東証のPBR1倍割れなどへの対応要請について

情報提供資料
2023年4月14日

Topics

- 国内株式市場でバリュー株に注目が集まっている。東証が3月末に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を上場企業に要請したことなどが大きな要因に。
- 特にPBR（株価純資産倍率）が1倍割れの企業について自社株買いや増配などの期待が強まっているが、資本収益性が資本コストを下回る企業の場合、株主還元の拡大は合理的な対応。しかしながら、東証はそうした一時的な対応だけでなく、資本収益性が資本コストを上回る状況を目指すべきと指摘。
- TOPIXには低PBR銘柄が特に多いセクターも少なくなく、国内産業構造の問題がうかがえる。

シニアストラテジスト　淺岡　均

国内株式市場でバリュー株に注目が集まる

2021年頃から今年にかけて国内株式市場で、グロース株に比べてバリュー株が上昇してきました（図表1）。米欧金利上昇に伴う世界的なバリュー株優位の流れや、日銀の金融政策修正の思惑などが要因と考えられます。今年3月末には、東京証券取引所が上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を要請しました。これを受け、PBR（株価純資産倍率、株価を一株あたり純資産で割った値）が1倍割れとなっている銘柄などの株価上昇期待が強まったことが下支えとなっているもようです。

東証が資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応を要請

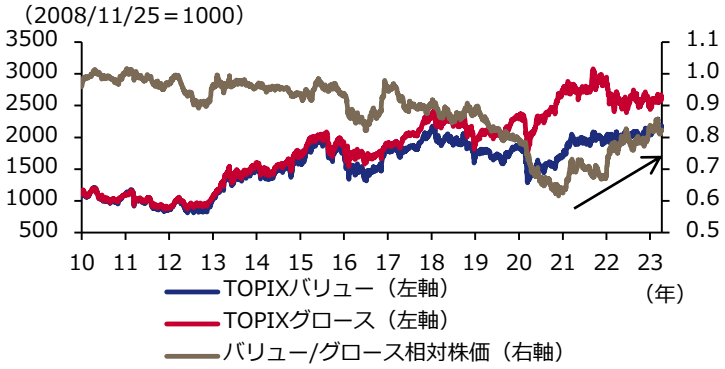
東証は今年3月31日、プライム市場、スタンダード市場の全上場企業に対する要請を発表しました（図表2）。東証は昨年4月、市場区分を見直しました。その後開催された市場区分見直しに関するフォローアップの会議の場で、有識者などによる市場の健全な新陳代謝を促進するための議論を基にまとめられました。

要請の中で東証は、「PBR1倍割れは①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、②成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安」と指摘しました。その上で、こうした観点から現状を分析・評価し、それを開示するよう求めました。

「PBR1倍割れ」とは、株式市場における企業の投資者からの評価（株価）がその企業の解散価値（一株あたり純資産）以下となっていることを意味します。①について、資本収益性が資本コストを上回っていない状況は、ROE（自己資本利益率）など資本収益性を示す指標が、株主資本コスト（投資者がその企業に要求する期待収益率）を下回っていることを指します。②は、市場で投資家から評価が得られず、株価が低迷し、高い株主資本コストを要求されている状態を指しています。

直近データに基づくとPBR1倍割れ企業は、TOPIX採用銘柄のうち約5割超にものぼっています（図表3）。米欧株価指数に比べてその比率がかなり高いことが、かねてから市場や政府などから問題視されてきました。

図表1　TOPIXバリューおよびグロース指数の推移



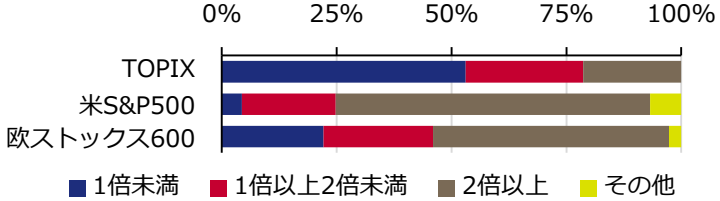
期間：2010年1月4日～2023年4月12日（日次）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）相対株価は、TOPIXバリュー÷TOPIXグロースの値

図表2　東証による上場会社への要請概要

対象	プライム市場・スタンダード市場の全上場会社
対応	資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて、以下の一連の対応について継続的な実施を要請
現状分析	自社の資本コストや資本収益性を的確に把握 その内容や市場評価に関して取締役会等で現状を分析・評価
計画策定・開示	改善に向けた方針や目標・計画期間・具体的な取組みを取締役会で検討・策定 その内容について現状評価と併せ、投資者に分かりやすく開示
取組みの実行	計画に基づき資本コストや株価を意識した経営を推進 開示をベースとして投資者との積極的な対話を実施
	※毎年（年1回以上）、進捗状況に関する分析を行い、開示をアップデート
開始時期	できる限り速やかな対応を要請

出所：東京証券取引所の資料を基にアセットマネジメントOneが作成

図表3　日米欧株価指数採用銘柄のPBRの分布



期間：2023年4月10日時点で利用可能なデータを基に算出
出所：Factsetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

Asset Management One　アセットマネジメントOne

商 号 等 ： アセットマネジメントOne株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第324号
加入協会： 一般社団法人投資信託協会
一般社団法人日本投資顧問業協会

PBR、ROE、資本コストの関係

足元ではPBR1倍割れ企業が、増配や自社株買いなどといった株主還元策を発表する動きがみられます。これはどういうことでしょうか。

コーポレート・ファイナンス理論におけるサステナブル成長モデル（図表4）を考えます。このモデルによれば、株主による企業評価額（株価）が純資産を上回っている状態（PBR＞1）は、ROEが資本コストを上回っていることを意味します。このような企業は配当を減らし内部留保率を高め、事業に投資すると、企業価値を拡大できます。

一方で、PBRが1倍割れの状態（PBR＜1）は、ROEが資本コストを下回ることを意味し、事業への投資は企業価値の毀損をもたらします。したがって、このような企業は、当面ROEを引き上げられないのであれば、自社株買いや増配などで株主還元を拡大する方が望ましい（すなわち、株主に投下資本の一部を返却する）と言えます。

これを踏まえると、株主還元拡大策は、PBR1倍割れの企業の当面の対応としては合理的です。もっとも、東証は3月末の要請において、企業によっては自社株買いや増配が有効な手段と考えられる場合があるものの、そうした一過性の対応を期待するものではない、としています。その上で、継続して資本コストを上回る資本収益性を達成することが期待される、と指摘しました。

ROEが資本コストを下回った状態を今後も変わらないと受け入れるのではなく、ROEが少なくとも資本コストを上回るよう、経営を見直すべきとの考えを示したと考えられます。

TOPIX全体のROEはほぼ横ばい圏で推移

TOPIX全体のPBRの推移をみると、2013年以降、おおむね1倍台前半で推移しており、直近3月時点では約1.2倍となっています（図表5）。この間、ROEも8%前後のほぼ横ばい圏で推移し、TOPIX採用銘柄の中で、ROEの向上に至った企業数が多数派ではなかったことがうかがえます。

低PBR銘柄が多い背景に国内産業の構造的な問題もうかがえる

TOPIXの17業種分類で、セクター別に低PBRの比率（時価総額ベース）をみたものが図表6です。これによれば、低PBRの企業は特定の業種に偏っているようです。1倍割れの銘柄が100%近い電気・ガス、銀行などは伝統的な規制業種です。こうした業種では、ミクロレベルの企業努力だけではROEの向上は容易ではない可能性があります。また、鉄鋼・非鉄や建設・資材なども、業種そのものの成長期待の低さが低PBRをもたらしている可能性が指摘できます。

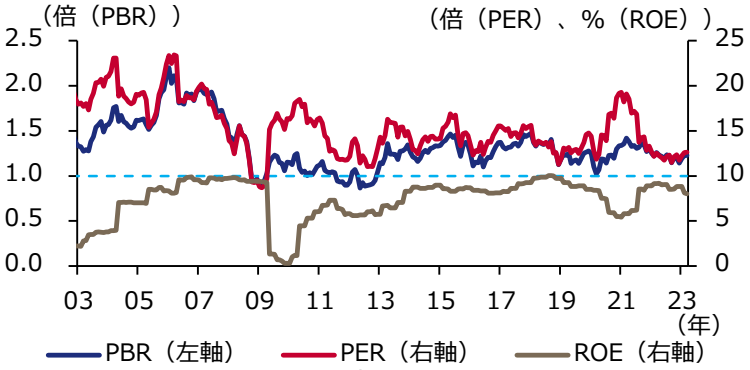
日本経済全体の収益性を向上させるためには、規制緩和など、中長期的な政策対応が引き続き重要になってくると考えられます。その一方で、東証が要請したようにミクロレベルにおいても、ROEなどに代表される資本収益性を向上させる努力が必要とみられます。

図表4　PBRとROEの関係（サステナブル成長モデル）

・自己資本を**B**、自己資本利益率を**ROE**　配当性向を**d**とすると、利益は**B×ROE**で、配当は**B×ROE×d**となる
・ここで外部資金調達によらず、内部の利益成長だけで実現できるサステナブル成長率（内部成長率とも言う）を**g**とおくと、**g=ROE×（1-d）**となる（1-dは内部留保率を示す）
・次に株主資本コスト（期待収益率、割引率）を**r**とすると（r>gと仮定）、企業価値（株価）**P**は一般的な配当割引モデルによれば、
P=（B×ROE×d）／（r-g）となる
この式は現在の株価が配当の割引現在価値に等しいことを示す
・式の両辺を自己資本**B**で割ると、
P／B = ROE×d／（r-g）
=（ROE－ROE×（1-d））／（r-g）
=（ROE－g）／（r-g）
両辺の関係から、**PBR＞1 ⇔ ROE＞r**　と、
PBR＜1 ⇔ ROE＜r　が導かれる

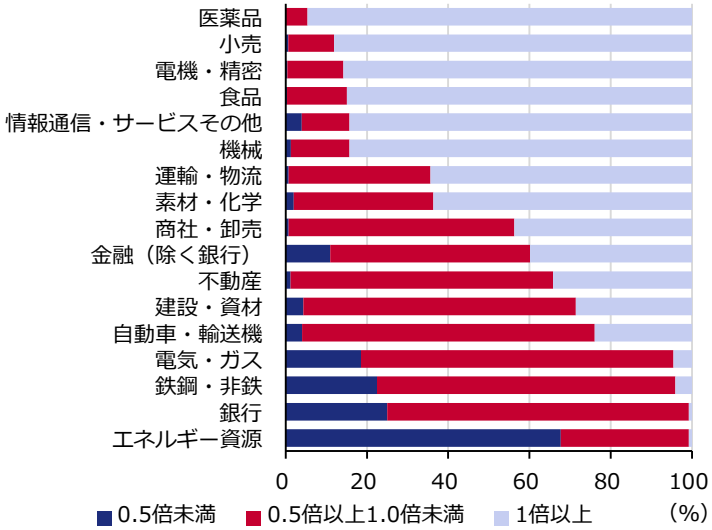
出所：朝岡・砂川・岡田「ゼミナール コーポレートファイナンス」（日本経済新聞出版）等を基にアセットマネジメントOneが作成

図表5　TOPIXのPBR、PER、ROEの推移



期間：2003年1月～2023年3月（月次）
出所：Factsetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表6　TOPIXセクター別　低PBR銘柄比率（時価総額ベース）



（注）セクター内でPBR水準に関する各カテゴリーに該当する銘柄の時価総額でシェアを計算
期間：2023年4月10日のデータに基づく
出所：Factsetのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

- **投資信託に係るリスクについて**

  投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

- **投資信託に係る費用について**

  ［ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。］

  ■ **お客さまが直接的に負担する費用**

  購入時手数料：上限3.85%（税込）
  換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。
  信託財産留保額：上限0.5%

  ■ **お客さまが信託財産で間接的に負担する費用**

  運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

  ※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

  その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。
費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、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、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、

  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

- TOPIX（東証株価指数）、TOPIXバリュー指数、TOPIXグロース指数の指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社ＪＰＸ総研または株式会社ＪＰＸ総研の関連会社（以下「ＪＰＸ」という。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用などTOPIXに関するすべての権利・ノウハウおよびTOPIXにかかる標章または商標に関するすべての権利はＪＰＸが有しています。ＪＰＸは、TOPIXの指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。本商品は、ＪＰＸにより提供、保証または販売されるものではなく、本商品の設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもＪＰＸは責任を負いません。
- ストックス・ヨーロッパ600指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はストックス・リミテッド社に帰属します。
- S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。