

第12回スチュワードシップ・セミナー

日本企業の低い市場付加価値の実相

2023年9月4日

日本証券経済研究所

特任リサーチ・フェロー

明田雅昭

本講演の全体像

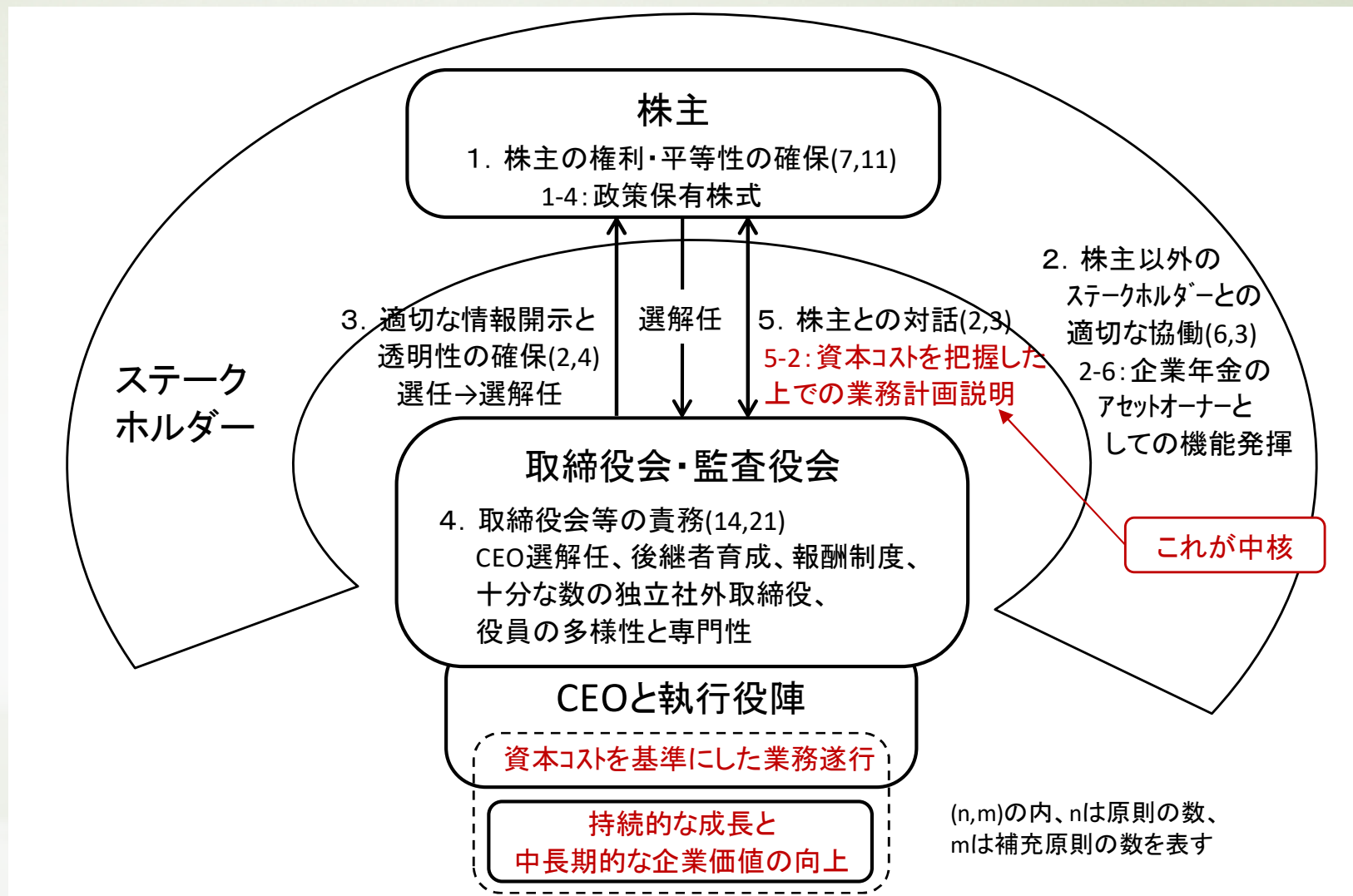
- I. 企業統治コードの構造と企業価値に関する基本認識
- II. 企業統治改革期間の価値創造
- III. 企業統治指標と市場付加価値およびPBRの関係
- IV. 東証の市場再編～「やればできるじゃないか」
- V. さあ積極経営について語ろう

I. 企業統治コードの構造と 企業価値に関する基本認識

<概要>

- 企業統治コードの構造と目標(復習)
- 株式価値判断指標はPBRと市場付加価値
- 価値付加Top10企業と価値毀損Top10企業
- 価値付加最大は電気機器、毀損最大は銀行業

2018改訂企業統治コードの目標と構造



(出所) 拙著[2018.7.4]

原則 5 - 2 はEVA または EC と高い親和性

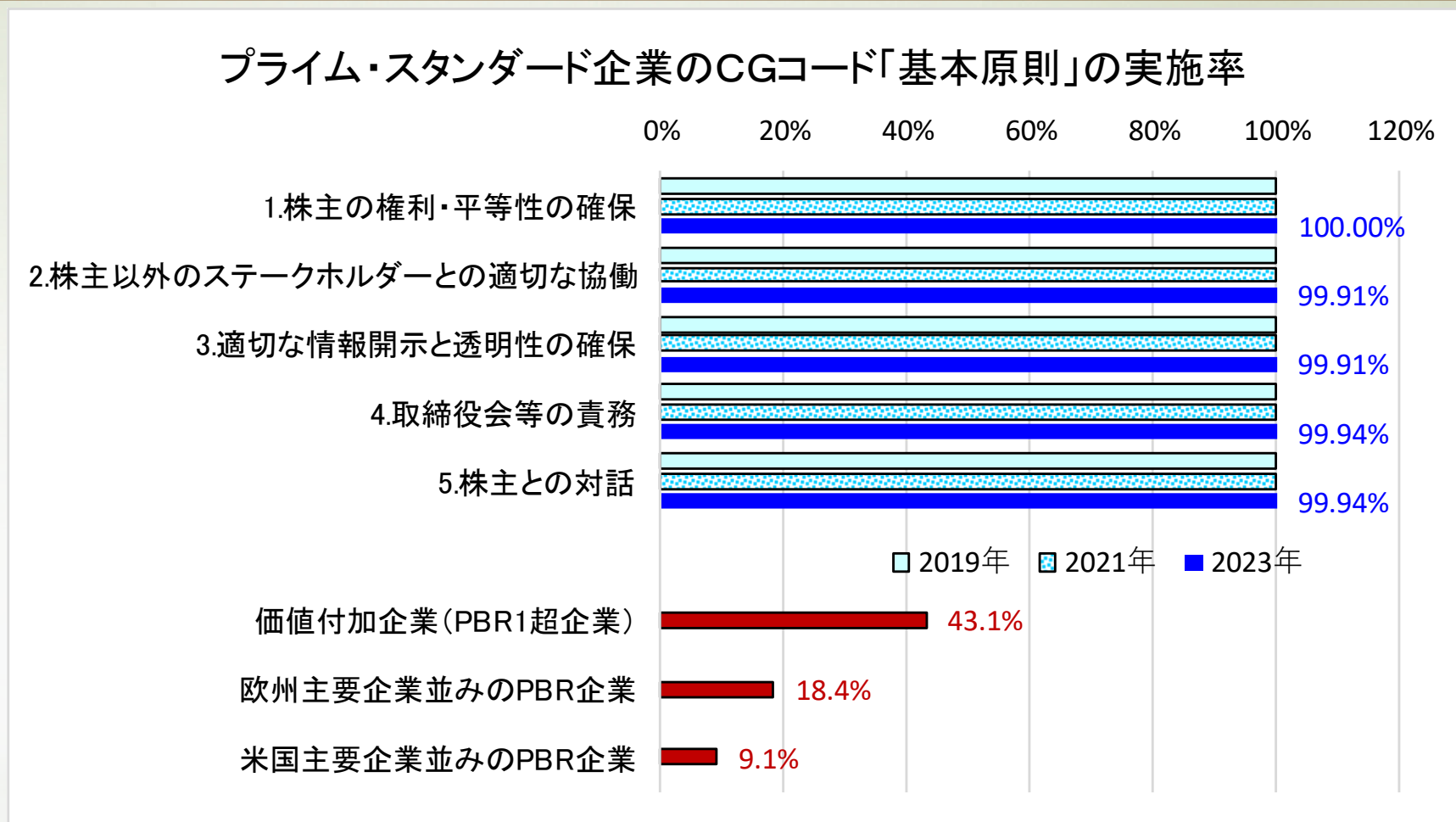
2021年6月改訂企業統治コードの原則5-2

「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」

Economic Value Added(EVA) あるいは Economic Profit(EP)による価値創造スキーム

$$\text{株主資本価値} - \text{自己資本} = \sum_{i=1}^N \left[\sum_{t=1}^{\infty} \omega_{i,t} \times \left(\frac{\text{NOPAT}_{i,t} - \text{WACC}_i \times \text{IC}_{i,t-1}}{\text{WACC}_i} \right) \right]$$
$$\omega_{i,t} = \frac{\text{WACC}_i}{(1 + \text{WACC}_i)^t} \quad \sum_{t=1}^{\infty} \omega_{i,t} = 1$$

価値向上以外すべて実施済みのCGコード「基本原則」の実施率



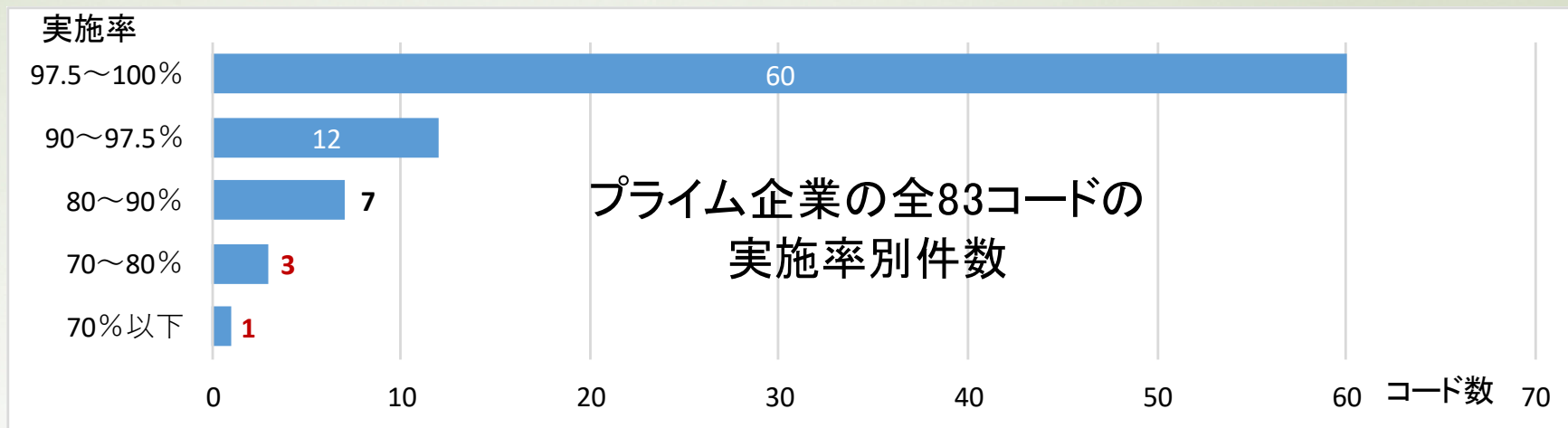
(注1) PBR算出時点は2022年12月末

(注2) 欧州主要企業並みのPBR企業 = EUROSTOXX600構成企業のPBR中央値2.014を上回るPBRを持つ企業

(注3) 米国主要企業並みのPBR企業 = S&P500構成企業のPBR中央値3.296を上回るPBRを持つ企業

(出所) 拙著[2023.8]

CGコードの残された課題（実はまだあるが）



原則1-2④	1-2④議決権電子行使のための環境作りと招集通知の英訳	83.9%
原則2-4①	2-4①中核人材の多様性確保の測定可能な目標設定と開示	72.8%
原則3-1③	3-1③サステナビリティ・人的資本・知的財産投資・TCFD等開示	62.3%
原則4-1③	4-1③CEOの後継者計画	80.0%
原則4-2①	4-2①経営者の報酬制度の具体的な設計	89.3%
原則4-2②	4-2②サステナビリティ基本方針策定と持続的成長への実効的な監督	86.1%
原則4-8③	4-8③支配株主ある場合独立社外取1/3以上または特別委員会	76.8%
原則4-10①	4-10①指名、報酬など独立した諮問委員会の設置	82.5%
原則4-11	4-11取締役会・監査役会の実効性確保のための前提条件	86.7%
原則4-11①	4-11①事業特性に合った取締役スキルの組み合わせ	89.5%
原則5-2①	5-2①事業ポートの基本方針・見直し状況を分かりやすく説明	88.7%

【出所】東証上場会社コーポレート・ガバナンス白書2023

これらが実施されたら「企業価値」は向上するのか？

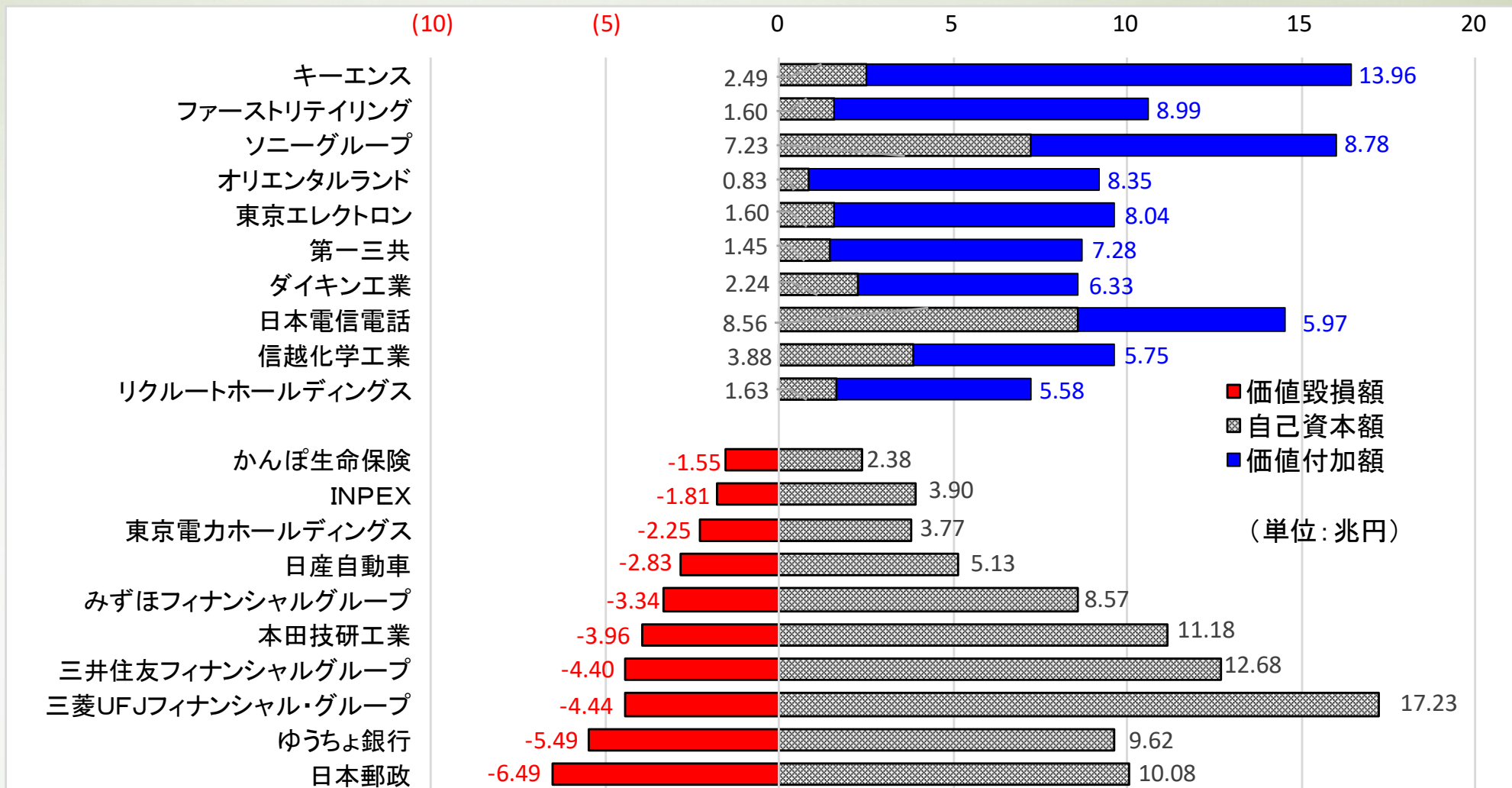
「価値水準、価値向上」とは何か

- 目標：「持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」
- 「価値水準、価値の向上」とは何か？
- 「価値水準」≡市場付加価値比率PBRの水準

$$\text{PBR} = \frac{\text{株価}}{1 \text{ 株当たり純資産}} = \frac{\text{株式時価総額}}{\text{純資産額}}$$

- 「率」も重要だが、マクロ的には「額」も重要
- **市場付加価値額 = 株式時価総額 - 純資産額** (自己資本)
= 市場が認定する事業の価値 - 株式投資家の投下資金
- 市場付加価値額 > 0 ⇔ PBR > 1 ⇔ **価値付加状態**
- 市場付加価値額 < 0 ⇔ PBR < 1 ⇔ **価値毀損状態**

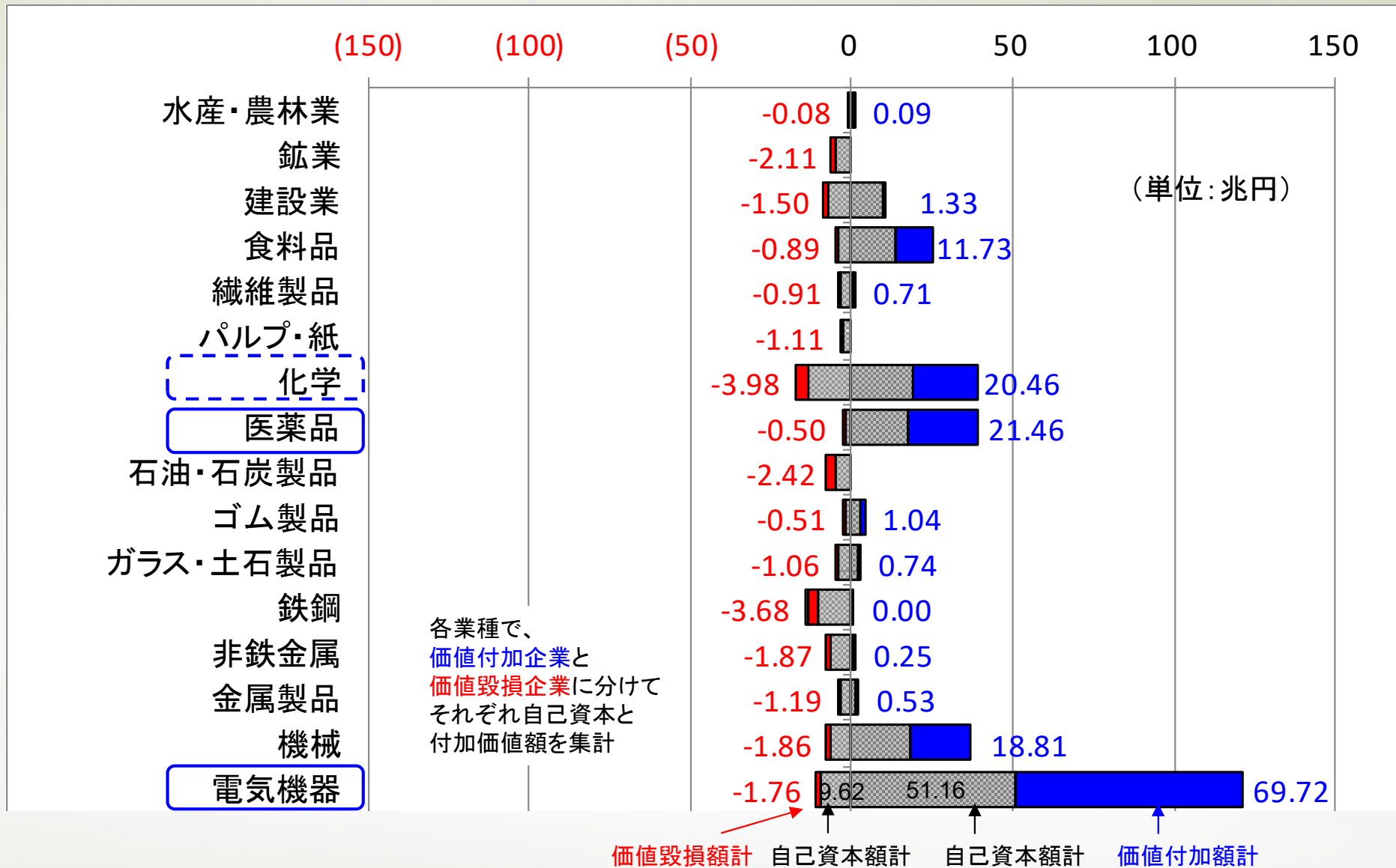
価値付加企業Top10と価値毀損企業Top10



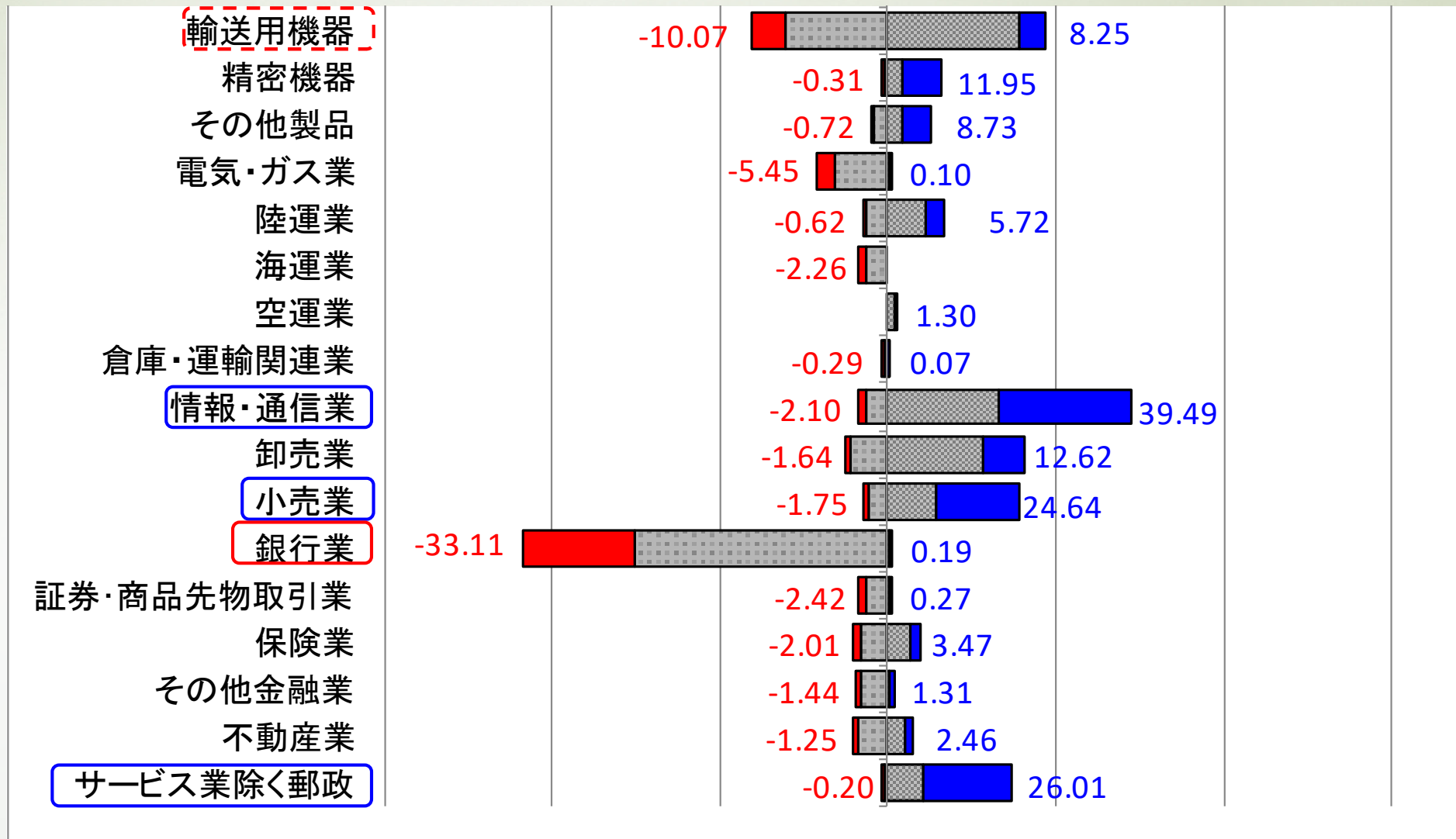
(注) 付加価値額 = 株価 × 自己株式除く発行済株式数 - 自己資本 (+なら価値付加額、-なら価値毀損額)

[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年6月

業種別の付加価値状況(1/2)



業種別の付加価値状況(2/2)



[出所] FactSetデータベースより筆者が計算。2023年6月

Ⅱ．企業統治改革期間の価値創造

<分析結果の要約>

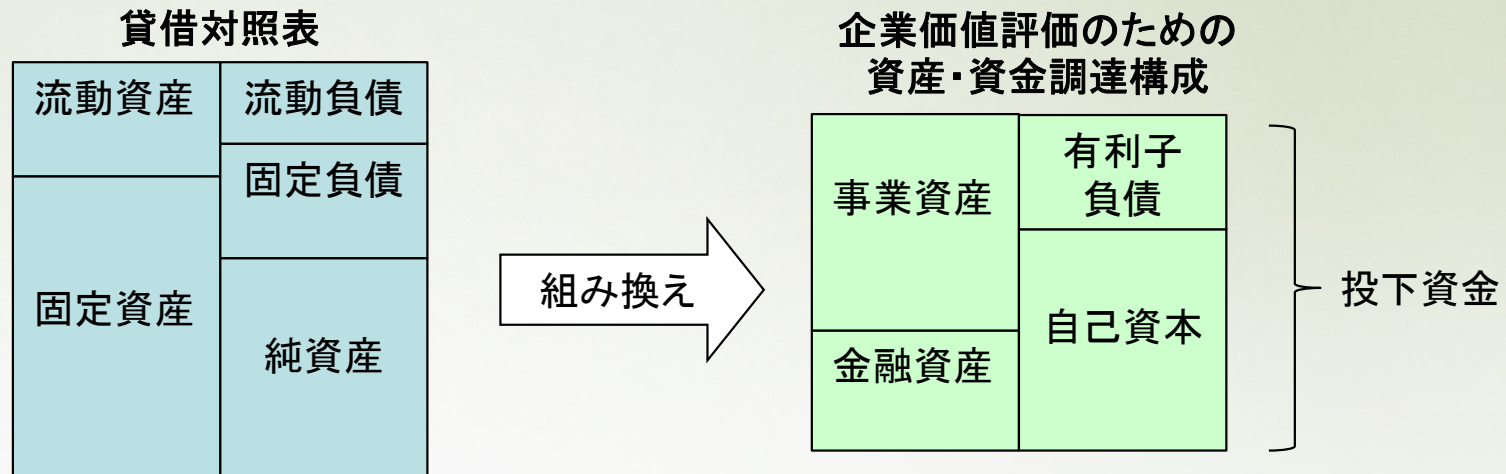
- PBR1超え企業は、高利益率で成長した結果、時価総額と市場付加価値が成長率以上に拡大した
 - PBR1割れ企業は、低利益率で成長した結果、時価総額は微増にとどまり、価値毀損額が拡大した
- ⇒ 価値創造状況は株式価値評価の「理論」と整合的

「理論」: 拙著[2022.12]参照

企業統治改革の年表と分析期間

- 2013.06 : 日本再興戦略
- 2014.02 : スチュワードシップ・コード導入
- 2015.03 : 分析の起点となる決算期
- 2015.06 : 分析の起点となる株価計測時点
- 2015.08 : 企業統治コード導入
- 2018.06 : 企業統治コード改訂（資本コスト概念導入）
- 2021.06 : 企業統治コード再改訂
- 2022.04 : 東証市場区分見直し
- 2023.03 : 分析の終点となる決算期
- 2023.03 : 東証のPBR1倍割れ改善要請
- 2023.06 : 分析の終点となる株価計測時点

分析指標の定義



自己資本：純資産－新株予約権－少数株主持分（自社株式は控除済み）

有利子負債：借入金＋CP＋社債＋転換社債＋リース債務

金融資産：現金及び預金＋短期有価証券

＋投資有価証券（非連結子会社及び関連会社の株式と社債は含まず）

事業資産：自己資本＋有利子負債－金融資産

BPS：自己資本÷自己株式除く発行済株式数

PBR：株価÷BPS

株式時価総額：株価×自己株式除く発行済株式数
（一般的な株価×発行済株式数とは異なる）

市場付加価値：株式時価総額－自己資本

投下資金：自己資本＋有利子負債

ROE：純利益÷自己資本（期首・期末平均）

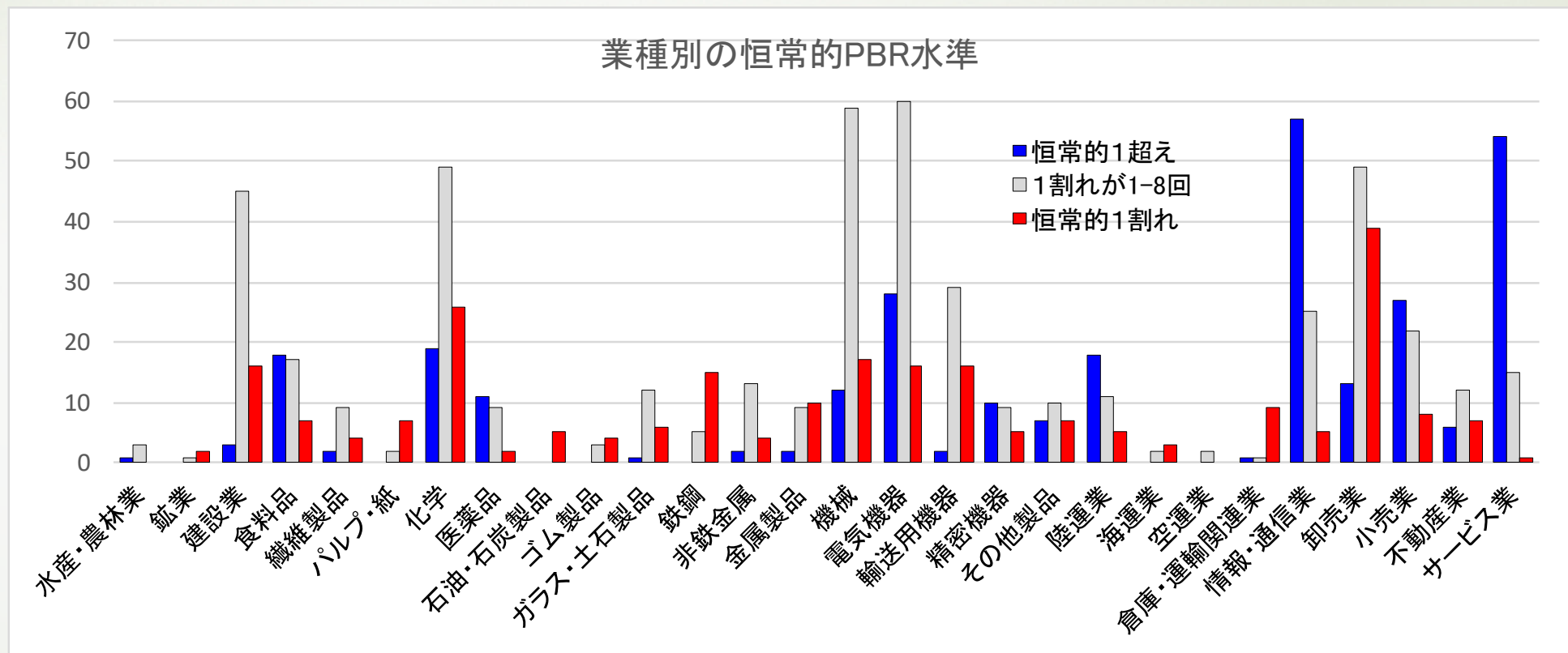
事業利益：純利益－受取利息配当×（1－負担税率）

事業利益率：事業利益÷事業資産（期首・期末平均）

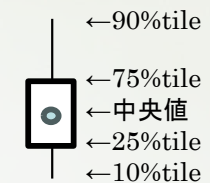
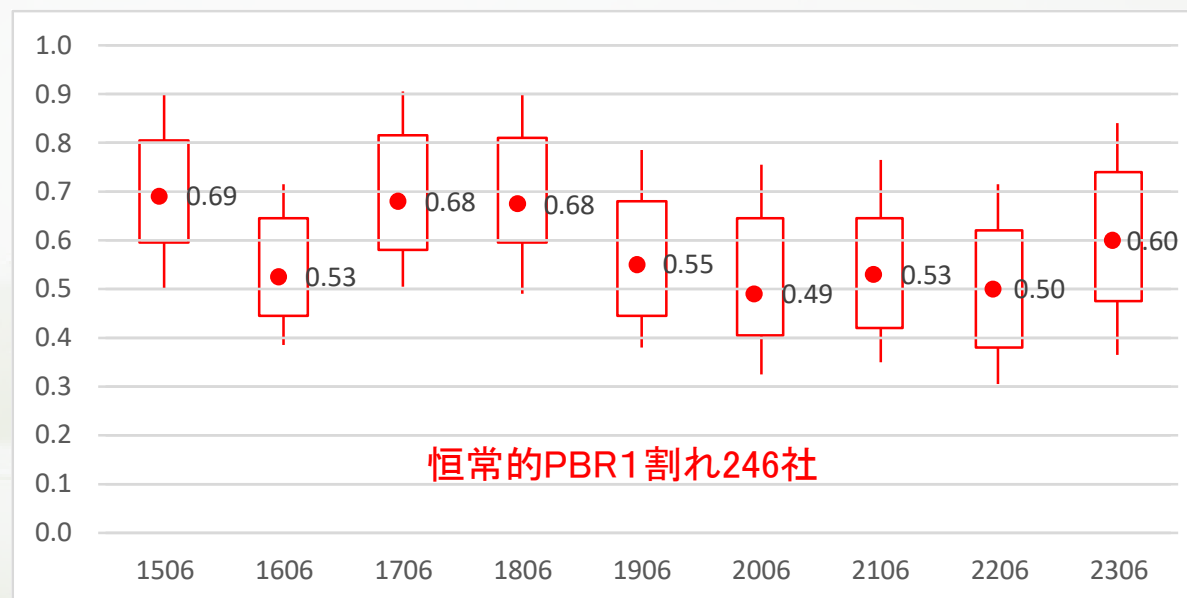
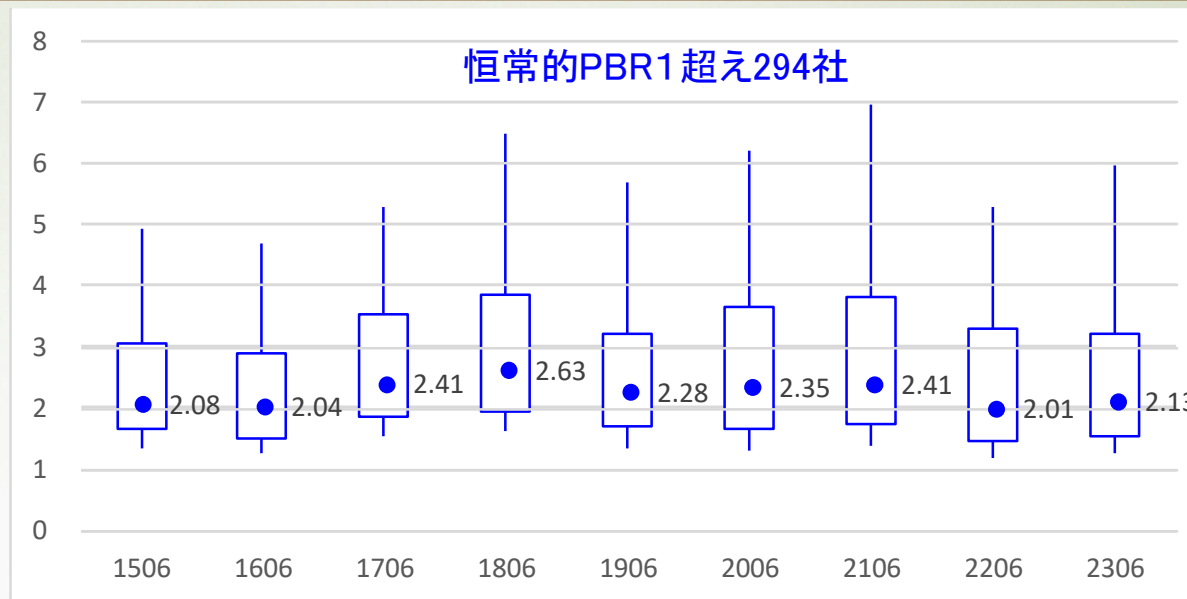
恒常的なPBR 1 超え企業と 1 割れ企業

【分析対象企業】 2023年6月末のプライム上場の3月決算企業

- 金融4業種、電気・ガス業、ソフトバンクグループ、日本郵政を除く
- PBR、時価総額、純利益、自己資本のデータが2015年3月期～2023年3月期で存在⇒1,023社
- 2015年～2023年迄の9年間の毎年6月末で、毎回PBR 1 超えは294社、毎回PBR 1 割れは246社

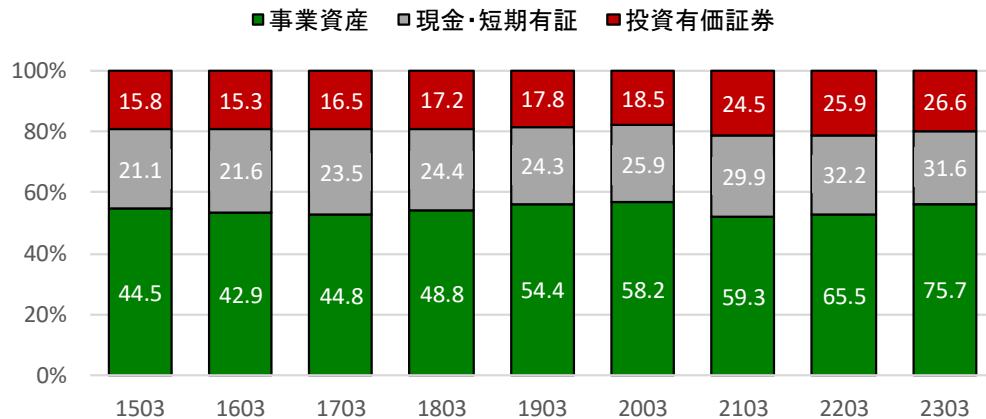


1 超え企業と 1 割れ企業のPBRの推移



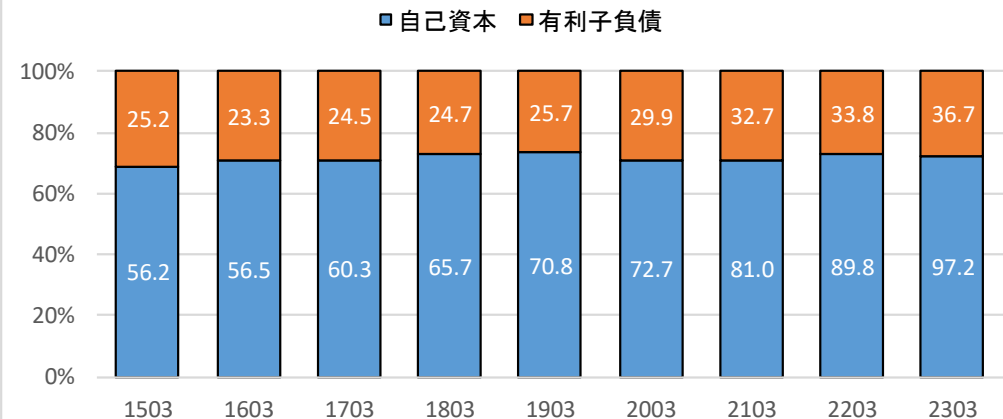
資金調達構成と資産構成の推移

恒常的1超え企業294社の資産構成



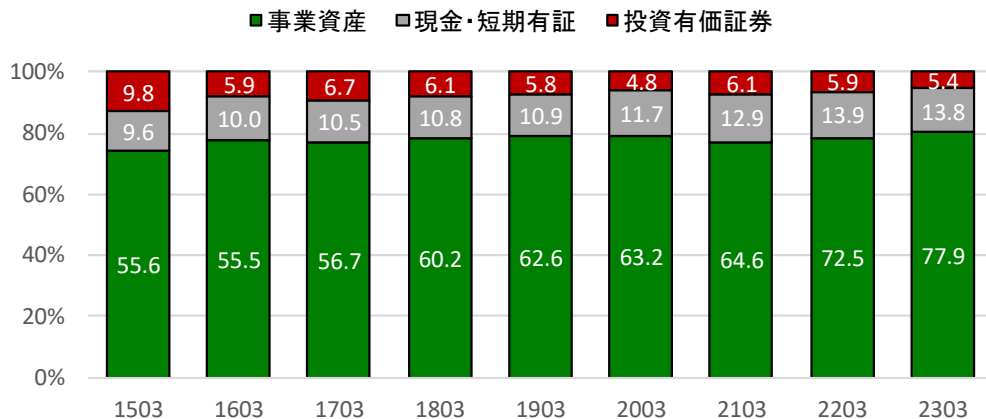
(注) グラフは構成比、数値は実額(兆円)

恒常的1超え企業294社の資金調達構成



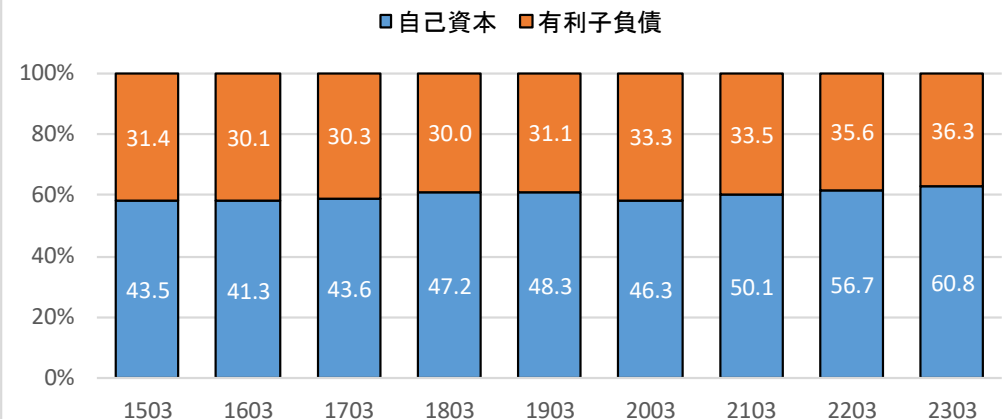
(注) グラフは構成比、数値は実額(兆円)

恒常的1割れ企業246社の資産構成



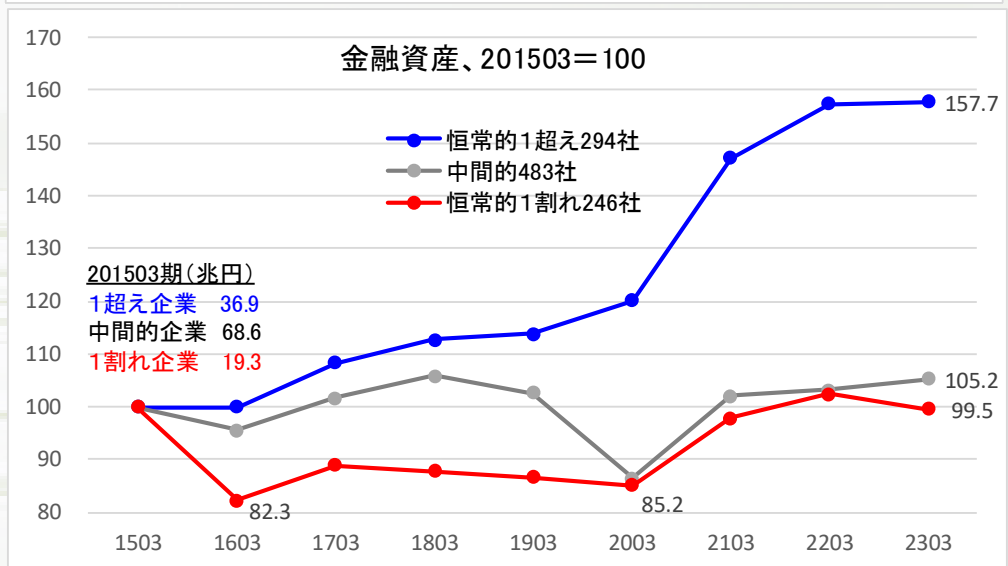
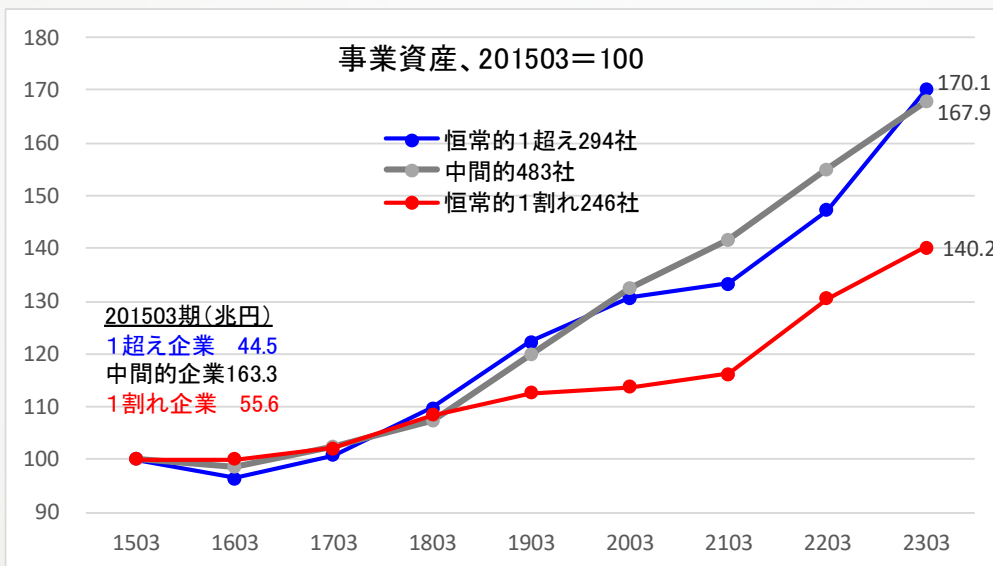
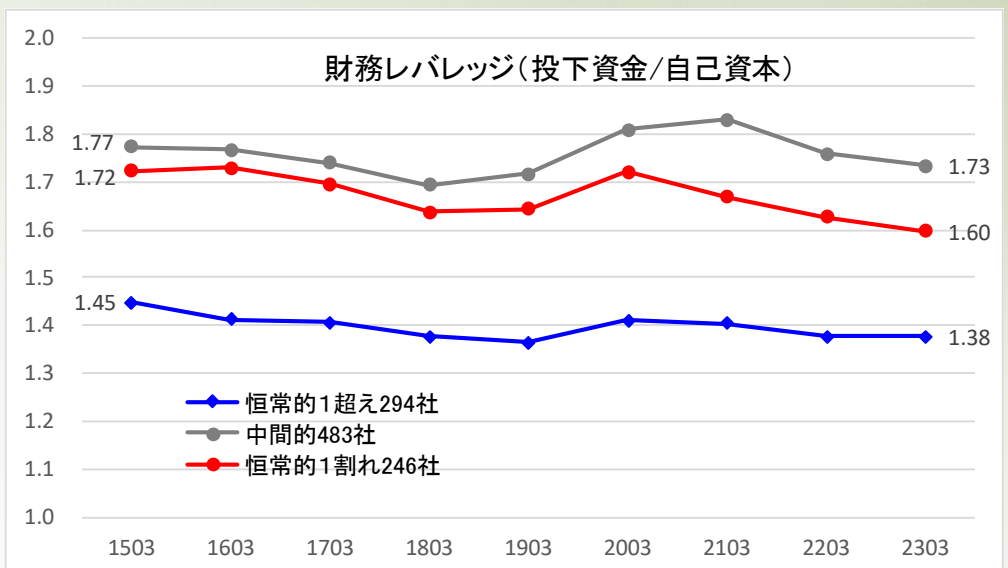
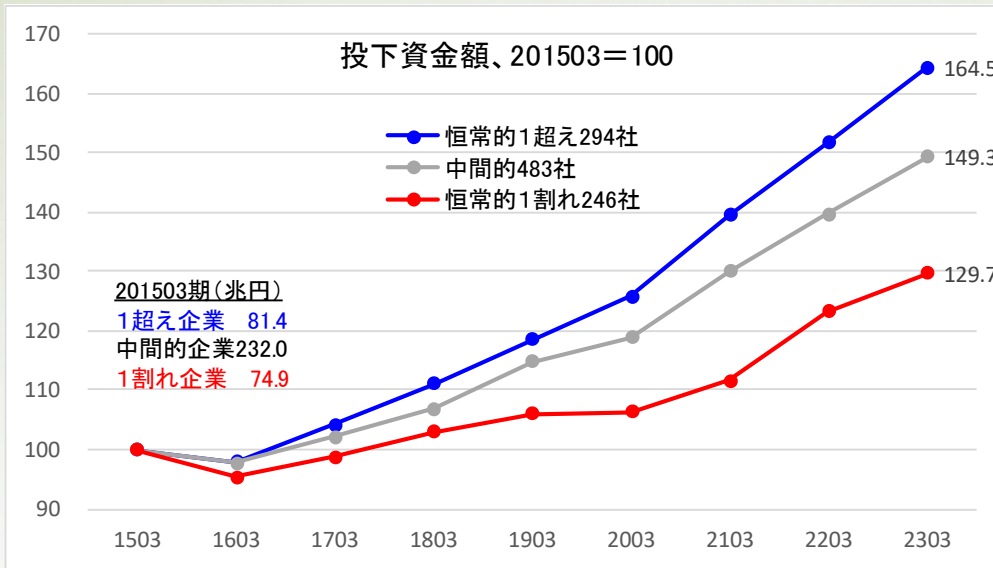
(注) グラフは構成比、数値は実額(兆円)

恒常的1割れ企業246社の資金調達構成

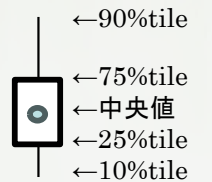
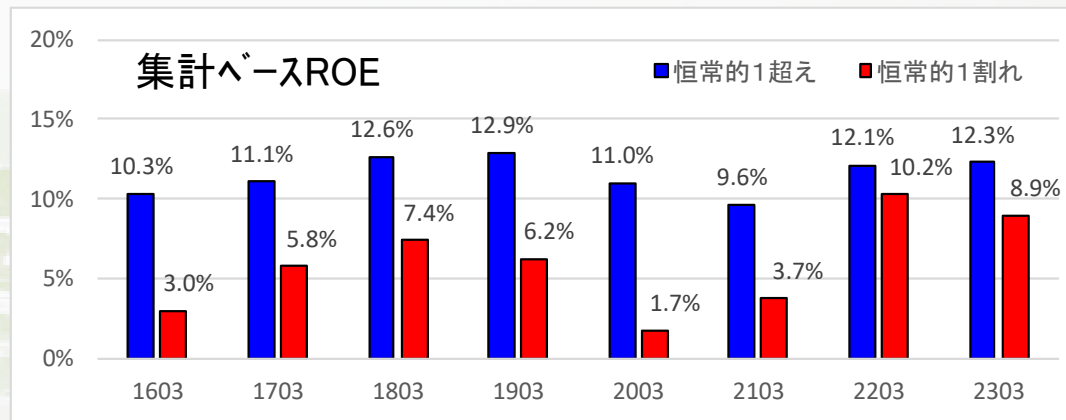
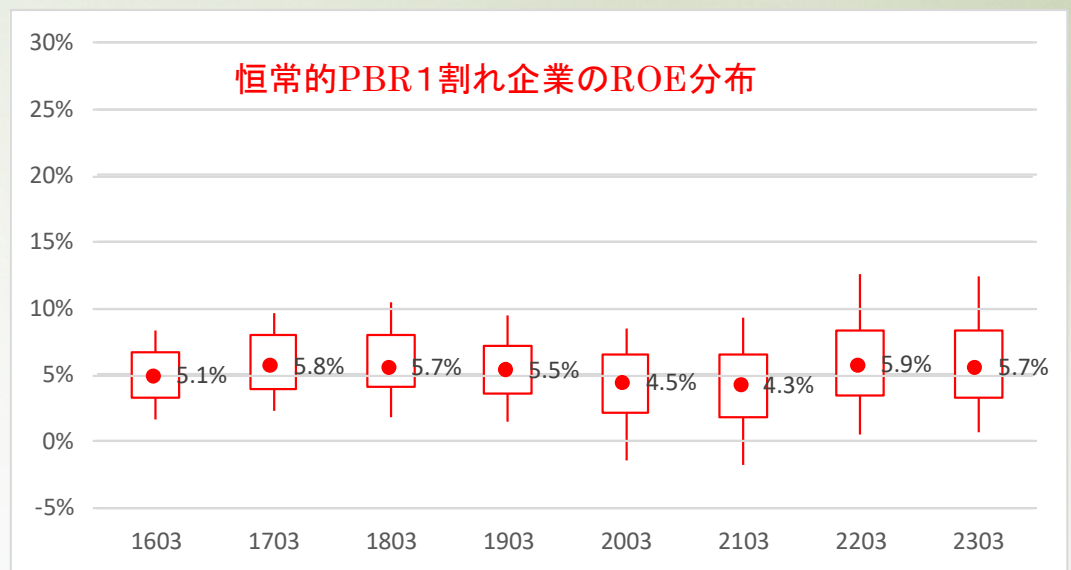
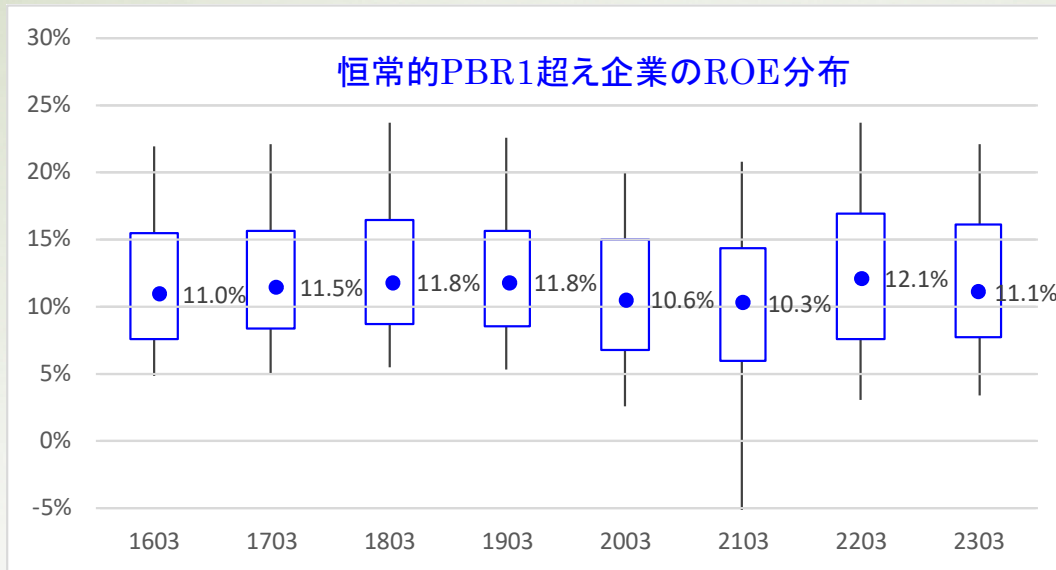


(注) グラフは構成比、数値は実額(兆円)

財務レバレッジと規模の拡大



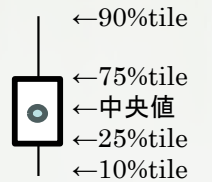
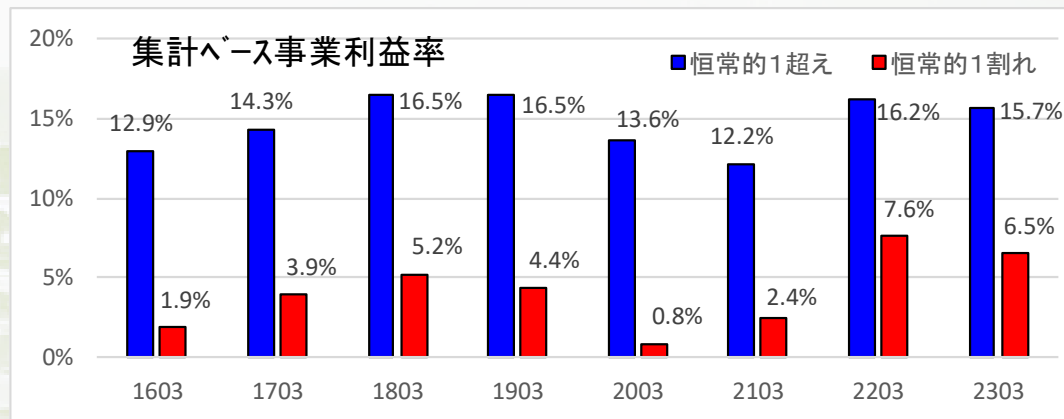
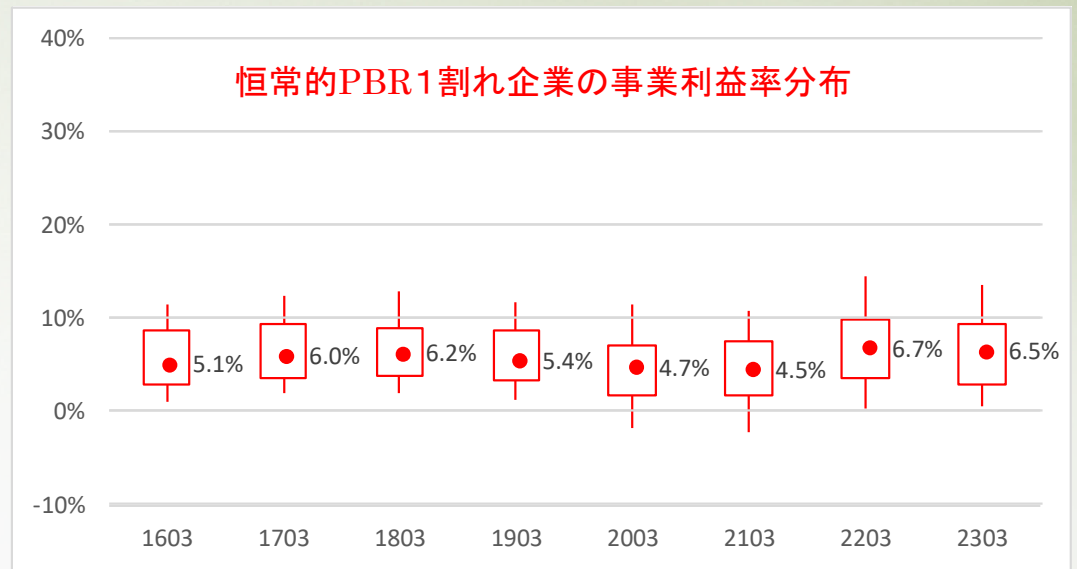
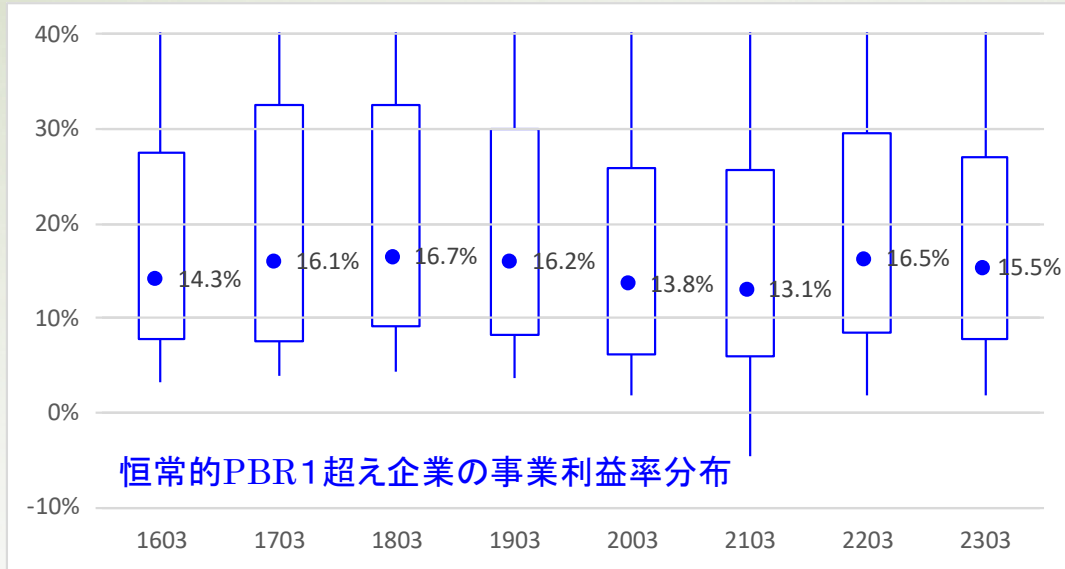
自己資本利益率 (ROE) の推移



(注1) ROEは純利益を自己資本の期首・期末平均で除して計算

(注2) 恒常的1割れ企業の2203期と2303期にROEの急上昇は、主に日本製鉄、商船三井、住友商事、ENEOS-HD、JFE-HD、出光興産の利益大幅改善による

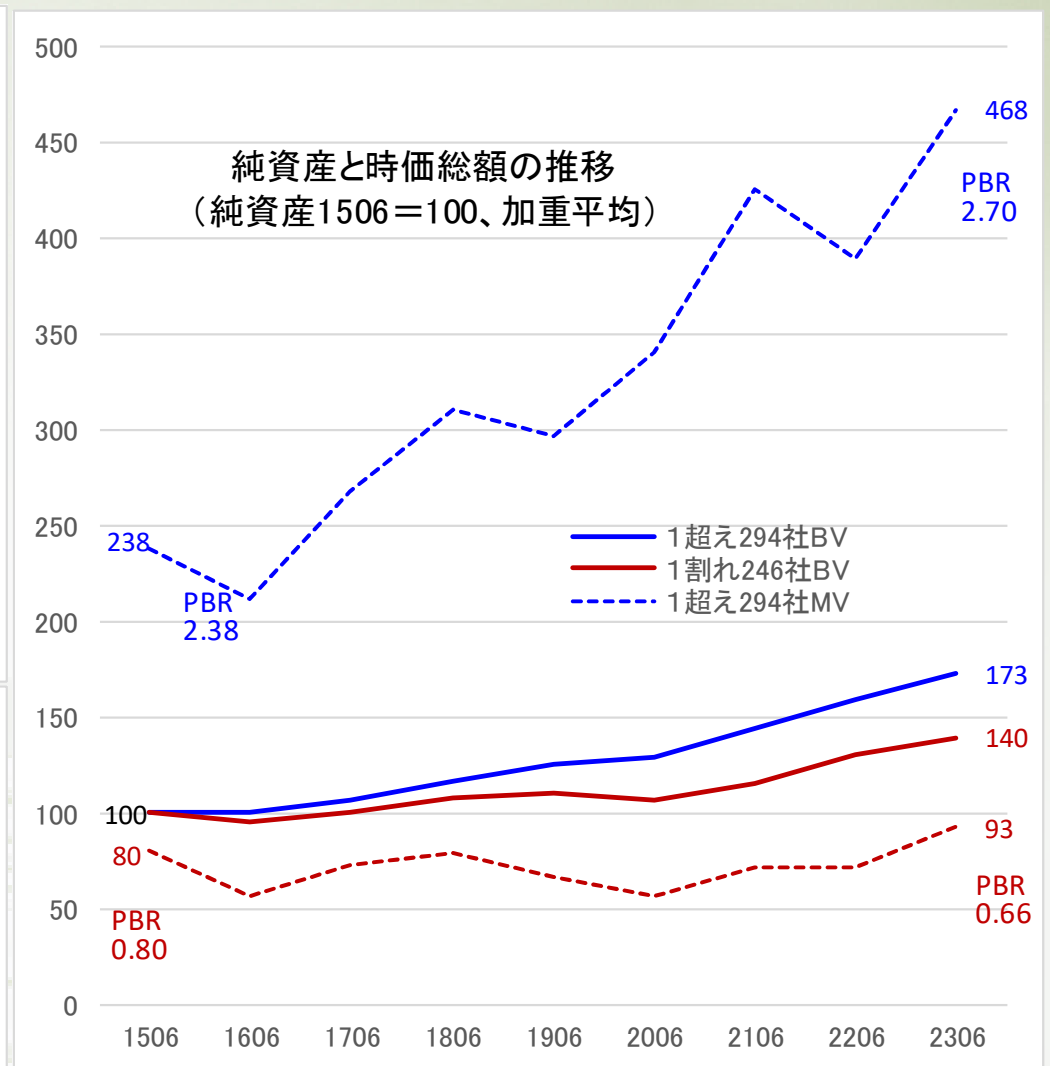
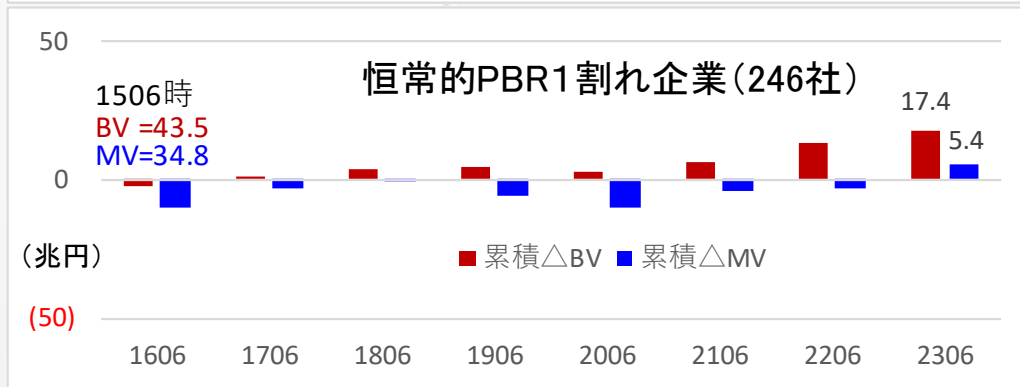
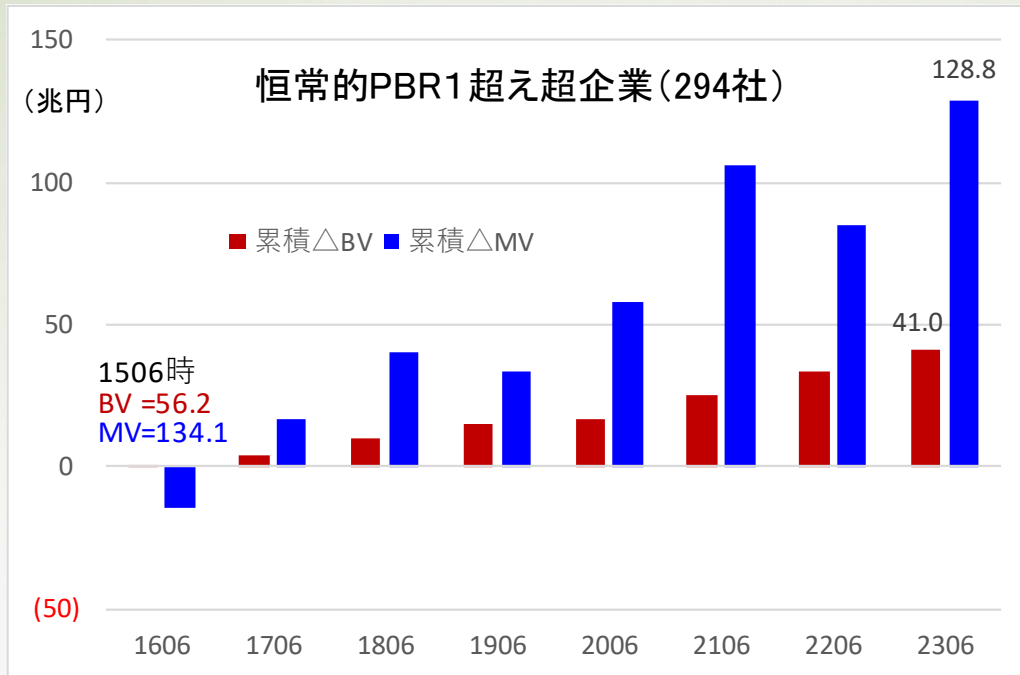
税引き後事業利益率の推移



(注1) 事業利益率は、「純利益－受取配当・利息×(1－負担税率)」を、「(自己資本＋有利子負債－金融資産)の期首・期末平均」で除して計算

(注2) 恒常的1割れ企業の2203期と2303期に事業利益率の急上昇は、主に日本製鉄、商船三井、住友商事、ENEOS-HD、JFE-HD、出光興産の利益大幅改善による

企業規模と株式時価総額の拡大



(注) 正確にはBV=純資産は自己資本、MV=時価総額は株価×自己株式除く発行済株式数。△は増分を表す

企業統治改革期間の市場付加価値

恒常的PBR1超え企業294社(集計)				(金額:兆円)		(%)	
201503				202303		年成長率	
事業資産 44.5	有利子負債 25.2	内部留保: 31.2	45.3 11.5	事業資産 75.7	有利子負債 36.7	事業資産 6.9%	投下資金 6.4%
金融資産 36.9	自己資本 56.2	(差額) 21.3 41.0		金融資産 58.3	自己資本 97.2		自己資本 7.1%
	付加価値 77.9	87.8		付加価値 165.6			付加価値 9.9%
	PBR 2.38	(差額) 0.32		PBR 2.70			時価総額 8.8%

恒常的PBR1割れ企業246社(集計)				(金額:兆円)		(%)	
201503				202303		年成長率	
事業資産 55.6	有利子負債 31.4	内部留保: 22.3	15.8 4.9	事業資産 77.9	有利子負債 36.3	事業資産 4.3%	投下資金 3.3%
金融資産 19.3	自己資本 43.5	(差額) -0.1 17.4		金融資産 19.3	自己資本 60.8		自己資本 4.3%
	付加価値 -8.7	-11.9		付加価値 -20.6			付加価値 -
	PBR 0.80	(差額) -0.14		PBR 0.66			時価総額 1.8%

(注1) 時価総額と付加価値は期末直後の6月末の株価で計算

(注2) 内部留保は2016.3期から2023.3期までの「純利益－配当総額」の累計金額

企業統治改革期間の価値創造（まとめ）

- 1 超え企業も 1 割れ企業も資金調達構成と資産構成は安定
- 1 超え企業の事業利益率は15%程度と高位安定
- 1 超え企業は、規模が年率7%程度で成長し、時価総額は9%付加価値は10%増加して、PBRは+13%上昇
- 1 超え企業は金融資産を多く抱えたまま、もっと事業資産投資に振り替えるか、株主還元を進めるべきではないか
- 1 割れ企業の事業利益率は5%程度と低位安定
- 1 割れ企業は、低利益率のまま年率4%程度の成長をして時価総額は2%増も、価値毀損額が拡大しPBRは▲25%低下
- 1 割れ企業は、金融資産も少なく利益率改善が取りうる最も重要な経営戦略ではないか

Ⅲ. 企業統治指標と 市場付加価値およびPBRの関係

<主な結果>

- 取締役の人数が少ないほどPBRは高い
- 独立社外取締役比率が高いほどPBRは高い
- 外国人持株比率30%超えで明らかな高PBR

.....

- 業績予想数とPBRの間には極めて高い相関

分析対象、時点、3種類の平均PBR

- 対象は原則として、金融4業種・郵政・経過措置企業除くプライム企業1,428社
- PBRは2022年第4四半期（9～12月末の4時点の単純平均）
- 加重平均PBRは純資産額をウエイトとした平均値（該当クラス内企業の時価総額合計を純資産合計で除した値に一致）
- 業種水準調整後PBRとは企業のPBRからその企業が属す業種分類のPBR中央値を差し引いたもの
- 対象全社の加重平均PBRは1.27、単純平均PBRは1.89、業種水準調整後の単純平均PBRは0.58
- 相関関係の確認であって必ずしも因果関係を意味しない

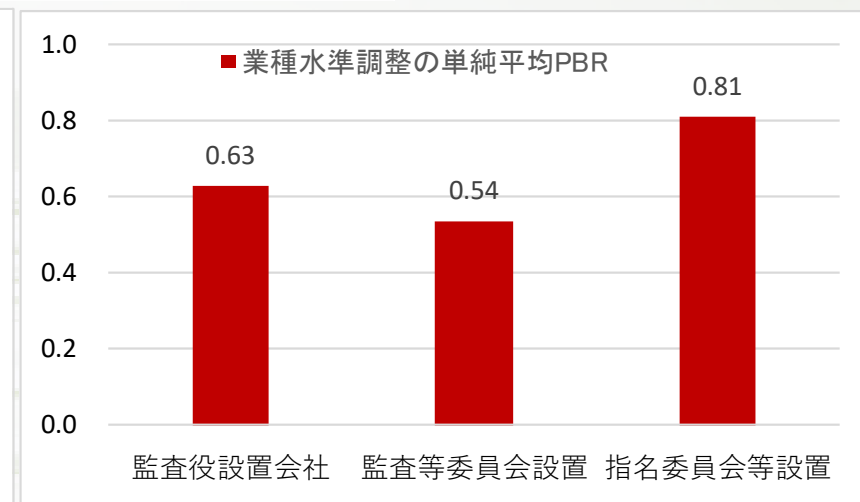
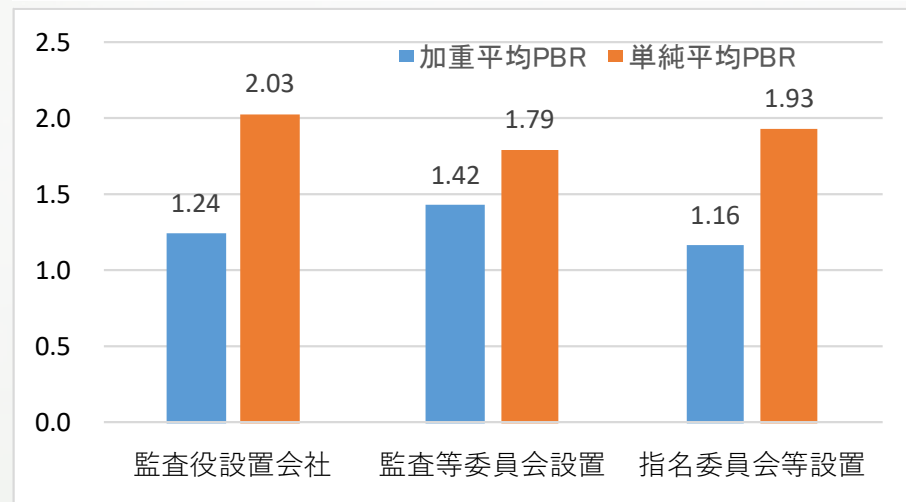
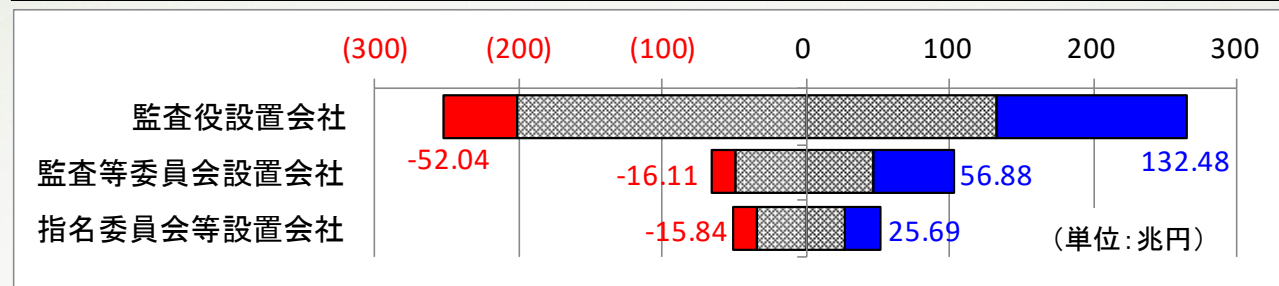
この後のスライドにおけるクラス分け方法等の詳細は拙著[2023.04.07]を参照のこと

企業統治形態とPBR水準

企業統治形態	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
監査役設置会社	847	445	200,386	-52,040	402	132,547	132,481	80,441	1.24
監査等委員会設置	529	224	49,576	-16,107	305	46,448	56,875	40,769	1.42
指名委員会等設置	52	22	34,408	-15,839	30	26,996	25,686	9,847	1.16
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

業種水準を調整すると、指名委員会設置会社のPBRが最も高い。

なお、指名委員会等設置で日産自動車、本田技研、東京電力HDを除くと加重平均PBRは1.56に上昇



[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

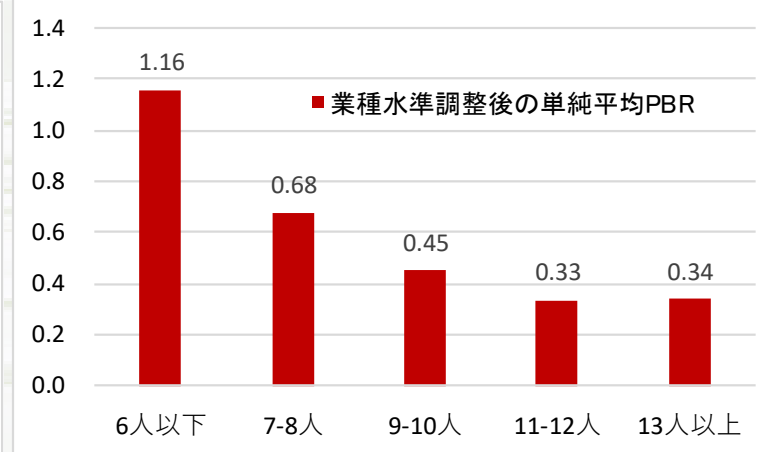
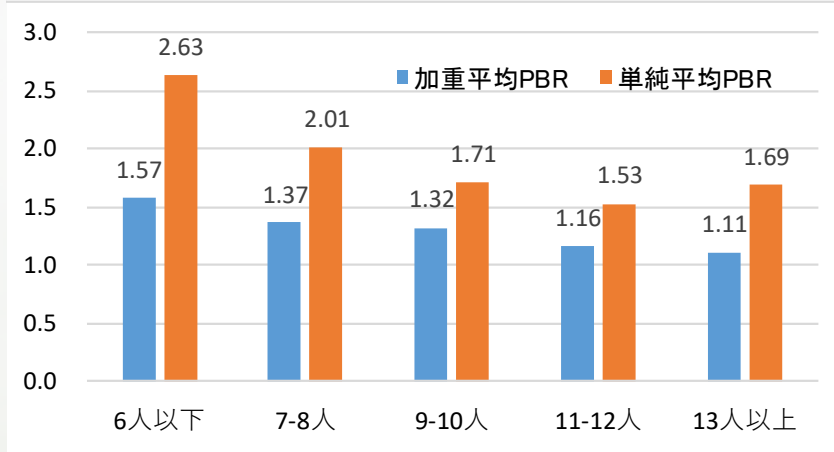
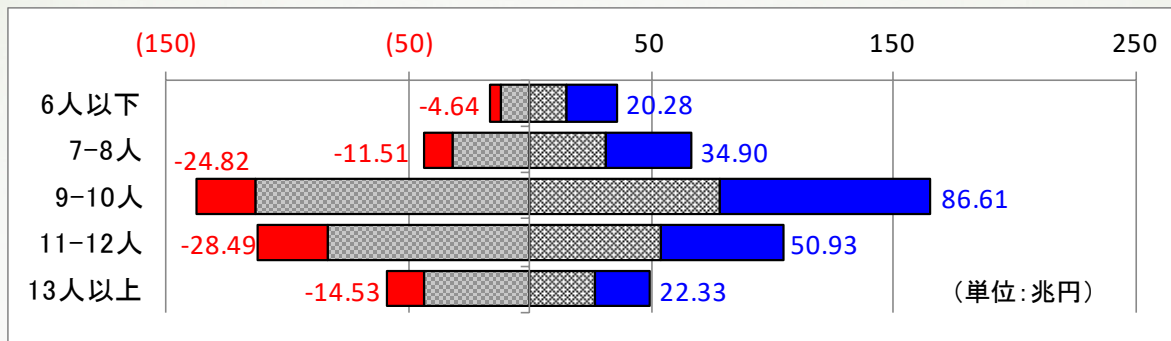
取締役人数とPBR水準

取締役人数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
6人以下	216	86	12,004	-4,644	130	15,312	20,276	15,632	1.57
7-8人	349	160	32,177	-11,508	189	31,835	34,901	23,393	1.37
9-10人	475	241	112,691	-24,816	234	78,377	86,605	61,789	1.32
11-12人	265	150	83,584	-28,486	115	53,634	50,927	22,441	1.16
13人以上	123	54	43,914	-14,531	69	26,833	22,332	7,801	1.11
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

加重平均でも単純平均でも取締役は少ないほどPBRが高い傾向があり、

業種水準調整をするとその傾向はより鮮明になる。

なお、独立取締役人数でクラス分けすると、無相関に見える関係になる

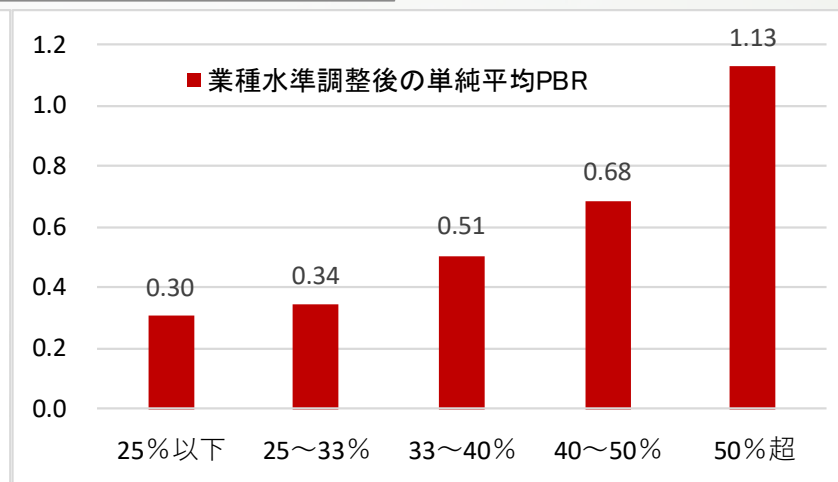
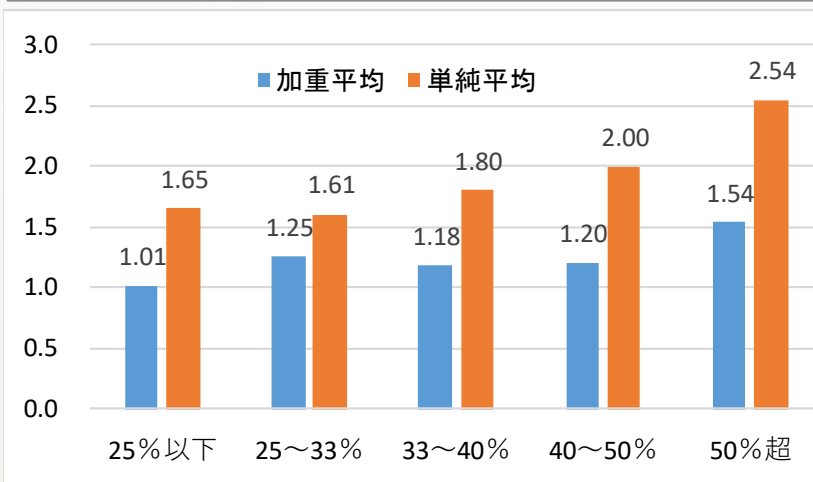
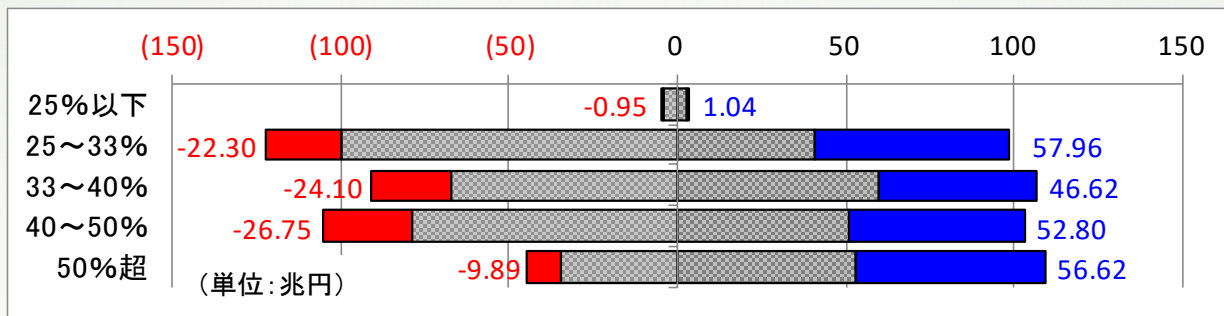


[出所] FactSetおよびQuickのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

独立社外取締役比率とPBR水準

独立社外取締役比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
25%以下	42	28	3,936	-952	14	2,561	1,043	91	1.01
25~33%	435	239	99,814	-22,295	196	40,400	57,960	35,665	1.25
33~40%	398	201	67,203	-24,097	197	59,849	46,619	22,522	1.18
40~50%	353	158	78,781	-26,746	195	50,550	52,804	26,058	1.20
50%超	200	65	34,635	-9,895	135	52,632	56,616	46,721	1.54
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

加重平均では相関性弱く、単純平均では独立社外取締役比率が高いほどPBRが高い傾向がある。業種水準を調整するとその傾向は鮮明になる。

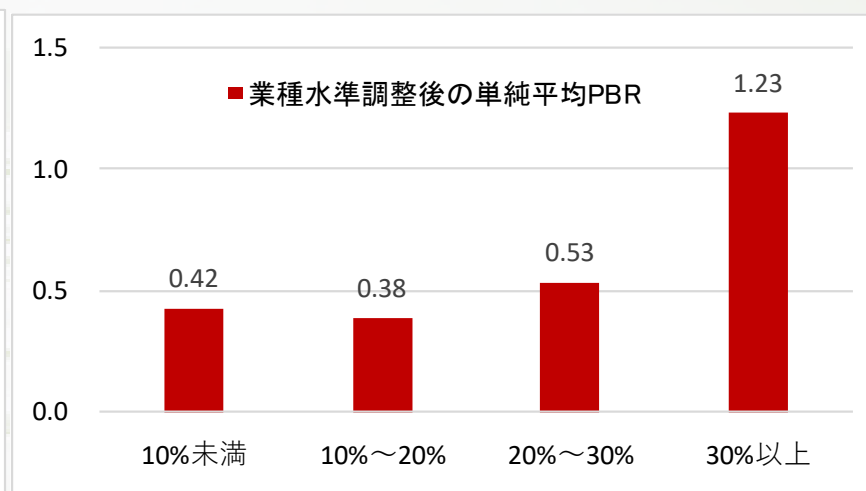
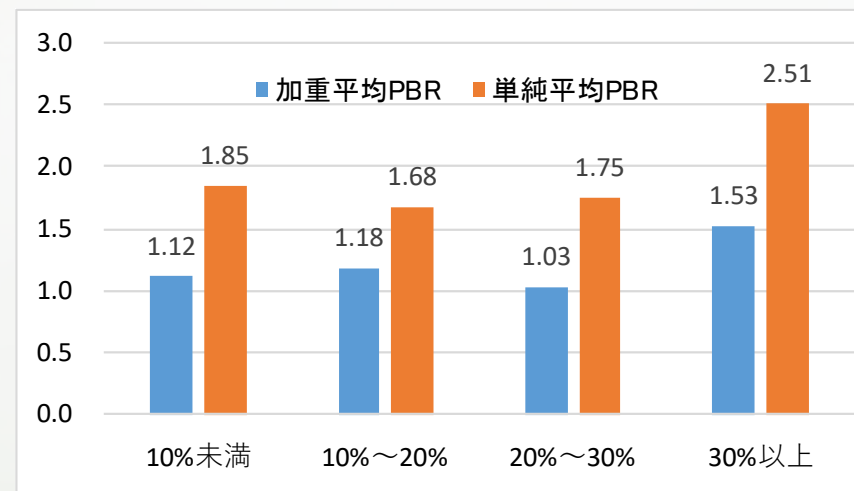
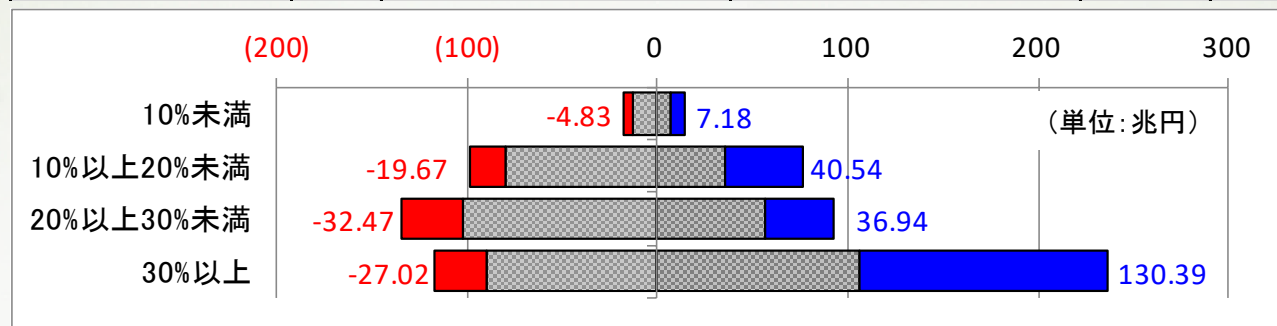


外国人持株比率とPBR水準

外国人持株比率	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
10%未満	367	171	12,821	-4,832	196	7,399	7,177	2,344	1.12
10%以上20%未満	467	263	79,115	-19,667	204	36,134	40,535	20,868	1.18
20%以上30%未満	340	186	102,241	-32,466	154	56,333	36,938	4,473	1.03
30%以上	254	71	90,192	-27,020	183	106,124	130,391	103,371	1.53
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

外国人持株比率は20%を区切りにして、高いほどPBR水準も高くなる。

特に「30%以上」の場合は顕著にPBRが高い

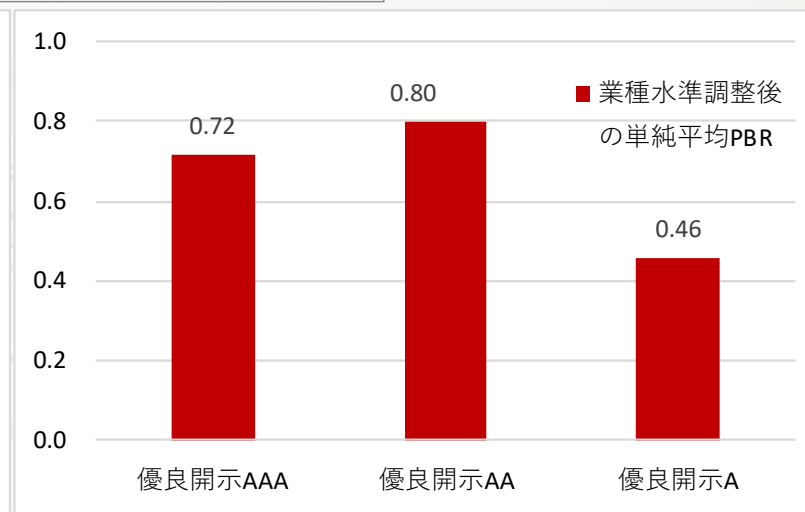
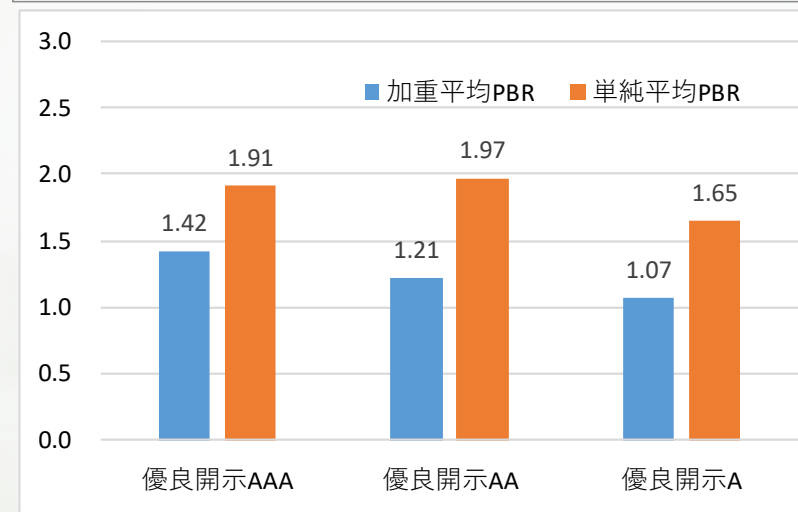
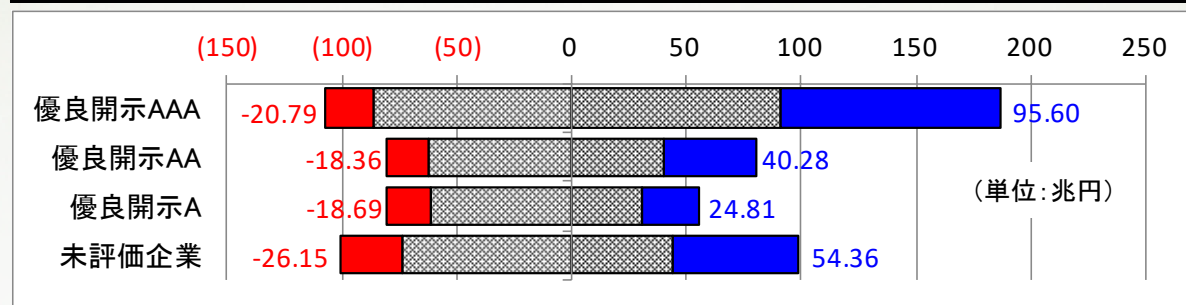


アナリスト優良開示評価とPBR水準

アナリスト優良開示	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
優良開示AAA	92	32	86,245	-20,792	60	90,799	95,597	74,805	1.42
優良開示AA	93	39	62,321	-18,359	54	40,174	40,282	21,923	1.21
優良開示A	91	45	61,622	-18,687	46	30,796	24,805	6,119	1.07
開示評価企業計	276	116	210,188	-57,837	160	161,770	160,684	102,846	1.28
未評価企業	1,152	575	74,181	-26,148	577	44,221	54,358	28,210	1.24
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

「証券アナリストによる
ディスクロージャー優良
企業選定2022」に基づく
クラス分け(クラス分けの
定義は拙著参照)。

評価上位の92+93社は
他の企業よりPBRが高い
といえそうである。



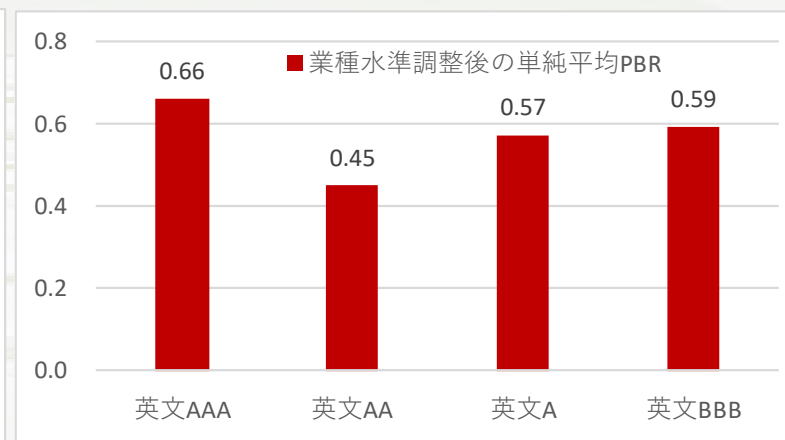
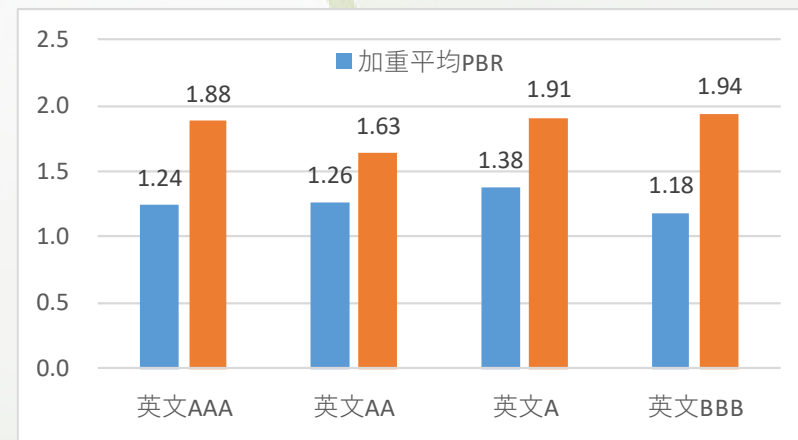
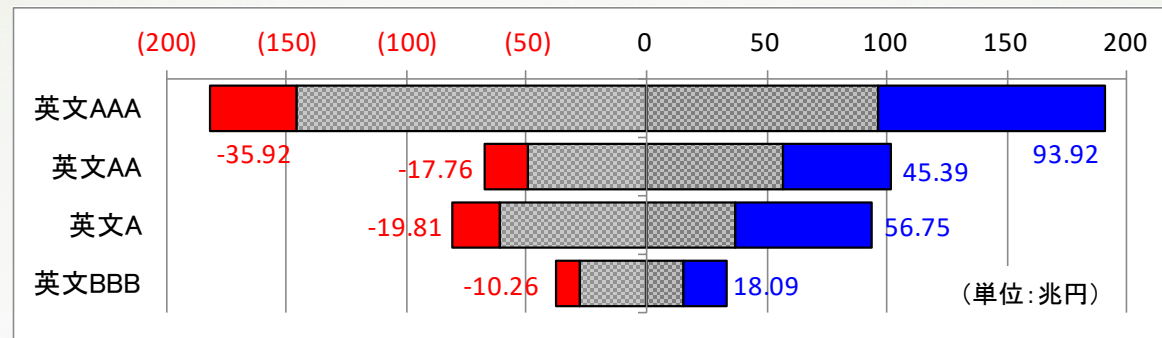
[出所] 日本証券アナリスト協会およびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

英文情報開示とPBR水準

英文開示	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
英文AAA	137	65	145,650	-35,922	72	96,609	93,923	58,001	1.24
英文AA	197	86	49,499	-17,757	111	56,660	45,388	27,631	1.26
英文A	518	247	60,927	-19,808	271	37,086	56,751	36,943	1.38
英文BBB	558	286	27,652	-10,262	272	15,218	18,091	7,829	1.18
英文開示有り計	1,410	684	283,728	-83,748	726	205,574	214,152	130,404	1.27
開示なし/非該当	18	7	642	-237	11	417	890	653	1.62
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

東証HPから取得した英文情報開示の充実度に基づくクラス分け(クラス分けの定義は拙著参照)。

英文情報開示の充実度とPBR水準との間に傾向は見られないようだ。



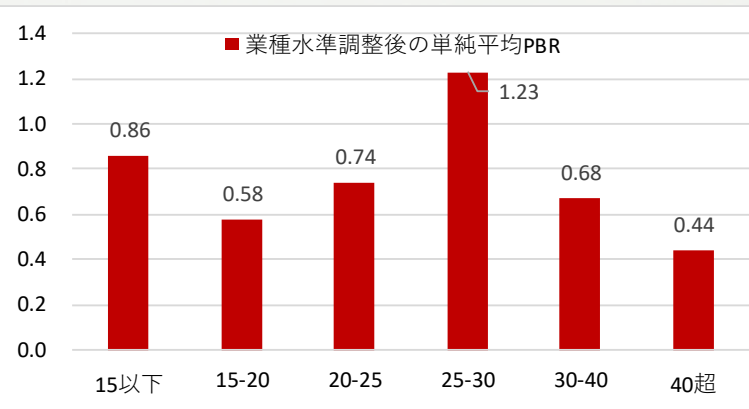
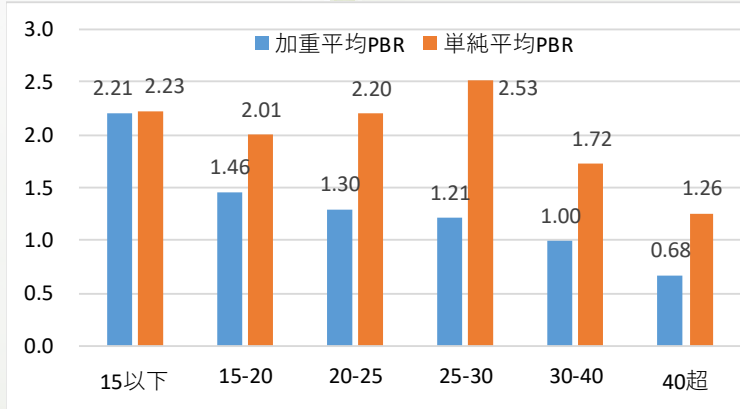
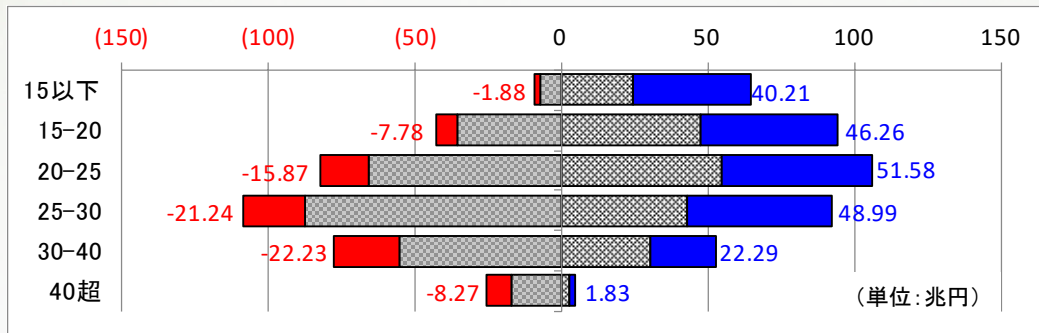
ESG指標とPBR水準(1)

サステナリティクス ESGスコア	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
15以下	54	21	7,474	-1,881	33	24,082	40,210	38,329	2.21
15-20	154	54	35,191	-7,775	100	47,649	46,263	38,488	1.46
20-25	187	80	65,980	-15,872	107	54,369	51,576	35,704	1.30
25-30	207	78	87,400	-21,235	129	42,997	48,993	27,758	1.21
30-40	244	128	55,255	-22,233	116	30,033	22,293	60	1.00
40超	77	54	17,172	-8,274	23	2,684	1,829	-6,444	0.68
スコア有り小計	923	415	268,471	-77,270	508	201,813	211,165	133,895	1.28
データ無し	505	276	15,898	-6,715	229	4,178	3,877	-2,838	0.86
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

【サステナリティクスESGスコア】
スコアが高いほどESGへのリスク対応ができていないことを表す指標。

10以下 = Negligible、
40以上はSevere。

加重平均で見ると低リスクほど高PBRになっているが、単純平均で見ると傾向は消滅



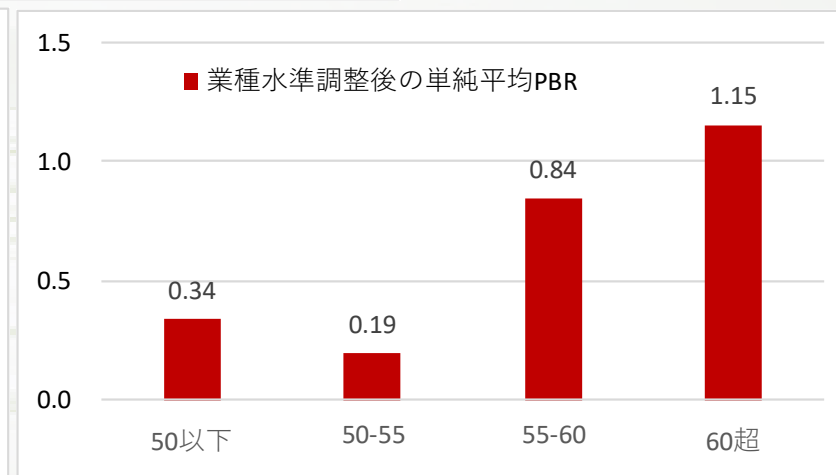
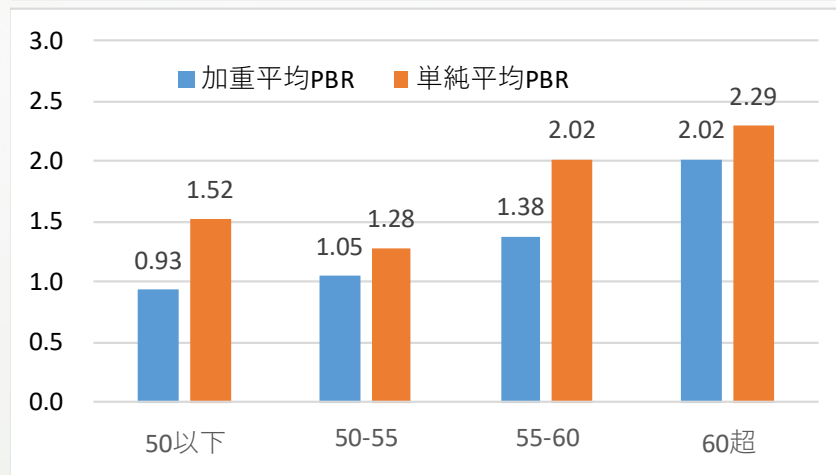
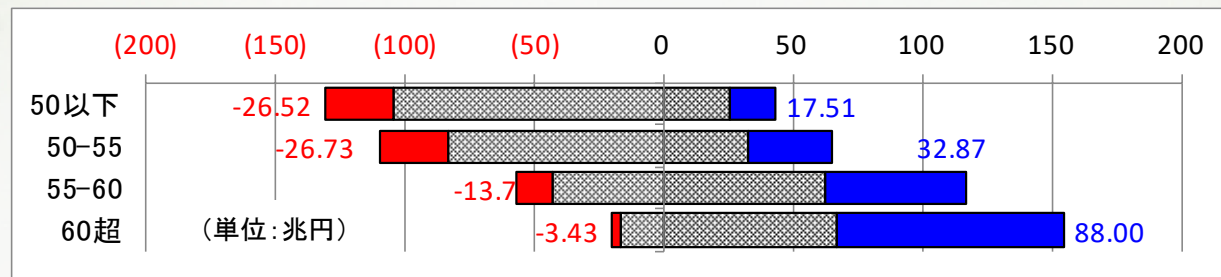
【出所】 東証、QUICK、FactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

ESG指標とPBR水準(2)

アラベスク ESGスコア	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
50以下	141	80	104,029	-26,519	61	25,296	17,509	-9,011	0.93
50-55	121	79	83,128	-26,733	42	32,461	32,874	6,141	1.05
55-60	113	44	43,247	-13,731	69	62,583	53,746	40,016	1.38
60超	106	21	16,412	-3,429	85	66,572	88,002	84,573	2.02
スコア有り小計	481	224	246,815	-70,412	257	186,912	192,131	121,719	1.28
データ無し	947	467	37,554	-13,573	480	19,079	22,911	9,338	1.16
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

【アラベスクESGスコア】
事業活動で財務的に
重要なESG課題について
企業のパフォーマンスを
評価した指標。
平均スコアは50。

高スコアほど高PBRの傾向
がありそう



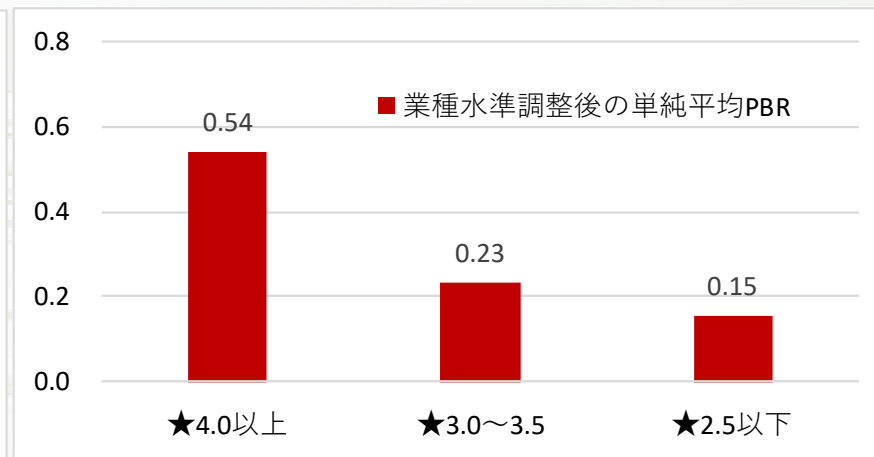
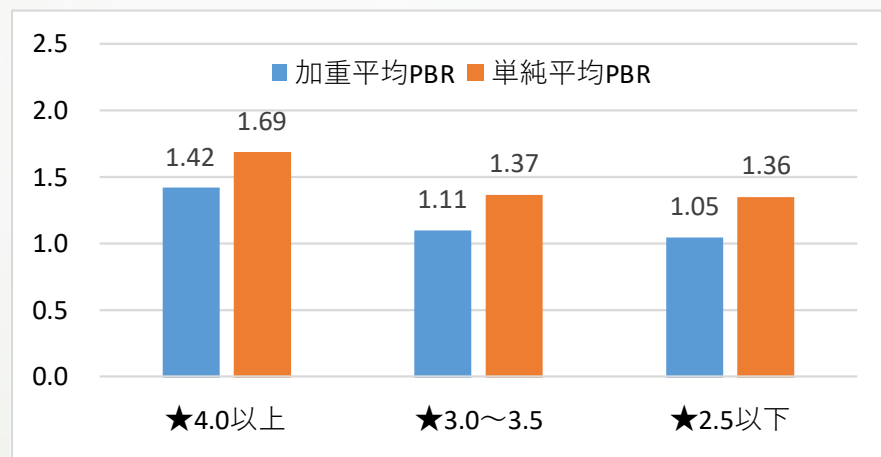
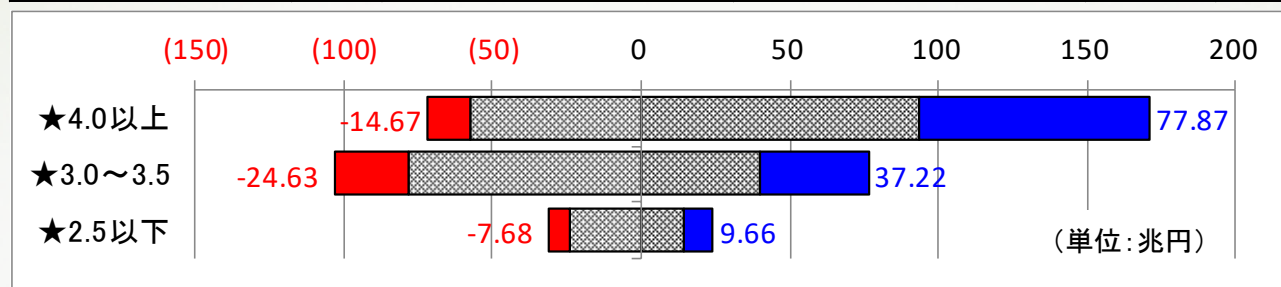
[出所] 東証、QUICK、FactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

経営力指標とPBR水準

経営力	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加価値額	PBR倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
★4.0以上	102	37	57,332	-14,669	65	93,277	77,873	63,204	1.42
★3.0~3.5	228	129	78,291	-24,626	99	39,834	37,223	12,597	1.11
★2.5以下	211	123	23,643	-7,678	88	14,597	9,661	1,983	1.05
評価あり小計	541	289	159,266	-46,973	252	147,708	124,756	77,784	1.25
未評価	887	402	125,104	-37,013	485	58,283	90,285	53,273	1.29
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27

日経グループによる企業経営力 (Smart Work経営) 評価の調査。人材活用力、イノベーション力、市場開拓力を柱とした総合評価。★1.0から★5.0までの0.5刻みの格付けを付与。

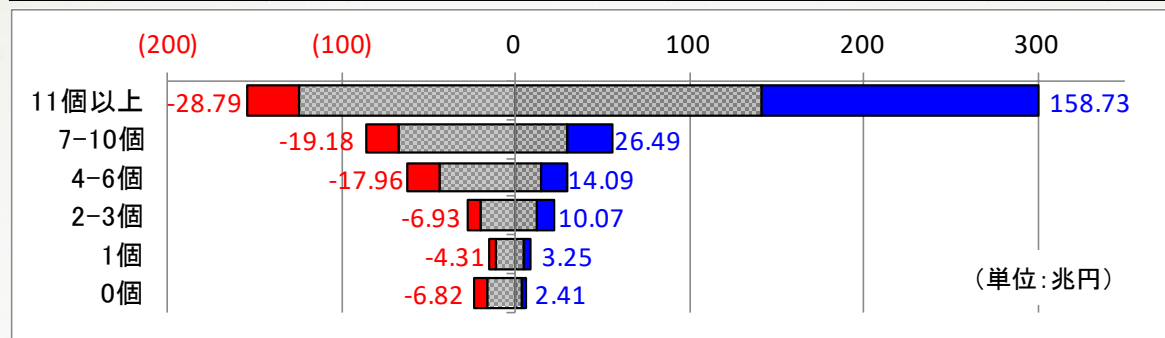
評価対象企業の中では、高評価ほどPBRが高い



[出所] QUICKおよびFactSetのデータより筆者が計算。2022年第4四半期、表の金額は10億円

アナリストカバレッジとPBR水準

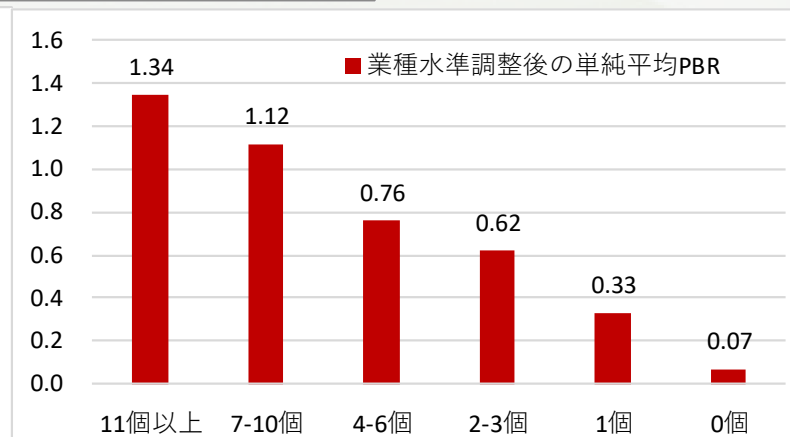
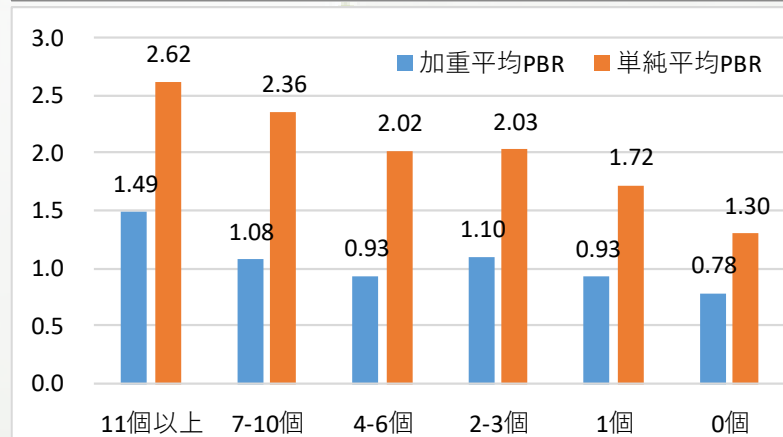
業績予想数	社数	価値毀損企業			価値付加企業			付加 価値額	PBR 倍率
		社数	純資産	毀損額	社数	純資産	付加額		
11個以上	153	34	124,680	-28,791	119	141,725	158,730	129,940	1.49
7-10個	150	63	67,206	-19,182	87	29,270	26,487	7,305	1.08
4-6個	209	98	44,015	-17,956	111	14,944	14,093	-3,862	0.93
2-3個	311	142	20,514	-6,930	169	11,788	10,072	3,143	1.10
1個	240	120	11,037	-4,311	120	4,768	3,253	-1,057	0.93
0個	365	234	16,918	-6,816	131	3,495	2,405	-4,411	0.78
総計除く金融等	1,428	691	284,370	-83,985	737	205,991	215,042	131,057	1.27



証券会社は運用会社の関心が高い企業のアナリストレポート(業績予想)を作成する。業績予想数は企業と運用会社の接触量の代理変数と見なせる。

業績予想数 \approx 対話の多さ、
と考えると、

対話が多いほどPBRが高いのか
PBRが高いから対話が多いのか



IV. 東証の市場再編

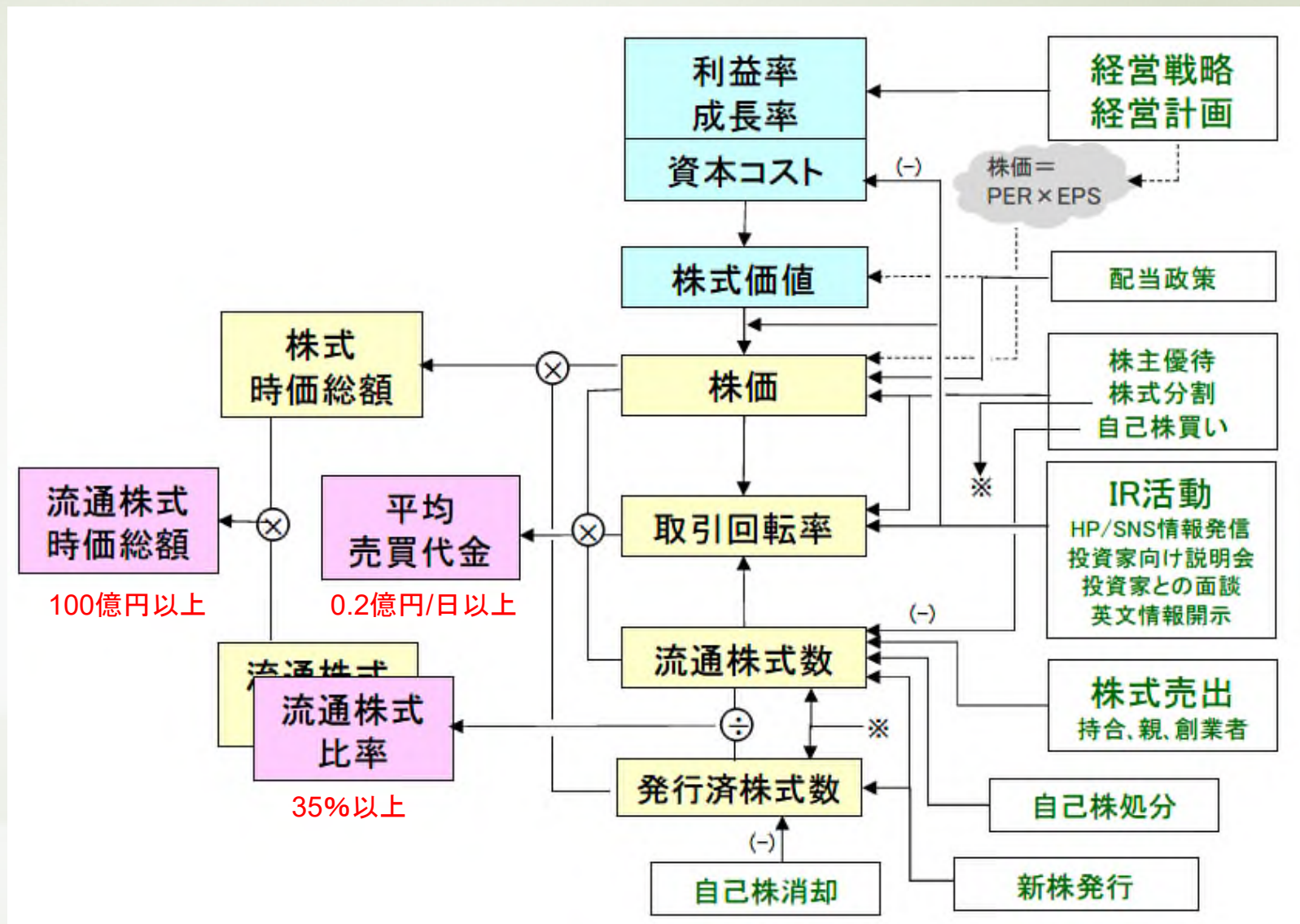
<概要>

- 運用業界の関心外で行われた壮大な実験
企業が本気で対応すれば株価は上がるのか
- 結果は「やればできるじゃないか」

東証再編～上場維持基準と経過措置

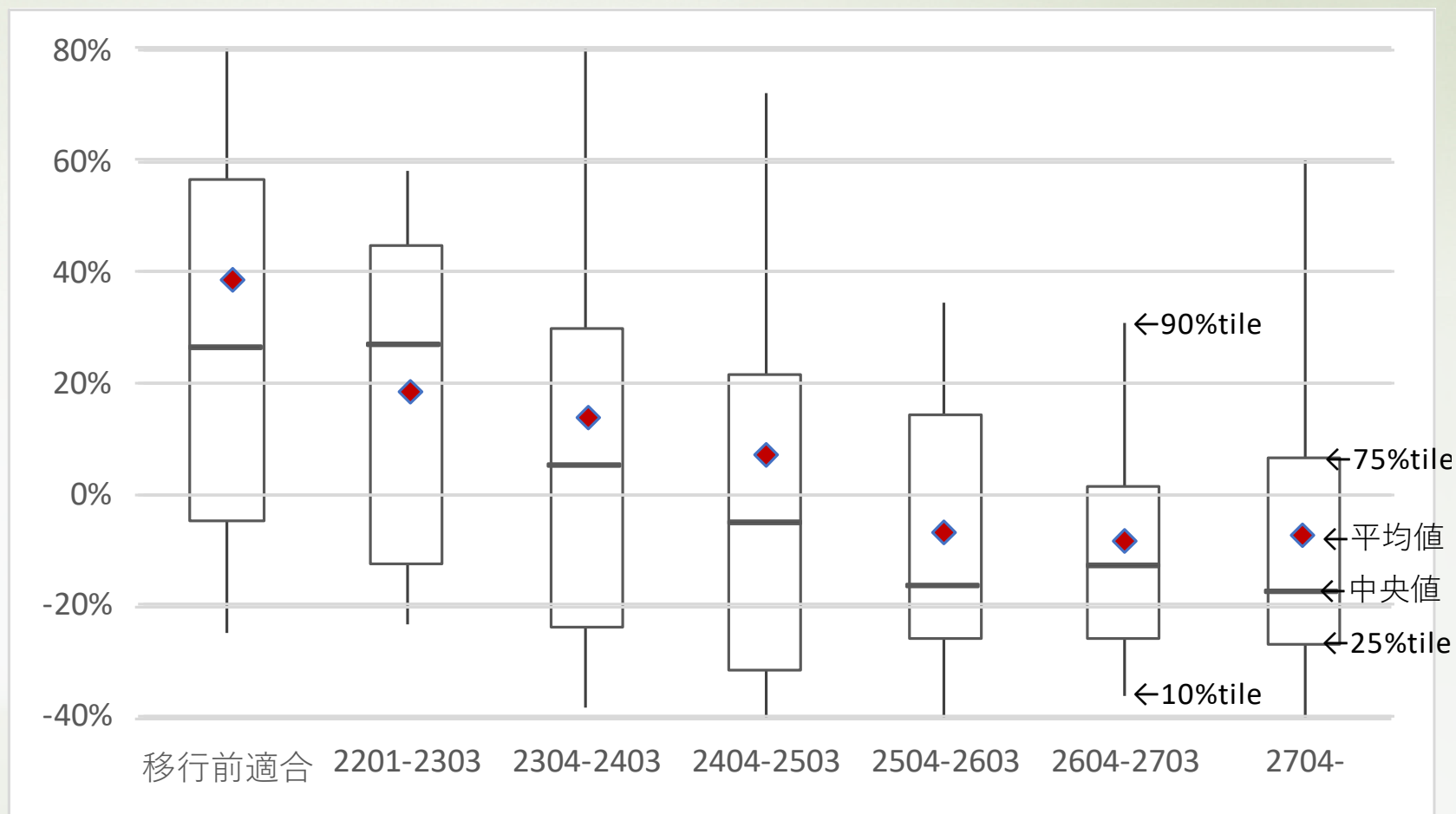
- 2022年4月に市場再編実施（Prime, Standard, Growthへ）
- 2021年6月時において、流通株式時価総額、流通株式比率、平均売買代金などで基準に未適合の場合、適合計画書と目標期限を提示すれば、「当面の間」、上場を認める
- 目標期限でも適合未達の場合、期限の先延ばしOK
- 「当面の間」は「無期限」とほぼ同義か？
- 経過措置企業は真剣対応企業とそうでない企業に分化？
⇒流通株式時価総額の向上で明暗
- 本年1月に「当面の間」は「2025年3月1日以降の最初の決算期まで」とし4月1日からの施行を決定⇒経過措置企業は未適合のままなら上場廃止へ（プライム企業は9月末までに申請すればスタンダードへ移行可）

よく練られていた上場維持基準指標



東証再編～やればできるじゃないか

流通株式時価総額の改善状況(2022年12月末迄の18か月)



(注) 計画期間変更企業と新規のFMV未適合企業は除く

【出所】 拙著[2023.1.26]、図表11

社長がその気になれば企業価値は上がる

高千穂交易：2021.6の流通株式時価総額64.3億円が1年半後には121.5億円



い・たかのぶ 1994年愛知工業大卒、高千穂交易入社。2015年執行役員、18年から現職。IT機器販売や導入支援に注力

2022年4月の東京証券取引所の市場再編を会社変革の好機と捉えた。当社は00年に旧ジャスタックに上場し05年に旧東証1部に移ったが大きくは成長できず、ぬるま湯につかっていった。だがプライム市場で上場基準を満たすには、株価を約1・5倍に引き上げなければならぬ。今までと違う大きな覚悟を持って改革に取り組んだ。

当社は監視システムなどを扱う商社で、主に海外企業から販売権を取得して商品を輸入・販売している。プライム上場企業であることは仕入れ先の信頼を得るのに欠かせない。優秀なエンジニアなど人材を獲得するうえでも重要だ。

一番の課題は資本効率の改善だった。従来は売上高や利益ばかりを重視していた。そこで自己資本利益率（ROE）が3年平均で上場企業の目安である8%を達成するまで配当性を100%にすると決めた。各

社員に株主目線の意識を

事業部門には投下資本利益率（ROIC）の目標を設定し管理するようにした。

トップが改革を訴えても、社員の意識や実際の取り組みが伴わなければ成功しない。社員の給与を実績を重視した体系に変え、うえで年収水準を上げた。社員が株主目線を意識できるよう、従業員持ち株会の自社株購入時の補助も拠出額の10%から50%に高めた。社員には「もう一度上場する気持ちで改革に取り組もう」と呼びかけた。

投資家向け広報（IR）の専任者を置き、機関投資家との面談は年間約50件と以前の2倍に増やした。株価は上昇し、21年6月時点で未達だった流通株式時価総額100億円などの基準をクリアできた。

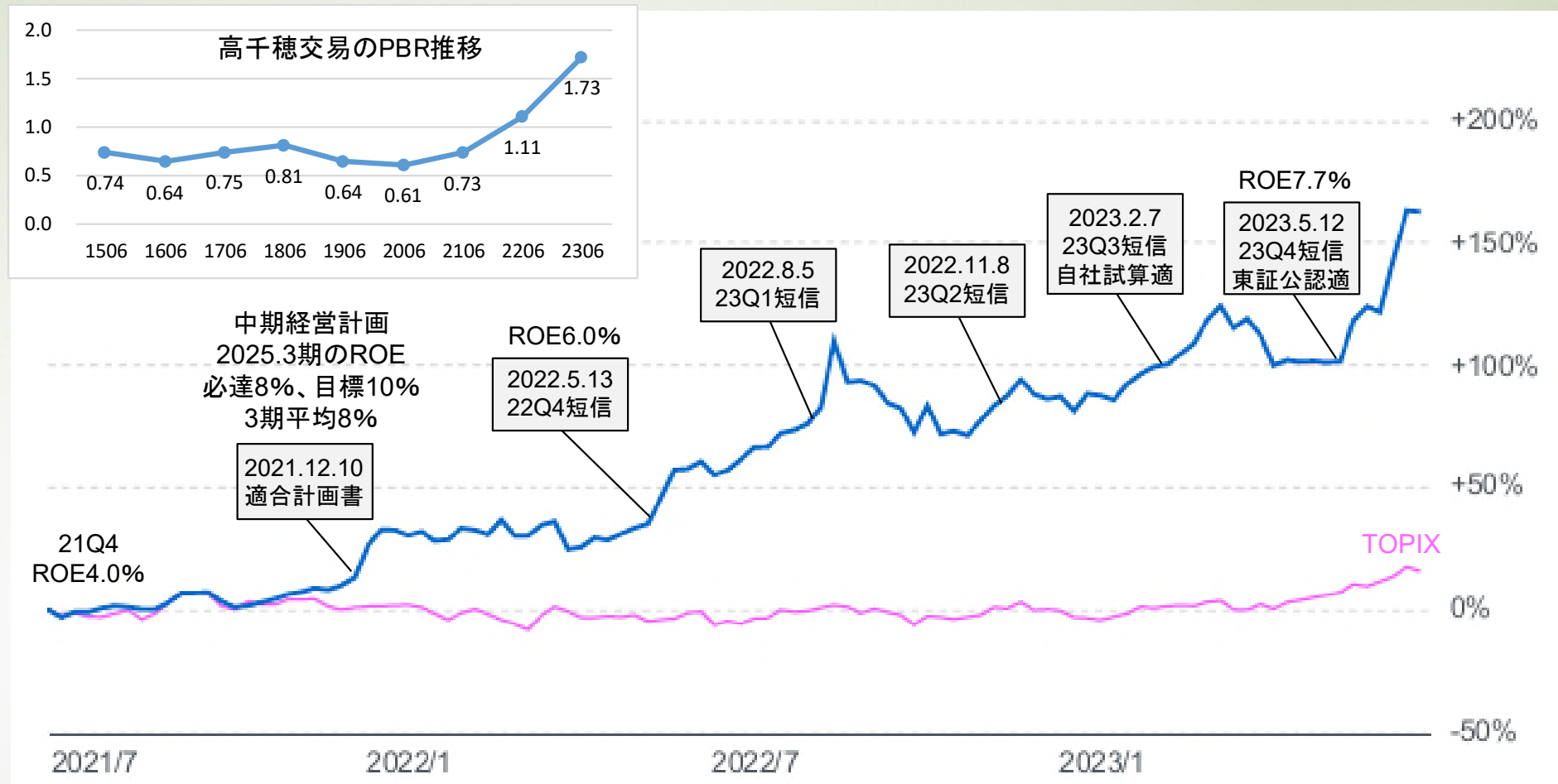
基準達成はゴールではない。東証は海外市場との競争を意識しており、企業に求める時価総額やコーポレートガバナンスなどの水準はさらに厳しくなっていくはずだ。企業価値向上の取り組みを続けていく。

M&A（合併・買収）など投資の意思決定が遅れていることや、負債を十分に活用できていないことは今後の課題だ。投資家には四半期などの短期ではなく、中長期の目線で株式を保有してもらいたい。

（聞き手は企業財務エディター 森国司）

【出所】 日本経済新聞記事、「東証改革」魂を入れるには、2023年4月3日朝刊

高千穂交易、計画書好感、着実な実績



中期経営計画の着実な実行:

事業戦略: セグメント変更、KPI設定と進捗、組織変更とプロジェクト活動

人材投資の強化: 従業員持株会奨励制度の拡充

資本政策: ROE3期平均8%を達成するまで配当性向100%

ガバナンス改革: 投資委員会の設置、役員報酬のKPIにROEを設定、専任担当者置きIR活動強化

アニマル・スピリット

V. さあ積極精神について語ろう

<概要>

- 投資家の見方
- 企業の言い分
- 取引所の言い分

投資家の見方

- 『PBRという言葉を知らない社長は結構いる』（有識者発言、2022年）
- 業界研究会に参加して「世界をリードする高質なESG開示」を極めた方式を開発。しかし社長に説明しても全く響かず自社ではトップダウン推進に至っていない（2022年半ばに勉強会で聞いた話）
- 『資本コストどころかROICと言っただけで頭がパンクして話が進まない社長が多い。北風ではなく南風対応が有効』（コンサル発言、2023年春）
- 日本をよく知る海外投資家によると『経営改革は誰がやるのか』と問うと『次の若手が』と応える経営者が多い
（日経朝刊、「スクランブル」、2023.7.13）
- 資産運用業界重鎮の嘆き（2023年6月）
『この時期、退任した社長からの挨拶状がたくさん届くが、ほとんどが「社長在任期間中は大過なくすごすことが出来、この度、退任となりました」とある。上場企業の社長が「大過なく」は無いだらうと呆れてしまう』

企業と取引所の言い分

- 『トップにはどんな人物がふさわしいのか』と問われて、
『ズバリ株価を上げる人。株価を上げようと思うと猛烈に働く必要がある。新製品をどんどん出す。営業も英語も投資家向け広報もできる。そういうのを合わせて株価が上がる』（ニデック永守重信CEO、日経朝刊、2023.7.23）
- PBR1倍割れ企業への改善計画の開示を強く要請する方針決定について、
『東証関係者はこう真意を明かす。「国内機関投資家が本来やるべきことをやらないから、東証がここまで踏み込まざるをえない」』（日経夕刊、「十字路」、2023.3.8）
- 『対話をすれば株価は上がる』
～経営者は「株価は市場任せ」ではなく積極IRで株価向上の努力を～
(日本取引所グループ 山道裕己CEO、日経ビジネス、2023.8.7号)

引用元資料/参考資料

- 拙著[2018.07.04]：「企業統治ダブルコードの核心～資本コストの意味と活用」、証券経済研究所、トピックス
- 拙著[2022.01.31]：「東証再編－未適合プライム企業の適合計画書の概要と計画改善のためのフレームワーク」、証券経済研究所、トピックス
- 拙著[2022.12]：「日本企業の価値向上はなぜ進まないのか～成長じゃない、利益率だよ」、証券経済研究所、証券レビュー2022年12月号
- 拙著[2023.01.26]：「東証再編－プライム基準未適合企業の通信簿2212」、証券経済研究所、トピックス
- 拙著[2023.04.07]：「図表で見る日本企業の価値創造（2021-2022年）」、証券経済研究所、トピックス
- 拙著[2023.8]：「市場付加価値指標としてのPBRへの理解を深める～東証要請の資本コスト経営実現に向けて」、証券経済研究所、証券レビュー2023年8月号

本講演資料に関するご意見・ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします