

国内外経済の動向

日本の企業価値向上に向けた取組みの変遷と展望

【ポイント】

1. 経済産業省や金融庁、東京証券取引所（東証）から様々な取組みが打ち出され、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた改革が継続している。
2. 企業は、株価や資本収益性と資本コストを意識した経営を行うなか、株主還元の拡大などの対策を実施している。
3. 中長期的な企業の資本収益性や資本効率の向上を図るため、成長投資や資本効率の改善、ガバナンスの向上などの取組みの強化が重要となる。

2014 年に公表された伊藤レポート以降、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けた様々な取組みが実施されてきた。今回、それらの取組みを概観したうえ、財務指標の改善動向に注目しつつ、企業価値向上の状況や今後の課題について考察したい。

1. 企業価値向上を目的とした取組み

この 10 年間に企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を図るため、経済産業省や金融庁、東証から、相次いで取組みが打ち出されている（図表 1）。各取組みでは、企業・経営者、機関投資家・個人投資家、アセット・オーナー、金融商品の販売主体などが自ら取組みを推進するとともに、各ステークホルダーが相互に協調、時に対立しながら、企業価値の向上や資本市場の改革を実施している。以下では、2014 年公表の伊藤レポートを出発点に、各取組みを概観したい。

①2014 年公表の「伊藤レポート」とは、一橋大学名誉教授の伊藤邦雄氏を座長とした経済産業省の研究会「持続的な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～」プロジェクトが公表した最終報告書である。このプロジェクトの出発点は、「なぜ日本企業が欧米企業と比較して長期的に収益性が低いのか」という疑問だった。レポートでは、様々な問題意識や現状分析などを踏まえて、多角的な視点で提言・推奨が示されている（図表 2）。このなかで、特に「資本効率を意識した企業価値経営への転換」に注目が集まった。企業の持続的な成長を評価する重要な指標である ROE（自己資本利益率）に関して、資本コストを踏まえて、最低限 8%の達成をコミットすべきであると、具体的な数値に言及したからである。伊藤レポートにおける提言・推奨は、その後に公表された取組みと相まって、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目指す契機となったと言える。

図表 1. 企業価値向上を目的とした主な取組み

年	公表機関	主な取組み
2014	経済産業省	伊藤レポート
	金融庁	日本版スチュワードシップ・コード
2015	金融庁・東証	コーポレートガバナンス・コード
2018	金融庁	投資家と企業の対話ガイドライン
2022	東証	市場区分の見直し
2023	東証	資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応
	政府	資産運用立国実現プラン
	金融庁	コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム2024

（資料）経済産業省、金融庁、東証資料よりフコク生命作成

図表 2. 伊藤レポートの主な提言・推奨

テーマ	主な提言・推奨
持続的な成長への経営改革	・企業と株主の協創による持続的価値創造 ・資本効率を意識した企業価値経営への転換
インベストメント・チェーンの全体最適	・深い分析に基づく銘柄選択 ・長期的な応援株主としての個人投資家の育成
企業と投資家の対話を通じた企業価値向上	・プラットフォームの創設 ・持続的な企業価値につながる企業開示 ・緊張と協調による真の対話促進

（資料）伊藤レポートよりフコク生命作成

②2015年公表の「コーポレートガバナンス・コード」は、上場企業が公正・迅速な意思決定を行うための企業統治（コーポレートガバナンス）における原則・指針であり、2014年公表の「日本版スチュワードシップ・コード」は、企業との対話を通じて中長期的な成長を促すための機関投資家の行動原則である。企業、機関投資家の双方による各コードの実践により、それらの目的の達成に寄与することが期待された。さらに、両コードを踏まえた企業と機関投資家との対話において、重点的に議論する事項を取りまとめたものが2018年公表の「企業と投資家の対話ガイドライン」であり、コーポレートガバナンス改革の実質化という観点から、今後の取組みに向けた考え方や具体的な取組み内容についての提言が示されたのが2023年公表の「コーポレートガバナンス改革の実質化に向けたアクション・プログラム」である。この10年間で「企業と投資家の関係」に関する取組みは、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図るため、その内容が順次、改善され、企業と投資家による質の高い対話・エンゲージメントを促進している。

③東証は、2022年に市場区分の見直しを実施し、それまでの4市場5区分を「プライム市場」「スタンダード市場」「グロース市場」の3区分に再編した後、市場区分見直しの実効性を高めるため、2023年に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」の提言を公表した。そのなかで、プライム市場およびスタンダード市場の上場会社を対象に「現状分析」、「計画策定・開示」、「取組みの実行」を要請した。現状分析において、資本収益性の分析・評価に当たっては株主資本コストとROEの利用、市場評価に当たってはPBR（株価純資産倍率）やPER（株価収益率）の利用がポイントとして示された。特にPBR1倍割れについては、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、成長性が投資家から十分に評価されていないことが示唆されるとして、計画策定において、改善に向けた方針や具体的な目標設定を求めたことに注目が集まった。伊藤レポートと東証の要請を契機に、持続的な成長と企業価値向上に向けて、企業はROE8%とPBR1倍を意識した対策が進行中である。

④2023年公表の「資産運用立国実現プラン」は、個人の資産形成を促進し、国内の投資を活性化させ、「成長と分配の好循環」の実現を目的とした包括的な政策である。家計は保有する現預金が投資に向かい、企業価値向上の実現により、その恩恵が家計に還元され、更なる投資や消費につながることで、金融資産所得の形成を容易にしていけることが期待されている。このように個人投資家にとっても、企業価値向上は資産形成にとって重要な課題となっている。

以上のとおり、この10年間に公表、実施されてきた取組みは（図表1）、企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を目的として、相互に結びついている。

2. ROEとPBRと企業価値向上

伊藤レポートおよび東証から提起された「ROE8%超」と「PBR1倍割れ」を踏まえて、この2つの財務指標に注目したい。ROE（Return on Equity、株主資本利益率）は、企業が株主資本に対してどれだけ効率的に利益をあげているかを示す資本収益性の代表的な指標であり、PBR（Price Book-value Ratio、株価純資産倍率）は、企業の株価がその純資産に対してどれだけ評価されているかを示す指標かつ株価の割安割高を判断する重要な指標のひとつである。ROEは売上高利益率、総資産回転率、財務レバレッジの3つに、PBRは、PERとROEの2つに分解することができる（図表3）。

図表3. ROEとPBRの分解

$\text{ROE (株主資本利益率)} = \text{売上高利益率} \times \text{総資産回転率} \times \text{財務レバレッジ}$				
$\frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{株主資本}}$				
$\text{PBR (株価純資産倍率)} = \text{PER (株価収益率)} \times \text{ROE (自己資本利益率)}$				
$\frac{\text{時価総額}}{\text{株主資本}} = \frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}} \times \frac{\text{当期純利益}}{\text{株主資本}}$				
(資料) フコク生命作成				

伊藤レポート公表から10年が経過したが、ROEは改善しているだろうか。日本のROEは直近で約8%と、伊藤レポートと東証が要請する水準となっているものの、米国の約18%、欧州の約13%と比較すると、日本の低さは顕著である（図表4）。加えて、日米欧においてROE8%未満の企業の割合は、米国の約14%、欧州の約19%に対して、日本は約40%を占めており、低位に集中していることが引き続き課題となっている。

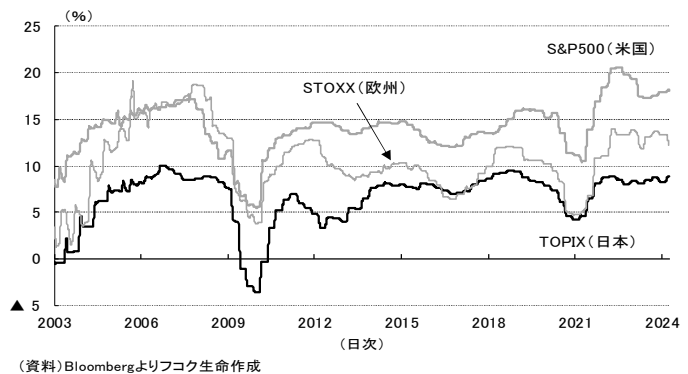
次に、ROEを構成する3つの項目（図表3）について日米欧で比較すると、総資産回転率や財務レバレッジには大きな差はない一方で、売上高利益率の低さが、日本の低ROEの要因となっている。日本企業は市場シェアの確保を優先し、売上高の拡大・維持を目的とした値下げ競争が、収益性の低下につながったと考えられる。実際、日本の売上高利益率は直近で約6%と、米国の約12%、欧州の約10%と比較すると、大きな乖離があり（図表5）、ROEの向上には、売上高利益率の改善が鍵となる。

目標とするROE水準は、資本コスト（投資家の期待する収益率）を考慮して決定されるが、その資本コストとROEの水準は、企業や業種などにより異なる。現在、機関投資家が日本企業に期待する資本コストの平均が7%超との調査結果をもとに、最低限8%のROEの達成が求められているが、安定的な持続的成長を実現するためには、長期的に資本コストを上回る収益力が必要であり、目指すべきROEの水準として10%が意識されている。

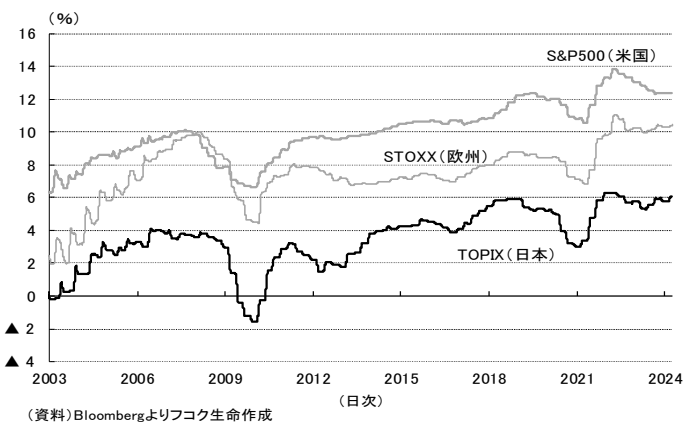
改めてROEとPBRの関係を見ると、PBRはPERとROEに分解することができる（図表3）。この関係において、PERが一定の場合、ROEの低さがPBR低迷の要因となる。実際、ROEの低迷から、日本のPBRは直近で約1.4倍と、東証が課題とする1倍割れを回避しているものの、米国の約5倍、欧州の約2倍と比較すると、日本のPBRは低水準にある（図表6）。また、TOPIXの構成企業のうちPBR1倍割れの割合は約46%を占めており、依然として改善の余地が大きい。

以上のとおり、日本のROEとPBRの水準は、米欧との比較で大きく見劣りしている状況にある。今後は、売上高利益率の改善によるROEの向上が、PBRの上昇に結びつくよう、短期的および中長期的な両面での対策が課題となっている。

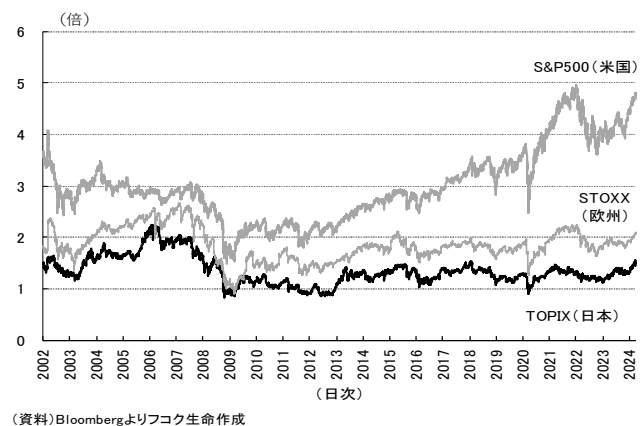
図表4. 日米欧のROE比較



図表5. 日米欧の売上高利益率の比較



図表6. 日米欧のPBR比較



3. 企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上に向けて

企業の短期的な対策として注目されているものに、株主還元の拡大、特に自社株買いの増加が挙げられる。東証の PBR1 倍割れに対する対応要請やアクティビスト活動の活発化が背景にある。TOPIX 構成企業の株主還元額（配当総額と自社株買い）の推移を見ると、配当総額が安定的に増加していることに加えて、自社株買いの拡大が寄与し、直近では 25 兆円を上回る水準に増加している（図表 7）。また、総還元性向（当期純利益に対して、配当や自社株買いによる株主還元がどれだけ行われているかを表す指標）は、着実に上昇しており、直近では約 55% となっている。ただし、総還元性向を欧米と比較すると、米国が約 100%、欧州が約 70% であることから、引き続き株主還元の拡大余地があり、経営者から市場へのアナウンスメントや、需給改善による株価の上昇・下支えの効果が期待される。

また、自社株買いには、以下の通り ROE と PBR を改善させる効果がある。ROE は「当期純利益÷株主資本」で計算されることから（図表 3）、当期純利益（分子）に変化がない場合、自社株買いにより株主資本（分母）が減少することにより ROE は上昇し、資本収益性の向上を促すことになる。同様に、PBR は「時価総額÷株主資本」で計算されることから（図表 3）、株主資本（分母）が減少することにより PBR は改善することになる。このため、企業が株価や資本コストを意識した経営を行うなか、ROE と PBR の改善効果を伴う株主還元を拡大する企業数は、今後も高水準で推移すると見込まれている。

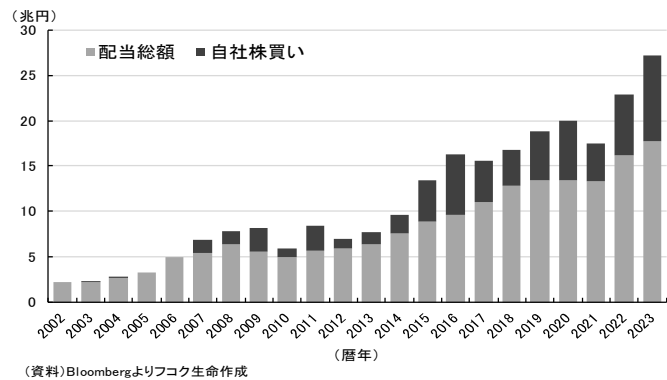
現在、民間事業会社の保有する現預金残高は約 340 兆円まで積み上がっており、手元流動性は潤沢である（図表 8）。自社株買いなどの短期的な対策に加えて、設備投資・人材投資・研究開発投資等を含む経営資源の適切な配分など中長期的な対策を行い、資本収益性である ROE や資本効率の向上を図ることが課題となっている。今後、企業は、資本コストを的確に把握したうえで、ROE や PBR などの目標水準を設定し、具体的な M&A などの成長投資や不採算事業からの撤退による事業ポートフォリオの見直しなどを実践していくことが期待される。機関投資家においては、企業の目標とする ROE や PBR などの目標水準に対する進捗状況をテーマにした質の高い対話・エンゲージメントが必要不可欠である。

4. まとめ

この 10 年間、様々な取組みが公表されてきたが、その出発点は「日本企業の欧米企業と比較した長期的な収益性の低さ」であった。引き続き、企業が中長期的に資本コストを上回る ROE の達成を目指すとともに、すべてのステークホルダーが各取組みを着実に実行することにより、持続的な成長と中長期的な企業価値向上の実現に結びつくことが期待される。

（有価証券部 大泉 洋栄）

図表 7. 株主還元額



図表 8. 民間事業会社の現預金残高

