

Title	東証の低PBR是正要請に対する企業と市場の反応：取引所のエンゲージメントがイノベーションにつながるための条件
Author(s)	田村, 浩道
Citation	年次学術大会講演要旨集, 38: 837-842
Issue Date	2023-10-28
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/19309
Rights	本著作物は研究・イノベーション学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Research Policy and Innovation Management.
Description	一般講演要旨

東証の低 PBR 是正要請に対する企業と市場の反応 ～取引所のエンゲージメントがイノベーションにつながるための条件～

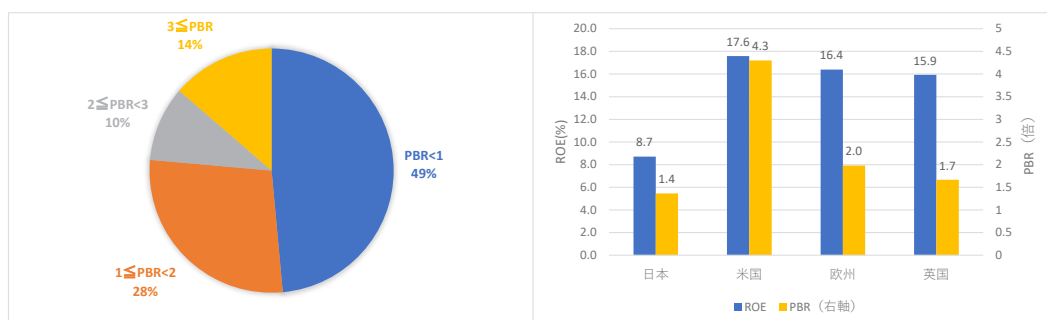
○田村浩道（東京理科大MOT）
hiromichi.tamura@rs.tus.ac.jp

1. はじめに

近年、外国人投資家を中心に、日本株はグローバル株式市場において相対的な魅力度が乏しいと主張されることが多かった。背景には、低 ROE に代表される日本企業の「持続的低収益性」の問題がある。これに対し、東京証券取引所は、日本企業の魅力度を高めるべく一連の市場改革を行っている。最近では、2023 年の 3 月末に発表されたいわゆる“PBR1 倍割れ銘柄に対する是正要請”（正式には「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」；参考文献[1]）が大いに注目されている。これまでの報道等を見る限り、投資家の反応は概ねポジティブであるようだが、これが本当にイノベティブな日本企業への変革につながっていくかどうか重要なポイントである。

まず、足元の状況を確認する。図表 1（左）には、TOPIX をユニバースとした場合の PBR の分布状況を示した。これからわかるように、PBR 1 倍割れ銘柄の割合は 49%で、市場の評価が簿価未満である企業が約半数もあることが分かる。さらに、図表 1（右）には PBR、ROE の国際比較を示した。日本企業の時価総額加重平均 PBR は 1.4 倍で、米国の 4.3 倍、欧州の 2.0 倍を大きく下回る。また、収益性を示す ROE も日本株は 8.7%であり、米国の 17.6%、欧州の 16.4%と比較して見劣りしていることが明らかである。伊藤レポート（参考文献[2]）が指摘するように、イノベティブな国の企業の ROE は本来高いレベルにあるべきで、低 ROE で持続的低収益な企業には長期的なイノベーションに向けた投資は行われにくいと考えるべきであろう。

図表 1 TOPIX における PBR の分布状況（左）と平均 PBR、ROE のグローバル比較（右）



注：TOPIX の構成銘柄数は 2153。グローバル比較のユニバースは、日・米・欧・英それぞれ、TOPIX、S&P500、FTSE Euro100、FTSE100。

出所：2023 年 9 月 7 日時点のブルームバーグデータを元に筆者作成

そこで、本研究では 3 月に発表された「PBR1 倍割れ銘柄に対する是正要請」に対して、企業と市場がどのように反応したのかを「イノベーションを生む環境につながるか」という観点から分析を行う。具体的には、代表的な東証上場企業に対し、開示の有無とその内容についてグループ分けを試み、それぞれのグループに対する市場の反応を分析する。最後にこの結果を踏まえ、取引所のエンゲージメントがイノベーションにつながるための条件について考察する。

2. 先行研究

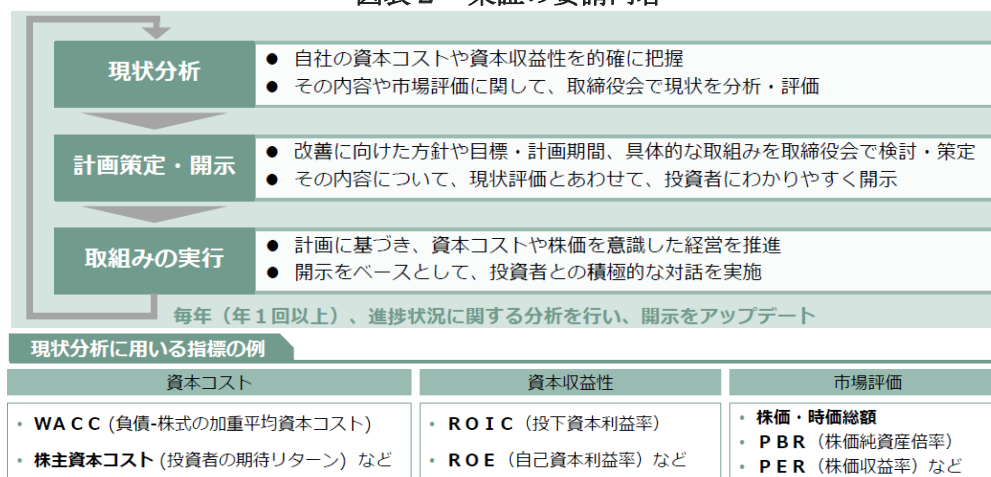
今回の東証の要請が発表されて以降、日本株の低 PBR 問題が大きく注目されていることもあり、多

くの新聞、雑誌、業界紙等がPBRに関する特集を組んでいる。例えば、企業会計8月号では「中長期的視点で考えるPBR1倍割れ問題」と題し、東証PBR1倍割れ改善要請の論点整理（参考文献[3]）、ファイナンス理論からみたPBRとROEの関係（参考文献[4]）、など5本の論文が特集されている。また、HRGL社は、日経225社について「資本コストや株価を意識した経営」について2023年7月時点の開示状況を調査したレポート（参考文献[5]）を発表した。これによれば、対象となった3月決算企業のうち、開示企業の割合は約3割（28.8%）であったことが報告されている。このように、今回の要請の解説記事や理論的背景、足元の開示状況などについての文献は多数あるが、その後の株価パフォーマンスがどうであったかについての詳細な分析は、開示要請から時間があまり経っていないこともあり、23年8月末時点ではほとんど報告されていない。また、足元の企業と市場の反応を踏まえて、イノベーションの観点からエンゲージメントのあるべき姿について分析したものもなく、今後研究が必要な分野といえるだろう。

3. 東証のエンゲージメントと理論的背景

ここで、東証のエンゲージメントの要点を整理したい（図表2参照）。今回の要請対象企業はグロース市場以外のプライム・スタンダード市場の上場銘柄であり、資本コストや株価を意識した経営の実現にむけて、「現状分析」、「計画策定・開示」、「取り組みの実行」という一連の対応を継続的に実施することが求められている。なお、開始時期は具体的な定めがないが、「できる限り速やかな対応をお願いする」となっている。現状分析については、資本コスト（WACCなど）、資本収益性（ROIC、ROEなど）、市場評価（株価・時価総額、PBR、PERなど）を示し、具体的な現状分析の方針が提示されている。

図表2 東証の要請内容



出所：東証資料（参考文献[1]）より抜粋

改めて言うまでもないが、今回の要請においての核になるのは、「資本コストを上回る資本収益性を達成できているか否か」である。達成できれば、プラスの企業価値が継続的に創造され、ひいてはイノベーション創出能力を獲得できる。よく知られているように、理論的なバックグラウンドとなっているのはOhlson(1995)による残余利益モデル（EBOモデル；参考文献[6]）である。 V_0 を企業価値（時価総額）、 B_0 を前期の純資産、 r_e を資本コストとすると、

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{B_{t-1}(ROE_t - r_e)}{(1 + r_e)^t} \quad (1)$$

が成り立つ。式(1)の右辺第2項は、資本収益性が資本コストを上回る状況、 $ROE_t > r_e$ が成り立てば正の値になるので、

$$PBR = \frac{V_0}{B_0} > 1 \quad (2)$$

となるはずである。つまり、PBRが1倍を超えることは企業の資本収益性が資本コストを上回るこ

とと表裏一体であり、イノベーションを生むための必要条件の一つと位置付けられる。

伊藤レポートでは、資本コスト r_c の目安が8%であり、ROEがこれを超えることで企業の付加価値が生まれるので、各企業は最低限8%を上回るROEを達成することをコミットすべきである、と述べられている。

4. 問いと仮説

今回の東証の要請に対する市場の反応は概ね好意的であるようだが、まずその状況について確認することが必要だろう。具体的には、開示を行った企業はどの程度なのか、それに対する市場の反応はどうか、さらにPBR1倍割れ企業とそれ以外では反応が異なるのか、などが問いとなる。そこで、これらを踏まえて仮説1を提示したい。

仮説1：市場は開示を行った企業に好意的な反応を行った。

さらに、イノベーションの観点からは、開示の中身が重要である。本当にイノベーションにつながるためには、開示内容が持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現する道筋を示そうとしているのか否か、ポイントとなる。市場は、この開示内容を評価しているかどうかは次の問いである。そこで、仮説2は

仮説2：市場は開示レベルに応じて、企業を評価している。

とした。さらに、今回の開示内容等に関する全般的な分析結果から、取引所のエンゲージメントが企業のイノベーションにつながるための条件について示唆がないか、について考察を行う。

5. 分析・検証方法

本分析の対象は、代表的な日本企業であるTOPIX100構成銘柄のうち、3月決算企業(82銘柄)とした。各企業の開示状況については、2020年8月31日時点における、コーポレートガバナンス・コード報告書(以下、CG報告書)の記載内容を分析対象とした¹。要請が正式に発表された2023年3月31日を時間軸における基準とし、この時点でのPBR等の財務指標を測定した。また、東証の要請に対応して開示があったかないかを確認するだけでなく、開示の内容に応じて開示レベルを定性的に判断し、図表3のように開示内容のレベルを体系化した。「開示なし」をレベル0とし、内容のレベルが上がるごとに、「策定することを約束(レベル1)」から、「どのような手段をもって目標に達するか丁寧に説明(レベル5)」まで、6段階のレベル体系を設定した。また、参考情報として、開示内容の文字数も記録した²(図表4)。

図表3 開示内容のレベル

	内容
レベル0	開示なし
レベル1	策定することを約束
レベル2	資本コスト、株価を意識することを宣言
レベル3	具体的な数値を使って現状を分析
レベル4	具体的な数値目標を設定
レベル5	どのような手段をもって目標に達するか丁寧に説明

出所：筆者

図表4 開示内容の文字カウントの例

(資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応) 当社は、経営方針「Forging the future 未来を拓く」に基づく実行計画において、成長の実現、高付加価値化とコスト構造改革、ポートフォリオ戦略の明確化を進め、収益性を向上させることにより、企業価値の最大化をめざしております。 今後も、資本収益性や市場評価の改善に向けた方針や目標を継続的にアップデートするとともに、投資家の皆さまとの積極的な対話に努めてまいります。	(184文字)
---	---------

注：この例では文字数を184とカウントした。

出所：東証コーポレートガバナンス情報サービス (<https://www.jpx.co.jp/listing/cg-search/index.html>) より筆者

¹ 開示資料については、決算説明資料や自社ウェブサイトなどで示すことが想定されているものの、東証はそのような場合においても、CG報告書の「コーポレートガバナンス・コードの各原則に基づく開示」にURLなどを含めて記載することを要請している。本研究では、このCG報告書における記述を分析対象とした。

² 文字数を開示のレベルとするのは乱暴な議論であるが、文字数が多いほどレベルの高い開示内容である傾向にあると考え、本研究では文字数を開示内容レベルの代理変数・参考情報として位置づけた。

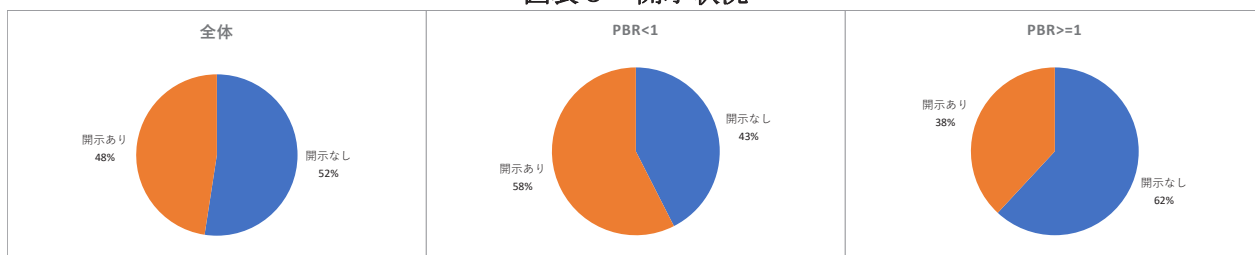
次節では、これらの情報を元に、開示状況の確認や市場の反応を様々な面から観察する。

6. 分析・検証結果

6-1. 企業の反応（開示状況の確認）

まず、東証の要請に対して、足元で企業がどのように反応しているのかを確認したい。図表5には開示状況を、全体とPBRのレベル（1以上、1未満）で分けて表示した。全体のサンプル数82社に対して、開示している企業が約半数の48%、未開示の企業が52%であった。PBR別にみると、PBR1倍割れ企業（40社）における開示割合が58%と高いことがわかる。逆にPBR1倍超え企業（42社）では38%と低かった。1倍割れ企業の方で開示割合が高いという結果は、東証の意図を汲んで、PBR1倍割れ企業がこの問題に対処しなければならないと考えたため、と解釈することができる。

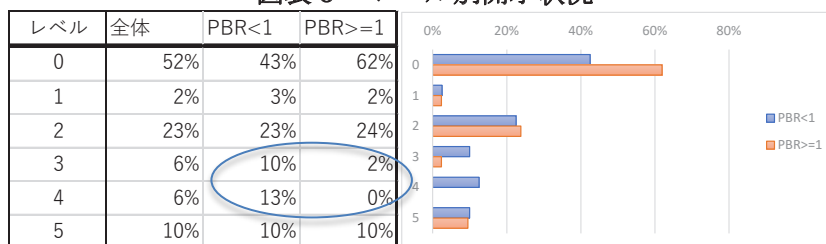
図表5 開示状況



注：ユニバースはTOPIX100かつ3月決算企業（82社）。2023年8月末での開示状況。PBRは2023年3月末時点。
出所：筆者

次に、レベル別の開示状況を確認する（図表6）。まず、最高レベルの5は、1倍超え企業も割れ企業も同様に1割程度あったということがわかる。1倍割れ企業の10%は、PBR改善に向けて、投資家の理解を得ようと積極的に対応している企業であろう。対して、1倍超え企業の10%は、今回の要請以前より資本政策について積極的に情報を発信して市場からも評価を受けている「資本政策ディスクローズ優良企業」であると考えられる。最上位のレベル5には、この2種類の企業群が混在している。逆に、1倍割れ企業と1倍超え企業で割合が大きく異なっている領域（レベル3と4）も観察された。これは、「具体的な数値を使って現状を分析（レベル3）」あるいは「具体的な数値目標を設定（レベル4）」であり、1倍割れ企業の一部は、積極的な情報開示を行って投資家にアピールしている様子が伺える。対して1倍超え企業は、一部の「資本政策ディスクローズ優良企業」を除けば、それほど積極的にアピールをする必要性を感じていないことを示しているのだろう。

図表6 レベル別開示状況



注：ユニバースはTOPIX100かつ3月決算企業（82社）。2023年8月末での開示状況。PBRは2023年3月末時点。
出所：筆者

ところで、式(1)におけるROEスプレッド ($ROE_t - r_e$) を正にするには、資本コスト r_e を上回るROEを実現しなければならない。当然のことであるが、ROEを上げるためには、分子の利益を伸ばす方向性（成長戦略）と、分母の自己資本を減らす方向性（財務戦略）がある。一般的に、企業の意思で実行しやすいという意味で相対的に容易なのは、後者の財務戦略である。具体的には自社株買いなどを通じて自己資本を減らせば、名目上のROEは上昇する。しかしながら、これは本質的な対応と

は言えないだろう³。イノベーションの実現という観点からは、適切な研究開発投資、人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直しなどを通じた分子の利益を持続的に伸ばすことが、より本質的な対応だと考えられる。今回の各社の開示内容において、「成長戦略」重視なのか、「財務戦略」重視なのか、に差異があるのかという点にも着目したが、大きな差異は観察されなかった。各社、「成長戦略」と「財務戦略」の両方が重要であることを理解しているのだと思われる。

6-2. 市場の反応（株価リターンの状況）

次に、市場の反応を観察する。開示要請が正式に発表された2023年3月31日を基準として、それ以前のリターン（2022年12月末～23年3月末）とそれ以後のリターン（2023年3月末～7月末）をTOPIX超過リターンベースで計測した（図表7）。これにより、まず前の期間では超過リターンは両グループとも有意なレベルにはないが、後の期間はPBRのグループで超過リターンの符号が異なり、PBR1倍割れ銘柄の超過リターンが有意なレベルでプラスであったことがわかる。さらに、図表7の右には、以後のリターンについて、開示あり・なしでの超過リターンを示した。この期間は概して低PBR銘柄のパフォーマンスが高かった「バリュ相場」であったが、開示があった1倍割れ銘柄はプラスに評価された一方、開示がなかった1倍割れ銘柄は有意なプラスリターンではなかった。市場は、開示を行った企業に対してポジティブに反応したものと考えられよう。さらに、1倍越え銘柄（グロース銘柄）では、開示があった企業は「バリュ相場」のマイナスの影響を受けていないこともわかった。

図表7 平均超過リターン

	前超過R		後超過R		後超過R			
	PBR<1	PBR>=1	PBR<1	PBR>=1	PBR<1		PBR>=1	
					開示あり	開示なし	開示あり	開示なし
平均リターン(%)	-1.520	-0.003	4.944	-3.250	10.705	-2.851	0.336	-5.457
サンプル数	40	42	40	42	23	17	16	26
t.value	-0.93	0.00	2.33	-1.74	4.384	-1.021	0.111	-2.388
p.value	0.36	1.00	0.03	0.09	0.000	0.323	0.913	0.025

注：ユニバースはTOPIX100かつ3月決算企業（82社）。平均リターンはTOPIX超過リターンベース。PBRは2023年3月末時点の値で分類。前超過Rの期間は2022年12月末～23年3月末、後超過Rは2023年3月末～7月末。
出所：筆者

次に、市場の反応が開示のレベルを評価していたのかどうかを検証する。図表8は、開示レベルと超過リターンの相関関係をまとめたものである。これによれば、PBR1倍割れ企業について、レベルと超過リターンの間に弱い正の相関が観察された一方、1倍越え企業では有意なレベルの相関関係は観察されていない。これは、定性的に分類した「レベル」ではなく、定量的な「文字数」を対象とした場合も同様であった。この結果は、PBR1倍割れ企業に対して、市場が開示レベルに応じた評価を行った可能性を示している。

図表8 平均超過リターンとレベル、文字数との相関関係

	レベルとの相関係数		文字数との相関係数	
	PBR<1	PBR>=1	PBR<1	PBR>=1
cor	0.536	0.217	0.509	0.212
t.value	3.909	1.406	3.649	1.372
p.value	0.000	0.167	0.001	0.178

注：ユニバースはTOPIX100かつ3月決算企業（82社）。平均リターンはTOPIX超過リターンベース。PBRは2023年3月末時点の値で分類。レベルは図表3の基準で分類した。
出所：筆者

7. 考察

以上の分析結果は、PBR1倍割れ企業に対して、4節で提示した2つの仮説、

³ 東証の資料においても、「資本収益性の向上に向けて分析した結果、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。」との記述がある。

仮説 1：市場は開示を行った企業に好意的な反応を行った。

仮説 2：市場は開示レベルに応じて、企業を評価している。

とともにサポートする内容であった。これまでのところ、東証のエンゲージメントはうまくいっていると言えよう。さて、問題は今後である。8月末までに3月決算のTOPIX100構成銘柄の半数が開示しているが、残りの半数は開示していない。今後も順調に開示が進むだろうか。図表9は、それぞれのグループについて、いくつかの平均財務指標をまとめて表示したものである。これから、PBR1倍割れ企業の非開示銘柄は、開示あり銘柄と比較してROEが低く、現預金比率が低く、配当性向が高く、研究開発費/売上高が高いという傾向が観察される。つまり、相対的に「財務戦略」を打ち出しにくく、「成長戦略」もうまく行っていない、傾向と捉えることもできる。言葉を変えて言うと、開示なしの1倍割れ企業は、開示したくても有効で具体的な戦略が見えておらず、「手詰まり」的な状況であるかもしれない。もしそうであれば、投資家と積極的に対話を行ってより良い戦略を模索するというのがあるべき姿といえるのではないだろうか。その意味では、取引所のエンゲージメントは、今後より株主との対話を積極的に推進する方向性が有効な手段として考えられよう。

図表9 各グループ別の平均財務指標

(単位は%)	PBR<1		PBR>=1	
	開示あり	開示なし	開示あり	開示なし
実績ROE	11.01	5.19	13.44	14.19
WACC	5.55	5.13	9.37	9.21
EVA, WACCスプレッド	-1.94	-2.17	-1.10	-0.67
現預金/総資産比率	13.27	8.42	12.29	17.99
配当性向	32.16	42.12	42.71	37.54
研究開発費/売上高	13.90	21.62	22.93	23.93

注：WACCは資本コストと負債コストの加重平均、EVA,WACCスプレッドは投下資本利益率-WACC（ともに算出はブルームバーグ）

出所：2023年9月7日時点のブルームバーグデータを元に筆者作成

8. おわりに

本研究では、東証のPBR改善要請に対する企業の開示状況と市場の反応について分析を行った。一連の分析から、市場は開示を行った企業にポジティブな反応をし、かつ開示レベルに応じて企業を評価している、などのことがわかった。ただし、今回の分析はサンプル数が大企業に限られている。PBR改善の上でより重要なのは、大企業以外の中小型銘柄であり、それらを対象とした調査が必要であろう。また、開示内容のレベルについては、筆者の独断で定性的に決めたため、単純すぎるという問題がある。テキストマイニングの手法を用いるなど、より定量的な方法で検証することが望まれよう。また、現時点でのPBR1倍割れ企業が、開示内容に沿って実際にどのような対策を実行するのかについても注視する必要がある。財務戦略、成長戦略など対策の中身と、どのようなエンゲージメントがイノベーションを生む企業体質になるために役立つのかについては、今後も継続的に分析・考察する必要がある。

参考文献

- [1] 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、株式会社東京証券取引所上場部、2023年3月31日
- [2] 経済産業省、『『持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～』プロジェクト』の最終報告書（伊藤レポート）、2014年8月
- [3] 丸山隆志、東証「PBR1倍割れ」改善要請の論点整理、企業会計75(8)、2023-08
- [4] 宮川壽夫、ファイナンス理論からみたPBRとROEの関係：単純化されすぎた数値から定性情報の開示充実へ、企業会計75(8)、2023-08
- [5] HR ガバナンス・リーダーズ株式会社、日経225社を調査－東証の要請に対応する企業は約3割（2023年7月）、プレスリリース資料、2023年8月25日
- [6] Ohlson, J. A., "Earnings, Book Values and Dividends in Equity Valuation" Contemporary Accounting Research, Spring, 1995