

PBR1 倍未満企業の改善に向けた取組みへの懸念 ～成長じゃない、利益率だよ

2023年9月14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

東京証券取引所（以下、「東証」）は、8月29日開催の第11回市場区分の見直しに関するフォローアップ会議において、資本コスト経営実現要請¹（以下、「東証要請」）に対する上場企業の対応状況の取りまとめ資料²（以下、「東証資料」）を提示した。この取りまとめは3月期決算企業のコーポレート・ガバナンス報告書が出揃った7月中旬時点での対応状況を集計したものである。東証要請から半年も経過していない中で、多くの企業が対応策を開示した³こと、および東証が素早く集計して資料として提示したことを高く評価したい。東証要請はプライム・スタンダード上場企業全般向けであったが、東証資料ではPBR1倍未満企業の対応に特に注目している様子が窺える。

PBR1倍未満企業の改善に向けた取組み内容として、「成長投資」から「IRの強化」まで8項目が挙げられており、企業による採用割合が示されている。8項目の中にはPBR1倍未満企業にとって最も重要な「利益率向上」がなく、PBR1倍未満状況が逆に悪化する可能性がある「成長投資」の採用割合が約80%と最も高い。株主価値創造に関する基本的な理解が不十分な企業が多いのではないかと懸念せざるを得ない。

本稿は株主価値評価の基礎理論をレビューした後、東証資料で掲げられている8項目の取組みを株主価値向上フレームワーク上で位置付けて各取組みの役割を明確にする。PBR1倍未満企業がより効果的な改善計画を策定し実施していくことを期待したい。

1. 株主価値評価の理論と数値例

株主価値を決める要因は株主資本利益率（ROE）、成長率（ g ）、株主資本コスト（ r ）の3つである。一定率で成長する企業を仮定すると株価純資産倍率PBRは次のようになる。

$$PBR = \frac{ROE - g}{r - g} = 1 + \frac{ROE - r}{r - g}$$

ROEの向上と株主資本コストの低下は常にPBR向上に役立つが、成長率の上昇はPBR向上に役立つとは限らない。PBR1倍未満企業ではROEが株主資本コストを下回ってお

¹ 東証は1月30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、1月30日から3月1日までの意見募集期間を経て、3月31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。

² 東京証券取引所、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する企業の対応状況とフォローアップ」、第11回市場区分の見直しに関するフォローアップ会議、資料3、2023年8月29日

³ 3月期決算のプライム企業の20%にあたる242社とスタンダード企業の4%にあたる32社が開示。3月末に発出された東証要請に対して7月中旬までの対応としては異例の速さといえよう。

り、最後の式の第二項がマイナス値になっている。成長率の上昇は第二項の分母を小さくして第二項全体のマイナス値を大きくする。結果として PBR は低下する。

PBR 理論式の理解を深めるために数値例を示しておく。ROE が 4%、成長率が 1%、株主資本コストが 6%の企業があるとしよう。理論式に 3 要素の数値を代入してこの企業の PBR は 0.60 と計算される。自己資本が 150 億円であれば株式時価総額は $150 \times 0.6 = 90$ 億円であり、市場付加価値は $90 - 150 = \blacktriangle 60$ 億円（価値毀損額）である。

以下では 4 つのケースで PBR、株式時価総額、市場付加価値額の変化を確認する。

	現状	1)そのまま 1年経過	現状から		
			2)成長 加速	3)ROE 向上	4)資本コスト 低下
株式価値の源泉3要素の前提					
ROE	4.0%	4.0%	4.0%	5.0%	4.0%
成長率	1.0%	1.0%	2.0%	1.0%	1.0%
株主資本コスト	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	5.5%
PBR(株価純資産倍率)	0.60	0.60	0.50	0.80	0.67
市場が認識する株式の価値(億円)					
自己資本	150	151.5	150	150	150
株式時価総額	90	90.9	75	120	100
市場付加価値	-60	-60.6	-75	-30	-50

【ケース 1】：ROE も含め事業形態・内容が何も変わらないまま 1 年経過

1%成長した結果、PBR は変わらずに、自己資本は 151.5 億円に、株式時価総額は 90.9 億円に拡大し、価値毀損額も 60.6 兆円と 1%拡大する

【ケース 2】：既存事業への投資計画を発表し株式市場は成長率が 2%に加速すると認識

ROE が変わらないままの成長だとすると、PBR は 0.50 と悪化し、株式時価総額は 90 億円から 75 億円に低下し、価値毀損額も 75 億円に拡大する

【ケース 3】：利益向上計画を発表し、株式市場は ROE が 5%に向上すると評価

PBR は 0.80 に上昇し、株式時価総額は 120 億円と 1.33 倍になり、価値毀損額も 30 億円に減少する

【ケース 4】：サステナビリティ経営や積極的な IR により資本コストが 5.5%に低下

PBR は 0.67 に上昇し、株式時価総額は 100 億円に、価値毀損額は 50 億円に減少する

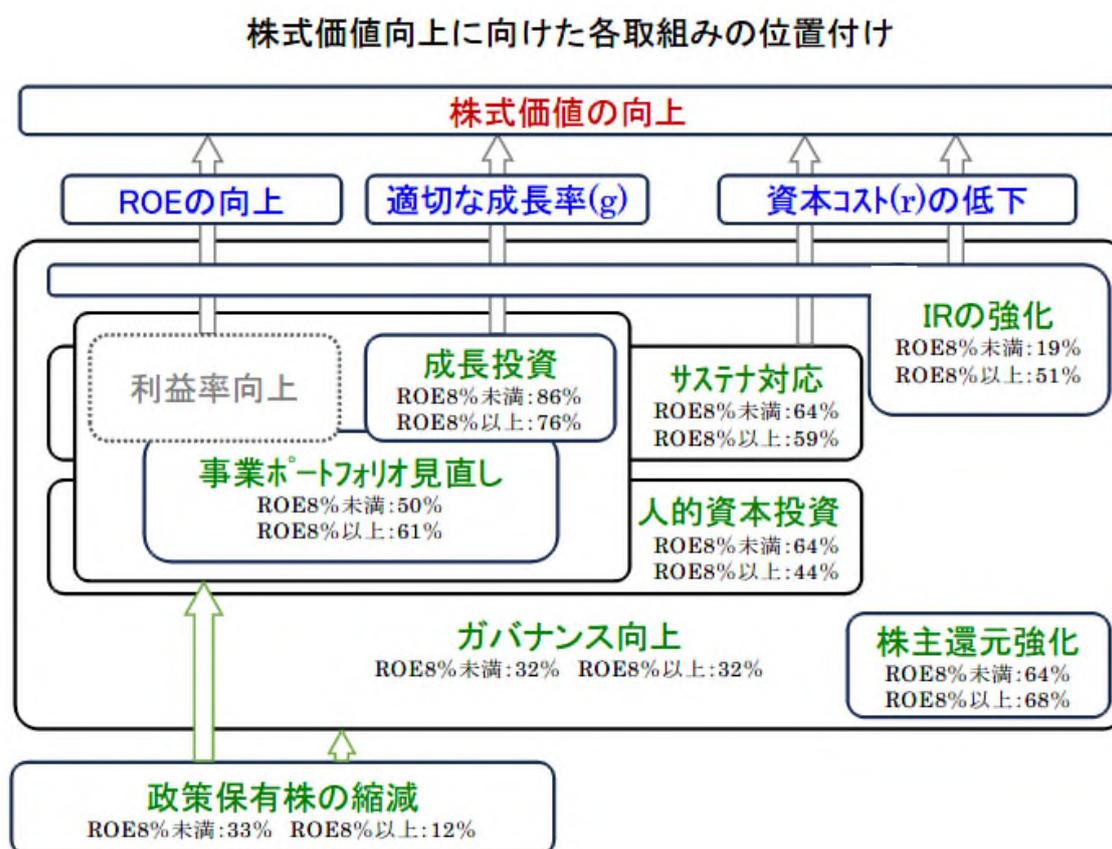
このような単純な理論の有効性について疑問をもつ人もいるかもしれない。しかし、単純な理論であるがゆえに核心をついている場合も多い。筆者が行った企業統治改革期間（2015 年～2023 年）でのデータ分析では、期間中に常時 PBR1 倍未満であった企業でケース 1 とケース 2 の現象が発生していたことが確認されている⁴。

⁴ 明田雅昭、「日本企業の低い市場付加価値の実相」、第 12 回スチュワードシップ・セミナー、基調講演、2023 年 9 月 4 日。この講演で提示した内容と分析を拡張した結果を、証券レビュー2023 年 12 月号（日本証券経済研究所が発行する月刊誌）で発表の予定

2. PBR 改善へ向けた各取組みの位置付け

東証資料での集計は東証要請が正式に通知されてから4ヵ月に満たない時点で行われたものであり、PBR1倍未満の企業で取組みを開示したのは159社に過ぎない。サンプル数が少ないため、提示された取組みの集計結果を一般的傾向とみるのは無理があるかもしれない。しかし、取組み傾向に垣間見られる問題点を指摘することは、初期的段階であるからこそ後続の多数の企業にとっても有益なものとなる。

次の図は、東証資料で示されたPBR1倍未満企業の改善に向けた8つの取組み（緑字で表示）を、筆者が考える株主価値向上フレームワークの中に当てはめて、各取組みが株式価値向上にどのように結びついていくのかを示したものである。各取組みの枠内にはROE8%未満企業における採用率とROE8%以上企業の採用率も合わせて表示した。



[出所] 東証資料[2023.8.29]のデータに基づいて筆者が作成

このようなフレームワークは分析者によって異なり絶対的に正しいものがあるわけではないが、概ねこのようなものになる。各取組みがどのように関連しながらROE、成長率、株主資本コストに影響して株式価値を向上させていくのかの道筋が見えれば、経営者は「腹落ちした状態」で各取組みを推進することができるのではないかと思う。

以下では各取組みの意味と位置付けを解説する。

1) 成長投資と利益率向上

8つの取組みの中で最も採用率が高かったのは「成長投資」で、ROE8%未満企業の86%が、ROE8%以上企業の76%が挙げている。驚くことに8つの中には「利益率向上」あるいはそれに相当する取組みはなかった。東証資料には「資本収益性や市場評価の改善に向けた取組み」という表現があり、資本収益性の改善は目標であって手段（取組み）ではないのかもしれない。しかし、筆者は、目標は株式価値の向上（市場評価の改善）であって、資本収益性の改善（利益率向上）は手段（取組み）と見なす方がよいと考える。なお、利益率向上が直結するROEの向上は常に株式価値向上に寄与するものである。

成長投資が最多得票の取組みとなっているのは、企業統治コードや東証の今回の要請で「成長」という言葉が頻繁に引用され、成長と価値向上が同義であるかの印象を与えているためかもしれない。成長投資と株式価値向上の関係は複雑でPBRの1超え企業と1未満企業とは異なる⁵。1未満企業での安易な成長投資は価値毀損額の拡大をもたらしかねない。成長投資には既存事業の拡大と新規事業開発の2種類がある。利益率が低いままの既存事業の拡大は前章のケース1に相当し、PBR不変のまま価値毀損額が拡大する。新規事業投資では税引後投下資産利益率（ROIC）が、その事業の資本コストを上回る場合は会社全体の株式価値は向上する。しかし、企業側が見積もるROICは過大で資本コストを下回るものだと投資家が評価した場合、この新規事業計画は低利益率の既存事業の拡大と同じ効果をもたらす、価値毀損額を拡大することになる。投資は既存事業の利益率向上か、投資家が同意する高い利益率の新規事業に充てるべきなのである。

2) 事業ポートフォリオ見直し

これは企業統治コード原則5-2の「経営戦略や経営計画の策定」で求めていることであり、プライム企業の90.4%が実施していると回答⁶していることである。自社が有する事業ライン毎にその事業のROICが当該資本コストを上回っているかを確認して事業戦略を練り直し、経営資源の最適配分を図る。上回っている事業には成長投資を行い、下回っている事業には利益率改善の手当てをする。自社に必要なだがゼロから開発していくことが難しい事業は他社から買収する。改善が見込めない低利益率事業やノンコア事業は売却を検討する。その事業を高利益率化している企業やコア事業化している企業に移管することは、その事業の従業員にとっても日本経済全体にとっても好ましいことである⁷。

最近の新聞記事⁸でも紹介されている日立製作所による事業ポートフォリオ再構築の成功事例は大いに参考になるだろう。その新聞記事の中では（日立製作所とは関係ないが）、

⁵ 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、2022年12月号

⁶ 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2023」、2023年3月

⁷ この考え方は「ベスト・オーナー」と呼ばれ、マッキンゼー・アンド・カンパニー著「企業価値評価第7版」（ダイヤモンド社、2022年1月）の第28章「事業ポートフォリオ戦略」で詳述されている

⁸ 日本経済新聞記事、「日立はなぜ復活したか 事業の売り買い、忌避せず」、2023年8月21日

ノンコアの位置付けで設備投資も社員採用も厳しく制限されていた三菱重工工作機械がニデックに買収された後、いきなり新卒社員が8倍以上に増え、顧客基盤の世界化も一気に進んで活性化した例が紹介されている。

3) 人的資本投資とサステナビリティ対応

人的資本投資は最近になって注目を浴びているが、企業活動を高利益率化し成長させるための基盤として当然のことである。高度なIT技術の発展や社会的規範の厳格化が進む中で、専門知識の高度化、IT技術の活用、コンプライアンス違反防止のために従業員には高度な再教育が求められる。日本企業はこれらへの対応をあまりにもないがしろにしてきたと言わざるを得ず、結果として一人当たり生産性が世界各国に劣後してきた。また、環境・社会・経済の持続可能性に配慮したサステナビリティ経営も、事業のサステナビリティ（持続可能性）にとって当然のことである。株式価値評価式を構成するROEや成長率は、今期や来期といった短期的なものではなく超長期的な平均水準の値である。サステナビリティ対応が適切にできなければ、株式価値要因のROEや成長率が下方修正されて、株式価値は低下することになるだろう。

4) サステナビリティ対応とIRの強化

IR活動を積極的かつ適切に行えば、投資家側から見て、企業活動、とりわけ将来の利益率と成長性の不確実性が低下することになり、株主資本コストの低下がもたらされることになる。株主資本コストの低下は常に株式価値向上をもたらす。真摯なサステナビリティ対応は、投資家に伝える以前のそもそもの将来利益率や成長性の不確実性を低下させ、これも株主資本コストの低下に寄与するはずである。

IRの強化への取組みの採用率はROEが8%未満企業の19%に対して8%以上企業は51%と高い。ROEが8%以上なのにPBRが1倍未満であることに納得がいかないのかもしれない。IRの強化はすべての企業にとって重要なことであり、強化に熱心なのは評価できることだが、ROE8%以上企業は、最近の実績だけでなく超長期的な予測においても8%以上と投資家が評価してくれているのかよく考えてみるべきだろう。

5) ガバナンス向上

ガバナンスの向上とは、前述の1)から4)までを効果的に発揮せしめる取締役会・監査役会等の態勢を強化することである。取組みとしてこれを挙げた企業は32%しかなかった。企業統治コードが制定されて以来、既に8年以上が経過し、多くの企業はほとんどのコードは実施済みであるという感覚があるのかもしれない。しかし、問われているのは形式的実施ではなく実質性である。日本企業のガバナンス向上はまだ途上段階に過ぎず継続的な強化が必要だと投資家が考えていることをご認識いただきたい。

6) 政策保有株の縮減

政策保有株には2つの問題がある。第一に株式は時価評価して貸借対照表上に計上されるため計上額と価値が一致しており付加価値を生んでいない（価値毀損も起こしていない

が)。リスク資金を託している投資家は、企業にその資金を使って資金額以上の価値を生む事業の実施を期待している。企業の株式保有は付加価値を生まないのに投資家の期待に反している。第二に政策保有だから株主総会議決権行使において、ほとんど無条件に会社提出議案に賛成し株主提出議案に反対する。これでは取締役や経営者への規律が働かずガバナンス向上も進まない。政策保有株の縮減で得た資金は事業ポートフォリオ再構築の原資とするか株主還元の原資にするかであろう。

PBR1 倍未満企業のこの取組みの採用率は 3 分の 1 未満と低く、特に ROE8%以上企業では 12%しかない。縮減すべき政策保有株がほとんどないのならよいが、そうでないのなら投資家視点に立って積極的に縮減を推進していただきたい。

7) 株主還元の強化

株主還元の強化は 60%以上と採用率が高い。株主還元の代表格である自社株買いの効果は誤解されがちだ。PBR1 倍未満企業が保有金融資産を使って自社株買いだけを取組みとして発表した場合、理論的には株価と市場付加価値は変わらず PBR は低下する⁹。実際には自社株買い発表時に株価は平均で約 2~3%上昇している¹⁰が、これは経営者が余剰資金を低利益率事業に無駄使いしないという意思表示と解釈されたり、資本政策に目覚めて株式価値向上策に本気で向き合う兆候と期待されるためであろう。いずれにしろ効果は小さく持続的な影響も期待しにくい。株主還元の最も重要な役割は、企業が使いきれない資金を、投資家を通じて、投資機会に恵まれた他の企業に資金供給することにある。

PBR 改善策として自社株買いがブームになる予兆を感じて、東証要請でも「自社株買いや増配のみの対応や一過性の対応を期待するものではありません」と釘を刺していた。株主還元の強化の採用率は高かったが、東証資料によると「単に株主還元だけを掲げる企業はほぼなし」ということであった。

3. おわりに

株式価値の向上（市場評価の改善）を実現するためには以下の 3 点が必要と考える。
①投資家が納得・合意できる経営計画を策定し、②計画の内容を投資家に正確に伝達し、③計画発表後の実績がその計画に沿ったものになっていることを示す、ことである。さすれば、半年から 1 年程度という短期間で株価上昇という成果が得られるだろう。本質的に最も重要なのは①で、利益率の向上と適切な成長率を計画し、その実現性について投資家が納得するものでなければならない。そして、②に対応する実効的な IR の強化も劣らずに重要であることを忘れてはならない。

本稿に関するご意見・ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

⁹ PBR1 超え企業の場合、PBR は高くなる（この場合も株価と市場付加価値は不変）。詳しくは次の文献を参照のこと。明田雅昭、「市場付加価値指標としての PBR への理解を深める～東証要請の資本コスト経営実現に向けて」、日本証券経済研究所、証券レビュー、2023 年 8 月号

¹⁰ 森下千鶴、「2022 年度自社株買い動向～自己株式の取得を行う理由と株価の関係」、ニッセイ基礎研究所、基礎研レター、2023 年 5 月 10 日