

(年金運用)：コーポレートガバナンス・コードとPBR1倍割れ企業

コーポレートガバナンス・コードの改訂案では資本コストが強調されている。資本コスト割れの事業を展開すれば、株主が提供した資本を毀損させるとの評価を受ける。資本コストの的確な把握と事業ポートフォリオの見直しは、日本の大企業に望まれている。

今年3月にコーポレートガバナンス・コードの改訂案が公表された。今回の改訂のポイントはいくつかあるが、そのうちの1つが資本コストへの意識である。改訂案(原則5-2)では、「自社の資本コストを的確に把握した上で・・・、事業ポートフォリオの見直し・・・について・・・明確に説明を行うべきである」としている。このうち「資本コストを的確に把握」と「事業ポートフォリオの見直し」の文言は改訂に際して新たに付け加えられた。

では、現在の上場企業が資本コストをどの程度的確に把握しているのか。それを事業ポートフォリオの見直しに生かしているのか。外部者として企業の現状を直接把握できないものの、代替的に使える指標がある。株価純資産倍率(PBR)である。

PBRは資本コストと企業の収益力(言い換えれば企業の事業ポートフォリオの適切性)との関係を反映している。「投下資本によって生み出される利益率(ROIC、税を考慮した後の投下資本当たり営業利益率)」が「資本コスト(WACC、税効果を加味した調達資本の平均コスト)」を上回っているのなら(正確には、投資家がそう評価したのなら)、PBRは1倍を超える。逆にROICがWACCを下回っているのなら、PBRは1倍未満になる。

PBRが1倍未満のとき、「企業が安売りされている」と報じられることがある。市場が悪材料に過剰に反応する場合を除き、この表現は正しくない。少し説明しておきたい。

ROICがWACCを下回っていることは、企業の営む事業が、調達した資本(負債と株式=株主資本)が要求する利益を十分に生み出せていないことに等しい。このとき、負債に対しては当初に契約した金利が支払われるから、通常は大きな問題が生じない。一方、株式に対するリターンの支払いが負債に劣後し、かつ「出来高払い」であるため、企業が低収益であることの影響を大きく受けてしまう。別の角度から見れば、株主の提供した資本が期待に反して目減りする、すなわち毀損すると評価している。この毀損分がPBRで表現されている。すなわち、「1倍-現実のPBRの水準」が、株主が提供した資本の毀損度合となる。

現実の市場を観察してみたい。4月末時点での株価純資産倍率(PBR)は1.3倍台にある。第二次安倍政権誕生以前のように、市場全体のPBRが1倍割れという状況からは離脱できている。日本企業全体の利益率が上昇したことから、PBRも1倍以上になったと理解している。

このPBR1.3倍をどう考えればいいのか。1つは海外との比較である。ドイツは1.8倍台、アメリカは3倍に近く、日本が見劣りする。アメリカはバブルだとの評価もありえるが、世界経済を牽引しているアメリカの株価がバブルであれば、程度の差はあれ、日本もバブルである。

もう1つの視点は、PBR 1.3倍が市場の平均値でしかないとの事実である。企業によってはPBR 1倍割れになっている。4月末時点でのPBRの分布を調べてみた。それによると、東証第一部上場企業（銀行、保険会社、証券会社、日本郵政除き）1975社のうち643社がPBR 1倍割れだった。日本経済が明るさを増している現時点においても、1/3近くの上場企業が株主からの資本を毀損させている。そう投資家が評価していることになる。

図表では、業種（東証33業種）と企業規模（資産合計）別に見たPBR 1倍割れ企業の率を示している。株価が最近の最高値圏にあった（PBRが高かった）今年1月末を調査時点とした。直前の3月末決算の内部留保が反映されればPBRが下がるから、その前の状況でもある。

PBR1倍割れ企業の状況(2018年1月末)

東証・33業種	対象企業数	1倍割れ(%)	資産合計金額	対象企業数	1倍割れ(%)
鉄鋼	32	75.0	5兆円以上	35	37.1
繊維製品	40	65.0	2~5兆円	59	33.9
倉庫・運輸関連業	23	60.9	1~2兆円	78	19.2
電気・ガス業	22	59.1	0.5~1兆円	120	17.5
金属製品	41	58.5	0.3~0.5兆円	112	24.1
パルプ・紙	12	58.3	0.2~0.3兆円	142	25.4
輸送用機器	62	46.8	0.1~0.2兆円	293	36.9
卸売業	171	44.4	0.05~0.1兆円	379	39.1
その他金融業	25	44.0	0.03~0.05兆円	251	38.6
ガラス・土石製品	33	42.4	0.01~0.03兆円	348	23.6
石油・石炭製品	10	40.0	0.01兆円未満	153	2.0

注1: 東証第一部上場企業（銀行、保険会社、証券会社、日本郵政除き）1970社を対象とした。

注2: 業種としては、対象企業数が10社以上、PBR1倍割れの率が40%以上のものを示した。

出所: QUICK「Astra Manager」のデータを用いて作成。

PBR 1倍割れ企業の率を業種別に見ると、図表からはほぼ明らかなように、成熟したとみなされる業種において高い。図表にはないが、機械、電気機器、精密機器では市場の平均値（28.9%）よりは低いものの、20%を超えている。他方、医薬品、サービス業、情報・通信業など、成長可能性のある業種は10%台もしくはそれ未満にあり、相当低い。

規模別に見ると、少し複雑であるが、資産合計が5000億円～2兆円の領域においてPBR 1倍割れ企業の率が相対的に低い。この規模の企業を個別に見ると、独自技術や製品を用い、グローバルに活躍している企業を何社もピックアップできる。

それ以上の規模は日本を代表する企業の領域である。しかし、PBR 1倍割れの率が高まる。この点は、成熟したとみなされる業種においてPBR 1倍割れの率が高いことと整合的である。同時に、グローバルに事業展開し、大きな成功を収めた大企業が日本に乏しいこととも整合する。アップル、アマゾン、グーグルなどが活躍するアメリカと大きく異なる。

株価が高値圏にあっても、海外との比較で日本のPBRは低い。この主因を、相当数の大企業のPBRが1倍割れであることに求められる。コーポレートガバナンス・コードの改訂案が新たに明記した資本コストの的確な把握と事業ポートフォリオの見直しは、日本の大企業に向けられたメッセージでもある。現在進行している成熟産業分野での業界再編はもちろん、事業のグローバルな展開や新規事業への進出も急がれよう。（京都大学 経営管理大学院 川北 英隆）