

「資本コストや株価を意識した経営」の 実現に向けて（2023年度）

東証PBR1倍割れ改善要請への考察







目次

はじめに	4
------------	---

1 現状および理論的な背景

日本企業の現状	6
ROEに関する留意点	9
ROIC経営	10
市場評価	10

2 企業に求められる取り組み

「PBR1倍割れ」による弊害	11
企業価値向上に向けたロードマップ	13
現状分析	14
計画策定・開示	15
取り組みの実行	16

想定事例	17
------------	----



はじめに

東京証券取引所より、2023年3月31日付で「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お願いについて」と題し、以下の3点について具体的な内容を取りまとめた資料が公表されました。

- 資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
- 株主との対話の推進と開示について
- 建設的な対話に資する「エクस्पライン」のポイント・事例について

本資料の背景は、東京証券取引所より2015年6月1日付で公表され、2021年6月11日付で改訂された「コーポレートガバナンス・コード」まで遡ることができます。当コードは、2013年6月に閣議決定された「日本再興戦略」およびその「改訂2014」に基づき、日本の成長戦略の一環として策定されており、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものとされています。そして、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与するものと考えられています。

日本においては「失われた20年」や「失われた30年」と言われて久しいですが、ガバナンス改革が本格化する前の2013年末時点で、海外の主要指数は1989年比3~10倍の成長を遂げている一方で、TOPIXや日経平均は0.4倍弱という惨状でした。このような情勢も受け、コーポレートガバナンス・コードでは「経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである」（原則5-2）とされ、資本コストを意識した経営についても示されていました。

しかし、同資料の公表より約8年が経過した現在においても「プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況」であり、「今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要」との指摘がなされています¹。

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について」（株式会社東京証券取引所、2023年3月31日）



このような情勢を踏まえて、東京証券取引所はプライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象として、以下の一連の対応についての継続的な実施を要請しました。開示について具体的な開始時期の定めはないものの、できる限り速やかな対応が必要とされています。

1. 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価すること（現状分析）
2. 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取り組みを取締役会で検討・策定するとともに、その内容について、現状評価とあわせて、投資家に分かりやすく開示すること（計画策定・開示）
3. 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進するとともに、開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施すること（取り組みの実行）

上記に加えて、プライム市場の上場会社に対しては、直前事業年度における経営陣等と株主との対話の実施状況等についての開示も要請されています。

東京証券取引所は、2023年1月30日付で公表した「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」において、健全な新陳代謝を機能させる観点から、2022年4月4日市場区分再編時には「当面の間」としていた「経過措置」の終了時期を含む今後の取り扱いを直ちに明確化する方針を掲げました。また実際に、2023年4月1日付で「有価証券上場規程等」の一部改正を行い、2025年3月1日以後に到来する上場維持基準の判定に関する基準日から、本来の上場維持基準を適用することとしています。このような流れを踏まえると、東京証券取引所は、各上場企業に対して、市場区分に応じて適切な「資本コストや株価を意識した経営の実現」に向けた施策を打つことを期待しており、成果が出ない場合には、上場廃止を含めた対応を取るものと考えられるでしょう。

本稿においては、この一連の経緯を踏まえた上で、各社が「資本コストや株価を意識した経営」については企業価値の向上を実現するにあたって何をすべきかについて議論します。



1 現状および理論的な背景

日本企業の現状

「資本コストや株価を意識した経営」ひいては企業価値の向上を実現するためのロードマップを議論する前に、本章においては、日本企業の現状を確認するとともに、企業価値向上に向けた理論的な背景について整理しておきたい。

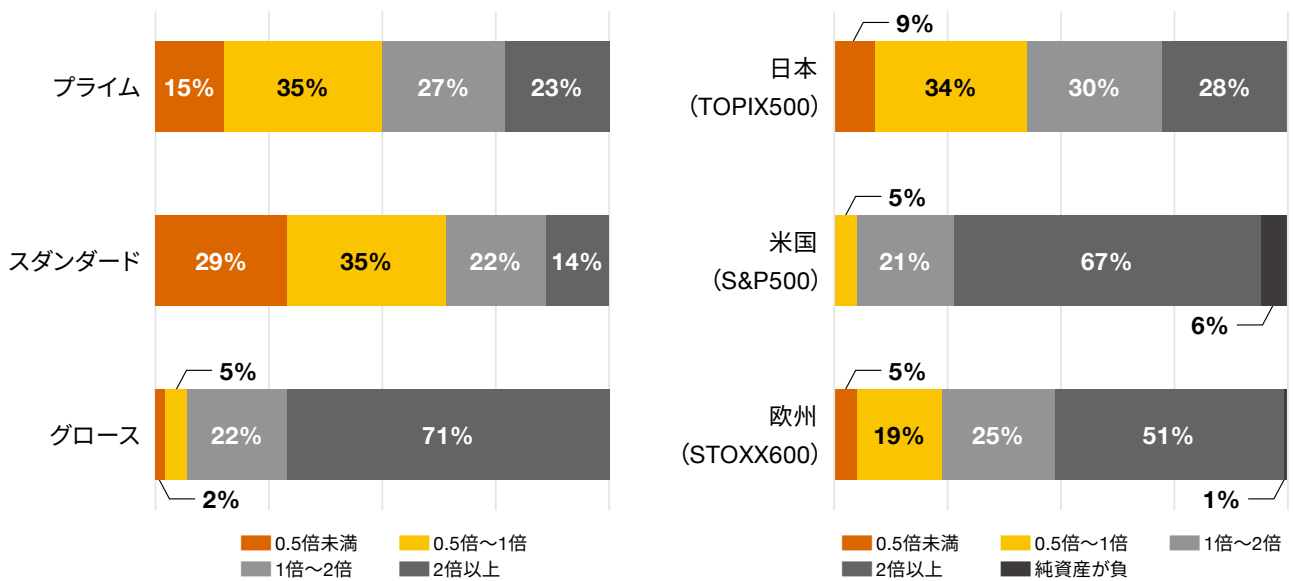
図表1-1と図表1-2は、東京証券取引所が集計した日本の各市場区分別および各国・地域（日本、米国、欧州）の主要企業のPBR（株価純資産倍率）およびROE（自己資本利益率）の比較である。これらによると「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上への積極的な取り組み」を行っているはずのプライム市場においても、PBR1倍未満の会社が過半数（1,837社中922社）を占めており、過半数の企業がPBR2倍以上である米国および欧州とは大きく異なっている。PBRが1倍よりも小さいということは、投資時に株主が期待したリターン以上のリターンを生むことができていない（残余利益がマイナス）、すなわち、長期的な観点から「ROEの水準<株主資本コスト」ということであり、株主の期待に応えることができていない企業、ということになる。

なお、買収後に精算することで投資額以上の現金を回収することができることを根拠に、PBR1倍割れは「割安」の指標と言われることがあるが、「割安」という言葉の解釈には注意が必要である。例えば施策によってPBRを大きく改善することが可能な場合、PBR1倍割れは比較的安価に当該企業を買収できることを意味しており、「割安」かもしれない。また、流動性が高く、帳簿価額で換金可能な資産負債が大半である企業がミスプライシングによりPBR1倍未満と評価されている場合は、「割安」であると言える。しかし、バランスシート上の株主価値に対し、リターンが期待されるレベルに達していないという観点では必ずしも「割安」とは言えない点に注意が必要である。

以上をまとめると、株式投資家は、総体としての日本企業はROEが低く、株主資本コストを上回る資本収益性を実現できないと評価しており、PBRが1倍未満となっている企業が過半数となってしまっているということになる。

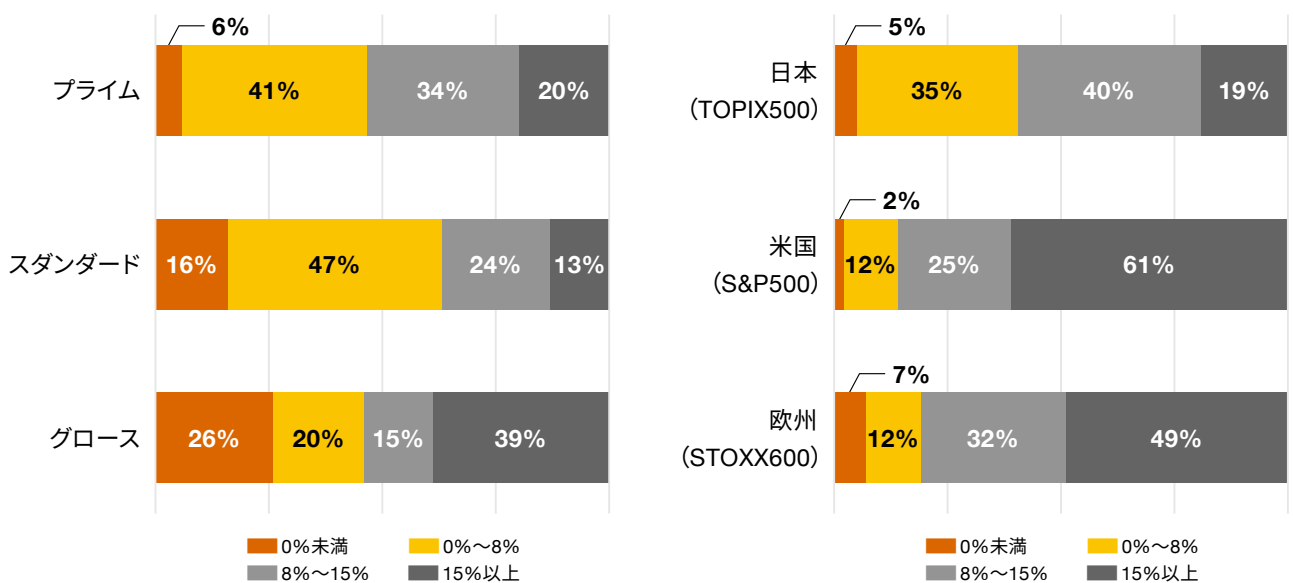


図表1-1 各市場および各国・地域におけるPBRの状況



出所：「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等について（株式会社東京証券取引所、2023年4月11日）

図表1-2 各市場および各国・地域におけるROEの状況

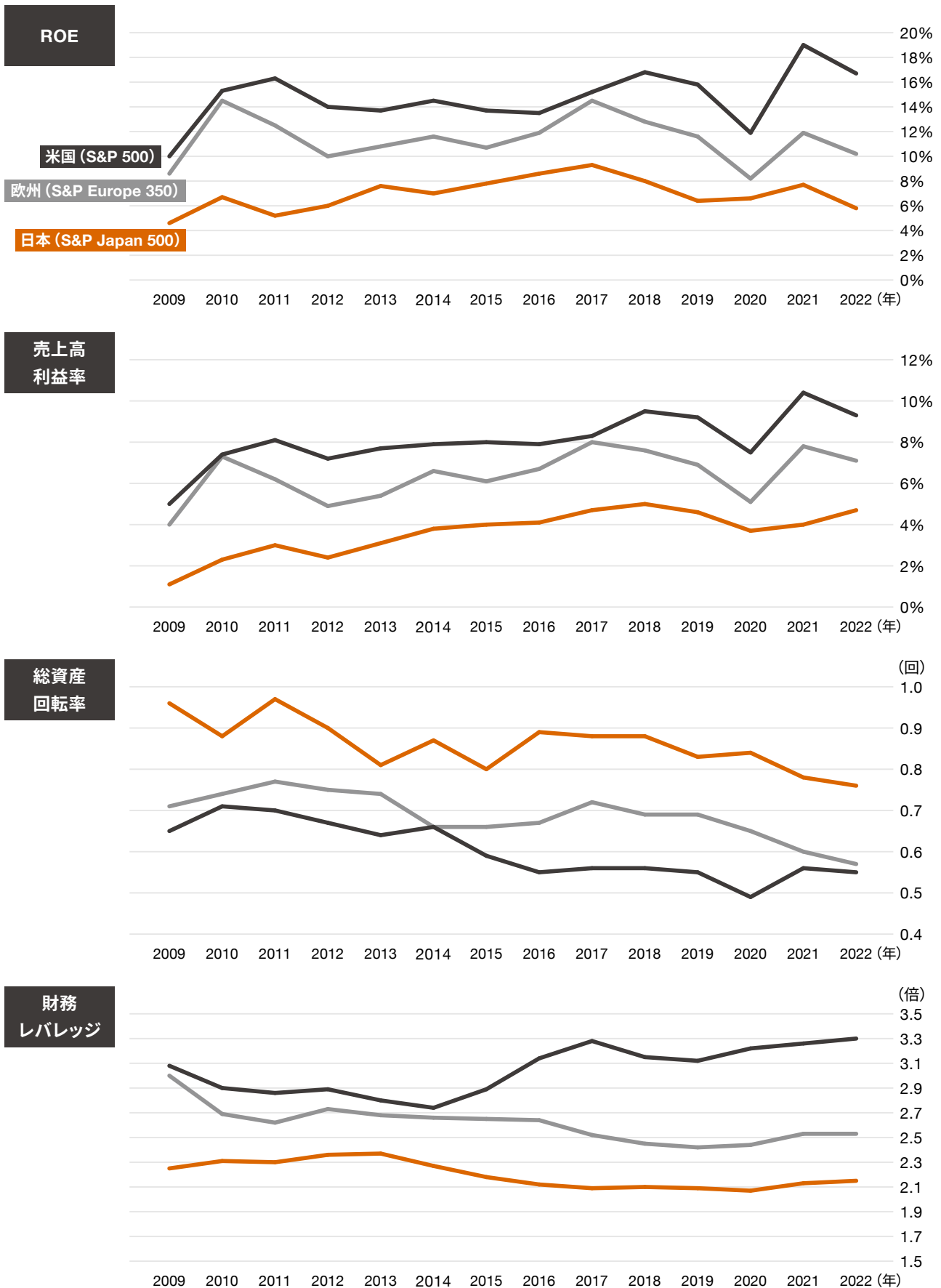


出所：「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」等について（株式会社東京証券取引所、2023年4月11日）

それでは、日本企業のROEが低い原因はどこにあるのだろうか。ROEを分解する有名な手法として、収益性（売上高利益率）、資産の効率性（総資産回転率）、財政状態（財務レバレッジ）の3つの要素に分解するものがある（一般的には「当期純利益 / 自己資本 = 当期純利益 / 売上高 × 売上高 / 総資産 × 総資産 / 自己資本」で表される）。日本、米国、欧州それぞれについて、ROEの各要因（中央値）の推移について比較すると（図表1-3）、総資産回転率は、日

本のROEが低い主要因とはなっておらず、むしろ、収益性が低いことが主要な要因であると考えられる。また、財務レバレッジが比較的低いことから、検討対象企業の業種および事業リスクを加味した上で、最適な資本構成が達成されているかについての検討も有用であろう。もちろん、上記は日本企業を総論として眺めた時の状況であり、企業ごとに固有の状況を分析して対応する必要があることは言うまでもない。

図表1-3 日米欧のROEおよび各要因（中央値）の経年比較



※2023年5月時点におけるそれぞれの指数の構成銘柄について、金融業を除いたベースで算出
 出所：S&P Capital IQを基にPwC算出

ROEに関する留意点

「資本コストや株価を意識した経営」を実現するにあたっては、現状分析、計画策定・開示、取り組みの実行の一連の対応を継続的に行う必要がある（図表1-4）。

これらの取り組みを行うにあたり、企業は適切な複数の経営指標を設定し、目標設定、実施状況のモニタリング、ステークホルダーとのコミュニケーションなどに活用していくものと考えられる。そして、前節で取り扱ったROEは資本収益性を示す代表的な指標として東京証券取引所も例示している。

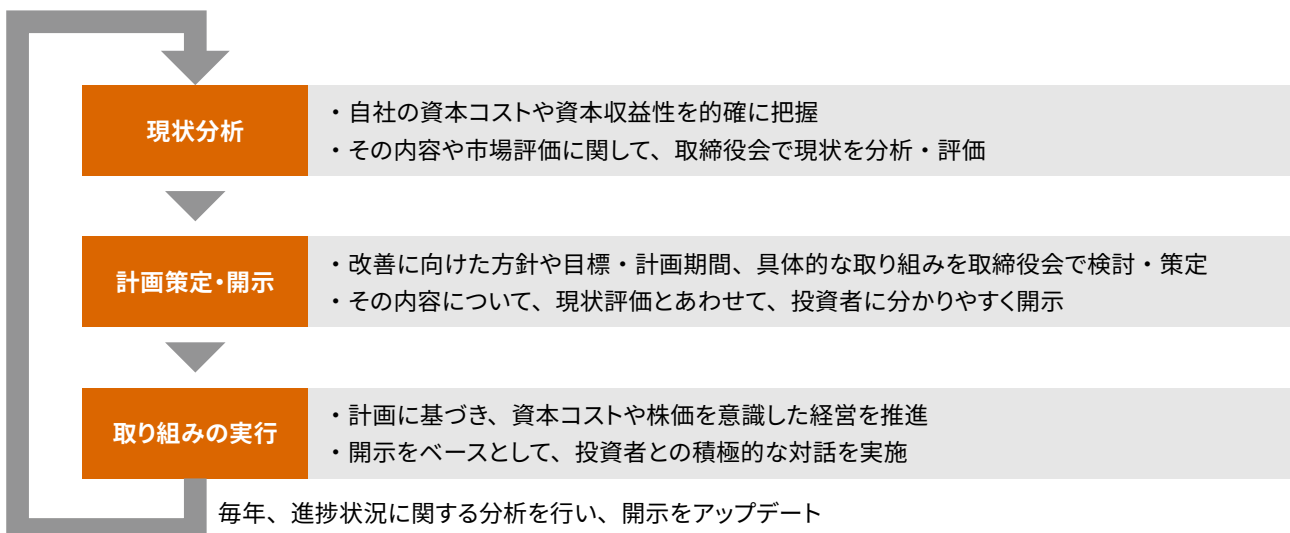
この理由として、ROEは株主が投下した簿価資本に対する利益率を意味しているため、株主へのリターンという意味での関連性や分かりやすさの観点から良い指標であること、長期的な観点から株主資本コストを上回るROEの水準を達成することが株式価値の創造につながる点、などが考えられる。日本企業の企業価値創造に関する状況に危機感を覚えた経営者、投資家、研究者が集まり、2013年7月に経済産業省内に創設されたプロジェクトである「持続的成長への競争力とインセンティブ ～企業と投資家の望ましい関係構築～」の最終報告書（いわゆる「伊藤レポート」）においても、ROEは重要な指標として取り扱われ、「最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである」とされた。

なお、ROEを経営指標とする場合、留意すべき代表的な事項として2点指摘しておきたい。1点目は、ROEはあくまで株主資本コストとの相対性の中で検討すべき指標である点である。ROEは売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジの掛け算であるため、財務レバレッジを上昇させることによりROEを向上させることも可能である。しかし、一般

的に、財務レバレッジは最適資本構成とされるレンジの中で設定されるべきものであり、無尽蔵な財務レバレッジは株主のリスクを上昇させ、結果として株主が要求するリターンである株主資本コストも増加させる。すでに適正な財務レバレッジが掛けられている場合、さらなる財務レバレッジの増加はROEを上昇させる可能性はあるものの、理論的にはROEの上昇とともに株主資本コストも上昇するので、本質的な株価上昇の施策と考えるべきではない。2点目の指摘事項は、ROEはあくまで効率性の指標である点である。そのため、資本収益性のみを重視してしまうと縮小均衡に陥ってしまい、中長期的な企業価値の創造を達成できなくなるリスクがあることに十分に留意しなければならない。

上記1点目の指摘事項である、ROEはあくまで株主資本コストとの相対性の中で検討すべき指標だという点については、コーポレートガバナンス・コードにおいても、「自社の資本コストを的確に把握した上で、...（中略）...収益力・資本効率等に関する目標を提示し、...（後略）」とされており、資本コストを把握した上で、資本効率と比較することの重要性を説いている。また、「伊藤レポート」で座長を務めた伊藤邦雄氏も著書『企業価値経営』（日本経済新聞出版、2021年）の中で、「最低限8%という提言は、本来であれば、各企業の資本コストを上回るROEをあげるという表現を取るべきである。なぜなら各企業の資本コストの水準は異なるからだ。とはいえ、当時の日本企業のあまりに低いROEに警鐘を鳴らし、資本生産性の上昇によって年金資産の富の縮小を回復するには、メッセージ性が必要だった」としており、資本コストを上回る資本収益性を達成することが本質であることを述べている。

図表1-4 「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（まとめ）



出所：「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、2023年3月31日）を基にPwC作成

ROIC経営

ROEは売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジの掛け算であるが、企業の財務レバレッジの水準は、最適資本構成の分析に基づいて一定のレンジを目標とすることが一般的である。理由としては、最適な資本構成を点で推計することは困難であること、たとえ点で推計ができたとしても株価の変動や取引コスト等を考慮すると常に理想的な財務レバレッジとなるように調整し続けることは困難であること、さらに一定のレンジ内であれば財務レバレッジが企業価値に与える影響が比較的軽微であり一点を目標とする意義に乏しいこと等が言われている。

財務レバレッジの水準に大きな自由度がないとすれば、ROEを改善するためには、売上高利益率および総資産回転率を改善する必要がある。特に企業の本質的な事業活動に着目した場合、資本収益性の指標は、みなし税引後営業利益（NOPLAT）を事業性資産・負債で除した投下資本利益率（ROIC）となる。ROICを増加させることが、ROEと株主資本コストのスプレッド、ひいては株式価値を向上させることにつながるため、非常に重要な指標と考えられている。このROICを事業ポートフォリオの入れ替えに活用するとともに、事業単位ごとにROICを各ドライバーに分解し、ROIC

を向上させるための現場レベルのアクションまで落とし込むROICツリーを活用しながら企業価値の向上を目指す経営手法が、いわゆるROIC経営である。ROICを活用した事業ポートフォリオマネジメントの導入を一因として、ホールディングス化を通じたグループ経営を検討する会社も増えてきている。また、ROICを企業価値創造に活用するにあたっては、他社ベンチマーク等を実施することでベストプラクティスと自社のギャップを測り、財務モデル等に基づいて各項目の企業価値に与える影響度を分析して、自社にとっての重要な企業価値創造のドライバーを特定するという手法も活用されている。

ROIC経営においては、非事業性資産の効率化も論点となる。この場合、資金調達側の視点、すなわち、利払前・税引後利益を有利子負債および自己資本の合計金額で除して計算したROICも参照することが多い。特に私たちの経験では、有効な事業投資先を見出すことができないまま保有している余剰現金や政策保有株式が貸借対照表の借方に多額に計上され、事業側から見た時のROICは比較的良好であるが、資金調達側から見た時のROICが相対的に小さくなってしまっている日本企業をよく見かける。

市場評価

「資本コストや株価を意識した経営」を検討するにあたっては、企業の本源的な価値の向上と、資本市場における価値の実現という2つの観点から語られることが多い。

前節までに議論してきた内容は、前者が中心である。すなわち、企業は中長期的に資本コストを上回るROEやROICを達成することで本質的な価値を高めていく必要がある。一方で、資本市場でその価値を実現するためには、開示を含めた株主との建設的な対話が重要となる。





2 企業に求められる取り組み

本章では、PBR1倍割れによる弊害を改めて整理した上で、企業に求められる取り組みについて、東京証券取引所の要請も踏まえて整理したい。

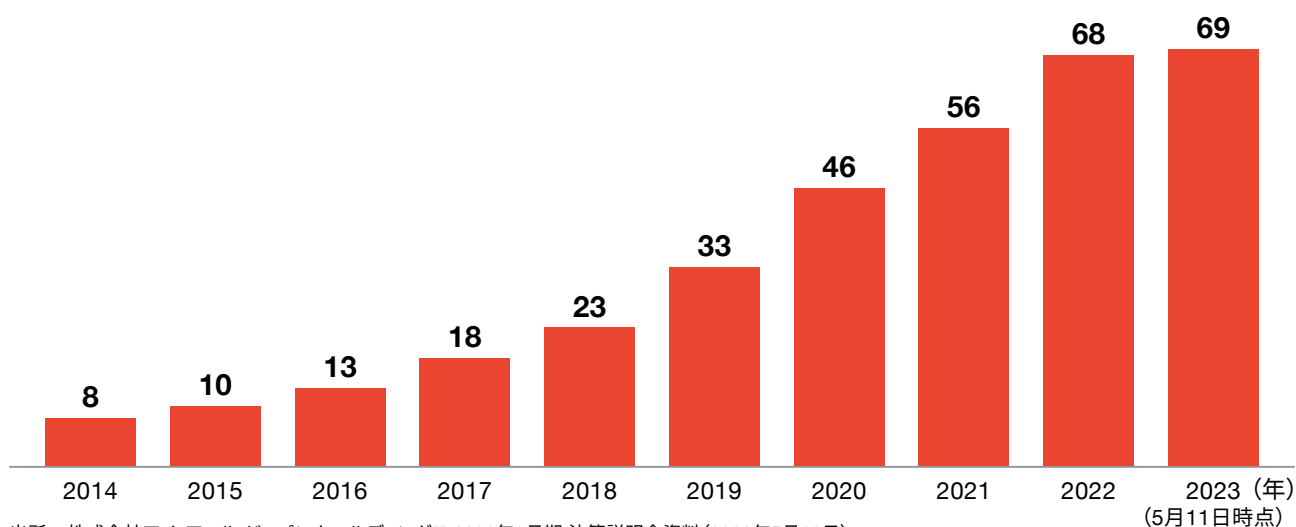
「PBR1倍割れ」による弊害

1952年にHarry Max Markowitzによって『The Journal of Finance』で発表された論文「Portfolio Selection」を端緒として研究が進められた現代ポートフォリオ理論およびそこから発展した資本資産価格モデル（capital asset pricing model：CAPM）によると、株式投資家は分散不可能な市場関連リスクであるシステマティックリスクに見合うリターンを求める。PBR1倍割れは、中長期的に見て、株主投資家が要求するリスクに見合うリターンを企業が上げることができないと株式投資家にみなされている状況またはリターンに対して過大なリスクを取っている状況と考えることができる。少し過激な言い方をすれば、これは株式投資家から「上場失格」の烙印を押されていることに等しい、と受け止められる場合もある。なお、Harry Max MarkowitzおよびWilliam Forsyth Sharpeは、「資産形成の安全性を高めるための一般理論形成」を理由として、1990年にノーベル経済学賞を受賞している。

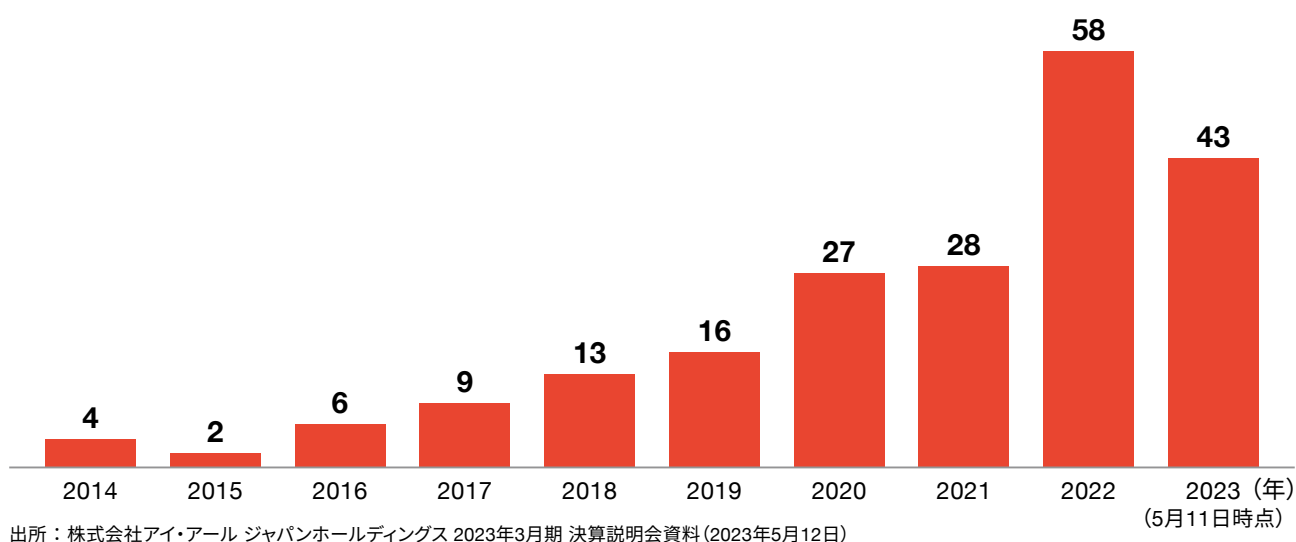
プライム市場であっても約半数がPBR1倍割れという状況を踏まえると、資本コストや株価を意識「しない」経営というのが、ある種容認されてきたということもできるが、今後は日本市場においても状況が変化しそうな兆しが出てきている。以下では、昨今のアクティビストおよび東京証券取引所の動きについて簡単に記載したい。

株式会社アイ・アール ジャパンホールディングスの調査によると、「伊藤レポート」が公表された2014年に日本に算入していたアクティビストファンドの数は8社であった（図表2-1）。しかし、そこからファンドの数は増え続け、2023年5月11日時点においては、69社となっている。また、アクティビストによる株主提案の提出件数についても、2014年の4件から2022年は58件、2023年は5月11日時点で43件（前年同時点では27社）と、こちらも大きく増加している（図表2-2）。

図表2-1 日本に参入しているアクティビストファンド数



図表2-2 アクティビストによる株主提案の提出件数



アクティビストは実績も出してきており、アクティビストの要求により臨時株主総会が開催され、対象会社の社外取締役の過半数が解任され、アクティビスト側が立てた社外取締役候補のうち過半数が選任された事例も存在している。「PBR1倍割れ」企業が「割安」であるという表現については注意が必要であることについては、前述のとおりである。しかし、アクティビストにとってみれば「PBR1倍割れ」企業は改善余地の大きい会社で、かつ改善に成功した場合の振れ幅も大きい企業と考えることもでき、この10年弱で8社から69社と大きく増加したアクティビストによって、今後もターゲットにされる可能性が高いと考えられる。また、成長ポテンシャルが高いにもかかわらず、経営の問題でPBRの改善がなされない企業、特に現金保有率が多い企業は、当該企業に魅力を感じている金融投資家や一般事業会社からも買収対象として狙われやすいと考えられる。

また、東京証券取引所の一連の動きについても十分に考慮する必要がある。健全な新陳代謝を機能させる観点から行われた市場区分の再編、その後の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」などがそれである。すでに述べてきたように、東京証券取引所は、継続的にPBRが1倍を割れている企業について、「資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる」会社とした上で、「改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていく」考えである²。

東京証券取引所の市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の過程においては、投資家、証券会社、上場会社、その他法人を含む22件の意見が寄せられており、企業に資本効率や株価の改善に向けた取り組みを促していく必要があるとの意見が多数であった。例えば、複数の投資家からは「PBRが継続して1倍を下回っている企業には改善計画の開示を求め、毎年、取締役会における検討結果の開示を求めべき」旨の意見があった。また、複数の投資家から「PBRが1倍を下回っている企業において、継続して改善が見られ

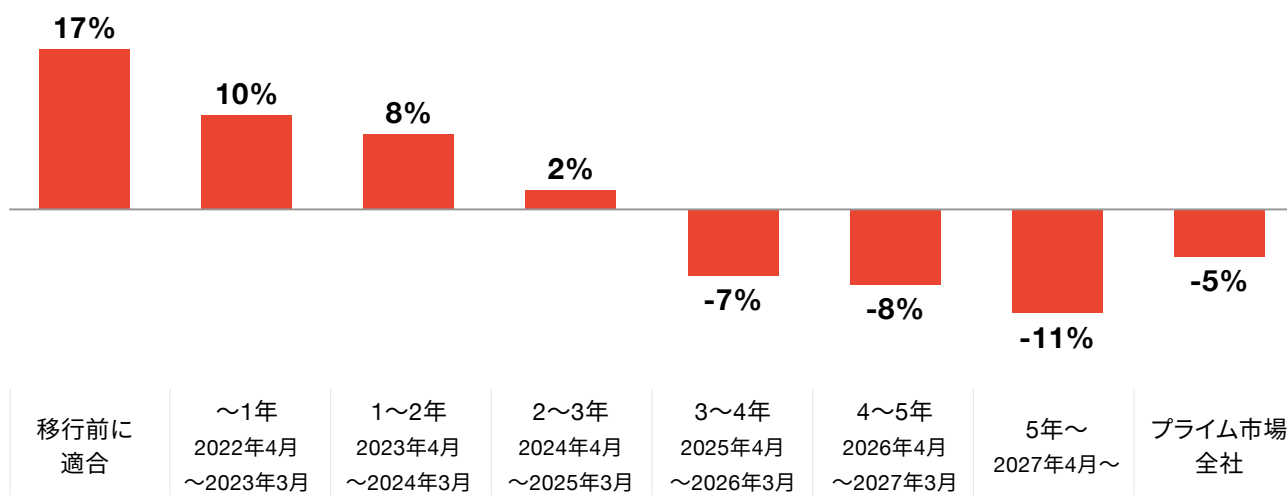
ない場合にはスタンダード市場への移行を求めるべき」旨のコメントや、「新規上場時の『企業の継続性及び収益性』の審査において、『ROEが継続的に資本コストを超える」と認められること』を追加すべき」旨のコメントもあり、PBRを改善するためのロードマップを策定した上で継続的に開示することや、そもそもの上場基準にまで踏み込んだ厳しい意見が多数寄せられた³。東京証券取引所は、このような意見なども踏まえて、今後も継続的に上場企業に対して要請をしていくものと考えられる。

企業価値向上に向けたロードマップ

現在、多くの市場関係者が、PBRが継続して1倍を下回っている企業に対して、資本効率や株価対策、投資家との対話といったロードマップを策定し、その改善に努めることを求めている。内部留保が豊富な企業の中には、PBR改善策としてまずは自社株買いや増配等の株主還元に取り組むことも考えられる。一方で、当該ロードマップは、自社株買いや増配のみの対応や、一過性の対応ではなく、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り組みであることが求められている。

そして、このような対応はスピード感を持って実行していく必要がある点も重要であろう。東京証券取引所によると、経過措置適用会社の事例においても、移行後3年以内に適合する計画を開示した会社の時価総額は増加傾向にあるとされており、具体的かつ迅速な対応が市場関係者に評価されているとも考えることができる。以下の図表2-3は、2021年6月末の移行判定時にプライム市場の流通株式時価総額基準（100億円）未達となった企業について、移行判定時点から2022年9月末までの時価総額の変化を、各企業が開示した上場維持基準への適合に向けた計画における計画期間の長さごとに分類し、その平均値を並べたものである。

図表2-3 経過措置適用会社の市場評価（2021年6月末（移行判定時）から2022年9月末までの時価総額の変化）



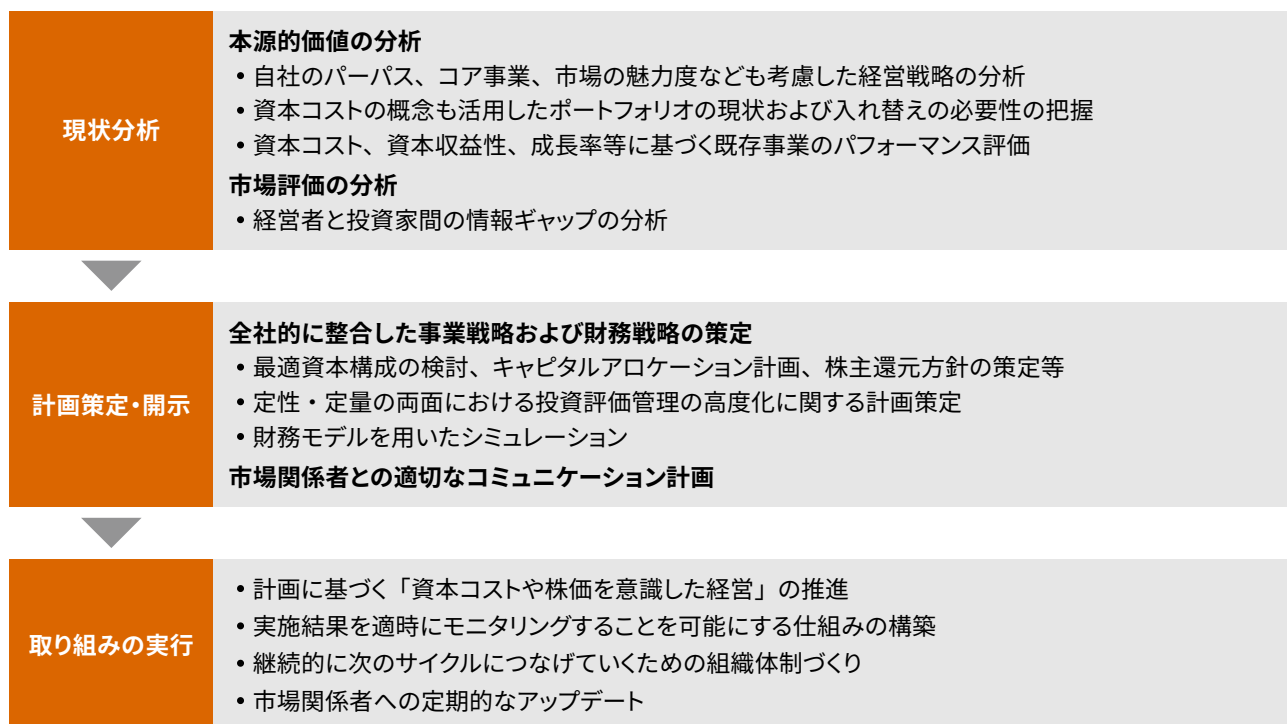
出所：論点整理を踏まえた今後の東証の対応（株式会社東京証券取引所、2023年1月30日）

以下では、「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた東京証券取引所の要請等も踏まえて、実際に企業価値を創造していくためのロードマップについて議論したい。

2：「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の論点整理」（株式会社東京証券取引所、2023年1月30日）

3：「意見募集結果の概要」（株式会社東京証券取引所、2022年11月25日）

図表2-4 企業価値創造のためのロードマップ



出所：PwC作成

現状分析

東京証券取引所は、「資本コストや株価を意識した経営」の実現に向けた対応の第一ステップとして、現状分析を挙げている。そして、資本コスト、資本収益性および市場評価の3つの観点から、現状分析に用いる指標の例を記載した上で、どの指標を用いるかについて一律の定めはなく、投資者ニーズを踏まえ、検討するべき旨を述べている。

企業が現状分析を実施するにあたっては、本源的価値の議論と市場評価の議論を分けて検討するべきである。前者は企業の資本コスト、資本収益性、成長率、ひいては企業の本源的な価値に関する議論であり、後者は本源的価値に関する企業と投資家との認識の相異に関する議論である。

本源的価値の向上を目指すにあたって、経営者は自社のケイパビリティやリソースを踏まえ、将来的に本源的な価値をどのように成長させることができるか、また事業ポートフォリオの入れ替えなどを通じてインオーガニックな成長を図ることができるか、しっかりと経営戦略を策定しなければならない。そのために、経営者は自社のパーパスも踏まえて、コアとなる事業や市場の魅力度について分析を行った上で、アセットアロケーションを検討し、不足しているケイパビリティを補完するためのM&Aやノンコア事業の売却、ROICツリー等を活用した既存事業のパフォーマンス改善施策等を含め、資本コストの概念も活用しながら経営戦略を検討することになる。

上記の経営戦略は、「資本コストや株価を意識した経営」の視点からは主に、資本収益性が資本コストを超えているかという議論と、成長性に関する議論となる。資本コストは、事業ポートフォリオの評価や投資評価等の幅広い分野で基礎となるため、正しく把握することは非常に大切である。なお、東京証券取引所は代表的な資本コストの指標としてWACC（加重平均資本コスト）および株主資本コストを挙げており、代表的な資本収益性の指標としてROICおよびROEを挙げている。

資本コストは大きく、粒度（事業および国・地域等）の検討、検討粒度ごとの資本コストの計算方法の整理、継続的に資本コストを更新できるような仕組みづくりの観点が必要である。東京証券取引所が述べているとおり、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとに分析・評価を実施することも有効である。資本コストは事業のリスクに応じて異なってくるため、理論的には企業が複数の事業を抱えている場合、全ての事業に関して資本コストは異なってくる。一方で、企業のリソースは限られており、また、詳細すぎる粒度の場合は実務的に資本コストを分析することが困難になることから、現実的に継続可能で意味のある分析粒度を慎重に検討する必要がある。さらに、資本コストは、資本収益性との比較が主たる目的となってくることから、資本収益性の計算単位とも整合している必要がある。そのため、

企業の責任者等を含む組織体制や情報の入手可能性および指標算定プロセス等についても十分に考慮することが必要であり、場合によっては組織体制の変更、情報システムの刷新、デジタル技術を活用したアジャイルな対応等まで含めて検討する必要がある。

なお、東京証券取引所は「資本コストは、現状分析を目的として把握をお願いするものであり、必ずしも精緻に算出させていただくことが目的ではありません」と述べている⁴。私たちの見解では、確かに、資本コストは0.01%のレベルまで正確に計算すること自体に大きな意味はなく、ハードルレートを0.01%下回ったから検討対象の事業を清算するという考え方はあまり意味をなさないものと考えている。しかし、「資本コストや株価を意識した経営」を行うにあたっては、企業の仕組みとして適切な事業単位ごとの資本コストは把握されるべきであり、また、資本コストは定期的にアップデートされてしかるべき性質のものであると考えている。

計画策定・開示

「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」においては、企業は「現状分析」で実施した自社の資本収益性や市場評価に関する分析・評価、改善に向けた方針や具体的な取り組み、施策の実施時期、自社の状況を踏まえた上での具体的な目標について、投資者に分かりやすい形で示すことが期待されている。また、資本収益性や市場評価に関しては、単年だけではなく、複数年など一定期間の状況を分析・評価する考え方も提示している。

当該資料では、その他、計画策定・開示にあたってのヒントも提示している。経営資源の適切な配分の実現に向けた取り組みを示す際にグロース市場における「事業計画及び成長可能性に関する事項の開示」で開示が求められている内容（事業のビジネスモデル、市場環境、競争力の源泉、成長戦略など）や開示例を参考にすること、成長性等に関する投資家からの評価の改善という観点から自社の事業の方向性および成長の実現に向けたサステナビリティや知的財産を含む無形資産に関する取り組みに関しても示すこと、役員報酬の算定に資本収益性や企業価値の改善に関する指標を含めること、などが挙げられている。

「資本コストや株価を意識した経営」は企業価値経営と同義であり、その計画策定にあたっては、多種多様な事項を考慮する必要がある。変化の激しい時代に対応する長期の成長戦略とストーリーを意識したポートフォリオの入れ替えが必要であり、そこを見失わないようにするためには、組織づくりと企業価値を支える定量指標の在り方が重要となってくる。

企業経営者の目線では、理論的に十分なPBRが達成されてしかるべき状況において、実際のPBRが1倍未満である場合には、企業経営者と株式投資家の情報格差が疑われる。このような場合においては、企業の公開情報のみに基づいて企業の価値を分析するOutside-Inの目線と、企業の内部情報を用いて企業の価値を積み上げて評価するInside-Outの目線との間で生じるギャップを分析することが必要である。また、株式アナリストへのヒアリング等を通じて、本源的価値が実現していない理由について理解を深めた上で、投資家との対話を促進するような戦略的・積極的IRを行い、情報の非対称性の解消を行っていくことになると考えられる。

取締役会では、上記のような内容を分析・評価し、その結果を計画策定・開示やその後の取り組みの実行に活用していくことが求められる。

そのために、まず必要となってくるのが、全社的に整合的な財務戦略である。ここでいう財務戦略とは、財務の専門的な見地からの企業価値創造に向けた経営戦略のことであり、幅広いトピックが含まれている。

まず、バランスシートの右側に目を向けると、資金調達に関して、有利子負債と自己資金のバランス、すなわち最適資本構成の議論がある。最適資本構成の検討にあたっては、ベンチマーク分析、信用格付、潜在的な損失計上リスク等のさまざまな視点からの分析を通じて、目標とすべき一定のレンジを設定することになるであろう。ここで検討した最適資本構成は将来の資金調達オペレーションの指針になるものであるし、また、財務戦略の1つである株主還元方針を検討するにあたっては、切っても切り離せないものである。さらに、最適資本構成は資本コストにも影響を与えるものであるため、このような連動性を意識しながら、総体として整合的な財務戦略を検討していくことが肝要である。

そして、自社の中長期的な戦略、各種指標の目標水準、資本コスト等の定量情報に基づいて、どのようにキャピタルアロケーションを決定していくかについても整理が必要である。例えば、資本コストに基づく投資管理の仕組みを高度化していかなければならない。また、投資リスクを勘案した上で、資本コストに基づいたハードルレートの仕組みづくりが必要になり、その上で、どのような指標やプロセスに基づいて投資の可否を決定していくかについての検討もしなければならない。資本コストの検討にあたっては、事業別、国別などのさまざまな視点が必要となり、ファイナンス理論

4：「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、2023年3月31日）

と実務が融合した複雑な分野であるため、私たちが受ける相談の中でも、企業価値を向上させるような資本コストを意識した経営を実現するにあたって改善点が多いのが実情である。投資を実行した後は、継続的なモニタリングを可能にするような仕組みの整備や、要注意とするべき基準の整備等が必要である。さらに、資本コストを意識した経営の観点から、パフォーマンスが振るわない事業があれば事業売却や清算なども検討する必要があるが、そのための基準やプロセスについても整備が必要である。併せて、非事業性資産についても、その要否を検討する必要がある。このような検討を行う際の代表的な指標が、ROICおよびWACCとなる。

そして、資金調達、営業キャッシュフロー、事業および非事業性資産の売却等から生じるキャッシュフローを、どのように更新・維持投資、成長投資、株主還元にあロケーションしていくかについての考え方も検討しなければならない。投資については、研究開発、設備投資、事業投資などの整理も必要になるし、デジタル、グリーンというマクロ情勢も踏まえながら、自社の各事業の位置づけを考慮した上で資金をあロケーションしていく必要がある。資本コストを超えるリターンを生み出すような投資機会がなければ大胆に株主還元を実施していくことも必要かもしれない。このように考

えると、財務戦略は事業戦略との関連性が深く、相互に全社的な整合性を意識しながら、併せて検討していく必要があることが明らかになるであろう。

以上のような計画を策定した後は、実際に各KPIや企業価値がどのような推移となるのか、財務モデルを用いた検証が必要である。さまざまな前提条件の下で企業経営を続けた結果、将来目指している資本構成は達成されるのか、ROICはWACCを上回るのか、そして実際にいくら企業価値が創造されるのか等について、財務三表によるハイレベルなシミュレーションを行うと同時に、適時進捗度合いをモニタリングしていく必要がある。

最後に、以上で検討した内容を市場関係者に適切にコミュニケーションしていく必要がある。東京証券取引所では、「改善に向けた方針や目標、具体的な取組みや実施時期の開示にあたって、開示を行う書類・フォーマットの定めはありませんが、たとえば、経営戦略や経営計画、決算説明資料、自社ウェブサイト、上場維持基準の適合に向けた計画などの中で示すことなどが考えられます⁵」としている。そのため、各社が自社に適切な方法を検討した上で実行していく必要がある。

取り組みの実行

東京証券取引所によると、企業は「計画策定・開示」を行った後は、計画に基づき、「資本コストや株価を意識した経営」を推進するとともに、株主との対話に関するコーポレートガバナンス・コードの原則を踏まえつつ、開示をベースとして、海外投資家を含む投資者との積極的な対話を実施していくことが期待されている。

なお、東京証券取引所の今回の要請の趣旨は、一連の対応を継続的に実施することで、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現することであり、毎年（年1回以上）、これまでの取り組みや成果の状況に関する分析を行った上で、開示のアップデートを行うことを求めている。また、開示のアップデートにあたっては、これまでの取り組みの状況や目標の達成に向けた進捗状況、投資者との対話の状況、目標や取り組みに変更がある場合にはその内容について、投資者に分かりやすく示すことが期待されている。

中長期的な実効性を担保するため、「資本コストや株価を意識した経営」を推進するとともに、実施結果を適時にモニタリング可能にする仕組み、次の現状分析、計画策定・開示のサイクルに回していくための組織体制づくりが求められていると言えよう。



5：「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、2023年3月31日）

公開情報に基づくと、日本企業は典型的に以下のような事例に遭遇していると推察される。自社のリソースや、場合によっては外部専門家の知見も活用しながら、各社特有の事情に合わせて的確な対応を行っていくことが求められる。

モデルケース①

中計策定時に事業戦略および財務戦略のアップデートを行う企業

対応例：持続的成長・企業価値最大化の実現に向けた事業戦略および財務戦略の一体的な策定

企業価値創造に向けては、事業戦略と財務戦略とを整合の取れたものとして一体的に策定することが欠かせない。

事業戦略としては、現状の事業ポートフォリオの実態把握、事業評価軸を構築した上で、各事業の評価を行い、将来あるべき事業ポートフォリオの検討を行うことが、基本的なアプローチとなる。

財務戦略としては、事業戦略を踏まえた上で、最適資本構成や株主還元方針といったバランスシートの右側の議論、事業ポートフォリオの入れ替えやアセットアロケーションを含むROICの活用方法、政策保有株等の扱いといったバランスシートの左側の議論、そしてそれらを包含する全社財務方針やKPIの設定等についての検討を行う。

これらの一体的な戦略の策定により、企業が進むべき方向性を明確に社内に打ち出すことができると同時に、社外に対しても持続的成長・企業価値最大化の実現に向けた説得力のあるストーリーを伝えることが可能になる。

モデルケース②

現預金保有水準や自己資本比率が高止まりし、投資家から資本効率について説明を求められている企業

対応例：あるべき資本構成の水準検討に基づいた全社財務戦略ポリシーの策定

A) ファイナンス理論上最も資本コストを低減させる水準、B) 信用格付に影響を及ぼすと考えられる水準、C) 潜在的な損失計上リスクに対する必要資本量の水準、D) ベンチマーク企業との比較、といった複数の観点からあるべき資本構成の水準を分析し、これらを統合させて、目安とすべき資本構成の水準のレンジについて検討を行う。

これにより、自己資本比率が高止まりしている企業であれば、目安とすべき資本構成の水準と比較して、現状の自己資本は十分な水準にあることを定量的に示すことができる。その上で、これまでよりも成長投資に重点を置いたキャッシュアロケーションの方針の明確化など、その先を見据えた財務戦略ポリシーの策定が可能となり、投資家とのコミュニケーションでの活用も期待できる。



モデルケース③

ROIC経営などの資本効率性を意識した経営を打ち出しながらも、社内への浸透が十分でない企業

対応例：資本コストを意識した経営を根づかせるためのロードマップ策定

これまで資産効率を重視する意識づけを試みていながら、依然として社内には根づいていない状況について、その背景の明確化を過去の社内資料の調査やヒアリングを通じて実施する。この調査を起点とし、企業のあるべき姿の設定と、今後数年をかけそこに至るためのロードマップを策定する。具体的には、ROICツリーの分解による現場レベルのKPIへの落とし込みや、理解度向上に向けた社内勉強会の実施、ガイドブックの配布といった施策が考えられる。

これにより、経営層のみならず現場レベルにまで納得感を醸成し、資本コストを意識した企業価値向上に結びつける経営の浸透を実現させることを目指す。

モデルケース④

資本効率を意識した経営のために、事業別および国別のハードルレートを検討したい企業

対応例：理論的かつ実務的な事業別・国別ハードルレートの検討

資本コストの分析フレームワークについて整理をした上で、事業ごとのリスク、事業を展開する国・地域などの特性を反映するハードルレートを検討するために、ハードルレートの設定粒度を検討し、ベンチマーク上場企業等も参考にしながら分析を実施する。理論的には資本コストは事業や国ごとに異なってくるが、理論的な正確性を追求し単に粒度を細かく設定するのは得策ではなく、各事業部・事業ユニットからの視点での納得性や整合性、実務面での運用性の担保についても意識することが重要である。これにより、ハードルレート設定の目的である「資本効率を意識した経営」実現に寄与するフレームワークの策定が可能となる。

なお、適切なハードルレートの設定は究極の目標である企業価値の向上を実現するための1つのパーツに過ぎず、投資評価管理の全体感の中で、評価プロセス、管理体制、定性評価項目、その他の定量評価項目と併せて、全体として有機的に機能する真の「資本効率を意識した経営」を実現していく必要がある。

モデルケース⑤

事業の選択と集中を促進するため、グループ内の事業会社または特定の事業の実力を評価したい企業

対応例：株式投資家および債券投資家の視点から、事業会社または特定の事業の実力を評価

事業会社または特定の事業を単独で見た場合の株式価値評価および信用力評価を実施することで、単独での実力評価や競合他社との比較を行うことができる。これにより、当該企業または事業に競争力を持たせるインセンティブを与えるとともに、事業の選択と集中を促進させる事業ポートフォリオやグループの再編検討に際して、より具体性の高い検討が可能となる。

なお、グループ内の事業会社または特定の事業の評価にあたって、現状の組織体制が適切でない場合には、グループ内組織再編と併せて上記の検討を行うことも考えられる。



PwCアドバイザリー合同会社
バリューコンサルティングチーム



東 輝彦
パートナー
PwCアドバイザリー合同会社



吉田 英史
パートナー
PwCアドバイザリー合同会社



森 隼人
パートナー
PwCアドバイザリー合同会社



中尾 宏規
ディレクター
PwCアドバイザリー合同会社



牧 洋子
シニアマネージャー
PwCアドバイザリー合同会社



秋元 崇志
マネージャー
PwCアドバイザリー合同会社

お問い合わせ先

PwC Japanグループ

<https://www.pwc.com/jp/ja/contact.html>



www.pwc.com/jp

PwC Japanグループは、日本におけるPwCグローバルネットワークのメンバーファームおよびそれらの関連会社（PwCあらた有限責任監査法人、PwC京都監査法人、PwCコンサルティング合同会社、PwCアドバイザリー合同会社、PwC税理士法人、PwC弁護士法人を含む）の総称です。各法人は独立した別法人として事業を行っています。

複雑化・多様化する企業の経営課題に対し、PwC Japanグループでは、監査およびアシュアランス、コンサルティング、ディールアドバイザリー、税務、そして法務における卓越した専門性を結集し、それらを有機的に協働させる体制を整えています。また、公認会計士、税理士、弁護士、その他専門スタッフ約10,200人を擁するプロフェッショナル・サービス・ネットワークとして、クライアントニーズにより的確に対応したサービスの提供に努めています。

PwCは、社会における信頼を構築し、重要な課題を解決することをPurpose（存在意義）としています。私たちは、世界152カ国に及ぶグローバルネットワークに約328,000人のスタッフを擁し、高品質な監査、税務、アドバイザリーサービスを提供しています。詳細はwww.pwc.comをご覧ください。

発刊年月：2023年6月 管理番号：I202305-08

©2023 PwC. All rights reserved.

PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.