

# 銀行が踏み出す資本コストや株価を 意識した経営実現への一歩

## 開示内容から見えてくる銀行が重視するROE・PBR向上策

東証からの「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請に対する進捗状況は、ROE（自己資本利益率）やPBR（株価純資産倍率）が低位である銀行業で最も進展が見られる。しかし、この取り組みを一過性で終わらせてはならない。本稿では、現時点の開示内容から見えてくる銀行が重視するROE・PBR向上策を整理・紹介したい。

大和総研  
コンサルタント

縣賢太郎

### 東証の指摘や要請で 企業の意識が劇的に変化

日本の上場会社において、資本コストや株価に対する意識が高まっている。きっかけは、東京証券取引所が2023年3月31日に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」（以下、東証資料）

を公表したことだ。東証資料では、プライム市場の約半数およびスタンダード市場の約6割の上場会社がROE（自己資本利益率）8%未満で、PBR（株価純資産倍率）1倍割れをしており、資本収益性や成長性といった観点で課題を抱えていることが指摘されている。その上で、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に、自社

の資本コストや資本収益性の現状分析、それらの改善に向けた計画策定・開示と取り組みの実行を要請している。東証が23年8月29日に公表した「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」（以下、フォローアップ資料）によれば、平均PBRが低い業種の方が東証資料

に基づく開示の進展が見られる。例えば、プライム市場の3月期決算の上場会社を対象に、23年7月14日時点で公表されている今年度のコーポレート・ガバナンス報告書等の内容に基づき集計した結果、銀行業では7割の会社が東証資料に基づく開示を行っている。フォローアップ資料に記載されている（取り組み内容については検討中とし、今

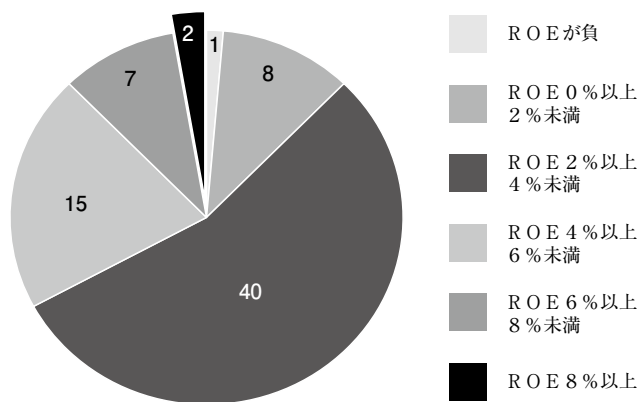
ROEやPBRが低い銀行業

後公表予定と開示している企業も含める。

東証資料では、ROE 8%未満で、PBR 1倍割れをしている状況は資本収益性や成長性といった観点で課題があると指摘しているが、銀行業はこの水準に達していない会社が多々だ。東証プライム市場・スタンダード市場に上場する会社のうち銀行業に属し、ROEが8%以上の会社は2社しかなく(図表1)、PBRが1倍以上の会社も3社しかない(図表2)。加えて、東証が公表している「規模別・業種別PER・PBR(連結・単体)一覧」によれば、23年9月時点の銀行業の単純平均PBR(=「株価合計」÷「1株当たり純資産合計」)はプライム市場で0.4倍、スタンダード市場で0.3倍に過ぎず、この結果は他業種と比べて最も低い水準である。

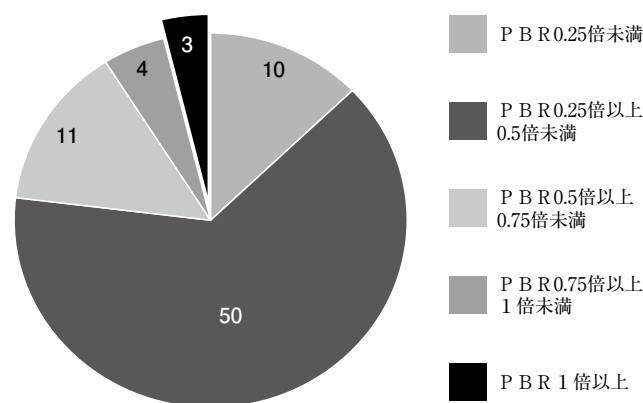
銀行業各社は、自社のROEやPBRが低位であることを問

〔図表1〕 東証プライム・スタンダード市場に上場する銀行業のROE分布(社数)



(注) 2023年9月29日時点で上場しており、データ取得が可能な73社を対象とする。親会社株主に帰属する「当期純利益」÷「期首期末平均株主資本等合計」×100でROEを計算。  
(出所) SPEEDA社データをもとに大和総研が作成。

〔図表2〕 東証プライム・スタンダード市場に上場する銀行業のPBR分布(社数)



(注) 2023年9月29日時点で上場しており、データ取得が可能な78社を対象とする。2023年9月29日時点の「株価総額」÷「株主資本等合計」によりPBRを算出。  
(出所) SPEEDA社データをもとに大和総研が作成。

題意識として以前から持ち合わせており、このことが東証要請に対する速やかな開示につながったと推察される。しかも、前述のとおり、銀行業では約7割の会社が東証資料に基づく開示を実施しており、この割合は全業種の中で最も高い水準となっている。

では、実際に銀行業各社は東証資料に基づき、どのような開

示を行っているのか。東証資料によれば、開示を行う書類の定めはないものの、開示を行っている旨やその閲覧方法について、コーポレート・ガバナンス報告書で記載することが求められている。筆者が確認したところ、23年9月末時点で、東証プライム市場・スタンダード市場に上場する銀行業に属する78社のうち30社が具体的な取り組みを含

めた開示を行っており、同23社が開示内容について検討中である旨を記載している。

当然のことだが、東証は、指標としてROEやPBRを用いることを強制しているわけではない。東証資料の中でも「どの指標を用いるかについて一律の定めはありませんが、投資者ニーズ等を踏まえ、ご検討ください」

にあたっては、WACC（加重平均資本コスト）との比較でROIC（投下資本利益率）を、株主資本コストとの比較でROEを利用することなどが考えられます」と記載している。

ただ、銀行業各社の開示では、WACCとの比較でROICを用いた例は見られず、すべてROEまたはPBRを指標として用いている。以下では、前述した30社がROEまたはPBRの向上策をどのように描いているのかを分析してみたい。

## ROE向上策の分類

ROEを指標としている会社については、ROEをさらに分解している会社が多く見られた。ROEの分解式といえ、売上高純利益率」「総資産回転率」「財務レバレッジ」の三つに分ける、いわゆる「デュボンシステム」によるものがある。ただし、デュボンシステムによる分解を行っている会社は見られず、すべての会社がROEを「リスクアセット対比収益率」

(RORA = Return on Risk-Weighted Assets) × 「財務レバレッジ」で分解している。

なお、RORAとは金融機関が取っているリスクに対して収益をどの程度上げるべきかを示す指標であり、「当期純利益」÷「リスクアセット」で算出される。財務レバレッジは「リスクアセット」÷「株主資本」で計算される。つまり、前述した分解式を用いている会社は、(1) 当期純利益、(2) リスクアセット、(3) 株主資本——の三つの要素をいかにコントロールするかで、ROE向上策を検討しているといえそうだ。そこで、この三つの要素のコントロール方法について考察してみる。

まず、(1) 当期純利益について。具体的施策としては、① 収益力の向上、② 経費コントロール——に大別される。① 収益力の向上については、各社中期経営計画で定めている施策を確実に実行することで、収益力（経常収益）向上を図るという趣旨の記載が多い。当然ながら、各社によってフォーカスしているビジネス領域は異なる。② 経費コン

トロールについては、デジタル・人的投資等を通じて業務効率化を促進して経費を適切に活用するとの記載が見られた。

次に、(2) リスクアセットについて。これは有価証券などをはじめとした相場の変動で資産価値が変動し、元本が保証されていない資産のことを指すが、これを各社が定める適切なレベルにコントロールすることが示されている。具体的施策として、政策保有株式の縮減が挙げられている。

最後に、(3) 株主資本について。具体的施策として、① 株主還元、② 成長投資——の二つに大別される。① については、例えば、目標配当性向や総還元性向を明記した上で株主還元を行うとする会社がある。目標配当性向を設定し、配当を通じて株主還元を行う、または総還元性向を明記し配当の支払いおよび機動的な自己株の取得を通じて株主還元を行うことが考えられる。② については、持続的な成長に向けた戦略投資や既存投資の見直しを行いつつ、適切な投資案件がなければ余剰資本は株主還元

に活用する方針を掲げている会社がある。

では、ROEを指標としながら前述した分解式を用いていない会社はどのように開示しているのか。それらの会社では、中期経営計画を着実に実行することで、目標ROE値を目指すというやや抽象的な表現が多く見られた。前述した分解式を用いない開示の場合、具体的にどの施策がROE向上に資するのか、なぜその施策がROE向上に必要なかが株主・投資家にとって不明瞭である。

## ROE向上策の分類

続いて、PBRを指標としている会社についてである。PBRは、ROE×PER（株価収益率）に分解可能であり、この分解式に基づいて開示している会社が見られる。ROEについては前述したので、ここではPER向上策を各社がどのように考えているのかを見ていきたい。PER向上策については、(1) 成長戦略の開示、(2) 投資家との

対話——に大別される。(1)成長戦略の開示については、収益力向上に向けた取り組みの継続開示を具体的方針としている会社が見られる。(2)投資家との対話については、投資家向け説明会の拡充やスモールミーティングの開催等をはじめ、株主・投資家とのエンゲージメント活動強化を方針としている会社がある。これらの共通点は、各社共に、自社のことをより詳細に投資家・株主に理解してもらうことがPBR向上に資すると考えていることだ。

理論的にはPBRが「(株主資本コスト×期待成長率)」の逆数に収斂することに着目し、PBRをROE÷(株主資本コスト×期待成長率)と分解している会社も見られた。この場合、(1)株主資本コストの引き下げ、(2)期待成長率の向上——がPBR向上に資することとなる。

(1)株主資本コストの引き下げに当たり、各社が掲げる具体的施策は多様である。例えば、①財務・非財務情報の発信の強化、②株主・投資家とエンゲージメント——が挙げられる。これは、

前述した自社のことをより投資家・株主に理解してもらうことと同義といえよう。投資家・株主に対する説明責任を果たしている会社は、会社と投資家・株主間の情報非対称性が緩和され、リスクが低減し、株主資本コストが引き下がることとなる。

加えて、③事業リスクへの適切な対応、④レジリエンスの高い事業ポートフォリオ構築(業績ボラティリティーの改善)を具体的施策として掲げている会社もある。株主資本コストは、CAPMに基づけば、リスクフリーレート+ベータ×リスクプレミアムで分解される。リスクフリーレートやリスクプレミアムは(具体的な数値をどう設定するかは議論が分かれるもの)市場によって決まり、ベータは個社のリスクを定量的に示したものである。事業リスクに対して適切に対応することや、レジリエンスの高い事業ポートフォリオを構築し、業績予想に対する純利益の振れ幅を小さくする(業績ボラティリティーを小さくする)ことで、ベータを小さくして株主資本コストの引

き下げを試みる会社もある。

また、⑤サステナビリティ経営の高度化(ESG評価の向上をはじめとした外部評価の取得)を具体的施策として掲げる会社もある。それによれば、資本コストとESG評価は相関性が認められており、ESG評価を高めることで資本コストを低減すると説明する。

(2)期待成長率の向上については、継続的に当期純利益を高め、いくことを目指すことになる。具体的な施策としては新規事業の育成を挙げる会社がある。

このように自社の施策の説明を行う会社は多い。その一方で、PBRは国内金利との相関が強く、PBRひいてはPBR向上に当たり外部環境の変化が必要と指摘する会社もある。

\* \* \*

前述した銀行業の取り組みをまとめると次のとおりだ。すなわち、(a)収益力の向上と経費コストロールをもつて当期純利益を向上させる、(b)リスクアセットを各社の状況にあわせて適切

にコントロールする、(c)株主還元や成長投資を通じて各社の状況に合わせた最適な株主資本を目指す、(d)株主・投資家の各社に対する理解を深めて株主資本コストを引き下げる、(e)継続的に当期純利益を高め期待成長率を高める——の五つである。これらの着実な実行こそ、ROE・PBRを高め、最終的にPBR向上に資することとなる。

なお、これら取り組みについては定期的なアップデートが求められている。外部環境・内部環境の変化を踏まえて適宜修正した施策を継続的に実行していくことで、持続的にROE・PBRを向上させ、資本収益性や成長性の課題を克服することができるが、銀行業各社に問われている。

あがた けんたろう

17年日本取引所グループ入社。東京証券取引所にて、株式売買のモニタリングや株式売買制度の企画・設計業務に従事。22年から大和総研へ出向、資本市場関連のアドバイザリー業務を中心に従事。