

2023年7月13日 全10頁

東証上場会社の PBR の現状と金融業の戦略

コンサルティング第一部 コンサルタント 縣 賢太郎

[要約]

- 東京証券取引所（以下、東証）は、PBR が 1 倍を割れているなど十分な市場評価を得られていない場合にはその要因を示すように上場会社に対して通知しており、日本の上場会社の PBR に対する意識が高まってきている。
- 2023 年 5 月末時点において、米国では約 19% の会社が PBR1 倍未満であるのに対して、東証プライム市場・スタンダード市場の上場会社においては約 54% が PBR1 倍未満の状況である。また、東証市場区分ごとの平均 PBR を見てみると、直近 10 年で大きく数値の変動がなく、上場会社の資本市場の向き合い方に変化がなかったといえる。特に、市場規模が第二位（現スタンダード市場および旧市場第二部）の市場においては、ほとんどの期間において平均 PBR が 1 倍を下回っている状況である。
- 東証市場区分ごと、業種ごとの平均 PBR を見ていくと、業種によって数値のばらつきがあり、銀行業をはじめとする金融業は低い傾向にある。金融業各社は自社の PBR について分析を実施しており、ROE 向上を特に掲げている点が共通している。東証の通知は、PBR1 倍未満かつ ROE8% 未満の上場会社にフォーカスしており、金融業各社は PBR だけでなく ROE についても意識しているものと考えられる。
- 各社においては、なぜ自社の PBR が今の値であるのかを分析のうえ、PBR 向上のための施策を着実に実行していくことを期待したい。その施策の中でも、ROE の向上は PBR の向上に寄与するものであり、中長期的な成長戦略を通じ ROE をどのように改善していくかが問われている。

1. はじめに

東証では、2022年4月4日、市場区分を「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」の3つへ再編した。再編後は市場区分見直しフォローアップ会議が実施されているが、そこでの議論を踏まえ、東証より「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」¹が公表されている。この内容は、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れであり、資本収益性や成長性といった観点で課題があることを指摘している。そして、プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象にして、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依頼している。なお、現状分析においては、資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが1倍を割れているなど十分な市場評価を得られていない場合には、その要因を示すように促している。

この流れを受けて、上場会社のPBRに対する意識が高まってきている。本レポートでは、東証上場会社のPBRの現状について整理するとともに、個社が自社のPBRをどのようにとらえ、PBR向上に向けてどのような取り組みを行おうとしているのか、実際の開示を参照しつつ論じていきたい。

2. 東証上場会社のPBRの現状

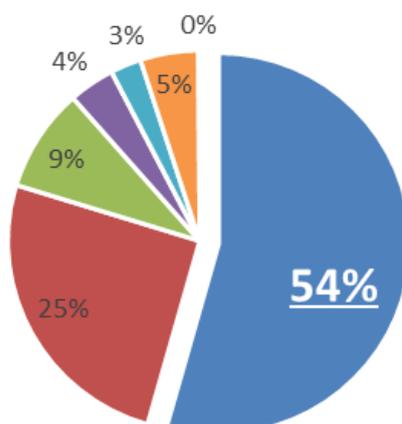
(1) 日本および米国上場会社のPBR分布

前述したように、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れの状況であることを東証は指摘したが、現在の上場会社のPBRはどのような状況であるのかまずは見ていきたい。

2023年5月末において、プライム市場・スタンダード市場の上場会社のうち、PBRが1倍未満の割合は約54%であった。2023年3月～2023年5月の東証市場は株高で推移したが、依然として半数以上の上場会社がPBR1倍未満であるのが現状である。なお、米国では約19%の上場会社が2023年5月末時点でPBR1倍未満であり、日本の上場会社のPBR1倍未満の割合は米国と比較し大幅に高い。

¹ 東証「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」
< <https://www.jpx.co.jp/news/1020/cg27su000000427f-att/cg27su00000042a2.pdf> > (2023年6月9日閲覧)

(図表 1) プライム市場・スタンダード市場上場会社の PBR 分布 (2023 年 5 月末時点)

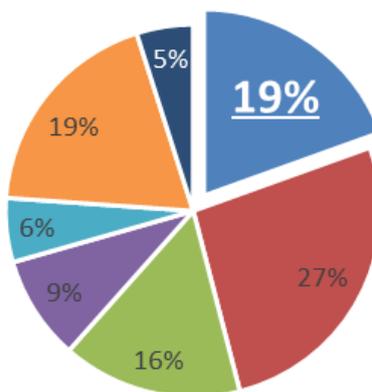


- PBR1倍未満
- PBR1倍以上2倍未満
- PBR2倍以上3倍未満
- PBR3倍以上4倍未満
- PBR4倍以上5倍未満
- PBR5倍以上
- 純資産が負

注：SPEEDA 上に PBR データが格納されている会社（3,270 社）に限る。

出所：SPEEDA より、大和総研作成

(図表 2) 米国の上場会社の PBR 分布 (2023 年 5 月末時点)



- PBR1倍未満
- PBR1倍以上2倍未満
- PBR2倍以上3倍未満
- PBR3倍以上4倍未満
- PBR4倍以上5倍未満
- PBR5倍以上
- 純資産が負

注：2023 年 6 月 9 日時点において「ニューヨーク証券取引所」および「ナスダック」に米国を主市場として上場しており、かつ、2023 年 6 月 8 日時点における時価総額を基準に上位 3,000 社の中で、SPEEDA 上に PBR データが格納されている会社（2,952 社）に限る。

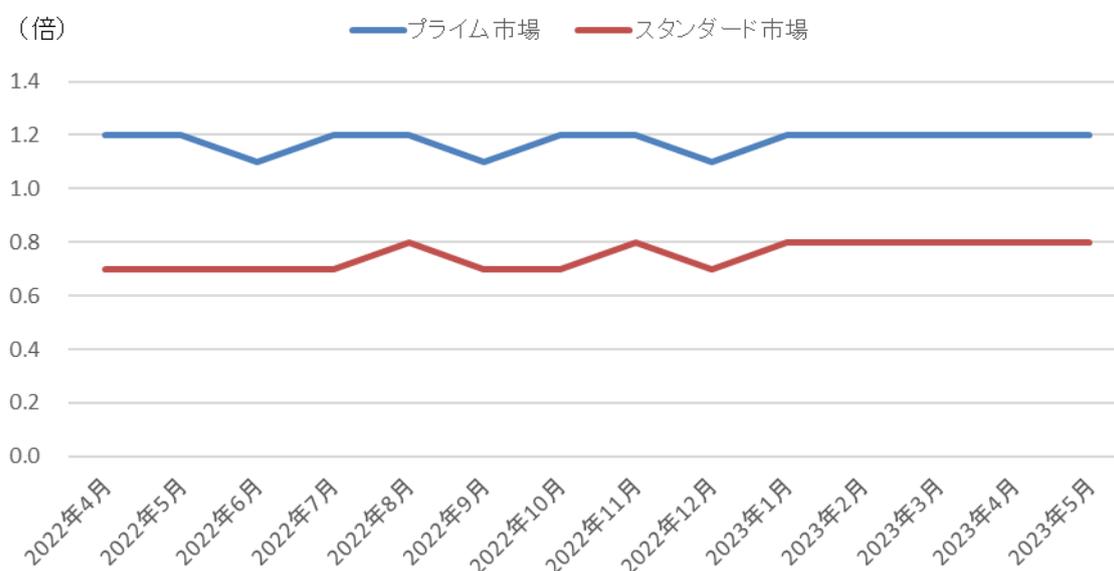
出所：SPEEDA より、大和総研作成

(2) 東証市場区分ごとの平均 PBR

続いて、プライム市場・スタンダード市場に上場している会社の PBR の平均値がどの程度であるかを見ていきたい。

東証のデータによれば、2023 年 5 月における、連結ベースの単純平均 PBR（株価合計値を 1 株当たり純資産合計で割り算出）はプライム市場で 1.2 倍、スタンダード市場で 0.8 倍であった。また、市場区分見直しが実施された 2022 年 4 月からのデータを見てみても、単純平均 PBR（連結ベース）はプライム市場で 1.1 倍～1.2 倍、スタンダード市場で 0.7 倍～0.8 倍を推移している。

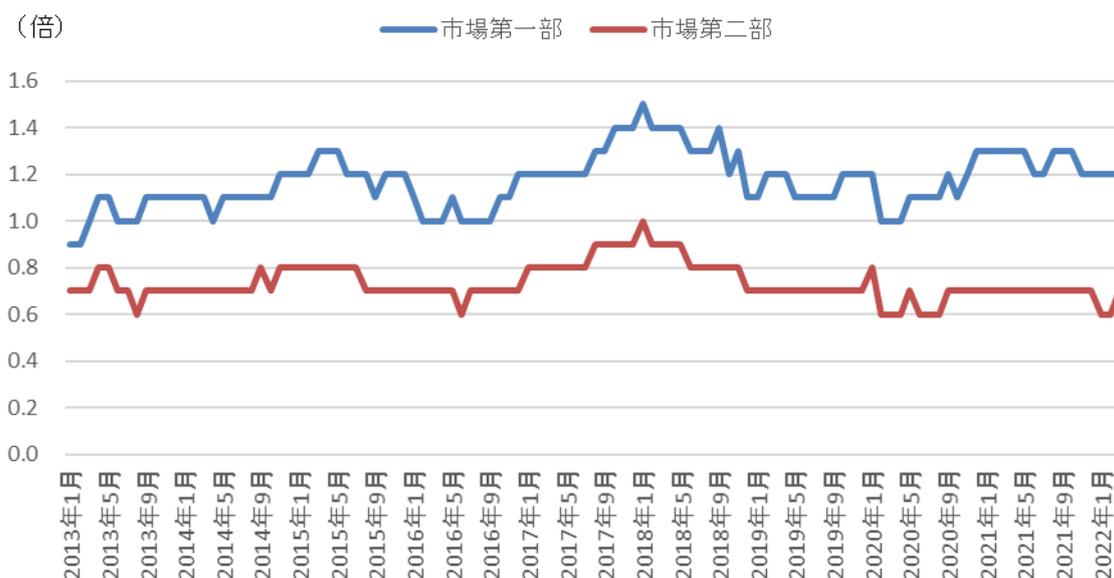
(図表 3) 市場区分見直し後の各市場の単純平均 PBR（連結ベース）²



出所：東証「規模別・業種別 PER・PBR（連結・単体）一覧」より、大和総研作成

なお、2013 年 1 月に、当時の東京証券取引所と大阪証券取引所が合併し、日本取引所グループが発足しているが、2013 年 1 月から 2022 年 3 月（市場区分見直し前）までの単純平均 PBR（連結ベース）は市場第一部で 0.9 倍～1.5 倍、市場第二部で 0.6 倍～1.0 倍を推移していた。

² 東証<<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/04.html>>（2023 年 6 月 9 日閲覧）

(図表 4) 市場区分見直し前の各市場の単純平均 PBR (連結ベース)³

出所：東証「規模別・業種別 PER・PBR (連結・単体) 一覧」より、大和総研作成

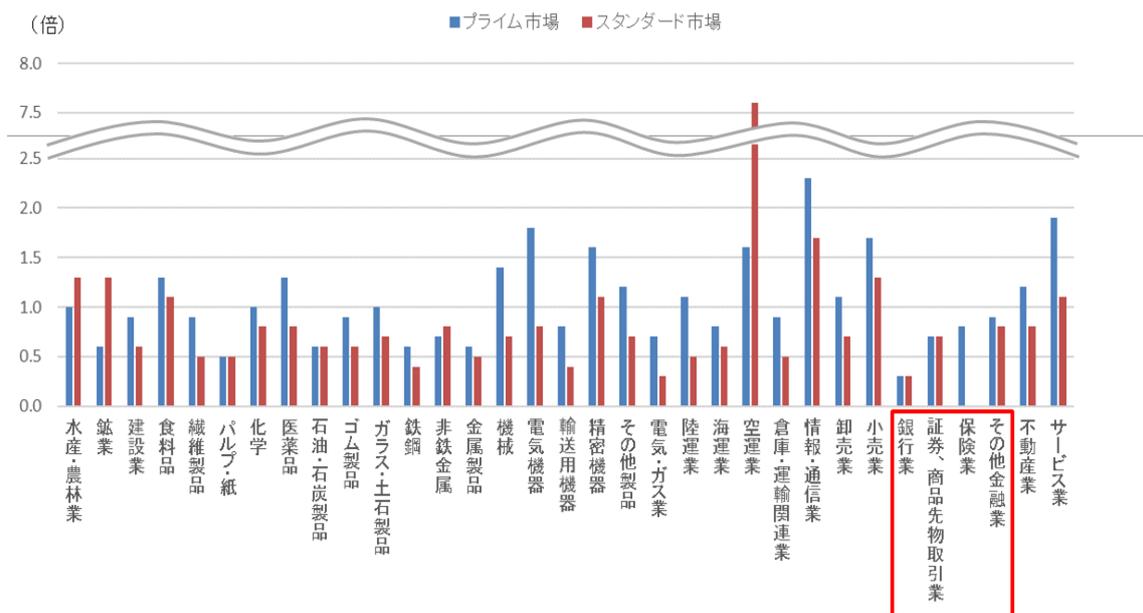
これらのことから、過去約 10 年間にわたり、東証上場会社のうち最上位市場に上場している会社および市場規模が第二位の市場 (現スタンダード市場および旧市場第二部) に上場している会社の単純平均 PBR (連結ベース) は大きく変動がなく、上場会社の資本市場の向き合い方に変化がなかったといえる。特に、市場規模が第二位の市場においては、ほとんどの期間において単純平均 PBR (連結ベース) が 1 倍を下回っている状況である。

3. 東証上場会社の PBR の現状 (業種ごと)

東証上場会社の市場区分ごとの平均 PBR は前述したが、ここではさらに細分化し、市場区分ごと、業種ごとの平均 PBR を見ていきたい。

東証のデータによれば、2023 年 5 月時点において、プライム市場上場会社の業種別単純平均 PBR (連結ベース) は 0.3~2.3 倍であり、スタンダード市場上場会社の業種別単純平均 PBR (連結ベース) は 0.3~7.6 倍であった。業種ごとにより PBR にばらつきがある。

³ 東証<<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/04.html>> (2023 年 6 月 9 日閲覧)

(図表 5) 2023年5月の業種ごと単純平均 PBR (連結ベース)⁴

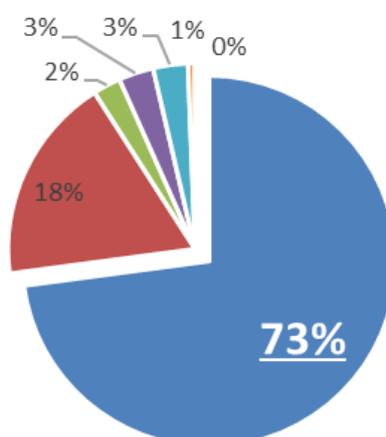
出所：東証「規模別・業種別 PER・PBR (連結・単体) 一覧」より、大和総研作成

業種ごとの PBR を見てみると、特に銀行業の数値が低いことがうかがえる。銀行業の単純平均 PBR (連結ベース) はプライム市場・スタンダード市場ともに 0.3 倍の水準であり、この値は各業種の中でも最も低い値となる。また、証券、商品先物取引業、保険業、その他金融業においても単純平均 PBR (連結ベース) が 1 倍を下回っている水準であり、金融業界全体として、PBR が低い水準におかれているといえる。

なお、プライム市場・スタンダード市場の上場会社のうち、PBR が 1 倍未満の割合は約 54% である旨は前述したとおりであるが、金融業界に限定すると当然ながらこの割合は増加し、約 73% の会社が PBR1 倍未満となる。もっとも、米国においても金融業界に限定した PBR1 倍未満割合は約 48% にものぼり、米国全体で見た PBR1 倍未満の割合の約 19% という数値を大幅に上回る結果となる。このことから、金融業界では日米とも共通して PBR が低い特徴が示される。

⁴ 東証<<https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/misc/04.html>> (2023年6月9日閲覧)

(図表 6) 金融業に属するプライム市場・スタンダード市場上場会社の PBR 分布
(2023 年 5 月末時点)

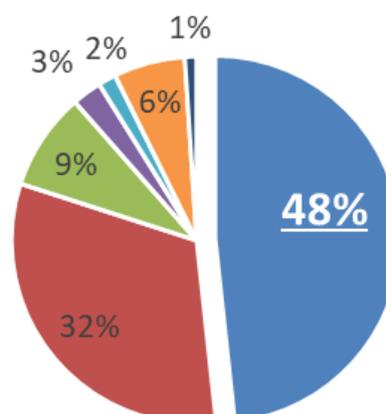


- PBR1倍未満
- PBR1倍以上2倍未満
- PBR2倍以上3倍未満
- PBR3倍以上4倍未満
- PBR4倍以上5倍未満
- PBR5倍以上
- 純資産が負

注：SPEEDA 上に PBR データが格納されている会社（166 社）に限る。業界区分は SPEEDA 分類を参照。

出所：SPEEDA より、大和総研作成

(図表 7) 金融業に属する米国上場会社の PBR 分布 (2023 年 5 月末時点)



- PBR1倍未満
- PBR1倍以上2倍未満
- PBR2倍以上3倍未満
- PBR3倍以上4倍未満
- PBR4倍以上5倍未満
- PBR5倍以上
- 純資産が負

注：2023 年 6 月 9 日時点において「ニューヨーク証券取引所」および「ナスダック」に米国を主市場として上場しており、かつ、2023 年 6 月 8 日時点における時価総額を基準に上位 3,000 社の中で、SPEEDA 上に PBR データが格納されている会社（770 社）に限る。業界区分は SPEEDA 分類を参照。

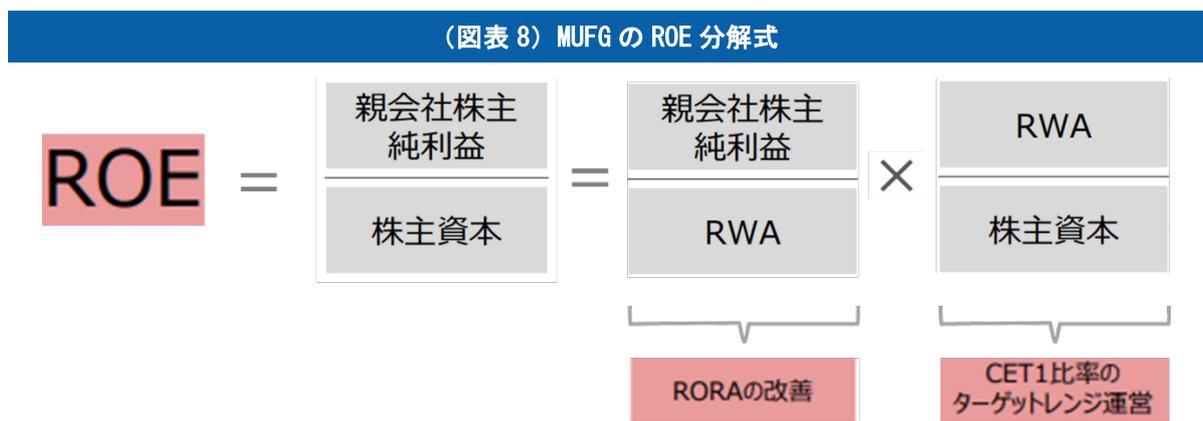
出所：SPEEDA より、大和総研作成

4. 金融業各社の PBR の分析

金融業の PBR が他業種と比較し低い特徴がある点は前述したとおりであるが、金融業に属する各社は自社の PBR をどのようにとらえ、PBR 向上に向けた取り組みをどのように考えているのか。実際の開示を参照しつつ、述べていきたい。

まず、1社目にあげるのは、三菱UFJフィナンシャル・グループ（以下、MUFG）である。

MUFG は「2022 年度決算投資家説明会」資料⁵の中で、「低 PBR は ROE が資本コストを下回っているため」「ROE 向上に向けた成長戦略・構造改革・キャピタルマネジメントを実施」と示している。また、ROE 向上の要素を「RORA（Return on Risk-Weighted Assets の略称であり、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ているかを示す指標）の改善」「CET1 比率（金融危機が起こっても業務継続するために必要な、損失吸収力の高い自己資本とリスクアセットの比率）のターゲットレンジ運営」と示している。さらに、ROE を以下の式で分解している。



出所：MUFG「2022 年度決算投資家説明会」より、大和総研作成

親会社株主純利益の向上に資するものとして、成長戦略の実施および構造改革を掲げ、RWA（Risk Weighted Assets）に関わる部分として構造改革およびキャピタルマネジメントを実施し、株主資本に関わる部分としてはキャピタルマネジメントを掲げている。具体的施策として、たとえばウェルスマネジメント事業の拡大を成長戦略の一環として考えている。また、米州事業のポートフォリオの見直しを構造改革の一環として掲げている。そして、RWA については適切な水準にコントロールするものとしている。それぞれの戦略を実施し資本収益性を高めることで、最終的に ROE、PBR 向上を目指していることがうかがえる。

続いて紹介したいのは、三井住友フィナンシャルグループ（以下、SMBC）である。SMBC は、「2022 年度実績の概要」資料⁶の中で「PBR 改善に向けて」というタイトルにおいて、「ROE8%

⁵ MUFG<https://www.mufg.jp/dam/ir/presentation/2022/pdf/speech2303_ja.pdf>（2023 年 6 月 9 日閲覧）

⁶ SMBC<https://www.smfg.co.jp/investor/financial/latest_statement/2023_3/2023_fy_03.pdf>（2023 年 6 月 9 日閲覧）

目指し、新中期経営計画で事業ポートフォリオの入替と採算性向上を推進」という施策を記載している。ROE改善を重視している点ではMUFGと変わらないが、SMBCはPBRをROEとPERに分解し、「PERは国内金利との相関が強く、PBR1倍を実現するには外部環境の変化も必要」と記載している。中期経営計画の実施により自社努力でPERを高めようとしつつも、金利というマクロ環境が自社のPER、ひいてはPBRに与える影響を分析している点の特徴である。

3社目として紹介したいのは、みずほフィナンシャルグループ（以下、みずほFG）である。みずほFGは「2022年度決算の概要」資料⁷の中で「(参考) PBR改善に向けて」というタイトルにおいて、「資本効率の向上と経営資源の再配分によるROE向上に加え、ファンダメンタルズの強化を通じてPBRの改善へ」と記載している。ROEを重視している点は前述した2社と同じである。加えて、PBRを以下の式で分解している。

(図表9) みずほFGのPBR分解式

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE}}{\underbrace{\text{資本コスト} - \text{期待成長率}}_{\text{広義の資本コスト}}}$$

出所：みずほFG「2022年度決算の概要」より、大和総研作成

ROEを高めると同時に、期待成長率を高めることも含め広義の資本コストを低下させることで、PBRの上昇を見込んでいるといえる。前述したように、MUFGは「低PBRはROEが資本コストを下回っているため」と分析しており、MUFGの資本コストの定義とは異なるものの、検討のアプローチとしては近いといえる。

最後に紹介したいのは、りそなホールディングス（以下、りそなHD）である。りそなHDは「～決算の概要と中期経営計画について～」資料⁸の中で、「企業価値向上に向けた取り組み」というタイトルにおいて、PBR上昇に向けた取り組みを「ROE反転・向上」「資本コスト低減」として表現している。ROEと資本コストに着目している点は、MUFG（とみずほFG）と同一といえる。さらに、ROEの分解式はMUFGと同一であり、MUFGと近いアプローチでROEの向上、ひいてはPBRの向上を検討しているものと思われる。もっとも、りそなHDは前中計でROEが悪化しているが、この要因をバランスシートの急拡大や低稼働資産の増加ととらえたうえで、より能動的なリスクテイクを通じたリスク・リターン改善が必要と分析している。RWAはあくまでコントロールす

⁷ みずほFG<https://www.mizuho-fg.co.jp/investors/financial/tanshin/pdf/data2303_fy_2.pdf> (2023年6月28日閲覧)

⁸ りそなHD<https://resona-gr.co.jp/holdings/investors/ir/presentation/pdf/20230518_1a.pdf> (2023年6月28日閲覧)

るものとしている MUFG に比べて、より積極的な姿勢がうかがえる。

ここまで 4 社の開示事例をあげてきたが、全社に共通しているのは ROE の向上を掲げている点である。前述したように、東証は、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場会社が ROE8%未満、PBR1 倍割れであることを指摘しており、金融業各社は PBR だけではなく ROE についても意識しているものと思われる。なお、東証は「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」の中で、「資本収益性の向上に向けて、バランスシートが効果的に価値創造に寄与する内容となっているかを分析した結果、自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合もありますが、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。継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みを期待するものです。」と記載している。ROE の向上に向けては、短期的な施策のみならず中長期を見据えた戦略を立案し、実行すべきと考える。

5. おわりに

東証はプライム市場の約半数、スタンダード市場の約 6 割の上場会社が ROE8%未満、PBR1 倍割れである点を指摘しているが、業種別で見ると PBR の値にはばらつきがある。業界問わず PBR1 倍割れが問題となる中で PBR を向上させるためには、会社は各々自社の置かれている状況を把握し、なぜ自社の PBR が今の値であるのか、業種ごとの特徴も踏まえて分析したうえで、施策を策定し、着実に実行していくことが必要となる。特に金融業では、ROE の向上を通じて PBR 向上を掲げている。金融以外の他業種においても PBR 向上に向けた施策を実施していく必要があるが、どの業種においても、ROE の向上は PBR の向上に寄与するものであり、中長期的な成長戦略を通じ ROE をどのように改善していくのかが問われている。

—以上—