

## 取締役会事務局御中、「貴社の価値創造額を把握していますか？」

### ～東証が要請する新たな基準指標、PBRの真の意味～

2023年2月1日

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

本稿はPBR1倍未満が続く上場企業の取締役会事務局向けに執筆したものです。

2015年に初めてコーポレートガバナンス・コードが制定されてから7年以上が経過しましたが、コードが目指していた「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」の実現は遠い目標のままです。東京証券取引所（以下、「東証」）は企業価値の向上に資するべく新市場区分を設計し昨年4月4日に移行しましたが、上場維持基準が緩く規模上位のプライム企業にとって企業価値向上の動機付けになっていません。東証は昨年7月から「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」を設置し、新市場区分の見直しの実効性に向けて有識者による議論を月1回程度のペースで行っています。

フォローアップ会議の当初の中心テーマは上場維持基準未適合企業を救済する「経過措置」の終了時期でしたが、東証はメンバーの議論を踏まえて検討した結果、1月30日に2025年3月終了を決定しました<sup>1</sup>。フォローアップ会議では並行的に「中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け」の議論も進めていました。1月30日には、(1)資本コストや株価への意識改革・リテラシーの向上、(2)コーポレート・ガバナンスの質の向上、(3)英文開示の更なる拡充、(4)投資者との対話の実効性向上、に関する論点整理を行った上で今後の東証の対応も提示しています。(1)に関する「具体的な対応」の一つがプライム・スタンダード企業向けの下記内容で、実施時期は「2023年春」となっています。

『経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額への評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請

➤継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請』

PBR1倍割れが続く企業には改善計画の提示を求めるとの提案は昨年6月の経済産業省審議会<sup>2</sup>でも結論されていました。今回は東証による上場規則に準じる要請であるため該当企業には真摯な対応が求められます。経営者および取締役の方々にPBRの意味と持続的なPBR1倍割れがいかに深刻な事態であるかをご認識いただくために、取締役会に次ページのような内容の情報提供を行うことを提案します<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 東京証券取引所、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」、2023年1月30日

<sup>2</sup> 経済産業省・産業構造審議会、経済産業政策新機軸部会、中間整理、令和4年6月13日

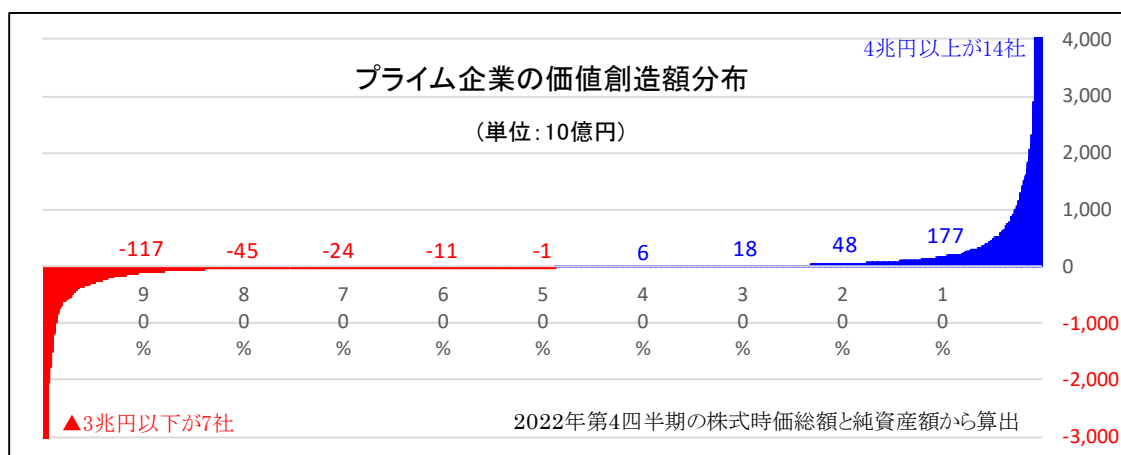
<sup>3</sup> 本稿は執筆者個人の見解を述べたものであり、日本証券経済研究所が組織として意思表示するものではありません。

PBRとはPrice Book-value Ratio(株価純資産倍率)の略で株価割安指標として知られています。「PBR1倍割れは株価が解散価値を下回っていることを意味し、投資家の観点から割安株=お買い得株である」と言われることがあります。しかし、PBRはファイナンス理論的にはむしろ価値創造比率とみるべきです。PBR1倍超えは株主拠出資金への価値付加状態を、1倍未満は価値毀損状態を意味します。PBRは比率指標ですが、より重要なのは金額です。貴社のデータで次の①と②を埋めて③を計算してみてください。

①株式時価総額		億円
②純資産額		億円
③価値創造額(①-②)		億円

②純資産額は、貴社が事業を行うために株主が拠出している資金額です。①株式時価総額は株式市場が認定している、貴社が行っている事業の価値のうち株主に帰属する金額です。①と②の差額③が、貴社が株主拠出資金に付加・創造した価値額(価値創造額)で、貴社の現在および歴代の経営陣による事業活動運営の成果です。③がマイナスの場合は価値毀損であり、その責任は重大であると投資家は考えています。

下の図は、東証プライム企業の価値創造額を高い方から低い方に並べたものです。貴社の③がどこに位置するかをご確認ください。



順番	コード	社名	付加価値	順番	コード	社名	付加価値
1	6861	キーエンス	10,584	1829	--	E社(銀行業)	-5,527
2	4568	第一三共	7,066	1830	--	D社(銀行業)	-6,443
3	9983	ファーストリテイリング	6,892	1831	--	C社(輸送用機器)	-6,510
4	4661	オリエンタルランド	6,273	1832	--	B社(サービス業)	-7,846
5	6758	ソニーグループ	5,772	1833	--	A社(銀行業)	-8,119

投資家は価値毀損企業の経営者および取締役には毀損額を埋めて価値付加企業に転じることを求めています。株式市場による貴社の事業価値の認定(株価)について疑義がある場合や価値向上策について検討する場合、資産運用会社と積極的に「建設的な対話」をすることを勧めます。

本稿に関するご意見、ご質問は [commenttoakeda01@gmail.com](mailto:commenttoakeda01@gmail.com) 宛てにお願いします。

【参考資料】：「価値創造額」の決定要因は何か<sup>1</sup>

会社の現在の純資産額を $B_0$ とします。これは投資家が拠出しているリスク資金ですから、投資家は企業に1年間で最低でも $r_e \times B_0$ の利益を稼いでほしいと考えています。この $r_e$ が株主資本コストです（事業の性質によって値は違います）。

1年間の事業遂行の結果、純利益（税引後利益）が $E_1$ になると予想したとします。 $E_1$ が最低限の利益 $r_e \times B_0$ を超過した分、 $E_1 - r_e \times B_0$ は残余利益と呼ばれます。もし会社が財政状況と事業内容を固定して、この1年間の業績がそのまま永続的に続くとしたら、この残余利益の価値はいくらでしょうか？ 答えは次の式になります。

$$\frac{E_1 - r_e \times B_0}{r_e}$$

2年目の事業活動は純資産額 $B_1$ が出发点になります。2年目の残余利益は $E_2 - r_e \times B_1$ で、会社がこの状態で永続すると仮定すると、この残余利益の価値は次の式になります。

$$\frac{E_2 - r_e \times B_1}{r_e}$$

これを3年目、4年目、…、 $t$ 年目、…と予想していき、各年の残余利益の価値を加重平均したものが「価値創造額」になります。つまり、次のようになります<sup>2</sup>。

$$\text{株主資本価値} - \text{純資産額} = \text{価値創造額} = \sum_{t=1}^{\infty} \omega_t \times \left( \frac{E_t - r_e \times B_{t-1}}{r_e} \right) \quad (1)\text{式}$$

ここで $\omega_t$ は資本コストを使って計算されるウェイト<sup>3</sup>で、数値例は次のとおりです。

資本コスト	毎年のウェイト( $\omega_t$ )										
	1	2	3	4	5	...	10	...	50	...	
8%	7.4%	6.9%	6.4%	5.9%	5.4%	...	3.7%	...	0.2%	...	⇒合計は100%
10%	9.1%	8.3%	7.5%	6.8%	6.2%	...	3.9%	...	0.1%	...	⇒合計は100%

投資家が予想する将来の各年の残余利益価値を重ね合わせた平均的な金額が価値創造額です。株式市場が効率的であればこの価値創造額と符合するように株価が形成されるはずで、価値創造額を高めるためには残余利益を高めるような経営計画の策定と実施が必要になります。(1)式から分かるように、今後、数年の赤字 ( $E < 0$ ) が続くとしても、先々大きな残余利益 ( $E_t - r_e \times B_{t-1}$ ) が予想・期待できれば価値創造額はプラスになります。

なお、非現実的かもしれませんが、2年目以降は一定の成長率 $g$ で企業活動が拡大していくと仮定すると(1)式は、簡潔な次の(2)式になります。

$$\text{価値創造額} = \frac{E_1 - r_e \times B_0}{r_e - g} \quad (2)\text{式}$$

<sup>1</sup> 本ページの数式展開を正確に理解したい読者は、『明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（2020-2021年）」、日本証券経済研究所、2022年3月29日、補足資料2.付加価値額の理論的な意味』を参照。

<sup>2</sup> 税引後営業利益、投下資産、加重平均資本コスト（WACC）を使っても同型の式が導かれる。

<sup>3</sup> 具体的には、 $\omega_t = r_e \div (1 + r_e)^t$ と計算する。