

「PBR 1 倍超」経営の実現に向けた課題と方策



佐藤悠一



渡邊健太



坂尻雄飛



松田和泉

CONTENTS

- I 「PBR 1 倍割れ問題」の経緯と企業・投資家のアクション
- II PBRの本質
- III 「PBR 1 倍超」経営の実現に向けて

要約

- 1 企業価値向上は重要な経営課題である。東京証券取引所は、上場企業の約半数のPBRが1倍未満である実態を受けて、2023年1月に要請を出した。その内容は、とりわけ継続的にPBRが1倍未満の上場企業に対して、資本収益性の改善に向けた方針や取り組み、その進捗状況の開示を求めるものである。
- 2 この「PBR 1 倍割れ問題」に対する企業・投資家の関心は高く、PBR改善に向けた施策の公表や株主提案、また短期的に自社株買いなどを予定する企業が現れている。
- 3 しかし、持続的なPBRの改善には、短期的な資本政策だけではなく、FCFの増加やROEの向上、株主資本コストの低減という本質的な取り組みが求められる。より具体的には、事業の「稼ぐ力」を直接示すROIC、ROICと資本コストとの差を表すROICスプレッドやEVAといった指標の活用が有効となる。
- 4 「PBR 1 倍超」経営の実現には、「成長」と「稼ぐ力」の両輪からなる骨太な経営戦略を策定し、その実現に向けて組織や経営の仕組みを整えていくことが重要である。そして、戦略および組織や経営の仕組みの構築を併せた企業価値向上のストーリーを、投資家に対して分かりやすい形で提示する必要がある。
- 5 投資家との対話の充実に取り組む企業は多いが、依然として企業と投資家との間には認識のギャップが大きい。対話力向上のためには、管理部門や事業部門との横串機能を持つIR専任部門を経営トップ直轄組織として設置することが有効だろう。

I 「PBR 1 倍割れ問題」の経緯と 企業・投資家のアクション

1 政府および東証の 問題意識と要請

多くの日本企業にとって、企業価値の向上が重要な経営課題となっている。日本政府もこの課題を重要視しており、これまで日本企業の企業価値向上に向けた提言を多数発信してきた。経済産業省が公表した代表的な提言として、ROE（自己資本利益率）8%超の達成を企業に求めて注目を集めた2014年8月の「伊藤レポート」が挙げられる。その後も、同省は企業が情報開示や投資家との対話の質を高める必要があるとし、22年8月、企業が投資家に伝えるべき情報を「価値協創ガイドランス2.0」として体系的・統合的に整理している。

東京証券取引所（以下、東証）もまた、同取引所に上場する企業向けに提言を行ってきた。2015年6月に策定された「コーポレート

ガバナンス・コード」は、ステークホルダーの立場を踏まえ企業を適正に運営・発展させるための仕組みの実現に資する主要な原則を取りまとめており、資本効率を意識した経営について言及している。

こうした提言は、企業のみならず機関投資家に対しても行われてきた。金融庁は14年2月に機関投資家が取るべき行動原則をまとめた「スチュワードシップ・コード」を公表している。

東証は23年1月、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議を踏まえ、上場企業に対する「要請」として、これまでにない強いメッセージを打ち出した。これは、上場企業に対して自社の資本コストや資本収益性を意識した経営を促すだけでなく、今後は必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取り組み、その進捗状況の開示を求める、とするものである。特に、継続的にPBR（株価純資産倍率）が1倍を割り込んでいる企業に対しては、改善に向けた方針や具体的な取り組みな

表1 東証の要請事項の概要

要請事項	詳細
資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応	<p>プライム市場・スタンダード市場の全上場会社を対象に、できる限り速やかに、資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた、「現状分析（下記観点）」「計画策定・開示」「取り組みの実行」のサイクルの継続実施を要請</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 資本コストを上回る資本収益性を達成できているか ✓ 十分な市場評価を得られているか
株主との対話の推進と開示について	<p>プライム市場の全上場会社を対象に、主に下記の事項についてできる限り速やかに、アニュアルレポートや自社サイトなどでの開示を要請</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 対話の主な対応者、対話を行った株主の概要 ✓ 対話の主なテーマや株主の関心事項 ✓ 対話の事例（株主から気づきを得られた対話や株主の理解を得られた対話など） ✓ 対話後のアクション（経営陣へのフィードバックの実施状況や改善内容など）
建設的な対話に資する「エクスプレイン」のポイント・事例について	<p>コードの「コンプライ オア エクスプレイン」の原則を形骸化させないため、情報開示における下記のポイントや、具体的な好例・悪例を提示</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 「エクスプレイン」を行う原則について、実施していない内容を明確に示す ✓ 実施していない内容について、「現時点において実施しない理由」を説明する ✓ 今後コードを実施していく方針の場合、実施に向けた具体的な検討状況を説明する

出所) 東京証券取引所「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議資料」より作成

どの開示を「強く」要請する、としている。この要請に続いて、同年3月には具体的なガイドラインを発表し、上場企業がPBRを改善させるべく、積極的な取り組みの実施を促している（表1）。

2 日本企業のPBRの実態

本節では、東証が「要請」を出したことで注目を集めている日本企業のPBRの実態について概観する。

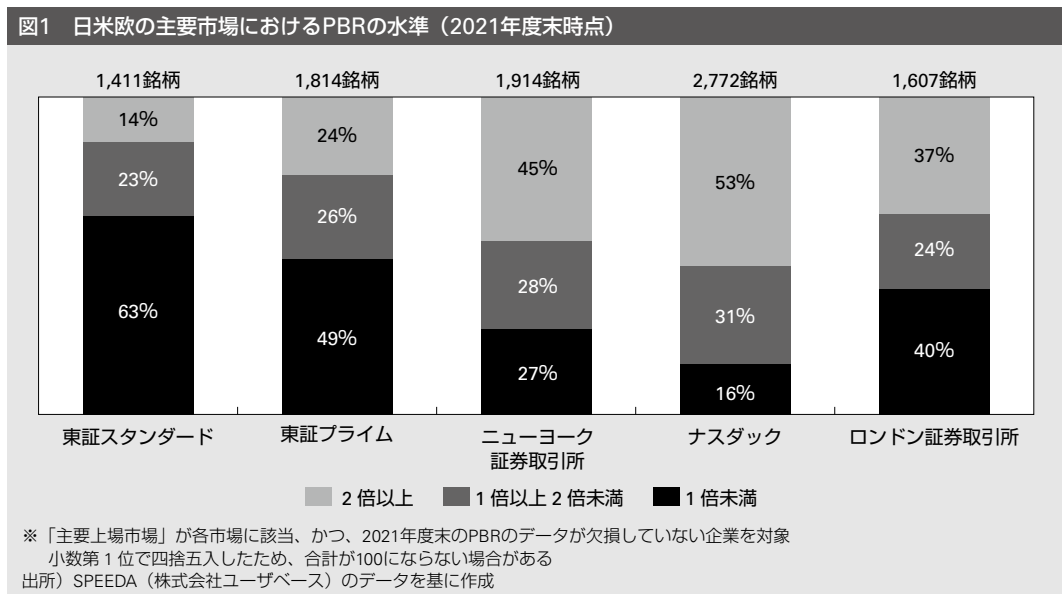
PBRとは、企業の時価総額が会計上の解散価値である純資産（株主資本）の何倍かを表す指標である。PBRが1倍を下回る場合、企業は資本コストを超える収益を達成しておらず、上場に値しないことを意味する。東証によると、2023年1月時点で上場企業の約半数がPBR1倍割れの状況であった。

日本と欧米の主要な市場における上場企業の21年度末^{※1}のPBRを集計すると、東証スタンダードでは構成銘柄の約6割、東証プライムでは約5割の銘柄のPBRが1倍未満であった。一方、同時期において米国ニューヨーク証券取引所ではPBRが1倍未満の銘柄は3

割弱、ナスダックでは2割弱であり、日本企業は米国企業と比較してPBRが低い企業が多いといえる（図1）。

日本企業のPBRの水準は業種によりその傾向が大きく異なる。たとえば、製造業は全体的にPBRが低い傾向にある。これは、製造業の企業は一般的に工場設備など資産に占める固定資産の割合が高いことが要因の一つと考えられる。製造業と比較してPBRが高くなる傾向にある非製造業においても、PBRが低い企業が多い業界も存在する。たとえば金融業は、21年度末時点でのPBRの中央値が0.48と、全業種の中で最も低い結果となっている。これは、銀行が規制により自己資本比率を一定以上に保つ必要があること以外に、日本銀行の低金利政策や従来のビジネスモデルに対する脅威など、利益率を圧迫する要因が多いことも考えられる。

しかし、PBRが低水準の企業が多い業種だからといって、1倍未満という状況を容認すべきではない。いずれの業種においても、一部の企業は高いPBRを維持している。たとえば、金融業の中でも松井証券やマネックスグ



ループは、21年度末時点で1倍を超えるPBRを維持している。自動車メーカーの比較では、トヨタ自動車やスズキの21年度末時点のPBRは1倍を超えているのに対し、日産自動車や本田技研工業のPBRは長らく1倍に届いていないなど、企業間で大きな差があることが分かる。

東証の要請を受けた企業と投資家のアクション

東証による要請が日本企業に与えたインパクトは大きい。23年5月時点で、複数の企業でPBR向上に向けた方針や施策が打ち出されている（表2）。

直近で中期経営計画などの経営方針を発表した企業の中には、PBRの水準に対する課題認識と対応策を明言しているケースが見られる。大日本印刷グループは、23年2月9日に

出されたグループの経営の基本方針において、「ROE10%を目標とし、PBR1.0倍超の早期実現を目指す」と明言した。これは、長らくPBR0.7倍前後で低迷していた同社にとってかなり野心的な目標といえる。医薬メーカーのアルフレッサホールディングスも、PBR1倍割れに対する課題感に基づいた新中長期ビジョンを発表したほか、三井住友トラスト・ホールディングスや北國フィナンシャルホールディングスも、新中期経営計画にてPBR1倍超えを目標として明言している。中には、東亜建設工業のように、中期経営計画や中長期ビジョンとは別にPBR向上に向けたアクションプランを公表した企業もあり、こうした動きからは、この課題に対して早急に策を講じるという企業の強い問題意識がうかがえる。

こうした公表には、自社株買いや配当性向

表2 東証の要請を受けた企業のアクションの例

企業名	業界	公表日	公表内容	PBR改善のための主な施策
大日本印刷	出版	2月9日	中期経営計画（2023～2025年度）に先立ち策定した「DNPグループの経営の基本方針」にて「 PBR1.0倍超の早期実現を目指す 」と明言	<ul style="list-style-type: none"> 注力事業・新規事業への集中投資と事業構造改革の推進 過去最大の自己株式取得を通じた資本効率の改善
北國フィナンシャルホールディングス	銀行	5月8日	中長期経営戦略をアップデートし、「 ROE 8%以上、PBR 1倍以上を目指す 」と明言	<ul style="list-style-type: none"> 資本効率の改善（総還元性向の引き上げ、自己株式取得） 重点ビジネス領域の拡大
東亜建設工業	建設	5月12日	3月に公表した中期経営計画（2023～2025年度）に加えて、「 PBR向上に向けたアクションプラン 」を策定	<ul style="list-style-type: none"> 中期経営計画を着実に遂行して営業利益を伸ばし、ROE 8%以上を持続的に堅持 自社株式の取得上限の引き上げ IR活動の強化 （PBR改善後）配当性向目標の引き上げ
アルフレッサホールディングス	医薬	5月15日	「アルフレッサグループ中長期ビジョン」にて、「 PBR 1倍割れの現状認識 」に基づく施策の方向性を策定	<ul style="list-style-type: none"> 環境変化を踏まえた基盤事業および成長・新規事業の利益拡大 最適資本構成を見据えた財務・資本戦略（過去最大規模の自己株式取得など）
三井住友トラスト・ホールディングス	信託銀行	5月19日	中期経営計画（2023～2025年度）にて「 PBR 1倍の早期実現 」を目標として明言	<ul style="list-style-type: none"> 重点戦略領域への取り組み 累進的な配当金の増加と機動的な自己株式取得

出所) 各社の公表資料・データを基に作成

の引き上げによる資本効率の見直しなどが施策として挙げられていることが多い。このような公表を行った企業の株価は、公表後に急伸する傾向にある。大日本印刷グループが「PBR 1 倍超の実現のために2026年までに大規模な自社株買いを行う」と発表したケースでは、同社の株価は1月から5月にかけて最大6割以上上昇し、PBRも23年5月18日時点で0.97まで上昇していた。

ただし、短期的なアナウンス効果だけではなく、一連の東証および日本企業の動きに対し、市場は概ね好意的な反応を示している。23年5月には日経平均株価が3万円台にまで回復し、バブル期以来の最高値を更新した。

投資家側にも、東証の要請を受けた動きが見られる。香港の投資会社系列であるLIM JAPAN EVENT MASTER FUNDは、同社が株式を保有する株式会社ケーヨーに対し、23年3月20日に自己株式の取得などを求める株主提案を行った。この提案は、ケーヨーが保有する政策保有株式の影響を考慮したとき、同社の実質的なPBRは1倍を割り込んでいるとして、株主価値の改善を求める内容である。INTERTRUST TRUSTEES (CAYMAN) LIMITED SOLELY IN ITS CAPACITY AS TRUSTEE OF JAPAN-UPおよび株式会社ストラテジックキャピタルは23年4月3日、同社が株式を保有する株式会社ワキタに対し、PBR 1 倍以上を目指す計画の策定及び開示について規定するよう、株主提案を行った。仏ロンシャン・SICAVも、23年4月18日付で、同社が株式を保有する戸田建設株式会社に対してPBR 1 倍割れの状況の改善を求めて自己株式取得の株主提案を提出している。いずれの提案にも、東証のPBR改善の要請を

提案の背景とする旨が明記されており、「PBR 1 倍割れ問題」への投資家の関心の高まりがうかがえる。

II PBRの本質

1 企業価値の算定手法からの示唆

前章で、日本企業におけるPBRの実態と企業・投資家の動向を概観した。PBRが経営指標として注目を集めているが、PBRは株価というコントロールの効かない要素を包含する指標であり、経営者にとっては捉えにくいものである。よって、経営者としてはPBRの短期的な変動ではなく、長期的な企業価値の向上を目指すべきである。本章では、長期的に企業価値を向上させるために着目すべき経営指標について考察する。

企業価値を算定する方法は、事業価値から求める方法と、株式価値から求める方法に大別される。前者の例として、DCF (Discounted Cash Flow) 法が挙げられる。後者の例として、本稿では配当割引モデルと残余利益モデルを取り上げる。

DCF法では、企業が将来にわたって生み出すフリーキャッシュフロー (FCF) の現在価値の合計を事業価値として算定し、非事業用資産を足し合わせることで企業価値を求める。割引率は資本コストであり、WACC (Weighted Average Cost of Capital : 加重平均資本コスト) を使うことが多い。つまり、企業価値を高めるためには、FCFを増加させることとWACCを下げるのがカギとなる。

配当割引モデルでは、株主が将来受け取る配当の割引現在価値の合計が株式価値である

とされる。配当の現在価値は、株主の期待収益率である株主資本コストで割り引くことで求められる。一方、残余利益モデルでは、株式価値は、将来生み出される（1株当たりの）残余利益の割引現在価値の合計を、現在のBPS（Book-value Per Share：1株当たり純資産）に足し合わせることで求められる。ここでいう残余利益とは、株主に帰属する当期純利益から、株主の期待利益すなわち「株主資本コスト×純資産」を差し引いたものを指す。

クリーン・サープラス関係が成立するとき、両者のモデルで算定される結果は等しくなることが証明されているため、ここでは、残余利益モデルに焦点を当てる。

残余利益モデルでは、将来生み出される残余利益の割引現在価値の合計が正の場合、株式価値がBPSを上回る。株価が株式価値に回帰するという前提に基づけば、これはすなわちPBRが1を超えることと同義である。残余利益は、株主資本コストを上回るROEを将来にわたって達成し続けることで、必ず正になる（図2）。

すなわち、PBRの向上を目指すということは、ROEの向上と株主資本コストの低減に注力し、常にROEと株主資本コストの差（エクイティスプレッド）の拡大を目指すことにほかならない。

これらの手法から、企業価値を高めるためにすべきことは次のようにまとめられる。

- 資本コスト（特に株主資本コスト）を低下させること
 - FCFを増加させること
 - ROEを向上させること
- 株主資本コストとは、企業の事業リスク・

図2 残余利益モデル

株式価値=BPS+(1株当たりの) 将来生み出される残余利益の割引現在価値

将来生み出される残余利益の割引現在価値

$$= \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{t \text{ 期の当期純利益} - \text{株主資本コスト} \times t \text{ 期の自己資本}}{(1 + \text{株主資本コスト})^t} \right)$$

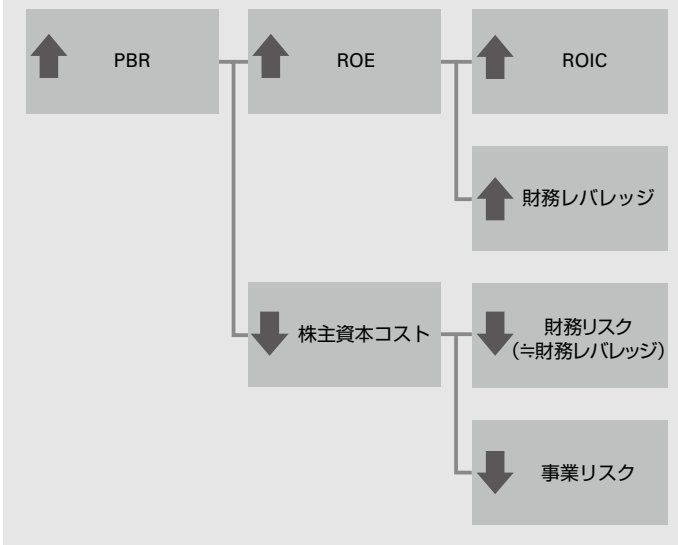
$$= \sum_{t=1}^{\infty} \left(\frac{(t \text{ 期のROE} - \text{株主資本コスト}) \times t \text{ 期の自己資本}}{(1 + \text{株主資本コスト})^t} \right)$$

財務リスクに対する投資家の判断である。投資家が、企業の事業リスク・財務リスクが大きい、すなわち将来の期待収益のボラティリティが大きいと判断するとき、株主資本コストは上昇する。そのため、株主資本コストを抑えるためには、企業は事業リスク・財務リスクの低減に努め、その効果を株主や市場参加者に理解してもらうことが重要となる。

FCFの増加は、事業規模の拡大による売上高の増加と、稼ぐ力の強化による利益率の上昇の二つによりもたらされる。利益率についてはさまざまな指標があるが、残余利益モデルでも触れたROEについては、留意が必要である。

ROEは、分母に自己資本を含むことから、分子の利益が向上していない場合でも、財務レバレッジをかけて分母の自己資本を減らすことで数値が上昇するという特徴を持つ。よって、PBRの上昇が財務レバレッジではなく本質的な利益の増加によるものかどうかを見るためには、ROEをさらにROIC（税引後営業利益/投下資本）と財務レバレッジに分解して、有利子負債も含めた投下資本全体に対する収益性を測るROICを見る方が望まし

図3 残余利益モデルから示唆されるPBR向上の要因



い。また、財務レバレッジを過度にかけると、財務リスクが高まると評価され、結果的に株主資本コストの上昇につながる可能性もある。この点からも、ROEだけを見るより、ROICも併せて見る方が望ましいといえる(図3)。

2 短期的なPBRの向上を 目標とすることの問題点

前節で述べたように、PBRを向上させるためには、ROE・ROICや株主資本コストに着目することが重要である。一方で、第I章で取り上げたように、短期的にPBRを向上させるために、自社株買いや配当性向を引き上げるといった施策がしばしば見られる。

しかし、これらは必ずしも長期的な企業価値の向上につながるとはいえない。自社株買いは、自己資本の圧縮により財務レバレッジが上がることで、ROEを改善させる効果があるため、短期的にPBRの向上に寄与し得る。一方で、財務リスク拡大が懸念されれば

株主資本コストは上昇するため、自社株買いがエクイティスプレッドを向上させるような最適な資本構成に寄与しなければ、PBRが悪化する可能性もある。

配当性向の引き上げについても、短期的に見れば株主が受け取る配当が増加するため、株価の向上につながりやすい。一方で、過度な配当性向の高まりは成長投資の源泉である内部留保の減少を意味する。成長に向けた適切な投資が阻害されれば、長期的にはROEの毀損につながる可能性がある。

自社株買いも配当性向の引き上げも、将来にわたって継続的に実施することが難しいため、長期的なPBR向上に向けた施策としては最適ではない。長期的な目線で考えれば、企業は、本質的な「稼ぐ力」の強化によるROEの向上や、事業・財務リスクの低減を通じた株主資本コストの低減に資する施策を実践することが重要である。

3 企業価値向上に向けて 活用すべき経営指標

具体的には、ROE・エクイティスプレッド・財務レバレッジに加えて、ROIC・ROICスプレッド(ROICと資本コストとの差)・EVA(経済的付加価値)などを経営指標として採用することが有効である。

ROICは、前述のようにROEと異なり財務レバレッジに左右されないことを特徴に持つが、そのほかに、事業別の資本収益性を管理しやすいという点でも優れている。これは、ROICの算出式の分母である投下資本は、資金調達側の立場から自己資本と有利子負債の和で算出する方法以外に、資金運用側の立場から事業に使用している資産・負債を用いて

算出する方法があるためである。後者の方法を用いれば、資産・負債が各事業に紐づけられるため、事業別ROICを算出することが容易となる。ROEの分母は自己資本であるため、このように事業別に分解して割り当てることは難しい。

ただし、ROICの活用にも留意点がある。ROICは「率」の指標であるため、過度に重視すると、効率ばかりが重視され事業規模の拡大により企業を成長させるというインセンティブが働きにくくなる。

そこで、EVAを見ることも重要となる。EVAは、ROICスプレッドに投下資本を乗じることで求められる。花王は、1999年からEVAの考え方を経営に導入し、現在では最重要経営指標の一つに掲げている。また、EVAに関する考え方の社内への浸透も徹底しており、ステークホルダーとの対話にも活用している。こうした取り組みの結果、同社のPBRは過去10年間安定して1を大きく上回っている。

上記に加えて、ESGやサステナビリティ、非財務資本などに関する指標を設定し管理することも有効である。ESGやサステナビリティに関する取り組みは、事業リスクを抑え株主資本コストを低減させるだけでなく、事業基盤や「稼ぐ力」の強化につながり、結果的にROEを向上させる効果も期待できる。

人的資本や知的資本といった非財務資本は、財務指標で表しにくい、企業価値を考慮するうえで欠かせない視点である。PBRが1を割り込むということは、非財務資本の価値が評価されていないと見なすことができるからである。近年、非財務資本の重要性に関する調査研究が進んでおり、たとえば、柳良

平氏は「IIRC-PBRモデル」を提唱し、PBRが1を超える部分が非財務資本によるものであるとして、非財務資本への投資がPBRに寄与することを実証している。

Ⅲ 「PBR 1 倍超」経営の実現に向けて

前章では、PBRという指標をどのように捉えるべきかを論じた。本章では、日本企業が企業価値を持続的に向上させ「PBR 1 倍超」経営を実現するために経営者が取り組むべき施策を提言する。

前章で述べたように、本質的に最も重要なことは、将来のFCFの増加すなわち企業を「成長」させることと、ROICの上昇すなわち企業の「稼ぐ力」を高めることである。そのために経営者はまず、骨太な経営戦略を策定し、その実現に向けて組織や経営の仕組みを整えていく必要がある。

企業価値は売上高や利益率の数値単体で決まるのではなく、投資家からの評価にも影響を受けることから、「投資家からどのように見られているか」を意識することも、劣らず重要である。経営戦略は立案するだけでなく実行されなければ意味がないため、企業は、自社の経営戦略だけでなく、その実現に向けた組織や経営の仕組み、あるいは経営の根幹である人的資本への投資なども含む企業価値向上のストーリーを、投資家に対して分かりやすく丁寧に説明し、理解・納得をしてもらう必要がある。企業と株主の間には情報の非対称性があるため、とりわけ組織や経営の仕組みといった、目に見えず言葉だけで伝わりにくいことについては、より意識して説

明を充実させることが望ましい。

そして、その企業価値向上のストーリーは、投資家に対して一方的に語るのではなく、投資家との「対話」の中で伝えていくことが重要となる。企業と投資家との対話については、上場企業が参照すべきコーポレートガバナンス・コード、機関投資家が参照すべきスチュワードシップ・コード双方において提言されており、すでに取り組んでいる企業も多いと考えられる。しかし、生命保険協会が実施する「企業価値向上に向けた取り組みに関するアンケート」によると、重視する経営目標の種類やROEの水準、コーポレートガバナンス向上の取り組みの実施状況など多数の項目において、企業と投資家との間には認識のギャップがあることが示唆されている^{注2}。また、投資家側は企業に対して、対話の材料となる情報開示の不足や、経営トップの対話への関与度、対話内容の経営層での共有化などを課題として感じており、企業と投資家との対話の質には向上の余地が大きいことがうかがえる。

1 「成長」と「稼ぐ力」の両輪経営

経営者は、企業はゴーイング・コンサーンであるとして、売上高・利益を継続的に成長させていくことを一般に志向し、主要な経営目標として売上高・利益額およびそれらの伸び率を掲げることが多い。一方、投資家は自らの投資利回りを重視するため、売上高・利益額やその伸び率よりも、ROEやROICを重視する。前述の生命保険協会によるアンケートの結果にも、こうしたギャップが表れている。

このことは、必ずしも企業が成長よりも資

本効率を重視すべきであると示唆しているわけではない。むしろ、ROEやROICを向上させるためには、売上高や利益を確保することは必須である。

日本証券経済研究所の明田雅昭氏は、企業が価値向上を目指すために取るべき経営戦略はPBRの水準により異なるとして、次のような主張をしている^{注3}。

- PBRが1倍未満の企業が目指すべきことは、ROEの向上だけである
- PBRが1倍と2倍の間の企業は、成長よりROEを優先すべきである
- PBRが2倍を超えた企業は、成長を優先すべきである

もちろん、第1章で触れたようにPBRの平均的な水準は業種により異なるうえ、投資家からの評価による短期的な変動が大きいPBRの水準のみに左右されるべきではない。また、PBRが低いからといって目先の利益率の改善にばかり注力すると、いざ利益率が回復したときに、中長期的に成長を実現するための準備が整っていないということになりかねない。よって、経営者は、重点の置き方は直面する経営状況により異なるものの、「成長」と「稼ぐ力」の両輪による企業価値向上を目指すことが望ましい。

企業が成長するためには、まず「成長する事業」に参入していること、そして成長する事業領域において市場を獲得し競争に勝つことが必要である。どのような市場も時間の経過に伴い成熟し、成長が鈍化するため、環境の変化に合わせて事業構造を転換させていく必要がある。一方、「稼ぐ力」とは前章で述べたようにROICを上昇させることである。将来の成長の柱となるような新規事業や成長

事業は、利益を生み出す前に投資が先行するため、ROICは低くならざるを得ない。そこで、いかに既存事業のROICを上昇させるかということがカギとなる。

「成長」と「稼ぐ力」を同時に追求するために経営者が行うべきこととして、本稿では3つの取り組みを提言する。すなわち、①経営インテリジェンス機能の構築、②事業ポートフォリオ経営の「実践」、③現場中心の「ROIC経営」である。

①経営インテリジェンス機能の構築：経営環境の変化を迅速に捉え、社内外のさまざまなデータを一元的にモニタリングし、活用しやすい情報・知見としてまとめていくことで、経営者は成長する事業・市場を早期に見極めることが可能となる。野村総合研究所(NRI)では、こうした機能を「経営インテリジェンス機能」と定義し、経営者や本社部門が具備すべき機能として提唱している²⁴

②事業ポートフォリオ経営の「実践」：近年、多くの企業が事業ポートフォリオ管理の導入を標榜している。資本コスト経営を意識し、ポートフォリオの評価軸にROICを用いるケースも増えている。しかし、事業ポートフォリオの現状と理想を描くだけにとどまっている企業も多い。事業縮小や撤退のルールを明確に定めていないため、事業ポートフォリオ評価の結果、事業が「選択と集中をすべき」と評価されても、実際に縮小や撤退に至ることは少ない。あるいは、事業部門の権限が強いことから、ルールがあっても形骸化してしまうこともある。特に、成熟市場に祖業を持つ企業では、「祖業から撤退すべきか」という難題に苦しみ、大胆な決断を下せないことがしばしばある。

経営者は、事業ポートフォリオの枠組みに関する議論に終始せず、いかに事業ポートフォリオ経営を「実践」するかに注力すべきである。そのためには、経営者・本社と事業部門の役割分担や権限の所在を見直し、経営資源の配分と事業縮小・撤退の実行を経営者・本社が強力に推進できるようにすることがカギである。

③現場中心の「ROIC経営」：前述のとおり、経営指標としてのROICは経営者や本社スタッフには浸透してきたが、現場部門にまで浸透している企業は少ない。しかし、ROICの向上には、製造や販売といった現場部門のそれぞれの努力と部門間の連携が欠かせない。

オムロンでは、ROICを「逆ツリー展開」することで、ROICを改善するためのドライバーと、それらを強化・改善するためのアクションやKPIを、現場部門が主体的に考えることを促している。また日立製作所でも、2019年よりROICを新たな経営管理指標に導入し、ROICツリーを活用したアクションへの落とし込みをグループ全体で推進している。ROICは多面的で複合的な指標であり、現場部門にとっては自らの取り組みとの関係が分かりにくいいため、このように現場部門に対してROICの意義を「翻訳」していく取り組みは有効である。

2 企業価値向上ストーリーの提示

企業価値を向上させるための経営戦略を投資家に理解してもらうための手段として、統合報告書に「価値創造ストーリー」を記載するケースが挙げられる。

国際統合報告評議会(IIRC)は2013年に、

統合報告書の作成にかかわる指導原則や内容要素をまとめた「国際統合報告フレームワーク」を公表した。その後、統合報告書を発行する企業は急速に増えている。宝印刷D&IR研究所の調査によると、14年時点では142社だった発行企業数が、22年には872社まで増加した^{注5}。同研究所によると、統合報告書を発行する企業は、発行していない企業よりも株価の上昇度合いが高くなっており、統合報告書の発行が投資家との対話を促し、企業価値の向上につながっている可能性が示唆される。

また、統合報告書以外の媒体の活用も有効である。本特集の第二論考では、多くの日本企業で採用されている中期経営計画を、企業価値向上のストーリーとして提示することの重要性と、その方策を提言している。

3 投資家との「対話」の徹底

最後に、投資家との対話力を向上させるための方策として、経営トップ直轄組織のIR専任部門の設置を提言する。

IR業務の専任部門を設置する企業は多いとはいえない。日本IR協議会によれば、IR実施企業のうち約半数の企業が、IR業務を担当する独立の専任部門を設置していないとのことである^{注6}。IR業務は複数の管理部門にまたがる業務であるため、担当部門の割り振りが難しい。財務情報を取り扱うことから経理・財務部が担当することもあれば、広報機能と一括りにされることもある。また、IR業務とは別に、株主総会の運営は総務部が担うケースも多い。

しかし、投資家との対話の充実を考えると、IR業務の専任部門を設置することが望

ましいといえる。これまで述べたとおり、投資家との対話は、財務情報だけでなく非財務情報も含め、骨太の経営戦略に基づく企業価値向上のストーリーを軸にして行われるべきであり、そのためには複数の管理部門および事業部門との横串機能としての役割が求められるからである。

経営チームの誰がIR業務を担うかということも重要なポイントである。IR業務の管掌はCFO (Chief Financial Officer) あるいは経理・財務担当役員が担うケースが多いが、IR業務は投資家と経営戦略について対話する機能であると考え、CSO (Chief Strategy Officer) など経営戦略部門の担当役員が担うことも一つの有効な方策である。あるいは、理想的には経営トップが直接投資家と対話を行うことが重要であるため、経営トップ直轄組織とするという考えもある。三菱電機は2023年1月、従来財務部と総務部が分担していた投資家への広報機能 (IR) と株主への広報機能 (SR) の機能を統合し、社長直轄の「IR・SR室」を新設した。そのうえで、IR部門と経営戦略部門との連携がこれまで以上に必要になるとして、担当の役員を最高戦略責任者 (CSO) としている。

4 企業価値向上は

経営トップの最重要課題である

以上、企業価値を向上させるための方策について述べた。これらの方策はいずれも、管理部門やその担当役員が単独で進めるものではなく、経営トップが担うべきものといえる。「PBR 1倍割れ問題」が投資家からも注目を集める今、経営者は自社の企業価値を向上させるために、経営戦略とその実行のため

の組織や経営の仕組み、企業価値向上のストーリー、投資家との対話について現状をあらためて直視し、早急な手立てを講じるべきである。

注

- 1 各企業の会計年度に準拠し2021年度末日のデータを集計
- 2 一般社団法人生命保険協会「生命保険会社の資産運用を通じた『株式市場の活性化』と『持続可能な社会の実現』に向けた取組みについて」(2023年4月)
- 3 公益財団法人日本証券経済研究所 証券レビュー「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」(2022年12月)
- 4 詳細な提言は、『知的資産創造』2021年12月号特集「非財務データ活用による経営・オペレーションのインテリジェンス強化」を参照
- 5 宝印刷D&IR研究所「統合報告書発行状況調査2022」(2023年2月)
- 6 一般社団法人日本IR協議会 2022年「IR活動の実態調査」(2022年6月)

著者

佐藤悠一 (さとうゆういち)

野村総合研究所 (NRI) 経営コンサルティング部
経営構造改革グループグループマネージャー

専門は全社の経営改革における構想策定から実行まで一貫した支援、特に組織構造や経営管理、コーポレートガバナンスの仕組みづくり

渡邊健太 (わたなべけんた)

野村総合研究所 (NRI) 経営コンサルティング部
シニアコンサルタント

専門は経営管理、組織・グループ再編、戦略立案支援 (中計・サステナビリティ戦略) など

坂尻雄飛 (さかじりゆうひ)

野村総合研究所 (NRI) 経営コンサルティング部
シニアコンサルタント

専門は組織構造改革、DX戦略策定・実行支援、データアナリティクスなど

松田和泉 (まつだいずみ)

野村総合研究所 (NRI) 経営コンサルティング部
コンサルタント

専門は経営管理、新規事業開発支援など