

## 日本企業の低い市場付加価値と統治改革の進展 ～合理的に反応している株式市場

明田雅昭

### 一、はじめに

二〇一五年のコーポレートガバナンスコード<sup>(1)</sup>（以下、「企業統治コード」）導入以来、八年が経過した。この間、企業は統治の機構や運営に関するコードへの準拠を進め、資産運用会社は建設的な対話を通して、企業の「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」を後押ししてきた。株価は上昇したものの米国株式の勢いと比べると十分とは言えない。企業統治コードへの準拠率は極め

て高いが、形式的準拠であって実質を伴っていないという批判がある。そうした中で本年に入って急激な盛り上がりを見せたのが、東京証券取引所（以下、「東証」）による企業へのPBR改善要請である。<sup>(3)</sup>

PBR（株価純資産倍率）は株価の割安度を表す指標として有名だったが、今回のブームで自己資本にどれだけ価値を付加しているかを表す価値評価指標として認識されるようになった。PBRが一を超えていれば自己資本に価値を付加しており、一未満であれば価値を毀損していると思なさ

れる。本稿は、PBRを用いて企業統治改革期間の株価形成を検証し、統治改革の施策の効果を確認したものである。

本稿の前半では、企業統治改革期間を通して、PBRが常に一を超えていた企業と常に一未満であった企業に焦点を当てた。これらの企業の資本調達と資産の構成および収益性と成長性の差異を確認した上で、PBRなど価値付加状況の変化を計測した。価値付加状況の変化は株式価値評価理論と整合しており、日本の株式市場は企業を合理的に評価していたといえよう。PBR一未満企業が成長を高めたことで価値毀損が拡大したことが確認されたが、これは企業の価値向上戦略に重要な示唆を与えるものである。

本稿の後半では企業統治改革で推進された施策をPBRで評価し、有効性が示唆されるものもあることを示した。この分析は因果関係ではなく相

関関係の検証に過ぎないが、施策の有効性に期待がもてる結果だったといえよう。

## 二、PBR一超え企業と一割れ企業の違い

PBR一超え企業はどのような特性を持っているだろうか。本節ではPBR一割れ企業との違いを明確にしたい。分析対象は二〇二三年六月末のプライム上場企業の中から三月決算企業に限定した。これは財務データのタイミングを揃えるためである。なお、企業の特徴が大きく異なる金融四業種と電気・ガス業の企業は対象外とした。<sup>(4)</sup> PBRは決算期データの開示時期を考慮して毎年六月末の値を用いることにした。

企業統治改革が始まったのは企業統治コードの原案が議論され提示された二〇一四年後半頃から

ではないだろうか。本稿では分析期間の開始時点を二〇一五年三月末とし終了時点を二〇二三年三月末とした。資本調達と資産の構成、PBRのよ  
うな時点データは九時点、利益や利益率のような  
期間データは八期とした<sup>6)</sup>。この期間に一貫して三  
月決算であり、分析項目の全データが揃っていた  
のは一〇二三社であった。

二〇一五年から二〇二三年までの毎年の六月末  
のPBRを確認し、毎年一超えであった企業は二  
九四社、毎年一割れであった企業は二四六社あ  
った。本稿では前者を「恒常的一超え企業」(ある  
いは単に「一超え企業」と呼び、後者を「恒常  
的一割れ企業」(あるいは単に「一割れ企業」と  
呼ぶことにする。この二類型に属さない企業四八  
三社を「中間的企業」とした。

各年のPBR分布の中央値は一超え企業では  
二・〇一から二・六三の間で推移し、一割れ企業

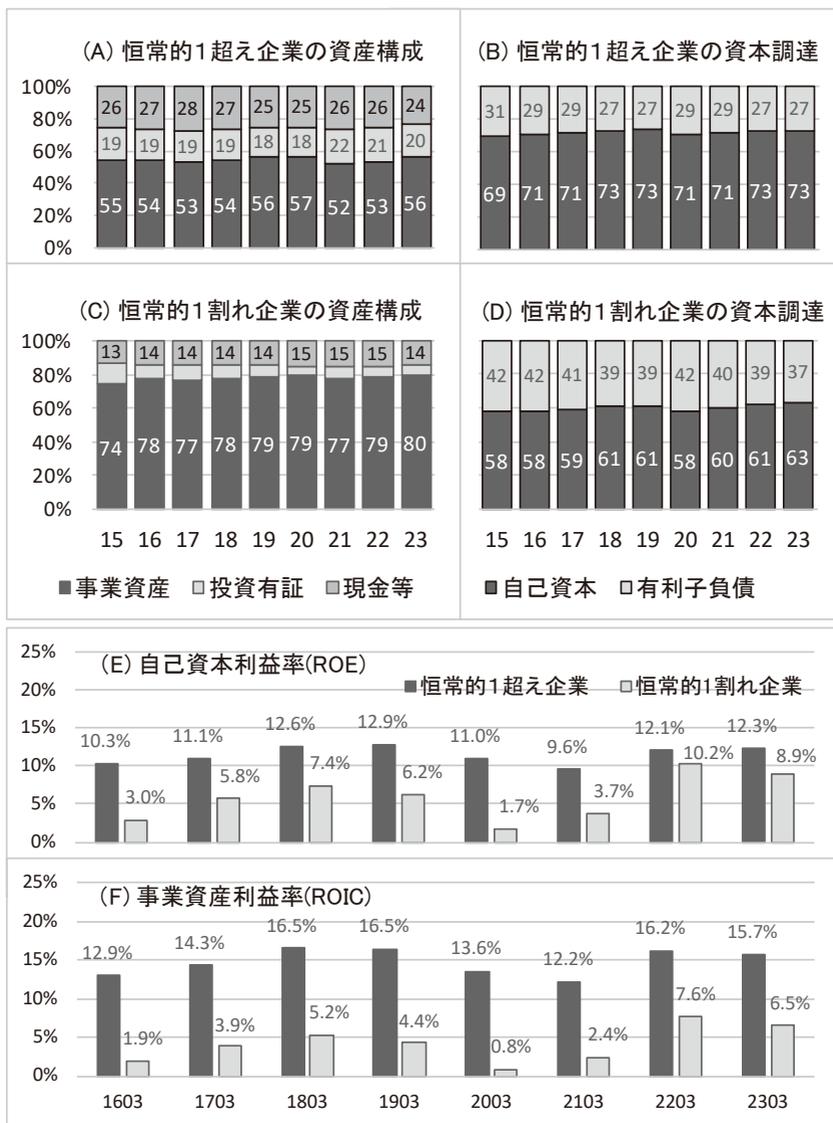
では〇・四九から〇・六九の間で推移していた。

共にPBRは循環的に変動しており大きなトレ  
ンドはないが、後半に向かって一超え企業はやや上  
昇、一割れ企業はやや低下していた<sup>6)</sup>。一超え企業  
も一割れ企業も概ねどの業種にも存在していた  
が、前者は電気機器、情報・通信業、小売業、  
サービス業に多く、後者は建設業、化学、鉄鋼、  
輸送用機器、卸売業に多かった。

企業の貸借対照表を企業価値評価のために再構  
成し、資本調達側は自己資本と有利子負債に、資  
産側は事業資産と金融資産(現金等と投資有価証  
券)に分類した。各項目の詳しい定義は巻末の補  
足をご覧ください。

ここからは、一超え企業群と一割れ企業群のそ  
れぞれで所属企業の財務データおよび株式時価総  
額データを集計して、あたかも一企業であるかの  
ようにみなして各企業群の特徴を観察する。

図表1 資本調達および資産の構成と資本収益率



〔出所〕 FactSetデータベースを使って筆者が作成

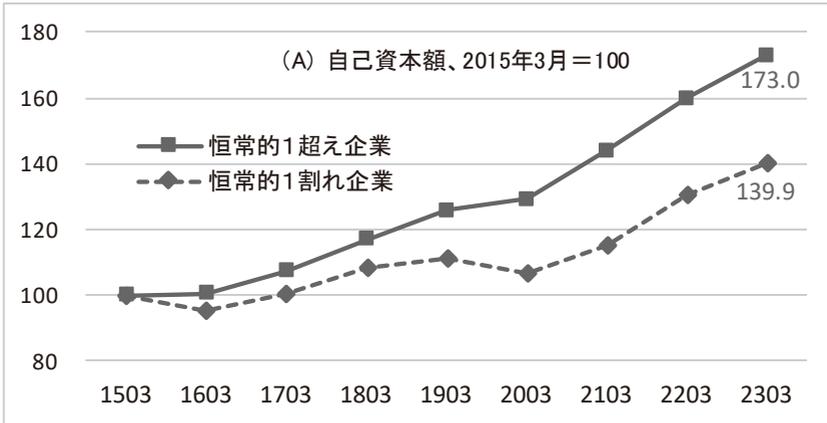
図表1の(A)から(D)は資本調達構成と資産構成の推移を示している。自己資本比率は、一超え企業では七〇%程度で推移しているが、一割れ企業では六〇%程度である。財務レバレッジは一割れ企業の方が高かった。事業資産比率は一超え企業では五五%程度、一割れ企業では八〇%弱である。投資有価証券比率は一超え企業では二〇%程度であるが、一割れ企業では六%程度である。現金比率も一超え企業の方が一〇%ほど高い。自己資本中心の資本調達で金融資産を貯め込んでいるのは一割れ企業ではなく一超え企業であった。資本調達と資産の構成では、ファイナンス理論の教科書が想定する標準的な企業に近かったのは一割れ企業の方である。政策保有株式の問題も一超え企業の方で顕著な可能性が高い。

図表1の(E)は自己資本利益率(ROE)の推移をみたものである。一超え企業は期間を通じて一

一%前後で、一割れ企業は半分程度の水準しかない。なお、一割れ企業は二〇二二年三月期に一〇・二%と急上昇し翌期も八・九%と高水準である。これは主に日本製鉄、商船三井、住友商事など大企業六社<sup>7)</sup>の利益大幅改善によるところが大きい。個社別のROE分布をみると二〇二二年三月期と翌期の中央値は五・九%と五・七%であった。ROE八%がPBR一倍の閾値であるかの議論があるが、(E)の結果は、この議論と整合的である。(F)は事業資産利益率(ROIC)の推移である。ROEと比べて一超え企業は三%程度高くなっている。一超え企業の事業資産は高い利益率であるが、利益率が低い金融資産を多く保有しているためにROEが三%程度低くなっている<sup>8)</sup>。

図表2は企業の成長を観察したものだ。(A)を見ると、二〇一五年三月期末の自己資本額を一〇〇

図表2 企業成長と価値付加／価値毀損の拡大



(B) 恒常的PBR1超え企業の拡大

201503 (兆円)		202303 (兆円)		年成長率 (%)	
事業資産	有利子負債	事業資産	有利子負債	事業資産	有利子負債
44.5	25.2	75.7	36.7	6.9%	4.8%
金融資産	自己資本	金融資産	自己資本	投下資金	自己資本
36.9	56.2	58.3	97.2	6.4%	7.1%
価値付加	PBR	価値付加	PBR	価値付加	時価総額
77.9	2.38	165.6	2.70	9.9%	8.8%

(C) 恒常的PBR1割れ企業の拡大

201503 (兆円)		202303 (兆円)		年成長率 (%)	
事業資産	有利子負債	事業資産	有利子負債	事業資産	有利子負債
55.6	31.4	77.9	36.3	4.3%	1.8%
金融資産	自己資本	金融資産	自己資本	投下資金	自己資本
19.3	43.5	19.3	60.8	3.3%	4.3%
価値毀損	PBR	価値毀損	PBR	価値毀損	時価総額
-8.7	0.80	-20.6	0.66	11.4%	1.8%

(注1) 価値付加／毀損とPBRおよび時価総額は期末直後の6月末の株価で計算

[出所] FactSetデータベースを使って筆者が作成

とすると八年後の二〇二三年三月期末には、一超え企業は一七三・〇に、一割れ企業も一三九・九に拡大していた。一超え企業は安定的に成長している。一割れ企業がマイナス成長になったのは二度だけであった。(B)と(C)は資本調達側と資産側の実額(兆円)および付加価値額(価値付加額ないし価値毀損額)とPBRを二時点と比較したものである。<sup>9)</sup>一超え企業のこの八期に渡る企業規模の変化をみると、投下資金(有利子負債+自己資本。事業資産+金融資産でもある)は年率六・四%の成長であった。内訳の有利子負債は四・八%、自己資本は七・一%、事業資産は六・九%で成長した。一超え企業は概ね年率六%強の成長だった。図表1で確認されたように資本調達構成と資産構成および利益率は期間を通してほぼ一定に近かった。この状態で六%成長したのなら、PBRは変わらず、時価総額も価値付加額も六%成

長になりそうではないか。しかし、PBRは二・三八から二・七〇と高くなっていて、時価総額は年率九%、価値付加額は年率一〇%で成長した。企業規模の拡大を大きく上回っている。一割れ企業を見ると、資本と資産は概ね年率三〜四%の成長だったが、株式時価総額は年率二%の成長に止まった。PBRは〇・八〇から〇・六六に低下した結果、価値毀損額は八・七兆円から二〇・六兆円へと年率一一・四%という大幅な拡大がもたらされた。

一超え企業でも一割れ企業でも、企業体質(資本調達と資産の構成および利益率)がさほど変化していない中で成長したのに、市場評価(PBR、付加価値額)は、その企業規模拡大とは異なる様相を示していた。なぜこのようなことが起こるのだろうか。

### 三、合理的な株式市場の 企業価値評価

図表2の(A)の自己資本拡大の様子をみると、成長率は前半よりも後半の方が高い（傾きが急になっている）ように思える。成長率の変化がPBRを変化させた可能性はないのか。そこで思い出されるのは次の株式価値評価のモデル式である。

$$PBR = 1 + \frac{ROE - \text{資本コスト}r}{\text{資本コスト}r - \text{成長率}g} \quad (1)$$

企業が規模を拡大したとしても、ROE、資本コスト、成長率が一定で変化しないならPBRは変化しないはずである。しかし、PBRは変化していた。資本コストはさて置き、前節の分析では一見するとROEも成長率も大きな変化はなかったようだが、PBRを変化させるのには小さな変

化で十分である。

(1)式のROEは当面の予想で、gは将来にわたる長期の成長率の予想である。共に予想ではあるが、その予想を構成するのに足元の実績が大きく影響すると思われる。ROEの予想修正は常にPBRを同じ方向に変化させるが、gの予想修正の影響は複雑である。実績の成長率が前半と比べて後半に高くなったのを受けて成長率予想も上方修正されると考えると、(1)式の第二項の分母は小さくなる。このとき一超え企業はプラスの第二項が大きくなってPBRは高まり、一割れ企業はマイナスの第二項が大きくなってPBRは低下する。筆者は前著<sup>(6)</sup>で、ROEの変化(ΔROE)と成長率の変化(Δg)がPBRをどのように変化させるか(ΔPBR)を次のように定式化した。

$$\Delta PBR \approx \frac{1}{r-g} \Delta ROE \quad (2)$$

日本企業の低い市場付加価値と統治改革の進展～合理的に反応している株式市場

図表3 PBRの変化をROEと成長率の変化で説明

	恒常的1 超え 294社	中間的企業 483社	恒常的1 割れ 246社
株価純資産倍率 (PBR)			
前半 (1506-1906) 平均	2.40	1.14	0.69
後半 (1906-2306) 平均	2.62	1.00	0.60
平均PBRの変化	0.22	-0.14	-0.10
自己資本利益率 (ROE)			
前半 (1503-1903) 平均	11.7%	9.3%	5.6%
後半 (1903-2303) 平均	11.3%	7.8%	6.1%
平均ROEの変化	-0.5%	-1.5%	0.6%
PBR変化への寄与①	-0.5%	-1.5%	0.6%
自己資本成長率			
前半 (1503-1903) 平均	6.6%	5.2%	4.0%
後半 (1903-2303) 平均	9.3%	7.7%	7.5%
平均成長率の変化	2.7%	2.5%	3.5%
PBR変化への寄与②	3.8%	0.4%	-1.1%
PBR変化への寄与計 (①+②)	3.3%	-1.1%	-0.5%

〔出所〕 FactSetデータベースを使って筆者が作成

$$\Delta PBR \approx \frac{1}{r-g} (PBR-1) \Delta g \quad (3)$$

ΔPBRはΔROEに比例して変化するのだが、(2)式と(3)式にある「rとgの差の逆数」は共通係数になっているため、成長率変化の効果はΔgではなく(PBR-1)Δgに比例すると見なすべきであることが分かる。

この理論に基づいてPBRの変化の理由を検証したのが図表3である。財務データは二〇一九年三月期を、PBRデータは二〇一九年六月を境として前半と後半に分けた。企業は一超え企業、中間的企業、一割れ企業の三つに分類して、それぞれで関連データを集計して一つの企業であるかのようにして諸分析項目を算出した。PBRの前半から後半への変化は、順に○・二二、▲○・一四、▲○・一〇であった。上昇したのは一超え企業だけだった。

ROEの変化は、順に▲〇・五%、▲一・五%、〇・六%となり、向上したのは一割れ企業だけである。ROE変化のPBR変化への影響は、このままの数値を採用して表中の寄与①とする。自己資本の成長率の変化は、順に二・七%、二・五%、三・五%で、最も成長率変化が大きかったのは一割れ企業である。成長率変化のPBR変化への寄与は、(PBR-1)  $\Delta g$ として表中の寄与②に計算結果を示した。結果は順に三・八%、〇・四%、▲一・一%であった。寄与①と寄与②を合計すると、順に三・三%、▲一・一%、▲〇・五%となる。この寄与合計は平均PBRの変化をよく説明している。一割れ企業は唯一ROEを向上させ、最も成長率を高めていたが、PBR一割れ状態での成長が大きなマイナス効果をもたらしたのである。また、(PBR-1)  $\Delta g$ の式から分かるようにPBRが高い企業では少しの成長がP

BR向上に大きく貢献する。図表3ではこのことも確認されている。

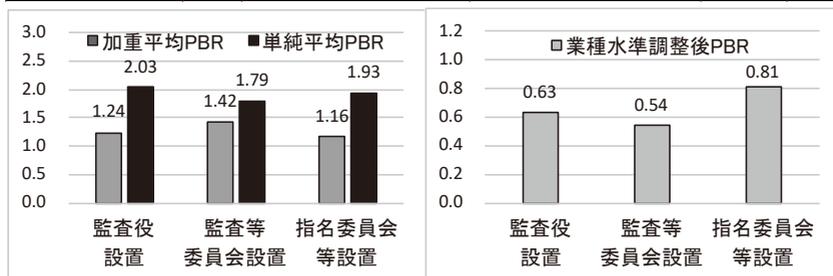
前節で観察された、一超え企業で規模成長以上に価値付加額が拡大したこと、一割れ企業が成長しているのにPBRが低下して価値毀損額が拡大したことは、株式価値評価理論と見事なまでに整合している。日本の株式市場の株価形成は合理的なものだったといえよう。

#### 四、企業統治コード施策をPBRで評価

企業統治コードが制定されて以来、上場企業と資産運用会社は、企業がコードにどのように準拠して企業価値を高められるかを対話してきた。このような施策・対話は成果をあげているのだろうか。本節では市場付加価値指標としてのPBRを

図表4 企業統治形態と3種類のPBR

企業統治形態	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
監査役設置会社	847	445	200,386	-52,040	402	132,547	132,481	80,441	1.24
監査等委員会設置	529	224	49,576	-16,107	305	46,448	56,875	40,769	1.42
指名委員会等設置	52	22	34,408	-15,839	30	26,996	25,686	9,847	1.16
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



〔出所〕 FactSet および Quick のデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

使って施策の評価を試みる。

図表4はプライム市場上場企業のうち金融四業種や経過措置企業等を除いた企業の機関設計を分析した結果である<sup>11)</sup>。現在、日本企業には三つの機関設計がある。監査役設置会社は最も古い歴史をもつ従来からの機関設計である。指名委員会等設置会社は国際的に見ても有効性が高いと考えられているものだ。この機関設計への移行が推奨されてきたが、まだ五二社にとどまっている<sup>12)</sup>。監査等委員会設置会社は監査役設置会社から指名委員会等設置会社へ段階を踏んで移行することを意識して設けられた機関設計である。既に五二九社が従来型からこの機関設計に移行した。

対象企業をこれら三つの機関設計に分類し、さらに価値毀損企業と価値付加企業に分けて、純資産額と価値毀損額（表中では「毀損額」と表示）ないし価値付加額（表中では「付加額」と表示）

を集計したのが図表4の上段の表である。指名委員会等設置会社のPBRは、該当企業の付加価値額合計の九・八四七兆円を純資産合計の六一・四〇四（三四・四〇八・二六・九九六）兆円で除して一を加えたものとして計算した。結果は一・一六で三つの機関設計の中では最も低かった。このように計算したPBRは個別企業のPBRの純資産額加重平均であり大企業の影響を受けやすい。内訳を調べてみると日産自動車、ホンダ、東京電力ホールディングスが大きく低下方向に寄与していた。この三社を除くとPBRは一・五六となつて三機関設計の中で最も高くなる。個別企業のPBRの単純平均は企業規模の影響を受けなくなる。計算してみると一・九三で二番目であつた。

PBRの水準は業種によって無視できない違いがある。機関設計とPBRの関係性を確認するためには業種の影響を取り除くべきであろう。そこ

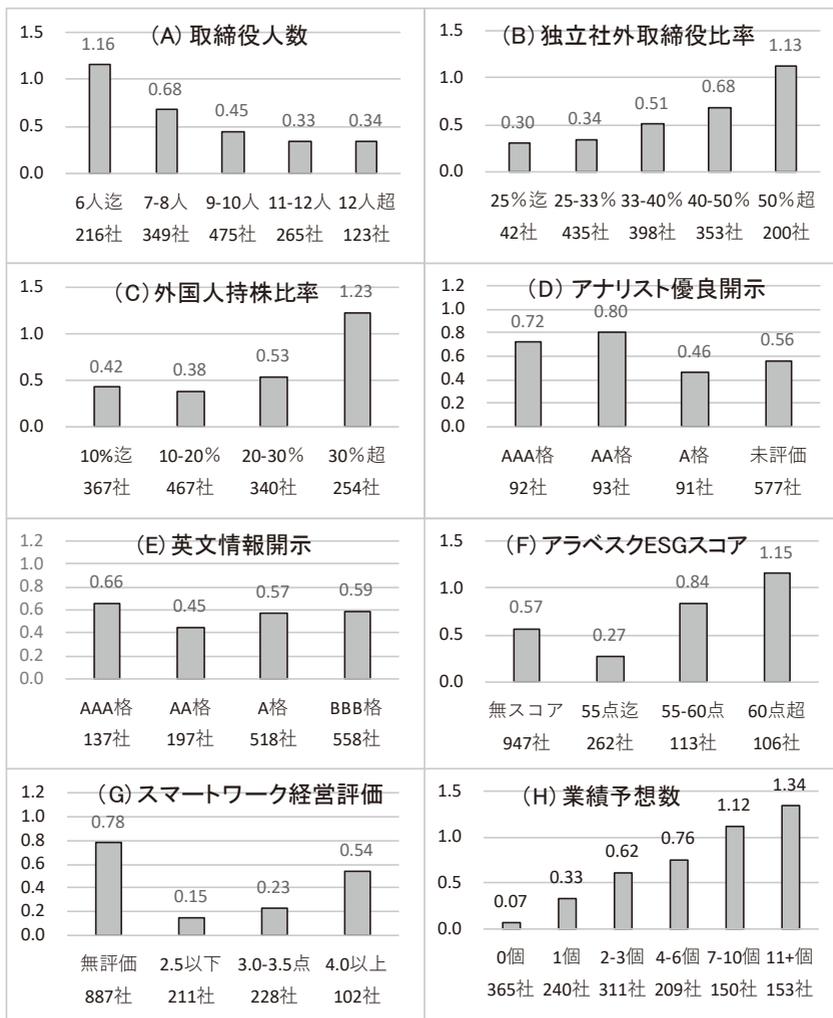
で、各企業のPBRからその企業が属す業種分類のPBR分布の中央値を差し引いたものを業種水準調整後PBRとして、各機関設計でその単純平均値を計算してみた。<sup>13)</sup> 指名委員会等設置会社は〇・八一となつて、他の二つの機関設計の〇・六三と〇・五四よりも明らかに高くなった。指名委員会等設置会社は五二社しかなく、たまたまの結果である可能性もあるが、この機関設計が株式市場で最も高く評価されていると言つてもいいのかもしれない。

図表5は、いくつかの典型的な企業統治関連指標を業種水準調整後PBRで評価した結果である。

#### (A) 取締役人数

取締役人数が少ない方が、明確にPBRが高くなつていえる。PBRは一二人超（一三人

図表5 企業統治指標と業種水準調整後PBR



〔出所〕 FactSetおよび各種資料より筆者が計算。PBRは2022年第4四半期の平均

以上)のクラスでは一—二人クラスより若干高くなっているが、これは単純平均PBRでも同じであった。ただし、加重平均PBRでは一人超クラスの方が低くなっており、取締役人数が多くなるに連れて単調にPBRが低下していた。取締役の人数が少ない方が実効性の高い議論と決議ができるようである。

(B) 独立社外取締役比率

独立社外取締役人数で(A)と同じ図表を作ってみると、傾向は見られずほぼ無相関であった。しかし、独立社外取締役比率で見ると二五%以下が最も低く、比率が高くなるに連れて単調にPBRが高まり五〇%超で最も高くなった。業種水準調整をしない単純平均PBRでも同様な傾向が示されるが、この図ほど鮮明ではない。加重平均PBRでは、さらに関係性が低下している。

(C) 外国人持株比率

三〇%超と三〇%以下で大きな格差が生じた。この状況は単純平均PBRでも加重平均PBRでも鮮明さは多少落ちるが同じ傾向であった。三分の一の議決で特別決議を否決できるが、外国人が、これに近いかこれを上回る持株比率になると取締役の緊張感が高まって価値向上志向の経営意志決定が求められる、結果として市場付加価値が高まるのであろうか。

(D) アナリスト優良開示

企業のディスクロージャー全般の優良さを証券アナリストが毎年セクター別に評価している。<sup>14)</sup> 時価総額上位の三百社を対象にして百点満点での総合評価点を付与しているので、これを活用して筆者が開示良好度を三段階(AAA、AA、A)に格付けした。<sup>15)</sup> この格付け別でPBR平均をみる

と、未評価企業と比較して上位二つの格付け企業は上回っていたがA格企業は下回る結果となった。この傾向は加重平均PBRと単純平均PBRでも概ね同じであった。開示の優良性とPBRには関係性が見られるといえそうだ。

#### (E) 英文情報開示

東証はホームページですべての上場企業毎に決算短信、適時開示、株主総会招集通知など七つの企業開示資料の英文開示状況を情報公開している。筆者はこの開示状況を点数化して企業をAAからBBBまで四段階に格付けした。加重平均PBRおよび単純平均PBRでは無相関のように見えたが、業種水準調整後PBRでは図にあるようにAAA企業のPBRが他の三グループより辛うじて高くなっていた。英文情報開示とPBRの関係性はあったとしても弱いようである。

#### (F) アラベスクESGスコア

アラベスクグループは、ESGの情報開示プラットフォームを開設しており、企業のサステナビリティに関するスコアを公開している。このESGスコアは「事業活動で財務的に重要なESG課題について企業のパフォーマンスを評価」したもので平均スコアは五〇である。スコアが付与されている企業を六〇点と五五点を区切りにして三つのグループに分けて、PBRを計算したところ高スコアが高PBRになっていた。この傾向は加重平均でも単純平均でも同じように顕著だった。

#### (G) スマートワーク経営評価

日経グループは新たな時代に競争力を発揮する企業経営のあり方として「SmartWork経営」を提案している。その実践企業を「日本の優れた会社」として評価する調査を毎年行っており、★

一・〇から★五・〇まで〇・五刻みの格付けを付与している。<sup>66</sup>この格付けを使って三つのグループに分けてPBRを計算したところ、鮮明に高格付けが高スコアになっていた。加重平均PBRと単純平均PBRでは鮮明さが低下したものの同じ傾向が観察された。ただし、最高格付けでも評価無し企業の平均PBRを上回っていなかった。高PBR企業はこの調査に参加していない傾向があるということだろうか。

#### (H) 業績予想数

各企業の業績予想数でクラス分けを行った。業績予想数は、主としてその企業を分析しているセリサイドアナリストの人数を表す。証券会社は資産運用会社が投資対象として関心を持つ企業の分析を自社所属アナリストにさせている。資産運用会社は、この分析結果も利用して企業に投資する

か否かの判断を行い、投資している場合はエンゲージメントを行っているはずである。従って、業績予想数は企業と資産運用会社の建設的な対話の濃密度の代理変数と考えられる。業績予想数が多い企業ほど資産運用会社との対話が多く、投資家のニーズや視点をよく理解しているだろう。

PBRは業績予想数が一個以上の企業が最も高く、業績予想数が〇の企業が最も低くて、その間、直線的に変化している。<sup>67</sup>相関係数は〇・九九六で稀に見る高い相関性と言える。対話が多いからPBRが高くなるのか、PBRが高いから対話が多くなるのか、どちらの可能性もあるが、建設的な対話の有効性に関して重要な示唆を含む分析結果であろう。

## 五、おわりに

本稿の二節では恒常的PBR一超え企業と恒常的PBR一割れ企業の財務状況および利益率と成長率がどのように異なっていたのか、そして株式価値がどのように変化してきたかを分析した。三節では、その変化は株式価値評価理論によって説明できることを示した。四節では企業統治コードの有効性に係るいくつかの指標は、企業が生み出した付加価値の高低と密接に関係していることが示された。これらの分析結果は、株式市場が極めて合理的に企業の活動を評価していることを示唆している。

二節および三節の分析は、株式価値向上経営に向けた重要な示唆を含んでいる。借入れが少なく自己資本を主たる元手として事業を行い、金融

資産を貯め込んでいるのは一割れ企業ではなく一超え企業であった。一超え企業は高い利益率の事業を行っている。豊富な金融資産を取り崩して事業を拡大するか、拡大が難しければ積極的に株主還元をすべきである。一方、一割れ企業は保有する金融資産は少な目で株主還元余力は小さい。実施事業の利益率が低く、利益率の改善こそが最重要の経営課題であった。過去、利益率の改善が小さい中で成長を加速したため価値毀損額が拡大してしまった。この現実を理解し直視すべきである。

本稿のメッセージは、経営者および取締役はファイナンス理論的思考をもって企業経営に当たり株式市場からその評価をもらいながら株式価値向上を目指すべきだということである。求められるファイナンス理論的思考は精緻なものでも複雑なものでもない。株式価値評価モデルの基礎の基礎だけ理解すれば十分である。<sup>88)</sup>

「補足」企業価値評価項目の定義

二節および三節の分析に用いたデータはFactSetデータベースより取得した。各項目の定義は以下のとおりである。

- ・ 自己資本 $\parallel$ 純資産 $\parallel$ 新株予約権 $\parallel$ 少数株主持分  
(自社株式は控除済み)
- ・ 有利子負債 $\parallel$ 借入金 $\parallel$ CP $\parallel$ 社債 $\parallel$ 転換社債 $\parallel$ リース債務
- ・ 金融資産 $\parallel$ 現金及び預金 $\parallel$ 短期有価証券 $\parallel$ 投資有価証券(非連結子会社及び関連会社の株式と社債は含まず)
- ・ 事業資産 $\parallel$ 自己資本 $\parallel$ 有利子負債 $\parallel$ 金融資産
- ・ BPS $\parallel$ 自己資本 $\parallel$ 自己株式除く発行済株式数 $\parallel$ 株式時価総額 $\parallel$ 株価 $\times$ 自己株式除く発行済株式数(一般的な株価 $\times$ 発行済株式数とは異なる)
- ・ PBR $\parallel$ 株価 $\parallel$ BPS $\parallel$ 株式時価総額 $\parallel$ 自己資本

- ・ 市場付加価値 $\parallel$ 株式時価総額 $\parallel$ 自己資本
- ・ ROE $\parallel$ 純利益 $\parallel$ 自己資本(期首 $\cdot$ 期末平均)
- ・ 事業利益 $\parallel$ 純利益 $\parallel$ 受取利息 $\cdot$ 配当 $\times$ ( $1 -$ 負担税率)
- ・ 事業利益率 $\parallel$ 事業利益 $\parallel$ 事業資産(期首 $\cdot$ 期末平均)

(注)

- (1) 最新版は、東京証券取引所、「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向上のために、二〇二二年六月一日
- (2) 東京証券取引所、「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書二〇二三」、二〇二三年三月
- (3) 東京証券取引所は一月三〇日に「上場維持基準に関する経過措置の取り扱い等について」の案を決定し、一月三〇日から三月一日までの意見募集期間を経て、三月三十一日に正式に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応(プライム市場/スタンダード市場)」という「お願い」を通知している。
- (4) さらにソフトバンクグループと日本郵政も除外した。

- (5) 例えば、自己資本比率は三月末時点のデータを使う。一方、自己資本利益率は「当該三月末に終わる決算期の年間の純利益」を「前年度末と当該決算期末の自己資本の平均値」で除したものを使っている。このように自己資本比率は「時点データ」、自己資本利益率は「期間データ」である。
- (6) 二〇一九年六月末を除いて前半四時点と後半四時点に分けて、PBRについて各年平均の四時点平均と各年中央値の四時点平均を計算してみた。前半から後半へのPBRの変化は、一超え企業では平均は〇・二〇の上昇、中央値は〇・〇七の減少、一割れ企業では平均も中央値も〇・一一の減少であった。
- (7) 他の三社は、ENEOSホールディングス、JFEホールディングス、出光興産。
- (8) 一割れ企業の事業資産利益率がROEより低くなっているのは、財務レバレッジの効果だけでなく、金融資産利回りが過大見積りになっているためでもある。金融資産利回りの分母の金融資産には関係会社株式・債券が含まれていないが、分子には関係会社からの配当・利息が含まれている。この分母と分子の不整合は取得データの限界のために生じている。なお、金融資産利回り（税引き後）は、一超え企業で〇・七％程度、一割れ企業で二・〇％程度となっていた。
- (9) (B)と(C)の表の左四列の中に「時価総額」はないが、時価総額＝自己資本＋付加価値（価値付加ないし価値毀損）として計算できる。そして、PBRは時価総額÷自己資本として計算される。
- (10) 明田雅昭、「日本企業の価値向上はなぜ進まないのか」成長じゃない、利益率だよ」、日本証券経済研究所、証券レビュー、二〇二二年一二月号
- (11) 正確には日本郵政も除いている。経過措置企業とは、二〇二二年四月の東証新市場区分開始にあたり、プライム市場上場維持基準を充たしていなくても、適合に向けた計画書の提示によって上場継続を許されたものになっている。なお、本節の分析は次の拙著のデータを活用したため、二節と三節の分析と対象企業がずれたものになっている。
- ・明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（二〇二一―二〇二二年）」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二三年四月七日
- (12) 二〇二二年末時点で東証プライム企業の指名委員会等設置会社は七二社あるが、本節では金融四業種・経過措置企業・日本郵政を除いたため五二社となっている。
- (13) 業種水準調整後PBRの全社単純平均は〇ではなく〇・五八であった。これは各業種の中でPBRの分布が中央値

を中心にした対称なものではなく高い方に裾野が広い  
ためである。業種水準調整後PBRを、本稿で採用した「中央  
値との差」ではなく「平均値との差」にすれば、全社平均  
は〇になる。

(14) 日本証券アナリスト協会、「証券アナリストによるディス  
クロージャー優良企業選定」、二〇二二年一〇月

(15) 詳しい格付け方法は、明田雅昭「二〇二三年四月七日」  
を参照のこと。(E)の英文情報開示についても同じ。

(16) 本稿では第六回調査(二〇二二年五月一日〜七月一日  
に実施)の結果を利用した。

(17) 加重平均PBRと単純平均PBRでは二―三個クラスと  
四―六個クラスでわずかな逆転があったものの、全体とし  
てみた場合、明確な関係性が見られた。相関係数はそれぞ  
れ〇・八三七、〇・九七八であった。

(18) 本稿の第二節と第三節の内容が理解できればそれで十分  
である。文章の形での要約としては、明田雅昭「二〇二二  
年一二月」の九四ページ下段から九五ページ上段をご覧く  
ださい。

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)