



## 東証の株価純資産倍率(PBR)改善の願いは有効か

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

東証は3月に上場企業のPBR改善に向けて「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願いについて」を発表した。内容は、(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、(2)株主との対話の推進と開示、(3)建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例、となっている。また、このお願いに実効性を持たせるため、PBRが1以下の企業を除外して作る新たな株価指数JPXプライム150の創設、「エクスプレイン」の不十分な事例として「3年間『検討中』のまま同じ説明を続けている会社」の社数の明示、改善の必要性が高い上場会社については個別に働きかける方針、であることも公表した。

株式会社QUICKが市場参加者に行ったアンケートでは、このお願いについて、62%が「適切」、3%が「適切ではない」、29%が「どちらともいえない」、2%が「そもそも関心がない」、3%は「その他」と評価した。まだ第一印象の段階とはいえ市場参加者の評価は良好ということになる。

東証の上場企業のうち、約半数もの企業のPBRが1以下である現状には問題がある。この現状を変えるには、まずはなぜ低いのかの正しい診断が必要だ。誤診に基づく治療では治癒＝改善は実現できない。その意味で東証の3つのお願いは、十分ではない面があると考えられる。

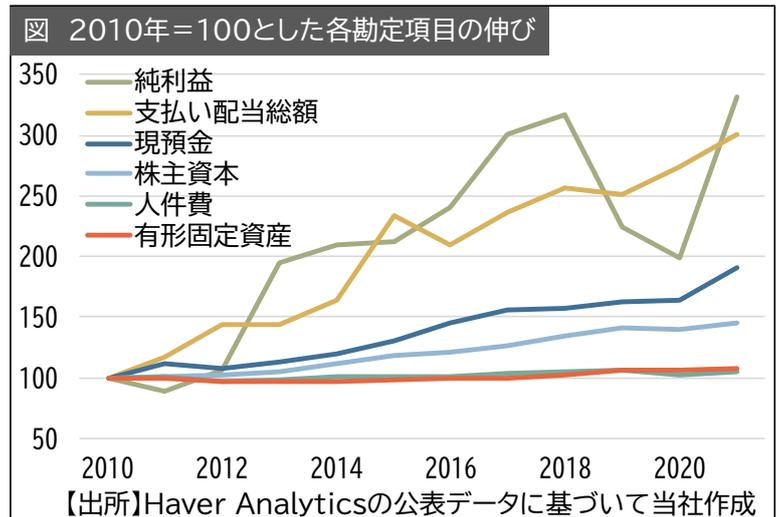
筆者は3月に「東証の株価純資産倍率(PBR)改善圧力が逆効果となるリスク(注1)」というレポートを書いた。ここで主張したのは、ROEの分子の利益をかき上げるために人件費、物的投資、教育投資を削減する経営では、将来の成長の芽を摘むため、ROEは上がっても将来の成長力を評価する株価は持続的には上がらず、つまりPBRは上がらない、という現実に観測される事実の解釈である。個別企業で見れば、利益をかき上げるために人件費を削減した例は多数あった。というのも、東証がお墨付きを与えたROEの改善は、企業経営者にしてみれば、株主総会で自分の再任、言わばクビが掛かった決議事項であり、ある意味で最優先事項なのだ。

東証のお願いで特に問題なのは(2)株主との対話である。株主との対話は、2015年のコーポレートガバナンス・コードで制度として確立し拡充されてきた。これこそがROEが上がってもPBRが上がらなかった現実をもたらした原因の一つである可能性が高い。一部の声の大きなアクティビストは、表向きは長期的な企業の成長を求めながらも、実際には目先の利益のかき上げや特別配当を要求する事例が多い。経営側も、サプライズの自社株買いを発表して株価がふき上げたタイミングで、うるさいアクティビストに株式を売却してもらいたいという、安易な願望があったはずだ。また、(1)資本コストについても、人口のトレンド、潜在成長率のレベル感、基礎的なインフレの条件の差異を無視して、望ましい日本のROEを米国と同一の8%としたことについて、本当に正しいのかどうか誰も検証していない。2023年に入りインバウンドがブームの兆しを見せているが、著しいホテル不足が障害となっている。これほど将来有望な分野でも日本勢の投資は約50%、残り半分は海外に頼っている。人手不足も著しいが、宿泊施設や省力化への投資で8%を超える投資案件はそう多くはないはずだ。実体として、ROE8%の目標が過少投資を引き起こし、企業は内部留保を抱えたまま、日本経済の潜在成長率を押し下げる要因になり続ける可能性がある。

※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

資本金 10 億円以上の企業の単独決算の決算書を統合する内閣府発表の法人企業統計を見ると、ROE8%の実現に向け、企業が近視眼的な経営を行った様子が良く分かる。右下の図は 2010 年から 2021 年までの主要勘定の推移である。利益と配当は大きく増加した。自社株買いなど他の株主還元を含めるともっと大きな金額になる。しかし、人件費と有形固定資産残高は長きにわたりほぼ横ばいだ。収益を生まない多額の現預金があるから ROEが低いという説明がままあるが、これも現実とは違う。この間に現預金/株主資本は 5.8%から 7.7%へと若干だけ上がった。しかも、これは人件費削減と有形固定資産投資削減の結果だ。

東証の願いに対し、早くも自社株買いを対策の中心に据える企業が出ている。自社株買いでは企業の中身は全く変わらない。そうではなく、今なら投資対象として物的なら脱炭素、DX、省力化、人的ならリスクリング、課題解決型思考、ESG のための教育、両面で経済安全保障やサイバーテロ、サプライチェーン強靱化への対応など企業にとってやるべきことは山ほどあるはずだ。こういうことを着実に実施して企業体質を変革することで生産性を上げ、成長ストーリーを投資家と共有することが、PBR と ROE を同時に改善する本来の道筋である。



更に敷衍するなら、これこそが投資をESGやSDGsなどの社会善とリンクさせる、最近の言葉で言うβアクティビズム(注2)の正しい道筋だ。(脱稿 4 月 18 日)

以上

- (1) [https://www.resona-am.co.jp/oshirase/2023/pdf/230309\\_m.pdf](https://www.resona-am.co.jp/oshirase/2023/pdf/230309_m.pdf)
- (2) 詳細は、『「良い投資」とβアクティビズム』2022年10月、ジョン・ルコムニク、ジェームズ・P・ホーリー著  
現代投資理論では、βはポートフォリオに影響を与えるが、ポートフォリオはβに影響を与えないと考えられている。βアクティビズムは、気候変動、薬剤耐性、ジェンダー多様性、森林破壊、AI、資源採掘及び鉱滓ダム安全確保イニシアチブの6つの分野を外生要因(exogenous、反対語は内生的(endogenous))としてとらえ、株主の圧力が経営陣に対し強い強制力を持つことで、将来的にはシステミックリスクを低減することが可能だと主張する。例えば、気候変動(地球温暖化)が発生したことにより、地表の水の総量が減少して渇水や水不足を誘発する。そして、大気中の水分が増加することで集中豪雨や洪水など水害、山の深層崩壊、地滑りなども発生する。もし気候変動が発生していなければ、今世紀に入って世界中で発生したこうした災害は発生していなかったということになる。SARS や MARS、そして 2020 年以降の新型コロナウイルスの発生も根本的な原因は森林破壊など地球環境の劣化とされているが、もしこれが発生していなければ、2020 年以降のコロナ禍も起きなかったことになる。もし災害やコロナ禍のようなシステミックリスクが今後発生しなければ、株式投資のリターンを押し上げる要因になると考えられる。

<当資料に関するご留意事項>

■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。