

2023年7月6日 全5頁

中期経営計画の近時動向 〈2023年7月〉

「PBR1倍超え」コミットが象徴する質の変化

コンサルティング本部 主任コンサルタント
枝廣 龍人

[要約]

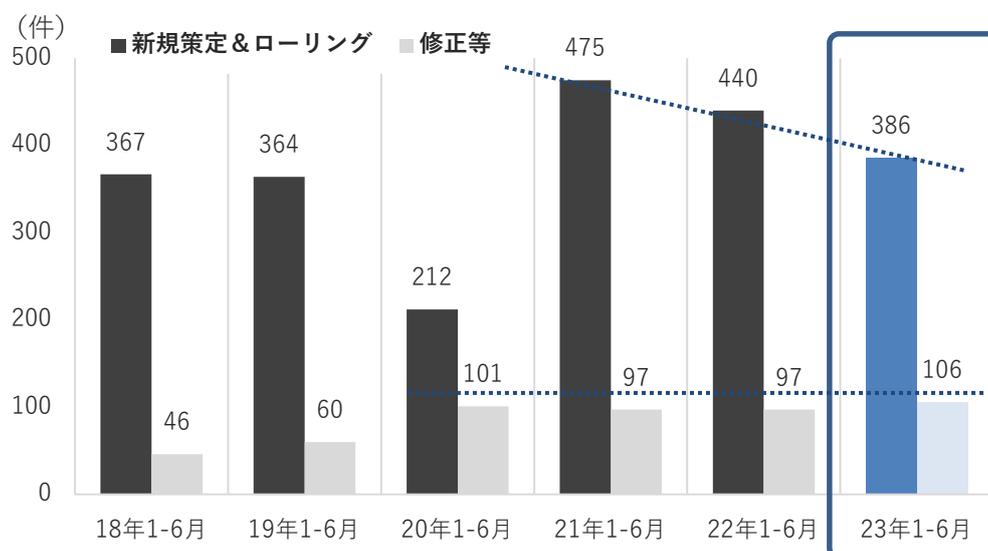
- 大和総研の集計では、国内上場企業による2023年1~6月の中期経営計画発表件数は386件であり、2年連続の減少となった。発表件数は新型コロナウイルス感染拡大前の水準に戻りつつある一方、修正等の件数は高止まりの状態にあり、事業環境の不透明さを示唆している。
- 近年の中期経営計画のトレンドは、ESG/SDGsに代表される非財務情報の開示拡大と、ROE（自己資本利益率）やROIC（投下資本利益率）に代表される資本収益性目標の導入拡大である。生命保険協会の調査では、ROICの経営目標導入比率はこの1年間で13%から18%に上昇した。
- 足もとでは、中期経営計画内でPBR（株価純資産倍率）1倍超えへのコミットメントを表明する企業が出てきている。これは東京証券取引所がプライム、スタンダード市場の上場企業向けに「資本コストや株価を意識した経営の実現」を要請したことが背景にある。中期経営計画はこの「資本コストや株価を意識した経営」に関する現状認識や方針の開示、およびそれに基づいた投資家との対話を進めるにあたって有用なツールであり、その重要性や社会的な価値は益々高まっていると筆者は考える。

1. 発表件数は減少も、修正数は高止まり

大和総研の集計では、2023年1~6月の中期経営計画（以下、「中計」）発表件数は386件であった。2022年から2年連続の減少となり、新型コロナウイルス流行前の2018年（367件）、2019年（364件）に戻りつつある。中計の取り下げ、発表延期が相次いだ2020年からの反動増が落ち着いた格好と言えるだろう。

一方、同期間における中計の修正等件数（目標修正のほか、発表の取り下げや延期を含む）は106件であり、こちらは2020年から高止まりの状態が続いている。新型コロナウイルス感染拡大への脅威が最悪期を脱したとしても、事業環境の不透明性が高いままであることを示していると考えられる（図表1）。

(図表 1) 中期経営計画の発表、修正等件数



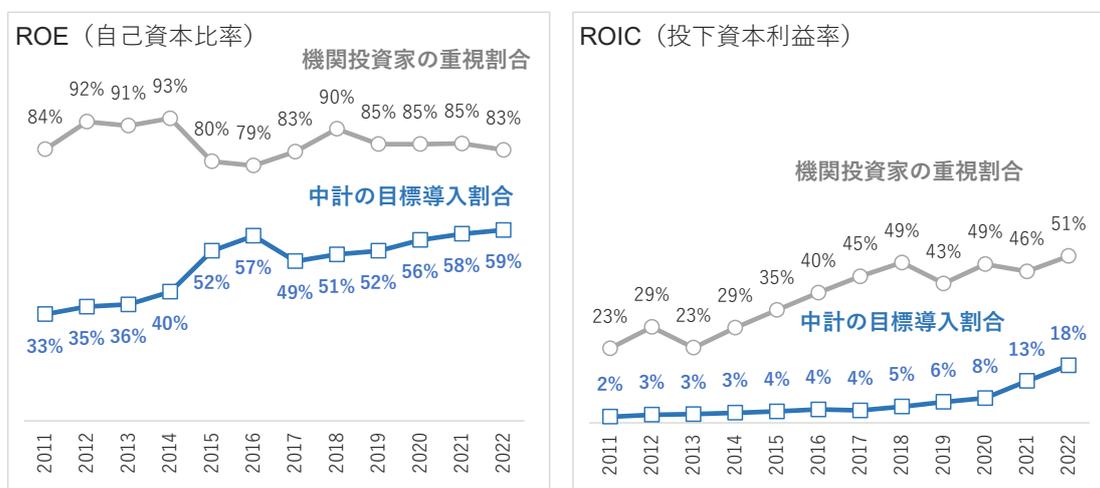
注：対象は国内全上場企業

出所：SPEEDA 適時開示情報データベースより大和総研集計

2. 上昇が続く ROE、ROIC 目標の導入比率

近年の中計開示のトレンドは、ESG/SDGs に代表される非財務情報の開示拡大と、ROE（自己資本利益率）や ROIC（投下資本利益率）に代表される資本収益性目標の導入拡大である。生命保険協会の調査によれば、2022 年の ROE 中計目標導入比率は 59% となり、2 年連続で過去最高値を更新した。ROE だけではなく、ROIC の中計目標導入比率も上昇している。2022 年の ROIC 目標導入比率は 18% となり、こちらは 5 年連続の過去最高値更新となった（図表 2）。

(図表 2) ROE と ROIC の重視割合（投資家）と目標導入割合（企業）



出所：一般社団法人生命保険協会「企業価値向上に向けた取組みに関するアンケート」より大和総研作成

ROIC 導入比率は過去最高値の更新が続いているが、水準としては、足もとの 2 割程度でいったん上昇が落ち着く可能性が高いと筆者は見ている。確かに ROIC は、経営（全社）の目標である ROE を現場（事業）の目標に落とし込み、浸透させるために有用な経営管理指標であり、事業ポートフォリオ最適化の判断材料としても活用できる。ただし、資産の事業ごとの切り分けが難しい企業では、納得性の高い事業別 ROIC の算出が困難な場合もある。また、ROIC はその導入後も、資産や費用の切り分け基準を適宜見直す必要があり、管理部門と事業部門との継続的なコミュニケーションが求められる。これらのことから、ROIC 導入のハードルは低くなく、かつ、全ての企業が導入すべき指標であるとも言い切れない。ROIC の定義や計算方法、ROE との違い、導入拡大の背景については、拙稿「[中期経営計画の近時動向 <2022 年 9 月>～存在感高まる ROIC](#)」(2022 年 9 月) をご参照いただきたい。

3. PBR1 倍超えにコミットする動きの拡大

さらに足もとでは、中計内で PBR（株価純資産倍率）の 1 倍超えにコミットする企業が出てきている。たとえば、三井住友トラスト・ホールディングス(株)や京セラ(株)、大日本印刷(株)など、時価総額が 1 兆円を超えるような大企業も、2023 年発表の中計で PBR1.0 倍超えについて言及している（図表 3）。

（図表 3）2023 年発表の中計に PBR 目標を織り込んだ企業の例

企業名	公表日	中計での PBR に関する言及（一部抜粋）
三井住友トラスト・ホールディングス(株) (銀行業)	5 月 12 日	“2030 年度までに ROE 10%以上、親会社株主純利益 3,000 億円以上、AUF 800 兆円を目指し、 <u>早期に PBR1 倍以上（時価総額 3 兆円以上）</u> が達成できるよう、着実に歩んでいきます。”
テイ・エス テック(株) (輸送用機器)	5 月 12 日	“（中略）「成長戦略」「地域戦略」「機能戦略」からなる 9 つの重点戦略をもって、さらなる事業成長と資本効率の向上を図り、 <u>PBR 1 倍以上の早期実現</u> を目指します。”
京セラ(株) (電気機器)	5 月 16 日	“事業戦略の実行と、（中略）経営基盤の強化を企業価値向上に向けた戦略の両輪とし、当社中期経営計画の目標を達成するとともに、ROE の持続的向上と、 <u>現在 1 倍を割っております PBR の改善</u> につなげてまいります。”
大日本印刷(株) (その他製品)	5 月 17 日	“（中略）持続的な事業価値・株主価値の創出を行い、DNP グループは ROE10%を目標に掲げ、 <u>PBR1.0 倍超の早期実現</u> を目指します。”
(株)日新 (倉庫・運輸関連業)	5 月 22 日	“第 7 次中期経営計画における成長投資と新規事業の拡大、資本効率の向上により、 <u>PBR 1 倍超えの実現</u> を目指します。”

出所：各社リリースより大和総研作成（太字下線は大和総研）

こうした動きの背景には、東京証券取引所が市場区分見直しの実効性向上のために設置した「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」（2022年7月29日～）における一連の議論と、同取引所が2023年3月31日に公表したガイドライン「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」がある。同ガイドラインは、プライム・スタンダード市場の全上場企業に対し、①自社の資本コストや資本収益性の的確な把握、②その内容と市場評価に関する取締役会での現状分析と評価、そして③改善に向けた計画の策定と開示、投資家との積極的な対話、を求めている。特に、長期にわたってPBRが1倍を下回っている企業に対して、改善策の開示と実行、および進捗状況の開示を強く要請している点が特徴である（図表4）。

（図表4）東証によるプライム・スタンダード市場上場企業への要請

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内容

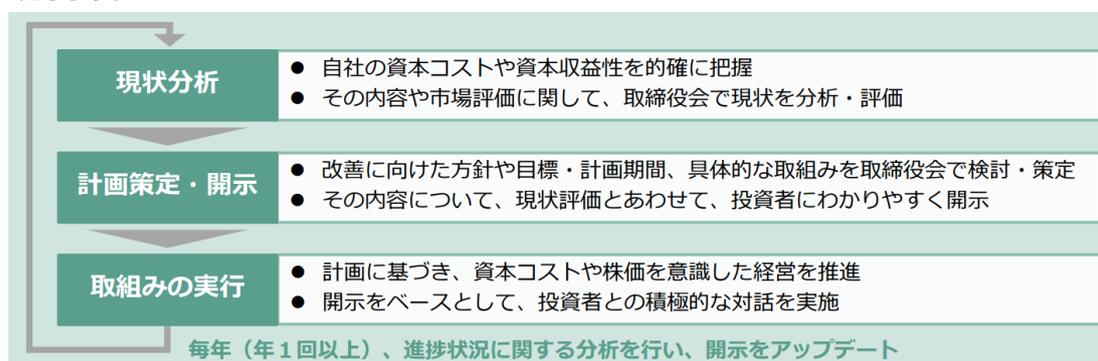


対象

- **プライム市場・スタンダード市場の全上場会社が対象**です。

対応

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、**以下の一連の対応について、継続的な実施をお願いいたします。**



※ 各対応を実施するにあたってのポイント・留意事項について、P3以降で取りまとめております。

開始時期

- 計画策定・開示の前提として**十分な現状分析や検討を行っていただくことが肝要**であることから、開示について具体的な開始時期の定めはありませんが、**できる限り速やかな対応**をお願いいたします。
- ※ 現状分析や検討に一定の期間を要する場合には、まずは計画策定・開示に向けた検討状況や開示の見込み時期を示したうえで、計画策定が完了した時点で改めて具体的な内容について開示するなど、段階的に開示を拡充していくことも考えられます。

出所：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ついて」（2023.3.31）より抜粋

国内上場企業にPBR1倍を下回る企業が多いことは、以前から問題視されていた。東京証券取引所の第1回フォローアップ会議説明資料では、TOPIX500のうち43%がPBR1倍割れの状態であったことが報告されている。ただし、これまでの中計では、資本収益性の目標導入は進んでも、株価や時価総額、バリュエーション指標の目標導入はほとんど進まなかった。これは売上や利益が、最終的には経営者の責任に帰すことができる（コントロールできる）指標である一方、株価やバリュエーション指標は経営者の責任に帰すことができない（コントロールできない）指標であると考えられていたためであろう。この点、2021年4月30日公表の中計からPBR1倍超えへのコミットメントを表明した双日株式会社の「統合報告書2021」（2021年9月発行）にも、

次のような記載がある。

“中計 2023 では PBR (株価純資産倍率) 1 倍超を定量目標に加え、社内外に対してその決意を表明しました。株価は自社の努力だけでコントロールできるものではないため目標とすることの是非について議論はありましたが、企業価値を創造できていないという市場の評価を看過すべきではないと判断したものです。”

出所：双日株式会社「統合報告書 2021」(2021 年 9 月発行) P. 15 より抜粋 (太字下線は大和総研)

今回、東京証券取引所のガイドラインに沿う形で、PBR へのコミットメントを表明する企業が出てきているが、それ以前から中計や統合報告書で「資本コストや株価を意識した経営」について先進的に情報開示を行ってきた企業(事例)があったことは、他の多くの企業にとって実務上の後押しになっていたと筆者は考えている。中計は、企業と投資家とのコミュニケーションツールとして有用であるだけでなく、他の企業の変化をも起こし得るものであり、社会的価値創造の観点からも、重要な役割を果たしていると言えるだろう。

4. まとめ

2023 年 1~6 月の中計発表件数は、新型コロナ以前の水準に戻ってきている。しかし、その中身は新型コロナ以前の状態から大きく変わりつつある。修正等の件数は 2020 年から高止まりの状態が続いており、目標の修正は以前よりも柔軟に行われるようになってきている。ESG/SDGs に代表される非財務情報の開示が進み、同時に、ROE や ROIC に代表される資本収益性の中計目標への導入も進んでいる。さらに足もとでは、「資本コストや株価を意識した経営」実現の一環として、PBR1 倍超えにコミットする企業も出てきている。こうした中計の内容の変化は、経営方針の変化を示すものであると同時に、投資家とのコミュニケーションの質の変化や、その他の企業の経営方針の変化をも促すものである。

事業環境の不透明性が高い昨今の状況において、資本収益性や株価水準に関連する目標を掲げることは必ずしも容易ではない。しかし、その不透明性の高さを変化の機会ととらえ、意志を持った目標を掲げ、その目標達成のための成長投資や、事業ポートフォリオの見直しを行う経営が求められている。こうした一連の動きの中で、中計の重要性や社会的な価値は益々高まっていると筆者は考える。

—以上—