*	*	○		*	7
93	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		9
94	*	*		*	*	*	*	*	*	○			6
95	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○			8
96	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		6
97	*	*			*	*	*	*	*	○			3
98	*	*			*	*	*	*	*				3
99	*	*	*		*	*	*	*	*		*		5
100	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○			8
101	*	*	*	*	*	*	*	*	*				8
102												*	1
103	*	*			*	*	*	*	*				5
104					*	*	*	*	*	○	*		4
105					*	*	*	*	*	○			4
106	*	*			*	*	*	*	*				4
107	*	*			*	*	*	*	*	○	*		7
108	*	*	*		*	*	*	*	*		*		7
109	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	11
110	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	4
111	*	*		*	*	*	*	*	*	○			9
112	*	*			*	*	*	*	*				1
113	*	*		*	*	*	*	*	*	○			5
114	*	*			*	*	*	*	*	○	*		4
115	*	*			*	*	*	*	*		*		2
116	*	*			*	*	*	*	*		*		3
117	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*		7
118	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	7
119	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	9
120	*	*			*	*	*	*	*		*	*	6
121	*	*			*	*	*	*	*		*		3
122	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
123	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	7
124	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	7
125	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	6
126	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	6
127	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	7
128	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	9
129	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	4
130	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	4
131	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	4
132	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
133	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	9
134	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	3
135	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	2
136	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	6
137	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	4
138	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	3
139	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
140	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	3
141	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	5
142	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	6
143	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
144	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	7
145	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	4
146	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	6
147	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	1
148	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
149	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
150	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	1
151	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	1
152	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	7

社名	① PBRの推移に関するグラフがあるか	② PBRの具体的な目録値の記載があるか	③ 目標値の具体的な達成年度に記載があるか	④ 現状のPBRに対する原因の記載があるか	⑤ PBRをROE・PERに分解しているか	⑥ 分解した指標のうちROEに関する施策があるか	⑦ 分解した指標のうちPERに関する施策があるか	⑧ 株主との対話に関する記載があるか	⑨ 株主還元に関する記載があるか	⑩ 政策保有株式に関する記載があるか	⑪ CEOから、PBRに関する記載があるか	⑫ 社外取締役から、PBRに関する記載があるか	合計
153						*			*	○			2
154					*	*	*	*	*				4
155					*	*	*	*	*	○		*	3
156	*			*	*	*	*	*	*		*	*	3
157		*		*	*	*	*	*	*		*	*	3
158		*			*	*	*	*	*				3
159	*				*	*	*	*	*	○			4
160		*			*	*	*	*	*				3
161	*			*	*	*	*	*	*	○			7
162	*			*	*	*	*	*	*	○	*		8
163	*	*		*	*	*	*	*	*		*		7
164	*	*		*	*	*	*	*	*		*		5
165	*	*		*	*	*	*	*	*	○			5
166	*	*		*	*	*	*	*	*	○			8
167	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*		6
168		*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		8
169					*	*	*	*	*		*		2
170	*	*			*	*	*	*	*				5
171	*				*	*	*	*	*				1
172					*	*	*	*	*				2
173	*	*	*	*	*	*	*	*	*				8
174					*	*	*	*	*		*		2
175	*			*	*	*	*	*	*			*	6
176					*	*	*	*	*		*		2
177	*			*	*	*	*	*	*	○			7
178		*		*	*	*	*	*	*	○			7
179	*			*	*	*	*	*	*				1
180		*		*	*	*	*	*	*	○	*		7
181		*		*	*	*	*	*	*				3
182	*				*	*	*	*	*				1
183	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		9
184	*	*		*	*	*	*	*	*		*		7
185	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		6
186	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	3
187	*			*	*	*	*	*	*	○	*		4
188	*			*	*	*	*	*	*		*		3
189				*	*	*	*	*	*		*		4
190		*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		8
191				*	*	*	*	*	*	○	*		4
192				*	*	*	*	*	*		*		2
193				*	*	*	*	*	*	○	*		3
194		*		*	*	*	*	*	*	○	*		5
195				*	*	*	*	*	*		*		5
196	*			*	*	*	*	*	*		*		4
197		*	*	*	*	*	*	*	*	○	*		9
198	*	*		*	*	*	*	*	*		*		6
199		*		*	*	*	*	*	*		*		5
200		*		*	*	*	*	*	*		*	*	5
201		*		*	*	*	*	*	*	○	*		8
202	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	7
203	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	9
204				*	*	*	*	*	*		*		4
205	*			*	*	*	*	*	*		*		5
206				*	*	*	*	*	*		*		2
207		*		*	*	*	*	*	*	○	*		6
208	*	*		*	*	*	*	*	*		*		6
209	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	3
210		*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
211				*	*	*	*	*	*		*		6
212		*	*	*	*	*	*	*	*		*		5
213		*	*	*	*	*	*	*	*		*		3
214				*	*	*	*	*	*		*		0
215		*		*	*	*	*	*	*	○	*		3
216		*	*	*	*	*	*	*	*		*		7
217	*		*	*	*	*	*	*	*		*		3
218				*	*	*	*	*	*		*	*	1
219				*	*	*	*	*	*	○	*		3
220				*	*	*	*	*	*		*		3
221				*	*	*	*	*	*	○	*		2
222		*		*	*	*	*	*	*		*	*	7
223	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	3
224	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	3
225	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	7
226		*		*	*	*	*	*	*		*	*	4
227	*			*	*	*	*	*	*		*	*	2

社名	① PBRの推移に関するグラフがあるか	② PBRの具体的な目標値の記載があるか	③ 目標値の具体的な達成年度の記事があるか	④ 現状のPBRに対する原因の記事があるか	⑤ PBRをROE・PERに分解しているか	⑥ 分解した指標のうちROEに関する施策があるか	⑦ 分解した指標のうちPERに関する施策があるか	⑧ 株主との対話に関する記事があるか	⑨ 株主還元に関する記事があるか	⑩ 政策保有株式に関する言及が存在しているか	⑪ CEOから、PBRに関する言及があるか	⑫ 社外取締役から、PBRに関する言及があるか	合計
228								*		○		*	3
229	*	*	*					*	*		*		7
230				*				*					2
231	*							*					1
232	*	*	*					*	*	○	*		7
233	*	*			*			*	*	○	*		8
234	*	*		*				*					4
235	*	*			*			*	*	○			6
236	*	*			*			*	*	○	*		6
237	*	*			*		*	*					5
238								*	*		*	*	1
239	*				*			*	*		*	*	8
240	*	*		*				*	*		*	*	6
241							*	*	*	○	*		4
242								*			*		1
243								*	*		*		0
244	*	*			*	*	*	*	*	○	*		7
245	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*		7
246	*	*		*	*	*	*	*	*		*		6
247				*	*	*	*	*	*		*		3
248							*	*	*	○	*		3
249	*			*	*	*	*	*	*	○	*	*	3
250				*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
251	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	10
252	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
253	*	*	*	*	*	*	*	*	*		*	*	8
254	*			*	*	*	*	*	*		*	*	5
255				*	*	*	*	*	*	○	*	*	4
256	*				*	*	*	*	*	○	*	*	3
257	*			*	*	*	*	*	*	○	*	*	6
258		*			*	*	*	*	*		*	*	5
259	*	*			*	*	*	*	*	○	*	*	5
260	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	7
261	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
262				*	*	*	*	*	*		*	*	7
263					*	*	*	*	*	○	*	*	2
264		*					*	*	*	○			3
265		*	*			*	*	*	*		*	*	4
266	*	*	*			*	*	*	*		*	*	7
267	*	*			*	*	*	*	*		*	*	8
268		*		*	*	*	*	*	*		*	*	6
269		*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	9
270	*	*			*	*	*	*	*	○	*	*	8
271		*			*	*	*	*	*		*	*	5
272		*			*	*	*	*	*		*	*	5
273	*	*		*	*	*	*	*	*		*	*	7
274					*	*	*	*	*		*	*	3
275							*	*	*		*	*	2
276	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	11
277					*	*	*	*	*	○	*	*	7
278		*		*	*	*	*	*	*		*	*	5
279				*	*	*	*	*	*		*	*	4
280					*	*	*	*	*		*	*	4
281		*			*	*	*	*	*		*	*	2
282				*	*	*	*	*	*		*	*	4
283		*			*	*	*	*	*		*	*	6
284		*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	7
285				*	*	*	*	*	*	○	*	*	2
286				*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
287		*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
288	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	8
289				*	*	*	*	*	*		*	*	5
290					*	*	*	*	*	○	*	*	2
291					*	*	*	*	*	○	*	*	6
292	*	*			*	*	*	*	*	○	*	*	6
293	*	*	*		*	*	*	*	*		*	*	7
294	*	*			*	*	*	*	*		*	*	7
295	*	*	*	*	*	*	*	*	*	○	*	*	10
296	*	*			*	*	*	*	*	○	*	*	6
297		*			*	*	*	*	*	○	*	*	5
298	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
299	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	5
300	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	4
301	*	*		*	*	*	*	*	*	○	*	*	6
302		*			*	*	*	*	*		*	*	3

社名	① PBRの増移 に関するグ ラフがある か	② PBRの具体 的な目標値 の記載があ るか	③ 目標値の具 体的な達成 年度の記載 があるか	④ 現状のPBR に対する原 因の記載が あるか	⑤ PBRをROE・P ERに分解し ているか	⑥ 分解した指 標のうちRO Eに関する施 策があるか	⑦ 分解した指 標のうちPE Rに関する 施策がある か	⑧ 株主との対 話に関する 記載がある か	⑨ 株主還元 に関する記載 があるか	⑩ 政策保有株 式に関する 言及が存在 しているか	⑪ CEOから、P BRに関する 言及がある か	⑫ 社外取締役 から、PBR に関する言 及があるか	合計
303	●	●				●							3
304	●				●								3
305	●	●			●			●		●	●		6
306	●				●			●	○				4
307	●	●	●		●			●	○	●			5
308	●			●	●	●	●	●					6
309	●				●	●	●	●					6
310	●	●	●		●			●	○	●			7
311					●			●	○	●			4
312		●		●	●			●	○	●			4
313		●			●			●	○	●			7
314					●			●					2
315	●	●	●	●	●	●	●	●					9
316				●	●			●	○				3
317	●	●	●	●	●			●	○	●	●		8
318	●	●	●	●	●	●	●	●	○	●	●		11
319		●	●		●	●	●	●					7
320					●			●			●		5
321		●	●		●	●	●	●		●			6
322		●	●	●	●	●		●	○	●			7
323		●			●	●				●			4
324					●	●							3
325		●			●	●		●					3
326					●	●		●	○	●			3
327		●		●	●	●		●	○	●	●		6
328				●	●	●		●	○	●			4
329				●	●	●	●	●	○				4
330			●	●	●	●							4
331		●			●	●		●	○				3
332		●		●	●	●				●			5
333					●	●		●					4
334					●	●		●	○		●		5
335					●	●		●					5
336					●	●		●			●		4
337		●		●	●	●							5
338		●							○				1
339		●						●	○				2
340	●				●	●	●	●					5
341					●	●		●	○		●		4
342					●	●	●			●			4
343				●	●	●		●					3
344					●	●		●	○				3
345		●			●	●		●	○	●			5
346					●	●		●					3
347			●		●	●		●		●			6
348		●			●	●		●					5
349	●	●	●	●	●	●	●	●		●	●		10
350	●	●	●	●	●	●	●	●					7
351					●	●	●	●	○				4
352	●				●	●	●	●	○	●	●		7
353	●	●			●	●	●	●		●			7
354		●			●	●		●					2
355	●	●	●		●	●		●	○	●	●		10
356					●	●		●		●			3
357	●	●	●	●	●	●	●	●					8
358					●	●		●	○	●			3
359	●				●	●	●	●	○				6
360		●			●	●	●	●					5
361					●	●	●	●					4
362					●	●	●	●					5
363		●			●	●	●	●	○	●			7
364					●	●	●	●					5
365	●			●	●	●	●	●		●			7
366					●	●		●		●			2
367		●	●	●	●	●		●		●			5
368				●	●	●		●	○	●			5
369	●	●			●	●		●	○	●	●		4
370				●	●	●		●	○	●			5
371	●				●	●		●					4
372	●				●	●		●	○				3
373	●	●	●		●	●	●	●		●			8
374	●				●	●	●	●	○				7
375	●			●	●	●		●					3
376	●		●		●	●	●	●		●			10
達成割合	41.6886544	47.4934037	12.1372032	31.1345646	44.3271768	77.5725594	37.7308707	69.2762186	55.7522124	40.9574468	47.2295515	15.4255319	4.81117021

(出所) 筆者作成

今回の調査の結果では、合計平均の●個数が4.82個となっており調査項目の半数を割る結果となった。その中でも特に③、④、⑫の項目が特に低い記載率となっておりそれぞれ、12.1%、31.1%、15.1%となっている。他方で⑥、⑧の項目についてはそれぞれ77.6%、69.3%と高い水準となっている。

---

## 第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作

### 「統合報告書から得られる経営者の視覚的情報にはどのような意味があるのか？ —経営者のナルシシズムと経営者業績予想の関係からの改善提言—」

獨協大学 経済学部 松本ゼミナール4年

加藤 ももこ、北原 さくら、久保 史織、  
黒岩 央、寺田 佳乃、中村 海龍、森 天音、  
松井 真



---

### 1. はじめに

2000年代から発展してきたSNSは、今もなお著しく成長を続けている。X、Instagram、TikTok、YouTubeといったものはもちろん、近年、若年層の間でBeReal.<sup>1</sup>といったものまでが流行し始めた。2025年10月に行われた自民党総裁選においても「ステマ（ステルスマーケティング）」のためにSNSが利用されていた。

上記の例はほんの一部の例でしかないが、このようにSNSは人々の生活に深く根ざし、ときに己を表現する場として活用されているわけだが、こうしたことと切っても切れない関係にあるものが自己顕示欲や承認欲求といったものではないだろうか。YouTubeの「高評価」機能、Xの「いいね」機能、これらはまさに自己顕示欲・承認欲求を満たすことに適している。一般に、こういった欲求が強い人はナルシシストと揶揄されることもある<sup>2</sup>。

実は会計学の分野でもこうしたナルシシストに関連がある一連の研究が存在する。例えば、伊藤・高橋（2015）は企業のナルシシズムと業績の関連につ

いて研究している。また、Takada et al.（2021）は日本における監査パートナーのナルシシズムの程度と顧客企業の利益調整（earnings management）の関係を実証的に分析している。しかし、このような分析を日本企業を対象にして行っている研究はまだ少ないというのが現状である。

本論文の目的は、日本企業1,000社を対象にして、当該企業の統合報告書から入手可能な経営者の特性に関する情報を収集して、経営者業績予想の予想誤差（経営者バイアス）と経営者のナルシシズムの関係を実証的に分析し、日本企業の経営者に関する情報開示に対する改善提言を行うことである。具体的には、ナルシシズム指標として、伊藤・高橋（2015）などの先行研究で用いられている、写真の大きさ・サイン・登場回数・コメント数という評価の観点に加えて、私たちのオリジナルである経営者の写真の背景・ポーズ（姿勢）・SDGsバッジの有無という項目を増やして、新たに企業のナルシシズムと経営者業績予想の関連について分析を行った。

---

<sup>1</sup> ユーザーが1日に1回、ランダムなタイミングで通知を受け取り、その瞬間の自分の写真を撮影して投稿するというアプリ。投稿の際には、前面カメラと背面カメラを同時に使って、ユーザー自身とその周囲の環境を同時に捉えた写真を共有する。

<sup>2</sup> 本論文では、ナルシシストは「自分の有能性や優位性をアピールする言動が強いがゆえに、周囲からは「自分が大好きな人」「自信に満ちた人」と見られがち」な人として考えている（川崎直樹、<https://jwu-psychology.jp/column/post-1.html>、2019年8月1日）。本論文ではまた、自分を愛することをナルシシズムと呼んでいる。

本論文の最大の貢献は、企業が開示している非財務情報から経営者の性格を知ることができる可能性を示したことである。本論文の分析では、経営者のナルシズムの程度が高いほど強気な業績予想を行っていること（上方バイアスを持った楽観的な予想を行っていること）を発見している。

第2章では先行研究と新しく用いたナルシズムの指標について記述している。第3章ではデータ収集の方法とその分析方法について記述している。第4章ではその分析結果を、第5章では分析結果のまとめ及び改善提言を記述している。最後に第6章では結論と今後の課題について述べる。

## 2. 経営者のナルシズムと会計情報

### 2.1 先行研究

浦底莉沙・佐伯采央・塩田朱音・藤川綾香・森沢悠響（2017）の研究

浦底莉沙・佐伯采央・塩田朱音・藤川綾香・森沢悠響（2017）は、保険会社の投資行動において、経営者のナルシズムが企業の投資リスクに与える影響を、債権者、株主といった他のステークホルダーの意向も考慮しながら分析している。

具体的には、経営者のナルシズムの度合いを、各社決算資料、ディスクロージャー資料、アニュアルレポートにおけるCEOの写真の大きさやトップメッセージのコメントの文字数といった指標で測定し、企業の投資リスクとの関係を、重回帰分析を用いて検証した。

その結果、次のことが分かった。ナルシスト度が高い経営者の企業は業績が変動しやすく、写真のポイント数が高いほど、リスクが大きい株式投資に積極的に、逆にリスクが小さい国債投資に消極的になる。コメント文字数が多いほど、リスクが小さい国債投資と株式投資の減少に作用し、リスク量が中程度の外国証券投資に積極的になる。また、大株主は投資のリスク量を減少させる効果を持つ。経営者の報酬が増えると外国証券投資・非国債投資が増加し、国債投資が減少する。

伊藤・高橋（2015）の研究

伊藤・高橋（2015）は、情報通信業界の経営者のナルシズム度と企業の行動および業績との関係性を、アニュアルレポートの写真、サイン、登場回数などの視覚的な要素から分析している。経営者のナルシズム度を測るために主成分分析を行い、ナルシズム度を表す複数の主成分を抽出した。そしてこれらの主成分と企業の販管費率、研究開発費、設備投資額などの行動指標、ROAや株式リターンなどの業績指標との相関関係を分析した。

分析の結果、ナルシズム度が高い経営者は販管費率、子会社取得のための年間現金支出、M&A件数といったダイナミックな行動指標との間に正の相関関係が見られた。これはナルシズムの高い経営者がより積極的な経営行動を取る傾向にあるということを示唆している。しかし、業績指標との関係性については、一貫した傾向は見られなかった。さらにナルシズム度と業績の関係性についてより詳細な分析を行った。その結果、ナルシズム度が高い経営者は研究開発費が低い傾向にあることが明らかになった。これはナルシズムの高い経営者が長期的な視点での投資よりも、短期的な成果を求める傾向にあるためと考えられる。これらの結果からナルシズムの高い経営者は大胆な経営行動を取る一方で、必ずしも高い業績を上げるとは限らないことが示唆された。むしろ短期的には目立つ結果を出す可能性があるが、長期的に見ると業績が安定しない可能性がある。

伊藤・高橋（2015）の研究は、経営者の性格が企業の行動や業績に与える影響を明らかにする上で重要な示唆を与えるものである。特にナルシズムという性格特性が企業経営にどのような影響を与えるのかという点について、新たな知見を提供している。しかし本研究については情報通信業界の企業を対象としたものであるため、他業界への一般化には注意が必要である。

Takada et al. (2021) の研究

会計学の観点から、日本企業のナルシズムについて研究しているものとしては、Takada et al. (2021) がある。Takada et al. (2021) は日本における監査パートナーのナルシズムの程度と顧客企業の利益調整 (earnings management) の関係を実証的に分析した。なお、監査パートナーとは「監査従事者のうち監査意見に責任をもつ者 (関与社員)」のことを指している (異島 (2021))。

Takada et al. (2021) はナルシズムの程度を表す変数として監査パートナーの署名の大きさをを用い、利益調整の程度を表す変数として裁量的会計発生高 (discretionary accruals) を用いて、その両者の関係を回帰分析によって分析した。なお、裁量的会計発生高とは企業の経営者が意図的に会計利益を増加させようとしているのか、逆に会計利益を減少させようとしているのかを測るためのものである。

Takada et al. (2021) は監査パートナーのナルシズムの程度が高いほど、顧客企業の利益増加型の利益調整 (income-increasing earnings management) が減少することを発見した。つまり、ナルシズムの程度が高い監査パートナーが監査しているほど顧客の利益増加型の利益調整を抑え込んでいるということである。

## 2. 2 ナルシズム指標の提案

本論文では、統合報告書から経営者のナルシズム度を測定する指標として、先行研究を基にした既存指標と独自のオリジナル指標を組み合わせた包括的なアプローチを提案する。既存指標としては、伊藤・高橋 (2015) などの研究を参考に、「登場回数」および「PSC (写真の大きさ、サイン、コメント)」を採用する。「登場回数」は経営者が統合報告書内で写真やコメントとしてどれだけ頻繁に登場するかを測定し、自己表現や目立ちたいという欲求の表れと解釈する。「PSC」では、写真の大きさは経営者の存在感の強調、サインの装飾性や大きさは自己主張の強さ、コメント内容は自己称賛や個人的成功体験の強調を評価し、ナルシズム傾向を定量化する。

一方で、独自性を加えるために以下の指標を提案する。第一に、「写真の背景」は経営者が自社商品

や高級感のあるインテリアを背景に選ぶことで、自己の成功や権威をアピールする意図が現れると仮定する。第二に、「経営者のポーズ」は、例えば腕組みや自信に満ちた笑顔といった目立つ身体表現をナルシズムの一環と見なす。第三に、「SDGsバッジの有無」は、自身を「意識が高い」存在として示そうとするナルシズム的行動と解釈する。これらの指標を統合的に用いることで、経営者の自己表現がナルシズム傾向とどのように結びついているかを多角的に分析し、企業行動や業績への影響をより深く理解するための新たな枠組みを提供する。

## 3. データと分析方法

### 3. 1 データ収集の方法

本論文では、日本企業の統合報告書から得られる経営者の視覚的情報を数値化し、いくつかの先行研究を踏まえて、経営者のナルシズムと経営者業績予想の関係を明らかにする。

まず、調査の対象であるが、本論文ではTOPIX1000 (2024年1月31日現在) の構成企業を対象にしている。調査時点は2024年3月以降であったため、大部分は2023年度の統合報告書である。この1,000社を8人で均等に分担して (1人あたり125社)、当該企業のホームページに掲載されている統合報告書の有無を確認した。統合報告書の定義においては財務情報だけでなく、非財務情報も記載されているものとした。具体的に、環境報告書・CSR報告書・環境社会報告書・サステナビリティ報告書・〇〇 (企業名等) レポート・コーポレートレポート・ディスクロージャー誌は統合報告書として扱った。アニュアルレポート (年次報告書・IRレポート) ・事業報告書・ESGレポート・英語の統合報告書・ビジネスレポート・有価証券報告書・株主通信は取り扱わない。ナルシズム度の集計方法は、統合報告書における経営者の視覚的情報から得られるものから、7つに項目を分け点数を付けた。項目としては、写真の大きさ、写真の背景、経営者のポーズ、SDGsバッジを付けているか、経営者の登場回数、経営者のサイン、経営者コメント数について情報収集を行った。具体的な評価方法は以下のとおりである。

### ①写真の大きさ

統合報告書における経営者を紹介するページに掲載された写真に点数をつける。経営者本人の単体の大きさではなく、背景を含めた写真の大きさとする。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

4点：経営者が単体で写っており、1ページすべてが写真に使われている（背景含む）。

3点：経営者が単体で写っており、1ページに占める写真の割合が半分以上である。

2点：経営者が単体で写っており、1ページに占める写真の割合が半分未満である。

1点：経営者単体の写真がなく、社員などと複数人で写っている。

0点：写真なし

### ②写真の背景

「写真の大きさ」において点数を付けた写真の背景に次のような点数をつける。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

3点：企業名やロゴが背景に写っている。自社製品が写っている。

2点：外の風景や室内

1点：単色・単色のグラデーション、水玉やストライプなどの単調なデザイン

0点：写真なし

### ③経営者のポーズ

「写真の大きさ」において点数を付けた写真の経営者のポーズに点数をつける。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

3点：何かの動作をしている。例）走る、ガッツポーズ

2点：腕や手を組む。

1点：ポーズなし、棒立ちしている。

0点：写真なし。

### ④SDGsバッジ

経営者が着用している衣服についているかどうかで点数をつける。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

1点：付けている。

0点：付けていない。

### ⑤経営者の登場回数

統合報告書内の経営者の登場回数をそのまま点数とする。大きさに関わらず本人であると認識できるものはすべて数える。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

### ⑥経営者のサイン

経営者の写真または経営者のコメントに付随している経営者本人のサインのみ扱う。自筆か自筆風フォントかは区別が難しいため同じものとする。文字の大きさは経営者コメントのテキストサイズと比較して判別する。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

4点：自筆（風）かつ経営者コメント本文と比較して文字が大きい

3点：自筆（風）かつ経営者コメント本文と比較して文字が同じまたは小さい

2点：テキストかつ経営者コメント本文と比較して文字が大きい

1点：テキストかつ経営者コメント本文と比較して文字が同じまたは小さい

0点：サインなし

### ⑦経営者コメント数

統合報告書に掲載されている「経営者メッセージ」、「CEOメッセージ」の文字数を数える。句読点は含め、タイトルや空白は含めない。経営者のコメントだけでなくインタビューもある場合は経営者のコメントの文字数のみ数える。対談形式の場合（経営者と会長の対談など）は経営者のコメントのみ数える。すべての企業のコメント数を数えたのち、昇順に並べ替え四分位数を求め点数を付けた。点数が高いほどナルシズムの程度が高いと想定している。

4点：75～100%

3点：50～74%

2点：25～49%

1点：1～24%

0点：コメントなし

### 3. 2 分析方法

本論文では、上記のそれぞれ7つで数値化した点数と、うち3つの変数の合計値である合計値\_写真\_サイン\_コメント数、機関投資家持株比率、役員持株比率、社外取締役比率、女性役員比率、女性経営者ダミー、総資産の自然対数値、製造業ダミー、を説明変数とし、企業の業績予想値を被説明変数とした回帰分析を行い用いて分析する。なお、被説明変数となる業績予想誤差については、期初予想値－当期実績値＝予想誤差とし、期首の総資産で基準化している（円谷（2009））。本論文では経常利益と当期利益をベースとした予想誤差を利用している。これらは経常利益と当期純利益をベースにその差額を出して、プラスなら強気、マイナスなら弱気と解釈する。金額は企業によって異なるので期首の総資産（資産）で基準化する。このように経営者業績予想には経営者の気質が反映されると想定している。なお、本論文では、既に述べたようにサンプル企業の大部分については2023年の統合報告書から経営者の特性を調査しているが、当該企業の2020年から2024年までの会計期間の財務データを対象にして、当該経営者が経営者として在職している期間とマッチさせたうえで（当該経営者が関与している会計期間のデータのみを対象にして）、パネルデータを作成して回帰分析を行っている<sup>3</sup>。

表1は私たちが調査した日本企業の統合報告書から得られる経営者のナルシズム度を点数ごとにまとめている。表1のパネルAは統合報告書の有無を示している。調査対象の企業997社のうち、統合報

告書を発行している企業は77.13%（769社）を占めている一方で、統合報告書を発行していない企業は22.87%（228社）にとどまっている。7割以上の企業が統合報告書を発行しており、多くの日本企業が財務情報と非財務情報（環境・社会・ガバナンス：ESG）を統合的に報告する重要性を認識していることがうかがえる。これには、投資家やステークホルダーからの透明性や説明責任に対する期待が背景にあると考えられる。しかし、約2割の企業は統合報告書を発行していないことから、一部の企業では、リソース不足や準備の遅れ、あるいは発行の必要性を感じていない可能性もある。また、中小規模の企業や特定の業種では、統合報告書の導入が遅れていることも考えられるだろう。

表1のパネルBによると、経営者が全ページを使って大きく写っている割合は30.69%で、約3割が比較的目立つ形式を選んでいる。しかし、経営者単体が半分未満や複数人で写っているケースも多く、必ずしも個人を強調する傾向は顕著ではないといえる。

表1のパネルCによると、経営者が企業ロゴや製品を背景にしている割合は14.30%と低く、多くは屋内外の一般的な風景（66.97%）を採用している。また、表1のパネルDによると写真で動作を伴っているケースは13.39%と少なく、腕や手を組むケースは46.81%と最も多い。これらのことから、全体的にブランドイメージよりも自然体を意識している傾向がある。

<sup>3</sup> つまり、本論文では調査した経営者が在職していない会計期間の財務データを除外した上で分析を行っている。

表1 日本企業の統合報告書とナルシズム度の実態

調査対象企業：997社

パネルA	企業数	割合
統合報告書がある企業	769	77.13%
統合報告書がない企業	228	22.87%
パネルB (写真の大きさ)	企業数 (759社)	
4点：経営者単体+1ページすべて	236	30.69%
3点：経営者単体+半分以上	292	37.97%
2点：経営者単体+半分未満	214	27.83%
1点：経営者+複数人	17	2.21%
パネルC (写真の背景)	企業数 (759社)	
3点：企業名・ロゴ・自社製品	110	14.30%
2点：外の風景や室内	515	66.97%
1点：単調なデザイン	134	17.43%
パネルD (経営者のポーズ)	企業数 (759社)	
3点：何かのポーズをしている	103	13.39%
2点：腕や手を組む	360	46.81%
1点：ポーズなし	296	38.49%
パネルE (SDGsバッジの有無)	企業数 (767社)	
1点：付けている	302	39.27%
0点：付けていない	465	60.47%
パネルF (経営者の登場回数)	企業数 (763社)	
1~5回	588	76.46%
6~10回	162	21.07%
11~15回	13	1.69%
パネルG (経営者のサイン)	企業数 (761社)	
4点：自筆 (風) +文字が大きい	400	52.02%
3点：自筆 (風) +文字が同じ・小さい	0	0.00%
2点：テキスト+文字が大きい	341	44.34%
1点：テキスト+文字が同じ・小さい	20	2.60%
パネルH (経営者のコメント数)	企業数 (762社)	
1~4,999文字	403	52.41%
5,000~9,999文字	347	45.12%
10,000~14,999文字	11	1.43%
15,000~19,999文字	1	0.13%

(出所) 著者作成。

表1のパネルEによると、39.27%の経営者がSDGsバッジを着用しており、社会的責任や国際的な目標に対する関心を示しているが、着用しない経営者も約6割いる。SDGsをアピールすることには分かれる傾向があり、控えめなアプローチが優先される場合も多いと考えられる。

表1のパネルFによると、統合報告書内で経営者が登場する回数は1~5回が76.46%を占め、大量に登場するケースは少数派である。また表1のパネル

Gによると、サインは自筆(風)で書かれたものが52.02%と半数を超えるが、テキストの場合(44.34%)と大きな差はない。経営者自身の個性を出す意識はあるが、過度な自己主張を避け、形式的なバランスも考慮している。

表1のパネルHによると経営者のコメントは1~499文字が52.41%を占め、比較的短く簡潔にまとめられている。情報を簡潔に伝え、読み手の負担を軽減する意識が見られる。

#### 4. 分析結果

ここでは、(1) 3つの変数の合計値である合計値\_写真\_サイン\_コメント数 (2) 写真の大きさ + (3) 経営者のサイン + (4) 経営者のコメント数)、(2) 写真の大きさ (photo size)、(3) 経営者のサイン、(4) 経営者のコメント数、(5) 写真の背景、(6) 経営者ポーズ、(7) SDGsバッジ、(8) 経営者の登場回数それぞれの指標の相関分析を行った。相関分析を行った理由は、もしそれ

ぞれの指標がナルシズムの程度を表しているのであれば、それらも相関しているはずだと考えたからである。

相関分析の結果は表2である。例えば、(1) 合計値\_写真\_サイン\_コメント数、(2) 写真、(8) 登場回数は全ての指標と正の相関がある(1%水準で有意)ことが分かった。概してその他の変数で見ても正の相関があるように見える。

表2

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1)合計値_写真・サイン・コメント数	1							
(2)写真	0.675***	1						
(3)サイン	0.651***	0.176***	1					
(4)コメント数	0.748***	0.341***	0.148***	1				
(5)写真の背景	0.217***	0.224***	0.052***	0.188***	1			
(6)経営者ポーズ	0.066***	0.152***	0.030	-0.018	0.153***	1		
(7)SDGsバッジ	0.170***	0.134***	0.110***	0.112***	0.009	-0.027	1	
(8)登場回数	0.371***	0.258***	0.129***	0.378***	0.163***	0.112***	0.075***	1

(出所) 著者作成。\*\*\*：1%水準で有意。

ここからは、(2)・(3)・(4)の合計値である(1)合計値\_写真\_サイン\_コメント数(2)写真の大きさ+(3)経営者のサイン+(4)経営者のコメント数)、(2)写真の大きさ(photo size)、(3)経営者のサイン、(4)経営者のコメント数、(5)写真の背景、(6)経営者ポーズ、(7)SDGsバッジ、(8)経営者の登場回数、機関投資家持株比率、役員持株比率、社外取締役比率(社外取締役/取締役人数)、女性役員比率(女性役員/役員総数)、女性経営者ダミー(当該企業の経営者が女性であれば1、男性であれば0)、総資産の自然体数値(企業規模)、製造業ダミー(製造業であれば1、製造業でなければ0)を説明変数とし、予想誤差\_当期純利益、予想誤差\_経常利益を被説明変数として回帰分析を行う。この回帰分析によって、経営者のナルシズム度と企業の業績予想にどのような関係が見られるのかを分析する。

回帰分析の結果は表3、4である。表3から説明する。被説明変数は、すべて予想誤差\_当期純利益である。表3をみると、ナルシズムの程度を表す全ての変数は正であるが、モデル(3)、モデル(7)、モデル(8)では有意に正であることが分かる。全体的に見ると、ナルシズムの程度が高い

ほど企業ほど、予想誤差\_当期純利益も高い傾向があるように見えるが、経営者のサイン(モデル(3))、SDGsバッジ(モデル(7))、経営者の登場回数(モデル(8))のみ有意に正であった。この他の変数では、機関投資家持株比率と役員持株比率が有意な説明変数であった。

次に表4を説明する。被説明変数は、すべて予想誤差\_経常利益である。表4を見ると、ナルシズムの程度を表す変数は全て正であり、表3と同じような傾向があることが分かる。さらには、表3の結果と比べて、当期純利益ベースでは有意に正の変数が多いことも分かる。具体的には、ナルシズムの程度を表す変数のうち、経営者ポーズ(モデル(6))とSDGsバッジ(モデル(7))以外の変数は全て有意に正である。表4については、全体的に、ナルシズムの程度が高い企業ほど業績予想には上方バイアスが生じているとよいであろう。この他の変数についてみると、機関投資家持株比率が低く、役員持株比率が低く、社外取締役比率が高く、女性役員比率が低く、女性経営者であり、企業規模が小さい企業ほど、予想誤差\_経常利益が高い傾向にあることが分かった。

表3

被説明変数	予想誤差 当期純利益															
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)								
モデル	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS								
推定方法	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS	OLS								
合計値_写真・サイン・コメント数	0.0003 (1.59)															
写真		0.0001 (0.27)														
サイン			0.0008 (2.22)	**												
コメント数					0.0003 (1.18)											
写真の背景						0.0007 (1.43)										
経営者ポーズ							0.0004 (0.98)									
SDGsバッジ							0.002 (2.71)	***								
登場回数								0.0005 (2.91)	***							
機関投資家持株比率	-0.013 (-3.07)	***	-0.013 (-3.07)	***	-0.013 (-3.05)	***	-0.014 (-3.08)	***	-0.013 (-3.02)	***	0.013 (-3.08)	***	-0.013 (-3.05)	***	-0.013 (-3.07)	***
役員持株比率	-0.011 (-2.74)	***	-0.012 (-2.75)	***	-0.011 (-2.68)	***	-0.012 (-2.76)	***	-0.012 (-2.84)	***	-0.012 (-2.81)	***	-0.011 (-2.56)	**	-0.011 (-2.63)	***
社外取締役比率	0.006 (1.41)		0.005 (1.38)		0.006 (1.58)		0.005 (1.37)		0.005 (1.24)		0.005 (1.33)		0.006 (1.43)		0.005 (1.25)	
女性役員比率	-0.006 (-1.24)		-0.005 (-1.11)		-0.005 (-1.18)		-0.005 (-1.20)		-0.005 (-1.11)		-0.005 (-1.11)		-0.005 (-1.18)		-0.006 (-1.30)	
女性社長ダミー	-0.002 (-1.03)		-0.001 (-0.39)		-0.002 (-1.09)		-0.001 (-0.68)		-0.0005 (-0.32)		-0.0008 (-0.49)		-0.001 (-0.86)		-0.001 (-0.67)	
総資産	0.00006 (0.22)		0.0002 (0.68)		0.0001 (0.45)		0.0001 (0.44)		0.0002 (0.72)		0.0002 (0.76)		0.0001 (0.47)		0.00007 (0.29)	
製造業ダミー	-0.0002 (-0.33)		0.0001 (-0.17)		-0.0002 (-0.30)		-0.0002 (-0.25)		-0.0002 (-0.24)		-0.0001 (-0.18)		-0.0002 (-0.25)		-0.0002 (-0.21)	
定数項	-0.005 (-1.54)		-0.004 (-1.22)		-0.006 (-1.68)	*	-0.004 (-1.12)		-0.005 (-1.43)		-0.004 (-1.35)		-0.004 (-1.11)		-0.004 (-1.33)	
サンプルサイズ	2444		2,444		2,444		2,444		2,444		2,444		2,444		2,444	
R-squared	0.0181		0.0163		0.0191		0.0169		0.0169		0.0166		0.0186		0.0207	

(出所) 著者作成。\*\*\*：1%水準で有意、\*\*：5%水準で有意、\*：10%水準で有意。( )内はt値であり、頑健標準誤差を用いて計算されている。

表4

被説明変数	予想誤差 経常利益															
	(1)		(2)		(3)		(4)		(5)		(6)		(7)		(8)	
モデル	OLS		OLS		OLS		OLS		OLS		OLS		OLS		OLS	
推定方法	OLS		OLS		OLS		OLS		OLS		OLS		OLS		OLS	
合計値_写真・サイン・コメント数	0.001	***														
	(4.63)															
写真			0.003	***												
			(4.95)													
サイン					0.002	***										
					(3.22)											
コメント数							0.002	***								
							(3.74)									
写真の背景									0.004	***						
									(3.70)							
経営者ポーズ											0.0003					
											(0.35)					
SDGsバッジ												0.002				
												(1.54)				
登場回数														0.0007	***	
														(2.83)		
機関投資家持株比率	-0.013	**	-0.013	**	-0.013	**	-0.013	**	-0.012	*	-0.013	**	-0.013	**	-0.013	**
	(-2.19)		(-2.23)		(-2.14)		(-2.21)		(-1.94)		(-2.19)		(-2.17)	**	(-2.18)	
役員持株比率	-0.029	***	-0.032	***	-0.029	***	-0.029	***	-0.032	***	-0.031	***	-0.030	***	-0.030	***
	(-3.65)		(-3.87)		(-3.64)		(-3.63)		(-3.92)		(-3.73)		(-3.57)	***	(-3.64)	
社外取締役比率	0.010	**	0.009	*	0.011	**	0.009	*	0.008		0.010	*	0.010		0.009	*
	(2.00)		(1.68)		(2.19)		(1.83)		(1.46)		(1.86)		(1.91)	*	(1.75)	
女性役員比率	-0.025	***	-0.023	***	-0.024	***	-0.025	***	-0.023	***	-0.023	***	-0.023	***	-0.024	***
	(-2.98)		(-2.75)		(-2.78)		(-2.91)		(-2.72)		(-2.69)		(-2.72)	***	(-2.83)	
女性社長ダミー	0.003		0.006	**	0.005	**	0.005	**	0.008	***	0.007	***	0.007	***	0.007	***
	(1.14)		(2.49)		(2.14)		(2.12)		(3.05)		(3.00)		(2.73)	***	(2.83)	
総資産	-0.001	***	-0.001	**	-0.001	*	-0.001	**	-0.001		-0.001		-0.0007		-0.0008	*
	(-2.59)		(-2.05)		(-1.80)		(-2.14)		(-1.59)		(-1.48)		(-1.62)		(-1.80)	
製造業ダミー	-0.00006		0.0003		0.0002		0.0001		0.0001		0.0004		0.0004		0.0004	
	(-0.06)		(0.30)		(0.25)		(0.14)		(0.19)		(0.44)		(0.39)		(0.40)	
定数項	0.0001		0.001		0.002		0.006		-0.001		0.005		0.006		0.005	
	(0.02)		(0.14)		(0.24)		(0.96)		(-0.08)		(0.80)		(0.91)		(0.74)	
サンプルサイズ	2,444		2,444		2,444		2,444		2,444		2,444		2,444		2,444	
R-squared	0.0343		0.0297		0.0250		0.0258		0.0273		0.0199		0.0207		0.02479	

(出所) 著者作成。\*\*\*: 1%水準で有意、\*\*: 5%水準で有意、\*: 10%水準で有意。( )内はt値であり、頑健標準誤差を用いて計算されている。

## 5. 分析結果のまとめと改善提言

本論文の目的は、日本企業1,000社を対象にして、当該企業の統合報告書から入手可能な経営者の特性に関する情報を収集して、経営者業績予想の予想誤差（経営者バイアス）と経営者のナルシズム度の関係を実証的に分析し、日本企業の経営者に関する情報開示について改善提言を行うことにあった。

本論文の分析結果では、経営者ポーズを除いた、合計値\_写真\_サイン\_コメント数・写真のサイズ・サイン・コメント数・写真の背景・SDGsバッジ・登場回数と利益の予想誤差の間には正の相関があることを示唆していた。これは経営者のナルシズムが業績予想に影響していると思われる。つまり、経営者のナルシズムの程度が高い企業では、業績予想において楽観的な見通しを立てたりして業績予想誤差が大きくなっているように思われる。

また、本論文の分析結果は、予想誤差\_当期純利益と予想誤差\_経常利益が機関投資家持株比率、役員持株比率、女性役員比率といったコーポレート・ガバナンスに関する変数と負の相関があることを示唆していた。言い換えると、機関投資家持株比率、役員持株比率、女性役員比率が高いほど、経営者の業績予想が抑え込まれている可能性があるように思われる。以上の結果を踏まえて、2点の改善を提言したい。

①公開情報（統合報告書など）から経営者の性格（気質）を推測できる可能性があるため、企業側はその可能性を認識し、戦略的に情報開示を行うべきである。

本論文では、先行研究に基づいた経営者のナルシズムの程度を表す指標と、私たちのオリジナル

な経営者のナルシズムの程度を表す指標を利用して、それらの指標が経営者による業績予想の誤差に影響を与えている可能性を指摘した。この結果はこのような気質を持つ経営者による業績予想には上方バイアスが生じていることを示唆している。近年、本論文で行ったような視覚的な情報から企業のパフォーマンスを推測しようという研究は行われていると思うが、例えば経営者が統合報告書で自分をどのように見せようとしているのか？、あるいは、経営者は開示資料の中でどのように振る舞うべきかをより重要視する必要があると思われる。今回の私たちの分析では統合報告書という開示資料の中での経営者の振る舞いが業績予想の誤差に及ぼす影響に着目したが、このような視覚的な情報が投資家の企業評価（株価）にも影響を与えることが考えられる。私たちの分析では、「環境志向が強い」や「自己顕示欲が強い」といった経営者の気質を捉えるためにSDGsバッジの有無や経営者の登場回数などにも着目したわけだが、経営者が身につけている装飾品（例えば腕時計や指輪など）によって、その経営者に対してポジティブあるいはネガティブな印象を外部に与えることにもなると思われる。また、開示資料に経営者自身の写真が頻繁に出てくると、「自己顕示欲が強い」といった印象も与えるため、「この会社の経営者は〇〇な気質の持ち主ではないか？」というように意図しないメッセージとなり、企業経営の意思決定に対して懐疑的な解釈をされる可能性もあるのではないかと考えた。本論文の分析から、公開情報（統合報告書など）から経営者の性格（気質）を推測できる可能性があるため、企業側はその可能性を十分に認識し、戦略的に情報開示を行うべきである。ただし、2025年10月の自民党総裁選で見られたように、過度な演出は控えるべきだろう。

②コーポレート・ガバナンスは経営者の性格・気質による振る舞い（ナルシズム）に影響を与える可能性があるため、コーポレート・ガバナンスの厳格さを視覚的にアピールすべきである。

本論文の分析結果は、機関投資家持株比率、役員持株比率（経営陣による株式保有）、女性役員比率が高い企業の業績予想誤差が小さいことを示唆していた（女性役員比率については経常利益ベースの業績予想誤差では有意であったが、当期純利益ベースの業績予想誤差では有意ではない）。これらの結果は企業のコーポレート・ガバナンスが業績予想誤差を小さくしていることを示唆している。また、本論文では視覚的な情報の重要性も明らかにしていることから、やはりコーポレート・ガバナンスが充実しているというメッセージを視覚的な形で訴えるのもよいのではないだろうか。政治の世界では、2025年10月に自民党総裁選が行われ、女性初の高市早苗自民党総裁が誕生した。総裁選直後のスピーチでは、「ワーク・ライフ・バランスを捨てます」、「働いて働いて働いて働いて働いてまいります」という力強い発言をして大きな注目を集めたが、男性に負けない存在感を示したと感じた。本論文においても女性役員比率が高い企業ほど業績予想の上方バイアスが小さい傾向があることから、女性役員をもっと前面に出した開示資料を作成することで、投資家が開示資料を読んだときの印象が変わってくるのではないかと考えた。近年では女性役員は増えてきているため、女性役員が存在していない企業は減ったように思われる。しかしながら、統合報告書を見ていると、大部分が男性である経営者（社

長）の写真（顔・全身）は複数枚確認できるが、女性役員の写真が掲載されていてもそのページに占める面積も極めて小さいケースが多い印象である。中には取締役会の構成員全員での集合写真を掲載している企業も確認できるが、このような写真の方が女性役員の存在を強調できると思われるため（もちろん女性役員数が少ないとそれを強調することになるが）、写真の掲載の仕方にも注意を払うべきだと思う。

## 6. おわりに

本論文では、日本の上場企業（TOPIX1000）を対象にして、統合報告書から得られる経営者の視覚的な情報（ナルシズム）と業績予想誤差の関係を分析し、経営者の視覚的な情報から業績予想誤差を推測できるかもしれないという結果を報告した。また、コーポレート・ガバナンスが業績予想誤差に影響を及ぼしている可能性があることも発見した。そのうえで、本論文では上場企業の開示資料について2つの改善提言を行った。

最後に、本論文の限界・課題について述べる。今回の調査・分析では（TOPIX Core30、TOPIX Large70、TOPIX Mid400、TOPIX Small 1）を対象とした。これらに該当する企業はいわゆる大企業が多いため、小規模な企業では実態がまた異なるかもしれない。現在、統合報告書を作成する義務はないため、すべての上場企業から必ず情報が得られるわけではない。今回の分析では統合報告書を発行している企業を対象としたが、経営者のインタビュー動画など、経営者が直接関与する情報開示は他にも存在するため、異なる情報源からも分析をするべきだろう。

## 参考文献

- 異島須賀子（2021）、「解題 監査人のローテーションー学术界と実務界の連携に向けてー」、『現代監査』, No. 31, pp.14-20.
- 伊藤卓志・高橋大志（2015）、「経営者の特性と企業の行動および業績との関連性：ーアニュアルレポートの写真やサインから経営者のナルシスト度を測定し関係性を探るー」、『慶應義塾大学学術情報リポジトリ』,pp.1-56.
- 浦底莉沙・佐伯采央・塩田朱音・藤川綾香・森沢悠響（2017）、「保険会社の投資行動ー経営者のナルシズムが与える影響ー」『生命保険論集』, 第199号, pp.133-153.
- 円谷昭一（2009）、「会社業績予想における経営者バイアスの影響」、『証券アナリストジャーナル』, 第47巻, 第5号, pp.77-88.
- Takada ,T., D. Lau, J. R. Casterella and N. Wong（2021）“ There is no ‘I’ in team: An analysis of audit partner narcissism from the team aspect, ”International Journal of Auditing, Vol.25(3), pp.751-768.

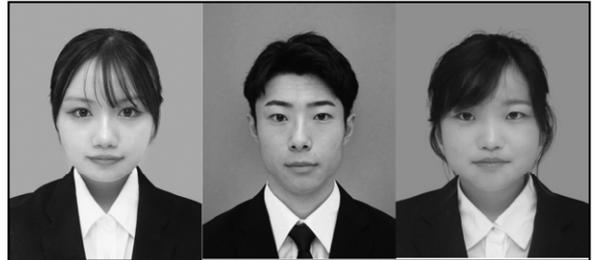
---

第17回プロネクサス懸賞論文 部門Ⅱ 佳作  
「日英米比較と投資家インタビューから探る  
日本企業の対話型IR改革」

東洋大学 調ゼミナール

真木 菜那美、猪木 実里、齋藤 巧

---



## 1. はじめに

ある機関投資家は『多くの日本企業のIRは、我々との対話ではなく、一方的な報告会に過ぎない』と指摘する。

企業が有価証券報告書や決算短信の公表等の制度開示の枠組みでの情報開示や、統合報告書やサステナビリティ報告、決算説明会等含むIRや、ウェブサイトやSNSでの情報発信等、任意開示の枠組みでの情報開示に取り組む中で、投資家などの外部者が利用可能な情報は増加している。競争上不利な情報開示は機密コスト (proprietary cost) の観点から開示されず、重要性の低い情報の開示が促進されがちな結果として、量的にはディスクロージャーが拡充しているものの、必ずしも利用者のニーズに合った情報が開示されていない、information overload (情報の過重負担) が生じている。日本企業においては、制度的枠組みやガイドラインは整備されつつあるものの、IRの実務面では形式的な情報提供や一方的なコミュニケーションにとどまるケースが多く、経営陣の関与や投資家との双方向的な意見交換に対する課題があるとの指摘がある。本稿は対話型IRを促進することで、どのようにして日本企業が抱えているIRの問題を解決・緩和できるのかを目的とする。日本の現状を理解するために機関投資家へのインタビューを実施し、日本の問題点の明確化と実現可能性を図るため日英米企業のIR活動の比較を行った。

## 2. 実態と諸問題

この節では日本における対話型IRに関する制度的枠組みについて確認する。さらに企業と投資家での認識ギャップについても確認する。

### 2-1 日本の現行制度

現在の日本では、コーポレートガバナンス・コード第5章において、次のように規定されている。「上場会社は、その持続的な成長と中長期的な企業価値の向上に資するため、株主総会の場以外においても、株主との間で建設的な対話を行うべきである。経営陣幹部・取締役 (社外取締役を含む) は、こうした対話を通じて株主の声に耳を傾け、その関心・懸念に正当な関心を払うとともに、自らの経営方針を株主にわかりやすい形で明確に説明しその理解を得る努力を行い、株主を含むステークホルダーの立場に関するバランスのとれた理解と、そうした理解を踏まえた適切な対応に努めるべきである。」(金融庁, 2021, コーポレートガバナンス・コード第5章)。このように、制度上は企業に対して株主との建設的な対話を促す姿勢が求められているものの、強制力や法的拘束力は付与されていないため、各企業の自主的判断に委ねられている部分が多い。

また、東京証券取引所が2023年3月に公表した「株主との対話の推進と開示について」と題する資料では、経営陣等と株主との対話の実施状況等について、特に以下の点を開示することが推奨されている。すなわち、①株主から新たな気づきを得られた対話や、経営陣等の説明を通じて株主の理解を深められた対話の事例、②対話を通じて把握された株主の意見・懸念の経営陣・取締役会へのフィードバック状況、③その結果として取り入れられた事項の内容等、である（東京証券取引所，2023，p. 2）。しかし、これらの取組についても形式的な報告様式は定められておらず、開始時期についても「できる限り速やかな対応」ととどまるため、企業の自主的判断に委ねられている。したがって、日本における制度的枠組みを整理すると、株主との建設的な対話が求められてはいるものの、法的義務や強制力はなく、実務面では各企業の文化や経営陣の意識に大きく依存している。

## 2-2 対話型IRの実態

企業側の対話型IRに対する実態を確認する。日本IR協議会（2025）による「IR活動に関する実態調査」の結果によれば、調査対象4,113社のうち962社から回答が得られ（回収率23.4%）、そのうち「投資者にわかりやすく開示している」と回答した企業は65.4%（前年比+20pt）、「投資者との積極的な対話を行っている」と回答した企業は68.0%（+18.8pt）であり、いずれも前向きな評価が示された（日本IR協議会，2025）。この結果から、企業側は自社のIR活動を双方向的であると認識し、一定の満足感を持っている傾向が示された。

一方で、投資家側の視点からは必ずしも同様の評価が得られていない。生命保険協会（2024）の「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート結果」によると、「対話に割けるリソース・人材が不足しているか」という質問に対し、「はい」と回答した企業は43.4%、投資家は16.5%であり、両者の間に顕著な認識の乖離が見られた。また、「対話担当者のスキル・知識の向上が必要か」という設問に

「はい」と回答した企業は34.0%、投資家は11.8%にとどまり、企業側の課題意識の方が相対的に高い傾向が示された。反対に「経営トップをはじめとする経営層が対話に関与できていないか」という設問においては、企業側11.3%に対し、投資家側では42.4%が「はい」と回答しており、「対話内容の経営層での共有化が不足しているか」でも企業側10.3%、投資家側45.9%と、いずれの項目においても企業の自己評価と投資家の認識との間に大きな乖離が確認された。（生命保険協会，2024）。つまり、企業側が対話型IRを十分に実施できない理由として挙げる「人員や時間の不足」や「社内事情による説明の制約」といった現実的な制約が、投資家側からは十分に理解されず、「経営陣や企業側の意欲不足」「説明に対する真剣さの欠如」といった形で受け止められる場合が多いことが明らかとなった。さらに、この認識のずれは単なる情報伝達の問題にとどまらず、企業のIR戦略や投資家関係の構築においても重要な影響を及ぼす。具体的には、投資家が企業の努力や制約を正しく評価できない場合、企業に対する信頼や評価が低下し、中長期的な株主関係の構築や企業価値向上に悪影響を及ぼす可能性がある。一方、企業側も投資家の期待や関心を正確に把握できないまま情報開示や説明を行うと、対話の効果が限定的となり、実質的な相互理解の形成が困難になる。

## 3. 調査方法

ここまでの節では、現在の日本における対話型IRの実態について述べてきた。本節では、日本のIR活動の現状をより深く考察するため、対話型IRの先進事例としてアメリカおよびイギリスとの比較を行う。Yan and Wang（2013）の研究では、米国、英国、香港、中国本土の大手企業を対象に、IRウェブサイトの開示内容を82項目で評価した。その結果、米国企業と英国企業のWIR（ウェブベースIR）水準は非常に高く、他の先進国・新興国と大きな差があることが明らかになった。この知見を根拠として、本稿ではアメリカおよびイギリスを対話型IRの先進事例と位置づけ、比較分析を進める。

### 3-1 諸外国における株式制度

比較に先立ち、各国のコーポレートガバナンスの枠組みについて理解しておくことが重要である。アメリカでは、上場企業のガバナンスおよび情報開示は主に米国証券取引委員会（SEC: Securities and Exchange Commission）の規制および証券取引所のルールに準拠して行われる。年次報告書（10-K, 10-Q）の提出や株主提案制度により、企業の透明性の確保と投資家との対話が制度的に支えられている。株主提案制度は、一定の条件を満たす株主が株主総会で議題を提案できる仕組みであり、経営方針や役員報酬制度、環境・社会課題への対応に関して企業に意見表明を促す手段として機能する（SEC, 2025）。なお、明文化されたコーポレートガバナンス・コードは存在しないものの、民間団体が策定した原則が実務上の指針として広く活用されている。また、米国では決算日から株主総会開催までの期間に関する法定上の制約は明文で存在しないが、実務上、株主提案受付期間などの手続きが総会日程の設計に影響がある。一方、イギリスでは上場企業はUK Corporate Governance Code（UK CG Code）に従い、取締役会の構造、リスク管理、報酬制度、株主との関係などを包括的に規定されている。UK CG Codeは遵守か説明（comply or explain）の方式を採用しており、柔軟性を維持しつつも、企業の透明性と投

資家との対話の確保が制度的に担保されている。

（Financial Reporting Council, 2023）さらに、上場企業は会計年度終了後6か月以内に年次株主総会を開催することが（Companies Act 2006）で義務付けられており、決算日から総会開催までの期間に法的制約がある。また、株主総会の通知期間として少なくとも21日以上の上記通知が求められ、IR活動や投資家への説明責任の履行が制度的に保証されている。

### 3-2 調査対象企業の選定

本稿で比較分析の対象とする企業は、アメリカおよびイギリスにおいては2025年9月時点の時価総額ランキング上位企業とし、日本企業においては上位30社のうち、株主総会の議事録が公開されており、質疑応答の時間や件数を確認可能な15社を対象とする。なお、この対象企業に関して、日本企業、アメリカ企業はヤフーファイナンスから取得した。ただし、Apple Inc. のイベント数は株主以外の閲覧不可のため計算から除外する。イギリス企業に関してはヤフーファイナンスでの時価総額ランキングの記載がないためTrading Viewよりデータを取得した。この対象企業は国別に整理し、図表1に一覧として示す。

図表1 調査対象企業一覧

日本	米国	英国
企業A	企業P	企業AE
企業B	企業Q	企業AF
企業C	企業R	企業AG
企業D	企業S	企業AH
企業E	企業T	企業AI
企業F	企業U	企業AJ
企業G	企業V	企業AK
企業H	企業W	企業AL
企業I	企業X	企業AM
企業J	企業Y	企業AN
企業K	企業Z	企業AO
企業L	企業AA	企業AP
企業M	企業AB	企業AQ
企業N	企業AC	企業AR
企業O	企業AD	企業AS

（出所）筆者作成

### 3-3 調査1

まず、各企業における2024年9月から2025年8月までの直近1年間に開催されたIRイベントを企業ごとにホームページやIRカレンダーを参照し調査した。図表2では、1年間のIRイベントの実施回数について示している。ここでは調査対象の企業に付随する「IRイベント数」、「オンライン配信数」、「アーカイブ配信数」のデータを比較し、調査を行う。さらに、実際に開催されたIRイベントについて、①オンライン配信の実施有無、②動画・音声のアーカイブが株主に視聴可能な状態で保存されているか、という二つの観点で分類し、比較を行う。

### 3-4 調査2

調査2では、有価証券報告書が公開されてから株主総会までの日数とその間のIRイベントの件数を比較する。アメリカ、イギリスのデータは有価証券報告書ではなくAnnual Report（年次報告書）が公開された日からの計測を行う。ここでは、日本企業は有価証券報告書が公開されてから株主総会までの日数、米国企業と英国企業は、年次報告書が公開されてから株主総会までの日数、さらにその期間のIRイベント実施回数を比較し、調査を行う。なお、それぞれのデータは各企業のホームページから取得するものとする。

### 3-5 調査3

調査3では、さらに財務情報の公開から株主総会までの期間の長さやIRイベント回数の関係を視覚的に示すため、両者の相関をグラフにし、調査、考察を行う。

### 3-6 調査4

調査4では、問題点をより詳細に検討するために、企業と投資家における対話の内容について、実際に機関投資家の方に話を伺い、問題点について考察を行う。インタビューは2025年10月7日にZOOM上で実施した。この調査のインタビュー回答者は、かつて日本の機関投資家として勤務した経験を有し、現在は外資系企業にて海外を対象としたヘッジファンド関連業務に従事し、ファンドマネージャーとして勤務している。本インタビューでは、対話型IRの体感としての達成率や、対話内容に関する詳細な問題点について伺う。

## 4. 調査結果と問題点の考察

本節では、第3節で述べた調査方法により実際に調査を行い、結果からより効果的なIR活動の実現に向けた問題点の考察を行う。

### 4-1 調査1

まず、調査1を行う。図表2では、1年間のIRイベントの実施回数について示している。ここでは調査対象の企業名とそれに付随する「IRイベント数」、「オンライン配信数」、「アーカイブ配信数」のデータがまとめられている。このデータから調査を行った結果、日本企業における1社あたりの年間平均開催回数は6.7件であった。これに対して、アメリカ企業は年間平均8.4件、イギリス企業では年間平均9.8件と、いずれも日本企業を上回る結果となった。このことから、IRイベントの開催頻度において、日本企業は諸外国に比べて相対的に低い水準にあることが示唆される。

図表2 1年間のIRイベントの実施回数

パネルA：日本企業				
業界	企業名	IRイベント数	オンライン配信	アーカイブ配信
自動車業界	企業A	5	0	0
自動車業界	企業B	5	0	0
電機・機密機器	企業C	8	3	3
電機・機密機器	企業D	9	0	0
電機・機密機器	企業E	5	0	0
電機・機密機器	企業F	8	6	0
電機・機密機器	企業G	6	0	0
通信・IT	企業H	8	0	7
通信・IT	企業I	6	5	6
半導体・化学	企業J	6	0	4
半導体・化学	企業K	5	0	0
製薬	企業L	9	2	7
製薬	企業M	11	7	6
レジャー	企業N	5	0	3
生活関連	企業O	5	0	4
	平均	6.733	1.533	2.667
パネルB：米国企業				
半導体	企業P	14	0	13
ソフトウェア	企業Q	15	5	13
	企業R	-	-	-
	企業S	5	4	4
	企業T	6	6	4
半導体	企業U	4	0	0
ソフトウェア	企業V	6	6	3
半導体	企業W	4	4	0
自動車	企業X	4	3	3
金融	企業Y	13	4	13
小売	企業Z	15	1	11
金融	企業AA.	6	0	1
医療	企業AB	10	7	3
ソフトウェア	企業AC	5	2	2
金融	企業AD	11	4	9
	平均	8.429	3.286	5.643

パネルC：英国企業				
製薬	企業AE	29	9	7
製薬	企業AF	24	11	11
金融	企業AG	6	5	5
	企業AH	11	11	11
	企業AI	16	14	13
	企業AJ	8	8	7
エネルギー	企業AK	7	6	6
	企業AL	6	5	5
	企業AM	3	3	3
消費財	企業AN	8	6	6
	企業AO	5	3	3
	企業AP	8	7	6
鉱業・資源	企業AQ	8	8	8
情報サービス	企業AR	4	3	3
防衛・航空 宇宙	企業AS	4	3	2
	平均	9.800	6.800	6.400

(出所) 筆者作成

これをそれぞれ割合で比較すると、オンライン配信を実施したイベントの割合は、日本企業が22.8%であるのに対し、アメリカ企業は39.0%、イギリス企業は69.4%と、国際的に大きな差が認められた。また、動画や音声のアーカイブを株主に公開しているイベントの割合は、日本企業が39.6%である一方、米国企業は67.0%、英国企業は65.3%であり、日本企業は依然として低い割合にとどまっている。

この結果から考察を行うと、日本企業におけるIRイベントの開催頻度は諸外国に比べて相対的に少ないことが明らかである。この点は、投資家との直接

的な対話機会が限定されていることを示しており、株主の意思決定に影響を及ぼす可能性がある。さらに、その中でオンライン配信やアーカイブ公開といったデジタル技術の活用が十分でないことも指摘される。これにより、地理的制約やスケジュール上の都合により、すべての株主が平等に情報を入手する機会が確保されていない状況が生じている。このような観点から、IRイベントの開催頻度の低さや情報提供手段の限定は、株主に対する情報提供の公平性・透明性の観点から改善が求められる重要な課題であると考えられる。

#### 4-2 調査2

次に調査2として有価証券報告書が公開されてから株主総会までの日数とその間のIRイベントの件数の比較を行う。財務報告書公開から株主総会までの

期間とその間のIRイベント数が図表3に示されている。

図表3 財務報告書公開から株主総会までの期間とその間のIRイベント数

パネルA：日本企業			
業界	企業名	期間 (日)	IRイベント 数
自動車業界	企業A	2	0
自動車業界	企業B	-6	0
電機・機密 機器	企業C	-5	1
電機・機密 機器	企業D	0	0
電機・機密 機器	企業E	20	0
電機・機密 機器	企業F	3	0
電機・機密 機器	企業G	4	3
通信・IT	企業H	1	0
通信・IT	企業I	5	0
半導体・化学	企業J	1	0
半導体・化学	企業K	7	0
製薬	企業L	0	2
製薬	企業M	3	0
レジャー	企業N	1	0
生活関連	企業O	0	1
	平均	2.40	0.47

パネルB：米国企業			
半導体	企業P	119	6
ソフトウェア	企業Q	128	4
	企業R	116	-
	企業S	103	1
	企業T	118	4
半導体	企業U	130	2
ソフトウェア	企業V	80	1
半導体	企業W	89	1
自動車	企業X	104	1
金融	企業Y	155	7
小売	企業Z	83	4
金融	企業AA.	68	3
医療	企業AB	75	3
ソフトウェア	企業AC	149	4
金融	企業AD	76	3
	平均	106.20	3.14
パネルC：英国企業			
製薬	企業AE	52	2
製薬	企業AF	71	4
金融	企業AG	72	2
	企業AH	90	2
	企業AI	94	3
	企業AJ	64	0
エネルギー	企業AK	55	3
	企業AL	43	0
	企業AM	42	0
消費財	企業AN	49	0
	企業AO	61	0
	企業AP	43	0
鉱業・資源	企業AQ	43	1
情報サービス	企業AR	63	0
防衛・航空 宇宙	企業AS	66	0
	平均	60.53	1.13

(出所) 筆者作成

まず、財務報告書が公開されてから株主総会までの平均日数について整理すると、日本企業の平均日数は2.4日であった。中にはマイナスの企業もあり、これは株主総会の後に有価証券報告書を公開しているということである。これに対して、アメリカ企業は平均106.2日、イギリス企業は平均60.5日であり、日本と諸外国の間で大きな差異が見られることが確認された。次に、財務報告書公開後から株主総会までの期間中に開催されたIRイベントの平均回数についても比較を行った。日本企業は平均0.47回、アメリカ企業は平均3.14回、イギリス企業は平均1.13回であり、国ごとのIR活動の頻度にも違いが存在することが示された。(図表3)

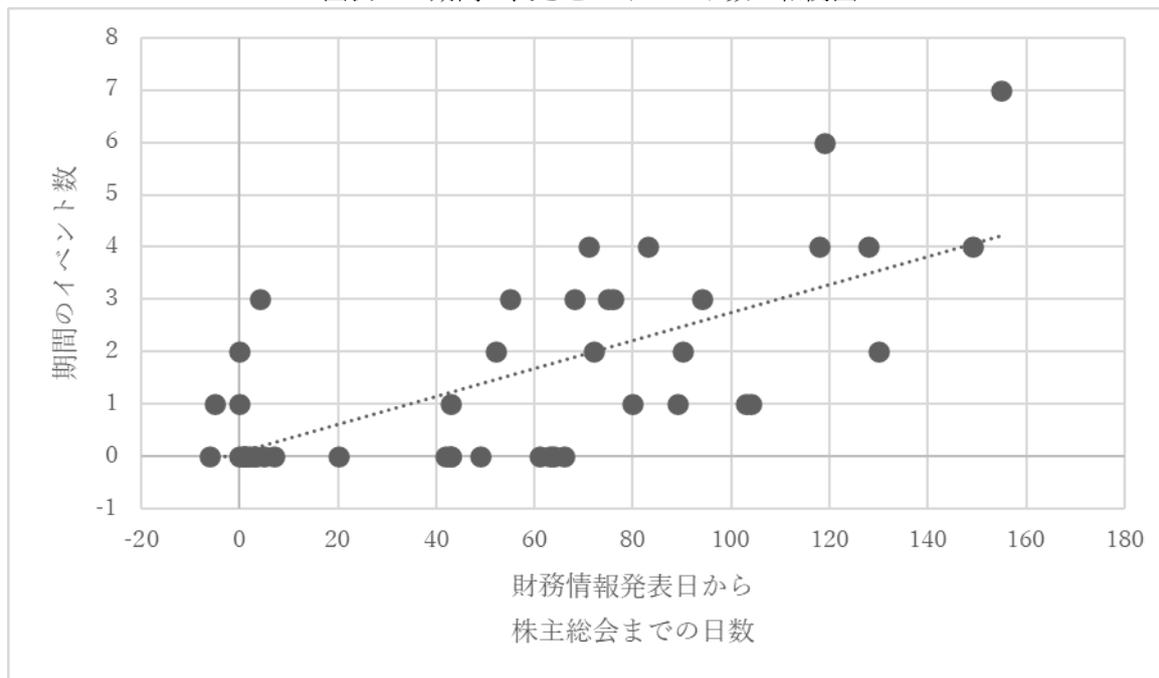
この結果から、日本企業のIR活動には特有の課題が存在することが示されている。まず、有価証券報告書の公開日から株主総会までの期間が平均2.4日(図表3)と短いため、議決権行使のために必要な重要情報を入手しにくい。なかには株主総会後に有価証券報告書を公開する企業もあり、株主が財務情

報を十分に確認した上で議決権を行使することが難しい状況にある。これは、アメリカ企業やイギリス企業に比べて大きく遅れをとっており、株主が適切で十分な情報に基づいた意思決定を行うための時間的余裕が確保されていないことを示している。次に、財務報告書公開後から株主総会までに開催されるIRイベントの平均回数が、日本企業では0.47回にとどまる点も問題点として挙げられる。諸外国では3回前後の開催が一般的であることから、日本企業では株主が経営陣と直接的な対話や質疑応答を行う機会が十分でないことが明らかとなった。この傾向は、すべての株主が経営方針や財務状況を理解し、より適切な投票判断を行うための機会を制限する要因となり得ると推測される。

#### 4-3 調査3

次に、調査2で得た結果をもとに、財務情報の公開から株主総会までの期間の長ささとIRイベント数の相関を現した図を図表4として示す。

図表4 期間の長ささとIRイベント数の相関図



(出所) 筆者作成

図表4から、この二つの数値には強い正の相関があり、財務情報の公開から株主総会までの期間の

日数が長ければ、それに伴ってIRイベント回数が増える傾向にある。

#### 4-4 調査4

これまでの分析で日本企業における対話型IR活動の実施機会が十分に確保されていない実態が明らかとなった。調査4では、これまでの結果の問題点をより明確にするため、また、対話内容についての詳細な問題点を明らかにするためにインタビュー調査を行う。まず開示内容の透明性について、対話によって“意図の透明性”を補うことが出来ているか、開示されている情報量に満足しているか質問したところ、減価要因や目標の未達要因、また為替の影響などの数字の確認で貴重な対話の機会である面談の時間を使ってしまうことが問題点として挙げられた。

次に、機関投資家本人が対話型IRの円滑な実行を実感した例について質問したところ、投資家向け技術説明会の開催や開示情報の拡張の要請が希望通り対応されるなど円滑な対話を行っている事例も見られる一方で、IR部門の担当者不足による、投資家との面談への対応不足などの問題点があげられた。また、CEOや役員などの経営陣との対話について、具体的な方針を知ることができ、非常に重要な対話型IRの一種であるにもかかわらず、機会が十分に確保されていないという点も問題点としてあげられた。

#### 4-5 考察まとめ

以上の結果から、日本企業のIR活動の問題点は主に4点に集約できる。第1に、IRイベントや対話の機会がオンラインやアーカイブの環境によってすべての株主に平等にあたえられていないこと、第2に、財務情報公開から株主総会までの期間が極めて短く、株主が情報を十分に分析するための時間が不足していること、第3に、株主との直接的な対話機会であるIRイベントの開催頻度が低く、株主が経営情報を深く理解し議決権行使に活かす環境が限定されていること、第4に、対話機会での一方的な情報供給と形式的で無意味な対話機会の消費である。これらの課題は、株主との適切な情報共有を促進し、企業の透明性を向上させるという観点から改善の余地が大きい事項であると考えられる。

### 5. 問題点から考える提言

本節では、対話型IRの現状と諸問題、さらに海外

との比較を踏まえ、企業と投資家が相互に理解ができる対話をより促進するために、4つの具体的な提言を行う。「有価証券報告書の提出早期化」「決算日から株主総会開催までの期間の延長」「経営トップによる自社株の保有」「個別面談での頻出項目の決算短信への明記」である。これらの提言はどれも、形式的な情報開示にとどまらず、実質的な意図の透明性や株主との対話の質的向上を図ることを目的とする。しかしながら4つの提言にはデメリットも存在する。

#### 5-1 有価証券報告書の提出早期化

投資家との実りある対話を可能にするための前提条件であると考えられる。現在の制度では、多くの企業が決算から約3ヶ月以内の法定制限ぎりぎりまで有価証券報告書を提出している。横山・藤野・矢田（2024）によると、実際、東証上場の12月決算企業530社（2024年5月末時点）を対象に行った調査によると、総会前提出を行っているのはわずか8社しかないというデータがあげられている。また、多くの企業が、株主総会と同時にしくは翌日に有価証券報告書を提出していて、総会開催当日および翌日の提出が全体の約88.1%に達しているというデータもあげられる。これらのことから、株主総会直前によく詳細な財務・非財務情報が開示され、投資家は短期間で資料を分析し、議案への賛否判断や対話準備を行わなければならない状況にある。情報の開示が遅ければ、株主は企業の戦略やリスク認識を十分に理解しないまま、株主総会に臨むことになる。これは、対話型IRが目指す「企業と投資家が相互理解を深めたうえでの議論」とはほど遠いと考えられる。第4節でも述べたが、この点、欧米企業は決算発表から有価証券報告書に相当する年次報告書までの時間が短く、情報開示が迅速であることが多い。日本企業も同様に、提出期限そのものを法的に短縮するか、あるいは自主的に早期提出を進めることで、投資家の分析・対話のための時間を確保できる。これは制度改正を通じた上位機関からの方針推進と、企業側の主体的な取り組みという二つの要素が相まって初めて実現しうるものだと考える。

しかし有価証券報告書の提出早期化は、投資家の分析時間を確保し相互理解を深める対話を促進する点で有効であるが、企業側には開示体制の高度化という大きな負担が生じる。特に日本企業では子会社や海外拠点を多数抱えるケースが多く、連結決算の迅速化には膨大なデータ処理と検証が必要となる。さらに、企業規模による対応力の差も課題である。大企業はシステムや人材面で対応可能な場合もあるが、中小企業はリソースが限られ、対応が困難になりやすい。この結果、情報開示のタイミングや内容に格差が生じ、投資家間の情報の非対称性が拡大する恐れがあるため、企業規模や業種に応じた柔軟な制度設計が求められる。

### 5-2 決算日から株主総会開催までの期間の延長

投資家との双方向的な対話を制度的な基盤を整える観点から重要であると考え。インタビューでは、『やはり短い。二週間前または、議決権行使前には出してほしい。ただ、企業側にも負担がかかるためそのバランスが難しい』という声が聞かれた。株主総会までの期間を延長することで、企業は決算発表や報告書開示後に、投資家との個別面談や説明会の実施を通じて、対話を行う時間を設けることができる。これは単に情報量を増やすことにとどまらず、経営方針や中長期戦略に対する企業の考えを投資家に伝え、双方向の意見交換を通じて相互理解を深める機会を拡大することにつながる。株主総会を一方的な報告の場から、実質的な対話と意思決定の場へと変化させるためには、この時間的余裕が不可欠であると考え。

しかし、開催時期の後ろ倒しは、利益処分や配当決定を遅らせ、株主の資金計画や投資判断に影響を及ぼす可能性がある。また、企業ごとの開催時期のばらつきは、機関投資家本人による複数企業との対話や議決権行使スケジュールの調整を複雑化させる。さらに、株主総会の開催時期が遅れると、重要事項の決議・実行が遅れ、経営体制の確定や年度計画の始動に支障をきたす恐れがある。こうした実務面の影響も踏まえた制度設計が必要であると考え。

### 5-3 経営トップによる自社株保有

経営者と株主の利害を一致させるためである。インタビューでは、『経営トップが自社株を十分に保有していない企業の長期戦略は、どこか他人事で響かない。株価を“自分ごと”として語れる経営者とこそ対話がしたい』という声が聞かれた。この“当事者意識”の醸成こそが、対話の質を本質的に変える第一歩となる。近年では、経営者と株主の利害を一致させるための手段としてストックオプションや株式報酬の付与などがあげられる。これがなぜ対話型IRの促進につながるのか説明する。1つめに、経営者の株主視点が強まるのが考えられる。ストックオプションや株式報酬が付与されると、経営者の報酬が自社株式や企業価値に連動する。すると、経営者は株主と同じように企業価値向上を重視するインセンティブを持つようになる。結果として、「株主が何を重視しているのか」、「どのような情報開示や戦略説明が株主との信頼関係構築に必要なか」を把握しようとする動機が高まり、株主との対話に積極的になると考える。2つめに、株主との対話が形式的なものから戦略的なものに変化すると考える。経営者が株主との利害を共有していると、形式的な情報提供よりも、企業価値を正しく理解してもらうための対話に重点を置くようになる。よって、株主との対話が、単なる法定開示や説明会の場ではなく、投資家が重視する非財務情報や経営者自身のビジョンや戦略を伝える場になる。3つめに、IR部門と経営陣の連携を深めることができると考える。株式報酬制度があると、経営者がIR活動の成果に強い関心を持つようになる。そうになると、経営陣がIR部門と協同し、株主との対話の場（スモールミーティング、投資家説明会など）を積極的に開催する動きが活発化すると考える。また、Shi, Liu, & Wang (2022)によると、役員に自社の株を持たせると、役員は株主である投資家との関係をより重視し、積極的にコミュニケーションをとるようになる、と述べられている。これらのことから、経営者と株主の利害を一致させる仕組みは、経営者を「投資家との対話の当事者」に変えるため、対話型IRの促進につながると考える。

しかし、経営者が株価上昇を過度に意識するあまり、短期的な業績目標や株価対策に偏重するリスクがある。これにより、長期的な企業価値向上よりも市場受けを狙った施策が優先される可能性がある。次に、株式報酬やストックオプションの設計によっては、経営者と株主の利害が一致しない場合がある。例えば、株価が一時的に上昇しても企業の実態が伴わない場合、経営者だけが利益を得る構造になる恐れがある。また、自社株保有が義務化・慣行化されると、株価下落時に経営者のリスクが過度に高まり、リスク回避的な経営姿勢に転じる可能性がある。さらに、報酬制度の導入・運用にはコストやガバナンス上の検討も必要であり、適切な設計と監督体制が不可欠であると考ええる。

#### 5-4 個別面談での頻出項目の決算短信への明記

これは、個別面談の際に投資家からよく質問される内容を決算短信に明記することで、株主総会などの場での質問時間短縮につながると考える。インタビューでは、『減価要因、未達要因などの数字の確認で質問時間を消費してしまうのはもったいない。数字など企業が見せることが可能ならば極力開示してほしい』という声が聞かれた。頻度の高い質問の返答時間をなくすことで、投資家はより他の質問を考えやすくなり、細かい質問まで聞くことができるようになる。よって、その年々にあった質問が増え活発な対話になると考える。

#### 5-5 提言のまとめ

以上の4つの提言は、それぞれが単独で効果を持つだけでなく、相互に補完し合う関係にある。まず、有価証券報告書の提出早期化により情報開示が前倒しされ、決算日から株主総会までの期間の延長によって投資家との対話準備期間が確保される。さらに、社長による自社株保有は、経営トップの対話姿勢とインセンティブを高める。そして、情報と時間の両面で整えられた環境に経営者のコミットメントを組み合わせる。このような、相互の補完性により、形式的ではない実質的な対話を実現することが可能になると考える。

しかしながら本稿の提示する4つの提言には、理論的・制度的には有効であっても、現実の制度運用や企業の経營業務の中で実現する際には、様々な制

約や影響が生じる可能性がある。制度的・実務的制約、企業規模による対応力の差、経営者行動への影響、ガバナンス上のリスク、そして企業文化との整合性といった複数の観点から慎重な検討が求められる。そのため提言を実現するためには、これらの課題を踏まえた制度設計や、企業・投資家・規制当局の三者間での協調的な取り組みが不可欠である。対話型IRは単なる制度変更やスケジュール調整だけで達成されるものではなく、企業と投資家の双方が、互いの立場を理解しながら長期的な視野で継続的に対話を積み重ねていくことによって初めて実現されると考える。

## 6. 貢献と今後の課題

本節では、本稿のまとめと今後の課題について述べる。

### 6-1 本稿のまとめ

本稿は、日本企業のIR活動の現状を分析し、「対話型IR」が進展している英米との比較を通じて、日本企業が今後どのようにIR活動を改善すべきかを検討してきたものである。まず先行研究の整理を通じて、日本のIR活動は形式的かつ一方向的であり、経営トップの関与の弱さや対話の深度の浅さに課題があることを確認した。次に、調査データ等を基に日本企業のIR活動の実態を分析し、英米企業とのギャップを明らかにした。具体的には、財務情報公開から株主総会までの期間が極めて短いこと、IRイベントの開催頻度、投資家との面談への対応不足などがあげられる。その結果を踏まえ、現状の問題点および企業と投資家の間に存在する認識のずれを整理した。分析に基づき、具体的な改善策として以下の四つの提言を提示した。「有価証券報告書の提出早期化」、「決算日から株主総会開催までの期間の延長」、「経営トップによる自社株の保有」、「個別面談で頻出項目の決算短信への明記」である。これらの提言は、単なる形式的な情報開示にとどまらず、企業の意図の透明性を高め、投資家との対話の質を向上させることを目的としている。一方で、これらの提言を実施するにあたっては、いくつかのリスクも存在する。こうしたリスクを踏まえつつ、企業・投資家・規制当局が協働して、透明性と対話性を両立させる制度設計と運用を検討することが求められることが判明した。

## 6-2 今後の課題

まず分析が投資家視点に偏り、企業側の負担やリスクに対する配慮が十分でなかったことが反省点である。有価証券報告書の提出日を早めることや、決算日から株主総会までの期間にIR DAYを増やすことは、投資家にとって情報分析や対話の機会を増大させる有効な手段であるが、企業にとっては膨大な作業負担がかかる。また、投資家が望む情報をすべて開示することは、競争相手に自社の戦略や重要な経営情報を公開してしまうリスクも伴う。したがって、対話型IRを推進する際には、投資家の利便性と企業の保護との間で慎重なバランスを取ることが不可欠である。

さらに、本研究では提言の効果や海外事例との比較は行えたものの、企業文化や経営慣行の違いが実際の運用に与える影響については十分に分析できなかった。日本企業では株主との対話や情報開示への姿勢が企業ごとに大きく異なり、制度や仕組みの改善だけでは、経営陣の意識改革や社内の運用体制の整備が伴わなければ、実効性は低いと考える。したがって、提出期限や総会時期の調整のみならず、企

業内部の文化改革や経営者の意識変革、従業員への教育や社内手続きの整備など、多面的な取り組みが不可欠であることが示される。

今後は企業と投資家の双方の立場をバランスよく考慮し、制度設計やIR施策を検討することが、実効的な対話型IRの構築に不可欠であると考えられる。特に、日本企業における対話型IRを実現するためには、情報開示の質や企業意図の明確化だけでなく、企業内部の意識改革、制度面の整備、経営者の動機付け設計といった多面的なアプローチが求められる。こうした総合的な取り組みによって、投資家と企業の相互理解を深めることこそ、長期的な企業価値向上につながる対話型IRの実現に繋がると考える。

## 7. 謝辞

本論を作成するにあたり、指導教官である調勇二准教授には、温かいご指導ご鞭撻を賜り、心より感謝申し上げます。

また、快くインタビューをご承諾いただきました方にも、併せて感謝申し上げます。

#### 【参考文献】

株式会社東京証券取引所 (2021) . 「コーポレートガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/nlsgeu000005ln9r-att/nlsgeu000005lne9.pdf> (10月10日最終閲覧)

株式会社東京証券「株主との対話の推進と開示について」

<https://www.jpx.co.jp/news/1020/cg27su000000427f-att/cg27su00000042a7.pdf> (10月10日最終閲覧)

横山淳・藤田大輝・矢田歌菜絵 (2024) . 「有価証券報告書の総会前提出の現状と課題」大和総研

Companies Act 2006. (2006) . c. 46.<https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents> (2025年8月22日最終閲覧)

Feng Yanjie・Tongshen Wan (2013) . 「Website-based investor relations: a comparison between developed and developing economies」『Online Information Review』37(6), pp. 946-968. (PDF) Website-based investor relations: A comparison between developed and developing economies (2025年10月19日最終閲覧)

Financial Reporting Council. (2024). 「UK Corporate Governance Code. 」

<https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/corporate-governance/uk-corporate-governance-code/> (2025年10月10日最終閲覧)

Shi, X. , Liu, Z., Wang, Y. (2022) . 「Will executive equity incentive plans improve investor relations? Evidence from Chinese listed companies. 」 Frontiers in Psychology, 13, 968677.

U.S. Securities and Exchange Commission. (2025). 「Shareholder proposals.」

<https://www.sec.gov/rules-regulations/shareholder-proposals> (2025年10月19日最終閲覧)

## 「第17回プロネクサス懸賞論文」授賞式を弊社にて開催

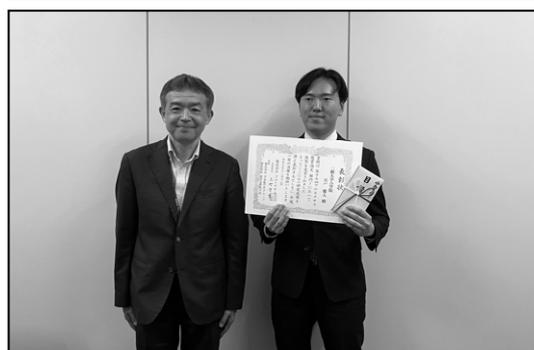
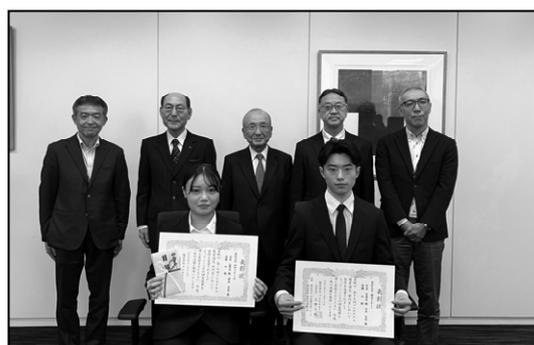
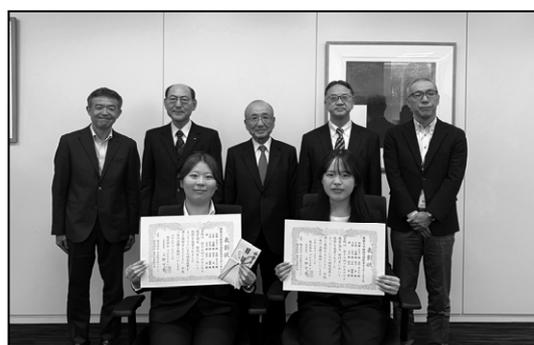
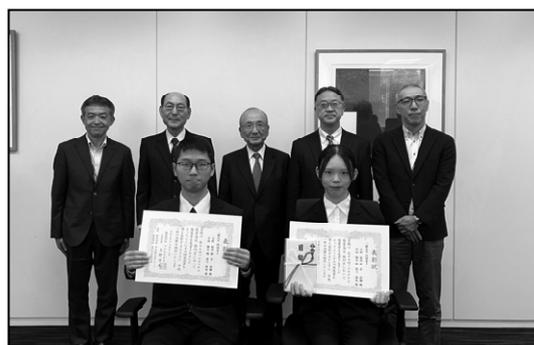
2025年12月18日（木）午前10時30分より、弊社において授賞式を開催し、部門Ⅰで佳作を受賞された東京経済大学の荒井 陽太氏と猪崎 航史氏、ならびに部門Ⅱで優秀賞を受賞された一橋大学円谷ゼミナールの代表である吉村 拓真氏と甘 伊娜氏、佳作を受賞された獨協大学経済学部松本ゼミナールの代表である加藤 ももこ氏と北原 さくら氏、および東洋大学 調ゼミナールの代表である猪木 実里氏と齋藤 巧氏に、表彰状の授与などを行いました。

授賞式では、はじめに、弊社名誉会長 上野守生より挨拶、次いで、表彰状の授与へと移り、部門Ⅰで佳作を受賞された荒井 陽太氏と猪崎 航史氏に表彰状と懸賞金(10万円)の目録が、部門Ⅱで優秀賞を受賞された吉村 拓真氏と甘 伊娜氏に表彰状と懸賞金(30万円)の目録が、佳作を受賞された加藤 ももこ氏と北原 さくら氏、および猪木 実里氏と齋藤 巧氏に表彰状と懸賞金(10万円)の目録が、弊社名誉会長 上野守生よりそれぞれに対し贈呈されました。

その後、黒川行治審査委員長（慶應義塾大学名誉教授）から、受賞論文に関するご講評をいただきました。

なお、部門Ⅰで佳作を受賞された一橋大学大学院の宍戸 健人氏は授賞式を欠席されましたが、別途、弊社執行役員 高橋 義明より表彰状と懸賞金(10万円)の目録が贈呈されました。

また、優秀賞を受賞された一橋大学円谷ゼミナールの皆様には、第93回ディスクロージャー基本問題研究会において研究内容を発表していただきました。



## 第18回プロネクサス懸賞論文募集のお知らせ

応募締切予定 2026年10月20日（火）

弊社では、2026年も「プロネクサス懸賞論文」を募集いたします。

日本の企業ディスクロージャー・IRをより効果的で効率的なものにする研究活動支援を目的に、学生、若手研究者、社会人等の方々から、研究レポートや

ご提案をいただき、資本市場の健全な発展に寄与していきたいと考えております。

なお、株式会社日本取引所グループおよび株式会社東京証券取引所に当懸賞論文の趣旨にご賛同いただきご後援をいただいております。

### 《募集要項（概要）》

#### ・テーマ

「上場会社のディスクロージャー・IRをより効果的、効率的なものにするための研究および提案」

ただし、実証結果を出すための実証分析は不可としますが、提案を補強するための実態調査、ケース分析を論文の一部に含めることは可とします。また、IRの具体的な表示方法等の工夫を提案することも可とします。

#### ・応募資格

##### 【部門Ⅰ】

40歳以下（2026年10月20日現在）の日本在住の方。大学生・大学院生・研究者・一般社会人等。個人または2名による共同研究。

##### 【部門Ⅱ】

同一大学の大学生（2026年10月20日現在）による3名以上10名以下のグループ（代表者1名と共同研究者の合計10名以内。XX大学XXゼミナール、XX大学XX研究会等のグループ名を明記すること）。

なお、論文・要旨・応募メールには、応募部門（部門Ⅰまたは部門Ⅱ）および執筆者名・共同研究者名を明記すること。

#### ・懸賞金額

部門Ⅰ及びⅡともに最優秀賞50万円、優秀賞30万円、佳作10万円

#### ・応募規定

文字数、応募方法等に規定があります。詳細は弊社サイトをご確認ください。

#### ・応募締切

2026年10月20日（火）当日消印有効（持参不可・応募先は下記参照）

#### ・後援

株式会社日本取引所グループ  
株式会社東京証券取引所

◎詳細は、弊社ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チームサイトをご覧ください。

(<https://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/index.html>)

#### お問合せ先

株式会社プロネクサス  
ディスクロージャー企画業務推進部  
調査研究チーム  
懸賞論文係 小林・原口  
E-mail : [souken@pronexus.co.jp](mailto:souken@pronexus.co.jp)

## ★プロネクサス懸賞論文 受賞作品一覧★

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第17回	部門Ⅰ 佳作	宍戸 健人	一橋大学大学院 経営管理研究科 経営分析プログラム1年	株式非公開化における特別委員会答申の分析 —買収主体、委員の専門性、買付PBRに焦点を 当てて—	研究 レポート 第20号 (本号)
	部門Ⅰ 佳作	荒井 陽太	東京経済大学 経営学部 経営学科3年	業績連動配当における政策運用実態の分析	
		猪崎 航史	東京経済大学 経営学部2年		
	部門Ⅱ 優秀賞	吉村 拓真 甘 伊娜 平島 駿太 眞弓 珠妃	一橋大学 円谷ゼミ	「資本コストや株価を意識した経営」の開示 実態とその改善案 —PBRの分析に焦点を当てつつ—	
	部門Ⅱ 佳作	加藤 ももこ 北原 さくら 久保 史織 黒岩 央 寺田 佳乃 中村 海龍 森 天音 松井 真	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール4年	統合報告書から得られる経営者の視覚的情報 にはどのような意味があるのか？ —経営者のナルシズムと経営者業績予想の 関係からの改善提言—	
部門Ⅱ 佳作	真木 菜那美 猪木 実里 齋藤 巧	東洋大学 調ゼミナール	日英米比較と投資家インタビューから探る日 本企業の対話型IR改革		
第16回	部門Ⅰ	該当なし			研究 レポート 第19号
	部門Ⅱ 優秀賞	神原 晴太郎 愛川 優 直原 龍之介 鈴 遥平 永瀬 健翔 藤本 恵花 宮本 花弥	一橋大学 円谷ゼミナール3年	スキルマトリックスは利用者の期待に 応えているか —人的スキルに焦点を当てつつ—	
	部門Ⅱ 佳作	津布久 梨奈 作山 大剛 齋藤 翔	千葉商科大学 根岸ゼミナール4年	有価証券報告書における「マテリアリティ」 の開示実態	
	部門Ⅱ 佳作	荒井 陽太 大久保 彩夏 辻内 祥妃 牧岡 克知	東京経済大学 井上ゼミ	役員報酬における業績連動報酬の市場間の開 示実態の分析	

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第15回	部門Ⅰ 佳作	仁藤 新太 富士原 竜矢	東北学院大学 経営学部 経営学科3年	有価証券報告書における「サステナビリティに関する考え方及び取組」の開示実態調査	研究 レポート 第18号
	部門Ⅰ チャレンジ賞 *特例	脇 一永	関西医科大学 医学部1年	企業のIRをより効率的にし、個性を際立たせるための提言 (要旨のみ掲載)	
		三浦 雅郁	関西医科大学 医学部6年		
	部門Ⅱ 優秀賞	佐藤 愛斗 井出上 拓矢 伊東 十萌 金 娜延 横地 遥	一橋大学商学部 円谷ゼミナール 3年Bチーム	日本企業におけるジェンダー構造の実態調査と改善提言	
	部門Ⅱ 佳作	樋口 涼太 加藤 藍 宍戸 健人 白川 大智 永嶺 郁蒔 藤井 沙樹 渡邊 吉頭	一橋大学商学部 円谷ゼミナール 3年チームA	中期経営計画の達成と開示の関連性 ー統合報告書を軸としてー	
第14回	部門Ⅰ 佳作	近藤 奈帆	埼玉大学 経済学部4年	TCFD関連情報開示の実態とその効果	研究 レポート 第17号
	部門Ⅱ 優秀賞	金子 竜弥 西中 恵音 保田 遥華 清水 優志 羽鳥 怜 佐野 綾音 大澤 悠之介	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール3年	日本企業の決算説明会動画に関する実態調査 ー決算説明会動画開示に対する改善提言ー	
	部門Ⅱ 佳作	阿部 大星 菅沼 光騎 上田 隼太郎 大和田 叶夢 戸高 璃玖翔 今井 英喜 小松 彩葵 藏本 聖哉 一瀬 颯介	獨協大学 経済学部 松本ゼミナール3年	日本企業におけるスキルマトリックス情報開示の現状把握と改善提言	
第13回	部門Ⅰ 努力賞* *特例	池田 莉彩	法政大学 キャリアデザイン学部 4年	監査上主要な検討事項(KAM)の開示実態と課題 ー 強制適用後のデータを用いた分析 ー	研究 レポート 第16号  (優秀賞作品 のみ掲載)
	部門Ⅱ 優秀賞	今村 遥香 天野 翔太 岡野 航大 小川 千穂 片柳 英鵬 加藤 海斗 細井 雄介 吉崎 伽音 渡邊 安理沙	一橋大学 円谷昭一ゼミナール	日本の社外取締役の報酬と能力・職責の問題提起と改善提言～米国及び主要国との比較調査～	

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第12回	部門Ⅰ 佳作	君島 陽子	青山学院大学大学院 会計プロフェッション 研究科 (2020年3月修了)	わが国監査法人における監査アシスタント活 用の現状と課題	研究 レポート 第15号
	部門Ⅰ 佳作	大箸 祐太	東京大学 経済学部経営学科4年	SNSを用いたバッド・ニュースの拡散戦略と株 価反応への影響	
	部門Ⅰ 佳作	加藤 優美	埼玉大学 経済学部3年	上場子会社の完全子会社化における一般株主 の利益保護と情報開示	
	部門Ⅱ	該当なし			
第11回	部門Ⅰ 優秀賞	天野 良明	京都大学大学院 経済学研究科	負ののれんの会計処理に関する提言—負の超 過収益力との関連性の観点から—	研究所 レポート 第14号
	部門Ⅰ 佳作	今井 昭仁	神戸大学大学院 人間発達環境学研究所	報酬比率の開示の効果的な利用	
	部門Ⅱ 佳作	末吉 姫子 立山 利佳 松田 詩織 小西 瑞季 江浦 大地	北九州市立大学 経済学部 松本守ゼミナール	株主優待廃止とお土産廃止のアナウンスメン ト時におけるネガティブな情報効果を和らげ る効果的なディスクロージャーに関する研究	
	部門Ⅱ 佳作	高畑 智泰 柄澤 菜月 中村 奈生 森島 和奏 森田 ひなの	日本大学 商学部 川野克典ゼミナール 第10期Bチーム	決算早期化—決算早期化の有用性と実現に向 けた新モデルの提案—	
第10回	優秀賞	遠山 幸世 濱崎 加奈子	一橋大学 商学部4年	取締役スキル開示の日米比較と日本企業への 改善提言	研究所 レポート 第13号
	佳作	天野 良明	京都大学大学院 経済学研究科	のれんの規則的償却の是非に関する提言—会 計基準のリアル・エフェクトの観点から—	
	佳作	黒崎 菜緒 小野 晶絵	北九州市立大学 経済学部3年	株主総会開催タイミングと株主総会招集通知 のデザイン変更は株価の情報反映度を高める か?—株主総会開催タイミングと株主総会招 集通知のデザインに対する提言—	
	佳作	小関 安伸 佐々木 美穂	東北学院大学 経営学部4年	統合報告書の開示実態調査 —ガイドラインとCSR・サステナビリティ情 報に焦点を当てて—	
第9回	優秀賞	十見 元紀	東京経済大学 経営学部4年	IFRSにおける連結財務諸表の比較可能性の進 展に向けて	研究所 レポート 第12号
		白井 文乃	東京経済大学 経営学部3年		
	佳作	佐々木 美穂 岡崎 琴音	東北学院大学 経営学部3年	取締役会実効性評価の開示実態と改善にむけ た提言	
	佳作	岩田 聖徳	一橋大学大学院 商学研究科	機関投資家による議決権行使に係る開示の実 態と影響—買収防衛策議案への投票データを 用いた分析と提言—	
	佳作	野原 啓佑	東京大学 経済学部4年	取締役会および監査役会の特徴が経営者予想 利益の精度に与える影響	

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第8回	優秀賞	上坂 夏未 日江井 麻里	一橋大学 商学部4年	役員報酬上限設定の盲点	研究所 レポート 第11号
	優秀賞	花塚 勇矢 柳下 嶺	一橋大学 商学部3年	政策保有株式に関する情報開示制度の改善案の提言	
	佳作	青 柚希	法政大学 経済学部3年	個人株主向けIR活動と株式長期保有促進効果	
第7回	最優秀賞	上坂 夏未 日江井 麻里	一橋大学 商学部3年	日本における自己株式取得の実態と開示内容改善への提言	研究所 レポート 第10号
	佳作	河野 直樹 岸本 実	一橋大学 商学部3年	日本企業は中期経営計画とどのように向き合っていくべきか	
	佳作	中野 智絵	東京経済大学 経営学部3年	銀行における株式保有の実態とその積極的開示に関する提案	
		横田 眞奈弥	東京経済大学 経営学部2年		
第6回	優秀賞	高崎 祥徳 野中 菜央	一橋大学 商学部4年	役員報酬開示の実態と有用性向上への提言	研究所 レポート 第9号
	佳作	栗田 奈津希 宮内 拓郎	北九州市立大学 経済学部3年	どのようなディスクロージャー情報が株主資本コストを引き下げるのか —SAAJによるディスクロージャーランキングを利用した実証研究—	
	佳作	松尾 剛行	桃尾・松尾・ 難波法律事務所 弁護士	金融商品取引法上のディスクロージャーにおいて虚偽記載等として禁じられる『誤解を生じさせないために必要な重要な事実』と『記載すべき重要な事項』の意義	
第5回	優秀賞	円谷 昭一	一橋大学大学院 商学研究科 准教授	外国人投資家の実態とディスクロージャー・IR	研究所 レポート 第8号
	佳作	井上 隆文	東京大学大学院 経済学研究科修士2年	IFRS基準に基づいて作成された有価証券報告書を利用するにあたっての問題点	
	佳作	飯尾 英晃	京セラ株式会社 経理部	包括利益と表示通貨の選択問題の考察	
第4回	優秀賞	鈴木 智大	亜細亜大学 経営学部 専任講師	業績予想の開示戦略と経済的帰結	研究所 レポート 第7号
	佳作	飯泉 潤	東京経済大学 経済学部4年	有価証券報告書における情報開示の課題と改正案 —第2「事業の状況」の総括的な研究とさらなる企業内容開示制度の展望—	
		木村 大樹	東京経済大学 経営学部4年		
第3回	優秀賞	金 鉉玉	東京経済大学 経営学部 専任講師	リスク情報開示とリスクマネジメント体制整備に向けた新たな視点 —ディスクロージャー制度の次なるステップへの展望—	研究所 レポート 第6号
		安田 行宏	東京経済大学 経営学部 准教授		
	佳作	加藤 良治	一橋大学 商学部3年	マネジメント・アプローチがセグメント情報の開示に与えた影響	

開催回	受賞内容	氏名 (敬称略)	所属	テーマ	受賞論文・ 講評掲載誌
第2回	佳作	國見 真理子	慶應義塾大学大学院 商学研究科修士課程	日本の資本市場における非財務情報ディスク ロージャーに関する一考察 —効果的なCSR情報開示に向けたルール作 成の必要性について—	研究所 レポート 第5号
	佳作	宮川 宏	専修大学大学院 経営学研究科 博士後期課程	経済的実質セグメントを機軸とした新たな ディスクロージャー	
第1回	優秀賞	円谷 昭一	埼玉大学 経済学部准教授 日本IR協議会客員研究員	事業セグメント情報にみるディスクロー ジャー制度の展望 —IRを踏まえた基準作成の必要性—	研究所 レポート 第4号 (優秀賞作品 のみ掲載)
	佳作	山崎 麻美 郡司 麻未	成城大学 経済学部3年	気候変動関連情報の投資家向け開示をめぐっ て—国際的な開示フレームワークとの関連を 中心に—	

受賞論文・講評掲載誌『研究レポート』のバックナンバーは、「ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム」ホームページのプロネクサス懸賞論文サイト <https://www.pronexus.co.jp/home/souken/info/2026.html> からご覧いただけます。

## ディスクロージャー基本問題研究会 活動報告

ディスクロージャー基本問題研究会は、ディスクロージャーを巡る諸問題・論点を調査研究するための常設の研究会として、2007年3月に当部内に設置された。当研究会は、その都度の先端的テーマを中心に引き上げて外部講師なども招いた研究報告会を行い、知識の蓄積を図るとともに、その成果等を必要に応じて広報または提言していくことを目的としている。2025年においても、様々な分野の方を講師に迎えて研究会を開催した。

研究会の委員は、複眼的な討議が行われるよう、研究者、公認会計士、事業会社というディスクロージャーに関わる様々な立場の方々に委嘱している。ご多忙の中、座長・委員の方々にも積極的にご参加いただき、厚く御礼を申し上げる次第である。

### 第89回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2025年1月24日（金）18:30～19:30

議題 「スキルマトリックスは利用者の期待に  
応えているか ー人的スキルに焦点を当  
てつつー」

第16回プロネクサス懸賞論文で優秀賞を受賞した作品「スキルマトリックスは利用者の期待に応えているか ー人的スキルに焦点を当てつつー」について、一橋大学商学部円谷ゼミナールの神原 晴太郎氏、直原 龍之介氏、永瀬 健翔氏、藤本 恵花氏による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

日本企業の取締役会のスキルマトリックスの活用状況を2021年から2024年にかけて分析し、欧米企業と比較を行った。加えて、近年関心が高まる人的資本経営に必要なスキルである人的スキルに焦点を当てた調査も行った。発見事項は大きく以下の三点である。第一に、スキルマトリックスの活用方法に関する調査結果として、2024年には東証プライム上場企業の91.5%がこれを開示するようになり、2021年から80%以上の増加が見られた。しかし、スキル項目の定義や採用理由を明確に開示している企業は17.2%にとどまっており、多くの企業がスキルマトリックスを単なるスキル一覧表として活用している実態が明らかになった。また、日本企業のスキル選定理由の開示率（TOPIX Core30で37.0%）は、米国企業（72.4%）と比較して低く、改善の余地があることを示した。第二に、2021年から2024年への時系列比較により、ESG・サステナビリティや人的資本に関するスキルが増加傾向にある一方で、経営スキルが減少している。これは人的資本経営への注目の高まりを反映している一方で実態との乖離がある。第三に、人的資本経営に必要なスキルの保有状況について分析した。人的スキルの保有根拠が不明な場合が多く

（全体の35%）、人事職経験者が少ない（全体の16%）一方で、経営トップ経験者のスキル保有数が多くなっている傾向が見られた。さらに、人的スキルを持つ役員が他の重要な経営スキル（財務・会計、ガバナンス）を兼ね備えている割合が、欧米に比べて低いことが明らかになった。これは、日本企業における人的資本経営の推進に課題があることを示唆している。これらの発見から、日本企業のスキルマトリックス活用には、スキル選定理由の明確な開示、充足条件の設定、そして人的スキルと他の重要経営スキルを併せ持つ取締役の育成が必要であると結論づけた。

### 第90回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2025年4月21日（火）18:30～20:30

議題 「サステナビリティ開示にかかる動向～  
SSBJ基準公表、EUオムニバス法案等を受  
けて～」

サステナビリティ開示にかかる動向について、森洋一氏（公認会計士）による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

我が国におけるサステナビリティ開示基準を開発すること等を目的として2022年7月に設立されたサステナビリティ基準委員会（SSBJ）は、ISSB公表基準（S1、S2）をグローバル・ベースラインとして位置付け、国際的整合性を図る形で日本版サステナビリティ開示基準の開発を進めてきた。2024年3月にSSBJ基準の公開草案を公表して意見を募集し、様々な論点から検討を進めた結果、2025年3月5日にSSBJ基準として3つの基準を公表した。

SSBJでは、基準の策定にあたり、公開草案に寄せられた意見を踏まえて、可能な限りISSB基準に合わせることで、SSBJ基準を適用するうえで有用と考えられる情報についてはSSBJハンドブックとして公表す

ることを原則として取り組んだ。

草案から扱いを変更した事項には、GHGやその他の指標の報告期間を財務諸表の報告期間と一致させたこと、ファイナンスド・エミッション開示の作業分類についてGICSの使用を適用延期としたことがある。また、草案の定めを削除した事項には、ガイダンスの情報源の適用可能性を考慮する際の文書化、レジリエンス評価の頻度、GHGスコープ1、2、3の絶対総量の合計値がある。

これらSSBJ基準の適用時期について、金融庁の方針としては、時価総額ベースで3段階に分け、1年ごとに適用義務化を進めていくこととしており、保証は1年あとから義務化していくこととされており、方針は6月に明確化される見込みである。

サステナビリティ情報の保証に関しても、保証の範囲、保証業務の担い手、保証基準及び倫理・独立性基準、保証業務実施者への検査・監督、自主規制機関といった論点で検討が進んでいる。

一方、国際的なサステナビリティ開示基準にかかる動きとしては、ISSBにおける取り組みや欧州における動向などがある。ISSBにおける取り組みとしては、S2基準の一部改訂、SASB基準の公開草案、人的資本やBEESなどテーマ別プロジェクトの進展、IASBとの連携がある。また、現在国際的に注目されているものとして、欧州におけるサステナビリティ関連規制の簡素化提案であるオムニバス法案をめぐる動向がある。具体的には、規制対象企業の対象縮小や適用時期の後ろ倒し、開示基準で要求されるデータポイントの削減、重要性や産業別基準について国際基準との連携の可能性などの動きがみられる。この動きは、現地子会社を持つ日本企業に影響が大きいと考えられる。

#### 第91回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2025年8月20日(水) 18:30~20:30

議題 「東証の市場改革全般について」

東証の市場改革について、池田 直隆氏(株式会社東京証券取引所 上場部企画グループ 統括課長)による解説、及び質疑応答を行った。

〈報告要旨〉

東京証券取引所は2022年に市場区分を見直し、プライム、スタンダード、グロースの3つの市場となった。その後、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議が設置され、プライム市場およびスタンダード市場において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の要請、グロース市場

については改革の推進を進めている。

プライム市場およびスタンダード市場の上場企業に対しては、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要請している。この要請の趣旨は、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いただくということである。そのため、資本コストや株価を意識した経営の推進・対話を促進するべく、積極的に取り組む企業のサポート施策を継続的に推進している。たとえば、機関投資家からのフィードバックや企業が抱える課題を把握し、事例集を公開し、啓発活動を行っている。2025年7月にはIR体制の義務化が行われ、これにあわせてIR体制・IR活動に関する投資者の声を公表した。要請から2年が経過するなかで、実際の企業の変化に対して、国内外の機関投資家からはポジティブな評価がある一方、開示の有無ではなく、抜本的な取組みの実行や、取組みの改善が重要なフェーズに移行している。

プライム市場およびスタンダード市場の課題としては、親子上場がある。これに対しては、開示状況のフォローアップや事例集の公表などを通じてグループ経営や少数株主保護に関する検討・開示を推進している。また、非公開化も課題のひとつである。これに対しては、企業行動規範の見直しを行い、一般株主の公正な利益確保の観点から、特別委員会における検討の実効性向上や必要な情報開示の充実を推進している。

グロース市場については、スタートアップ企業の成長を促進するため、グロース市場を「高い成長を目指す企業が集う市場」とするための施策を推進している。たとえば、上場維持基準の見直し、スタートアップにしてのIPOに関するスタンスの周知、高い成長の実現に向けて取り組む企業のサポート・メリットの創出などである。

また、市場区分の見直しに伴う経過措置の終了を迎え、経過措置終了のスケジュールや改善期間入り企業について、株主・投資者への周知・注意喚起を強化したり、改善期間入り企業に対し、取組みの進捗や上場廃止リスク等について、株主・投資者への丁寧な説明・情報提供や必要な取組の検討・実施を要請するなど対応を行っている。

これらについて、ポイント・事例集や、IR体制・IR活動に関する投資者の実際の声を例示に挙げながら解説を行った。

## 第92回ディスクロージャー基本問題研究会

日時 2025年12月10日（水）18：30～20：30

議題 「従業員向け株式インセンティブ制度と  
ディスクロージャー」

従業員向け株式インセンティブ制度とディスクロージャーについて、橋本 基美氏（野村証券株式会社 IBビジネス開発部兼アセット・ソリューション部 主席研究員）による解説、及び質疑応答を行った。

### 〈報告要旨〉

従業員向け株式インセンティブ制度の普及の背景には、企業のニーズと株式市場の動向、そして法制度の対応が挙げられる。このうち、規制的要因には、①会社法、金融商品取引法、税法上の課題の解決、②賃上げ促進税制／コーポレート・ガバナンス・システム（CGS）に関するガイドラインの改訂、③有価証券報告書における人的資本開示がある。また、市場的要因には、①政策保有株式の縮減、②積極化する株主還元と自己株式の有効活用、③東証市場区分の見直し（流通株式基準の厳格化）、④新TOPIXに基づく段階的組入れウェイト低減（流通時価総額100億円未満、浮動株比率）が挙げられる。

株式報酬制度に関する最近の主な改正動向としては、株式報酬のための発行開示規制の緩和、インサイダー取引規制の緩和、会社法改正に向けての動きがあり、その効果として、臨時報告書特例の適用範囲拡大、希薄化率1%基準の導入（1億円基準との併用）、持株会拠出金の上限引き上げがある。

近年、人的資本投資の拡大による企業価値向上に向けた具体的な取組みの一つとして、従業員向けインセンティブ・プランへの関心が非常に高まっており、改訂版CGSガイドライン等その動向を後押しする

指針・提言が次々と発表されている。

従業員向け株式インセンティブ制度の形態には、譲渡制限付株式報酬（RS）/譲渡制限付株式ユニット（RSU）、従業員持株会向けRS、従業員持株会、ストック・オプション、株式給付信託（給付型ESOP）/信託型RSの株式対価型、そしてSARs（株式評価権）、ファントム・ストック、信託型従業員持株インセンティブ・プランの現金対価型がある。

従業員向け株式インセンティブ制度の導入は年々増加しており、2025年6月時点で1,200社を超え、業種別の平均導入割合が初めて30%を超えた。また、東証の市場区分別の導入割合をみると、プライム上場企業で39%、スタンダード上場で25%となっている。導入増加を続ける制度であるが、普及余地はまだ大きいといえる。

従業員向け株式インセンティブ制度の導入の意義と効果は、①従業員エンゲージメント、②人材のリテンション、③金融リテラシー、④株価パフォーマンスの観点から確認する方法がある。また、制度導入の課題としては、①どの程度の自社株を付与できるのか、②市場や投資家の評価、③人的資本経営と開示の関係、④自社株付与後の管理などが考えられる。

企業にとっての従業員向け株式インセンティブ制度の導入意義は、従業員が株主となることで企業価値≒株価の変動を意識するようになり、会社の真のオーナーとして会社の成長にモチベーションを感じられるようにすることと考えられる。そうすることで、従業員のサステナブルな企業価値や株価向上に対する意識を高め、エンゲージメントを醸成し、従業員の強いコミットメントを引き出し、成長と分配の好循環を作り出すことにつながると言える。

〈ディスクロージャー基本問題研究会 メンバー〉

座長	黒川 行治	慶應義塾大学 名誉教授、当部顧問
委員	浅見 裕子	名古屋大学大学院 教授
委員	上田 晋一	成城大学経済学部 教授
委員	大塚 成男	熊本学園大学大学院会計専門職研究科 教授
委員	金子 裕子	公認会計士
委員	小林 伸行	名古屋商科大学大学院 教授、公認会計士
委員	円谷 昭一	一橋大学大学院 教授
委員	中條 祐介	横浜市立大学国際商学部 教授
委員	花田 裕二	JFEスチール株式会社 経理部長
委員	山岡 信一郎	山岡信一郎公認会計士事務所所長、公認会計士
顧問	新井 武広	前 会計教育研修機構 代表理事専務、公認会計士
顧問	川村 義則	早稲田大学商学大学院 教授
顧問	小宮山 賢	前 早稲田大学大学院 経営管理研究科 教授
顧問	多賀谷 充	青山学院大学大学院 教授

研究会事務局

(2025年12月末現在、委員・顧問の氏名は50音順)

2025年 ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム活動記録

年 月 日	活 動 内 容
2025年 1月24日	第89回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「スキルマトリックスは利用者の期待に応えているか—人的スキルに焦点を当てつつ—」 （懸賞論文の優秀賞受賞作品） 講 師：一橋大学円谷ゼミナール3年 神原 晴太郎氏、直原 龍之介氏、永瀬 健翔氏、藤本 恵花氏
2月3日	『研究レポート 第19号』を刊行
4月21日	第90回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「サステナビリティ開示にかかる動向～SSBJ基準公表、EUオムニバス法案等を受けて～」 講 師：森 洋一氏（公認会計士）
8月20日	第91回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「東証の市場改革全般について」 講 師：池田 直隆氏（株式会社東京証券取引所 上場部企画グループ 統括課長）
12月10日	第92回ディスクロージャー基本問題研究会開催 議 題：「従業員向け株式インセンティブ制度とディスクロージャー」 講 師：橋本 基美氏（野村證券株式会社 IBビジネス開発部兼アセット・ソリューション部 主席研究員）

### **編集後記**

◇今回の懸賞論文にはたくさんの応募をいただいた。特に、近年、応募数が少なかった部門Iに多くの研究者・学生の皆様からのご応募をいただいたことから、事務局・審査委員とも選定にますます力が入っていた。今後も幅広く多くの研究者・学生の皆様に挑戦していただきたい。

---

研究レポート 2026 第20号

---

2026年2月発行

©編集・発行 ディスクロージャー企画業務推進部 調査研究チーム  
株式会社プロネクサス  
〒105-0022  
東京都港区海岸1-2-20 汐留ビルディング5階  
代表メールアドレス : souken@pronexus.co.jp  
電話 : 03-5777-3131

---

※本報告は、当部の著作物であり、著作権法により保護されております。  
当部の事前の承諾なく、本報告の全部もしくは一部を引用または転載、複写等により使用することを禁じます。

# 研究 レポート

株式会社プロネクサス  
ディスクロージャー企画業務推進部

PRONEXUS.E1701.2026.2(245)

