

2023年8月16日 全5頁

# PBR 1 倍超の会社の「資本コストなどを意識した対応」の内容

## 資本効率のさらなる改善に向けた取組みの開示が見られる

政策調査部 主任研究員 神尾 篤史

### [要約]

- 東京証券取引所（東証）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について」は、PBR 1 倍未満の会社にだけでなく、PBR 1 倍超の会社に対してもなされている要請である。PBR 1 倍超の会社にとっても東証の要請に応えることは重要であり、投資家も PBR 1 倍超の会社の取組みに期待している。
- 2018 年から 2022 年の 5 年間で継続して PBR が 1 倍を超えている 792 銘柄を調査したところ、現時点で東証の要請に応えた何らかの開示をしている会社は 1 割程度である。
- 本要請では「資本収益性・資本コスト」や「市場評価（時価総額・PBR など）」の分析と改善計画の作成などが求められている。資本効率改善に向けてキャッシュの保有水準など最適な資本構成を検討する会社が見られる一方、「市場評価」に言及する会社は少ない。
- また、現在、開示を検討中で準備が整い次第開示するとしたり、開示時期を 2024 年 3 月末と明言したりする会社もある。

### 相対的に注目の低い PBR 1 倍超の会社の取組み

2023 年 3 月 31 日に東京証券取引所（東証）が公表した「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ついて」（「資本コストなどを意識した対応」）の要請に対応する上場会社が徐々に増えてきている。この要請は、プライム市場とスタンダード市場に上場する全ての会社（約 3,300 社）に対して、経営層が主体となって、資本コストや資本収益性を十分に意識した上で、経営資源の適切な配分の実現を求めるものである<sup>1</sup>。

特に注目されるのは、PBR（株価純資産倍率）が 1 倍未満の会社の取組みである。時価総額を

<sup>1</sup> 「資本コストなどを意識した対応」の詳細は、神尾篤史・鈴木裕「[資本コストや株価を意識した経営は根付くのか](#)」（『大和総研調査季報』2023 年夏季号（Vol. 51）、pp. 4-17）を参照。

純資産額で除して求められる PBR が 1 倍割れしていることは、時価総額が純資産を下回る特異な状況である。日本では、PBR 1 倍割れの状態にある上場会社の割合が海外と比べて顕著に高いことも注目される理由である。大和総研が 2023 年 7 月 31 日時点の Refinitiv のデータを集計したところ、TOPIX 構成銘柄で PBR が 1 倍を割っている会社は全体の 50% を占め、S&P500 構成銘柄の 4 % (PBR が負の会社を除く) を大きく上回る。

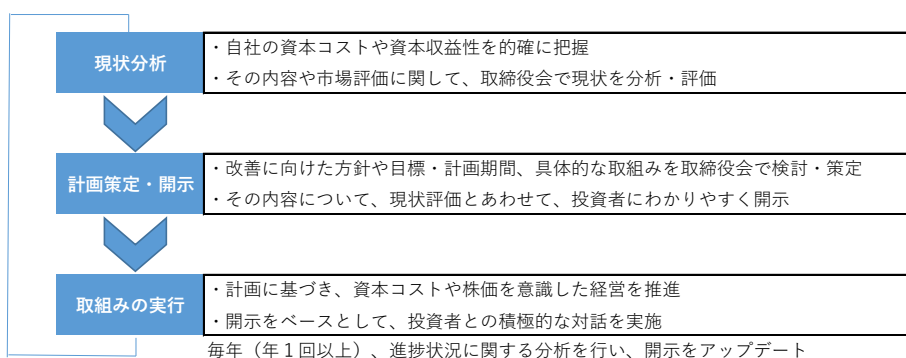
一方で、PBR が 1 倍超の会社が 50% あるにもかかわらず、それらの会社の取組みに対する注目度は相対的に低いように思われる。そもそも、東証の要請は PBR の水準を問わないものである。投資家の立場に立てば、1 倍超の会社にも企業価値の向上を求めるのは当然であり、PBR 1 倍超の会社にとっても東証の要請に応えることは等しく重要である。東証に対しては、「なぜ PBR 1 倍に注目したのか、1 倍を超えればよいという話ではないという理解 (海外投資家)」「企業が近視眼的に、PBR 1 倍割れを形式的にクリアさえすればよいと捉えてしまうことを危惧。PBR 1 倍割れは 1 つの指標でしかなく、投資家が期待しているのはサステナブルなビジネスプランを練り直すこと (海外投資家)」との意見が寄せられている<sup>2</sup>。

こうした状況を踏まえ、本稿では、PBR 1 倍超の上場会社による対応を考察する。なお、東証は「資本コストなどを意識した対応」を開示するための書類やフォーマットを定めておらず、経営戦略・経営計画、決算説明資料、自社ウェブサイトなどで示すことが考えられるとしている。ただ、投資家による把握のしやすさを考え、開示を行っている旨などをコーポレート・ガバナンス報告書 (CG 報告書) に記載することを求めている。

## PBR 1 倍超の会社への要請

「資本コストなどを意識した対応」では、取締役会で「資本収益性・資本コスト」と「市場評価」の現状分析を行い、課題があれば改善計画を作成・実行し、投資家との積極的な対話の実施が要請されている (図表)。いわば、計画・実行・チェック・行動という PDCA サイクルを回す一連の対応が求められる。

図表 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



(出所) 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 (資料 1)」(2023 年 3 月 31 日)より大和総研作成

<sup>2</sup> 東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議 第十回 東証説明資料① 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関する周知状況」(2023 年 4 月 25 日)

「資本収益性」は ROIC（投下資本利益率）や ROE（自己資本利益率）、「資本コスト」は WACC（負債と株式の加重平均資本コスト）や投資リスクに応じた投資家の期待リターンを示す株主資本コストが例示されている。資本コストを超える資本収益性が企業価値の上昇につながると考えられるため、「資本コスト」は「資本収益性」を評価するための比較の対象である。「市場評価」は株価や時価総額、PBR や PER（株価収益率）を分析することが例示されている。

PBR 1 倍超の会社に対しては、現状分析の結果に課題があれば、資本収益性や成長性のさらなる向上に向けた目標設定を行うことが考えられるとする一方で、十分な水準が実現できている場合には改善の必要がない旨を示すことが考えられるとしている。

## PBR 1 倍超の会社の取組みの内容

「資本コストなどを意識した対応」の要請内容を踏まえて、以下では TOPIX 構成銘柄のうち、2018 年から 2022 年の 5 年間で継続して PBR が 1 倍を超える 792 銘柄の CG 報告書での開示の内容を述べたい。

なお、調査の前提として第一に、東証は具体的な開示時期を定めていない点に留意が必要である。あくまで要請であり、義務ではないため、一定の取組みを行っていても開示しない会社もなくはないはずである。また、2023 年 3 月末に本要請があった後に、CG 報告書を更新していない会社もあり、それらの会社の状況は捕捉できていない。

第二に、東証は CG 報告書の記載方法として、以下のように例示しているが、必ずしも例示に沿って記載していないケースが見受けられた。そのため、ここでは「資本コスト」をキーワードとして対象会社 792 社の CG 報告書の記載を検索した。

（記載例）

【資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応】

・・・・・・・・開示を行っている旨、閲覧方法等を記載・・・・・・・・

（出所）東証「コーポレート・ガバナンスに関する報告書 記載要領（2023 年 4 月改訂版）」より大和総研作成

調査した結果、本稿の調査時点で要請内容に応えた何らかの開示をしているのは 1 割程度の会社である。そして開示のパターンには以下の 3 つの類型がある。①のケースが最も数が多く開示している会社の 7 割程度であり、②と③はそれぞれ 1 割程度である。以下では、類型ごとに内容を述べ、注目すべき典型例などを紹介する。

- ① 「資本収益性・資本コスト」の記載はあるが、「市場評価」の記載がない
  - 「資本コスト」の数値を記載する会社は少数。「資本コスト」の数値は開示しないが、「資本コスト」を上回る「資本収益性」の追求を意識したコメントは多い
  - 「資本収益性」については ROE や ROIC などの現状数値や目標数値を記載し、改善に

に向けた施策を示す会社が多い

- 資本効率の改善に向けて、財務の健全性を踏まえつつ、資本構成の適正化を考えている会社が見られる。具体的には、「手元流動性は月商の2-3ヵ月分を目途に確保し、的確な格付けと、50%以上の自己資本比率を維持する方針」とする会社や、適切な水準以上の不必要な株主資本を持たないことにし、「有利子負債の調達能力を検証し、最適な自己資本比率を定め」、その比率の引き下げを計画する会社もある
- ある会社は、設備投資やM&A等について、「資本コストを踏まえたハードルレートを設定し、投資採算性を意識した意思決定を行っています」としている。また別のある会社は「社内金利制度を設け、管理会計において、資本コストと同水準に設定した金利を費用計上しており、資本コストを上回る収益性の獲得を意識した事業運営」を行うと述べている
- 決算説明会資料や中期経営計画に取組みの内容が書かれている場合、それらのウェブアドレスを記載する会社もある

## ② 「資本収益性・資本コスト」と「市場評価」の両方の記載がある

- 「市場評価」の記載は様々なパターンがある
- ある会社は、達成時期は定めていないものの、将来的にROEを25%に高め（直近期：8.5%）、PBR5倍を目指すという開示をしている。
- 直近期のPBRが3.77倍であるなど、恒常的に1倍を超えており、十分に評価されているという認識を示している会社もある。この会社はPBRを現状よりも改善させるための方策や目標値を設定していない。しかし、株主資本のさらなる効率化は意識しており、保有キャッシュの水準の適切化を図り、株主資本のさらなる効率性向上を目指して、今後数年間の継続的な還元方針として、前年度の親会社株主に帰属する当期純利益100%を最低限の目安としてそれ以上の金額を還元する方針を示している。
- ある会社は、利益目標に一定のPERを乗じて、具体的な時価総額の目標を設定している。
- 市場評価はPBR7.29倍、PER43.2倍であり、十分な水準を維持し続けているという認識を示している会社がある。

## ③ 開示検討中

- ある会社は、2023年12月末までに現状分析を終え、2024年3月末までに開示するとしている。
- 2023年に作成した中期経営計画では、収益計画や資本政策の基本的な方針を策定しているが、資本コストの把握や事業ポートフォリオの見直し、設備投資・研究開発投資など、より具体的な経営資源の配分については今後計画の策定を進めると

している会社もある。

- ・ ある会社は「資本コストなどを意識した対応」に関する対応を進めており、準備が整い次第、開示を行う方針と述べている。

## 今後の予定

東証は本要請に関するフォローアップを今秋に実施する予定である。これは、本要請が議論された「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」で以前から提案されていたもので、上場会社に PDCA サイクルを回すよう要請したのと同じように、東証も自身の施策について PDCA サイクルを回し、今後の施策につなげていくことが重要という考え方に基づく。また、上場会社の取組みへの期待によって株価が上昇している面があることから、この期待を途絶えさせないように、改革の継続姿勢を示すことが重要視されているということもある。

投資家が期待することは、東証の改革を起点とした上場会社の企業価値向上に向けた取組みのモメンタムが失われず、さらには加速することであろう。今後実施されるフォローアップは、投資家にとって、東証の姿勢、そしてその影響を受ける上場会社の今後の動向をうかがう試金石になるかもしれない。