



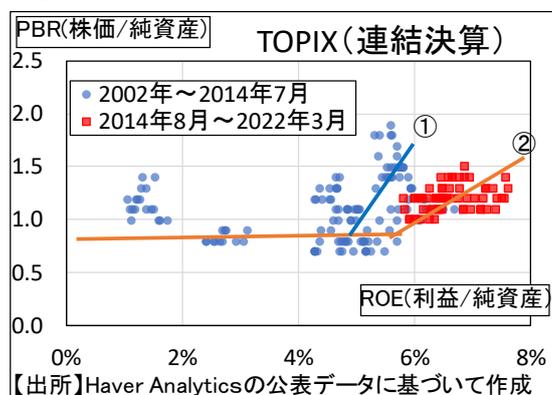
## 東証の株価純資産倍率(PBR)改善圧力が逆効果となるリスク

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

東証プライム市場の平均PBRは約 1.18、スタンダード市場は約 0.95、東証全体では約半分以上が 1 以下となっている。株価は事業が生む将来のキャッシュフローの割引現在価値である。PBR 1以下は、会社を清算して資本を株主に還元すれば株価以上の対価が得られることから、事業の継続が株主価値を毀損していることを意味する。

報道によると東証は近いうちに全上場企業に対し、自社の株価評価を議論し、改善に向けた取り組みを要請する。PBR が 1 以下の企業に対しては強く要請する。だが、この要請は両刃の剣であり逆効果となるリスクがある。

事の発端は 2014 年 8 月の通称「伊藤レポート」から始まった自己資本利益率(ROE)8%の要請だ。ROE8%は、閣議決定された2014年の成長戦略に関する文書やコーポレートガバナンスコードで努力目標として既成事実化され、



上場企業に対し半ば強制力を持つ。そして現に日本企業の ROE は左図のように改善された。縦軸は PBR、横軸は ROE、ドットは ROE8%が義務化される前が青、後が東証平均が残っていた時代の赤だ。明らかに右にシフトして ROE は向上した。問題はその手法にあった。総じてみると日本企業は、人件費、人材投資、物的投資を削減して利益をねん出して、つまり分子の利益をかき上げすることで、ROEの向上を実現した。もっとも金に色はないが、個別企業にはこうした例が散見された。もっと言えば ROE 8%は、企業経営者として株主総会で取締役の再任という自分のクビを賭けた決議事項なので、最低でも改善しなければならない努力目標なのだ。

問題は、ROE が明確に上がったにもかかわらず、PBR が上がらなかった事実にある。もし PBR が上がっていたら、上の図で PBR 1 以上の傾向線である①の右上線上に赤いドットが来るはずだった。しかし、そうならず②にシフトした。繰り返しになるが、日本企業は人件費、人材投資、物的投資を削減して利益をねん出して、分子の利益をかき上げすることで ROE を引き上げた。これでは将来の成長の芽を摘む。ROE が改善しても PBR が上がらなかった事実は、誤った手法で ROE を引き上げたことの弊害が出たと見るべきだろう。ROE 8%の実質義務化は、日本企業が米国企業のように高収益体質に変貌するという願望からの、無謀な実験だったと結論づけて良いと考えられる。

では、本来的にはどうすべきだったのか。日本経済が好調で米国経済が不振だった 1970-80 年代には、米国企業は日本の経営手法を取り入れた。慶大の岩尾俊兵先生によると、リーン生産方式、両利きの経営、オープンイノベーション、創発的戦略経営、マルコム・ボルドリッジ賞の創設、等はすべて日本をまねてジョブ型雇用の米国に適應するようアレンジしたものだった。大事なことは、1つのある手法を導入すると、他のバランスが崩れることがままあるため、全ての経営指標を全体として管理するベンチマーキングを前提としたことだ。人体に例えれば、肥満を治す副作用で栄養失調や貧血にならないよう、全ての健康に関する指標を総合的かつ統合的に改善に向けて管理するのだ。

PBR 1 以上が ROE 8%と同様に東証のルールとなれば、手取り早い手法は自社株買いだ。ROE 向上の過程で積み上げた内部留保で自社株買いをすれば、分母と分子の両面で効果を発揮する。しかし、これでは会社の実体は全く何も変わらない。DX や人材投資など生産性を上げる形で会社の実体を変え、それが株式市場で評価されるように仕向けなければならない。手段が自己目的化する近視眼的な経営となるリスクを防止するには、ROE や PBR が高い企業との差異を突き止め、総合的なベンチマーキングだけが有益であることを強く認識すべきである。そのために IT を使って 3K (勘、経験、度胸) から脱却し可視化経営を進めた成功事例は既に多い(脱稿3月6日)。 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。