



# 賢人の 警告鐘

みさき投資  
代表取締役社長

● 中神康議

- 日覺昭廣
- 片野坂真哉
- 竹内康雄
- ビル・エモット
- 土屋哲雄
- 長谷川真理子
- 村木厚子
- イアン・ブレマー
- 柿木厚司
- 川本裕子

## PROFILE

アクセンチュアなどで計20年弱にわたり経営コンサルティングに従事。2013年にみさき投資を設立。「働く株主」をコンセプトに株式保有しながら経営にも積極関与する長期エンゲージメント投資に取り組んでいる。日本取締役協会の副会長も務める。

東京証券取引所から出た「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、いわゆるPBR(株価純資産倍率)1倍割れ対処要請は大きな反響をもたらした。1年たち、事態は相当改善したと思っている方も多いのではないかな。

要請が出た2023年3月31日時点で52%あった東証株価指数(TOPIX)構成企業内のPBR1倍割れ比率は、24年3月29日で45%となった。大きく減ったように見えるが、過去10年の平均値は46%。長期ボックス圏の平均値に戻ったにすぎない。PBR問題は長期にわたって続いている構造的な問題なのだ。PBR=ROE(自己資本利益率)×PER(株価収益率)という恒等式に立ち返り解像度を上げていくと、解決の糸口にひも付く3つの問題カテゴリーが見えてくる。

第1は「個社経営の問題」。ROE構成要素のうち「財務レバレッジの低さ」に起因するカテゴリーだ。日本企業はバランスシート経営意識が薄く自己資本を厚くしすぎる傾向がありこれがROEを引き下げる。これは個社の努力、例えば自社株買いや配当等で比較的容易に解決できるし実際この1年多くの動きが見られた。一方このカテゴリーは1倍割れ企業群のわずか5%前後にすぎず全体へのインパクトは小さい。

第2は「業界自体(さらには産業構造)の問題」。ROE構成要素のうち「資産回転率の低さ」に起因し、PBR1倍割れ企業の約20%を占める。これらの企業は多くの

場合、属する業界自体が資産過剰・供給過多に陥っており、業界ぐるみで合併や統合・再編に取り組む必要がある。地銀や電力・ガス、製鉄、自動車等々の業界が思い浮かぶだろうが、現実にはもっと多くの業界群がこの問題に直面している。高度成長の名残がある我が国「産業構造」自体の大きな転換が求められているのだ。

残された最大カテゴリーが「株式市場構造の問題」。PBR1倍割れ企業の約7割強は時価総額1000億円以下の中小型市場に偏在している。企業側の問題もちろんあるが、資産運用業界の変革も必要になりそう。世界でも有数の上場企業数を抱える株式市場に対して、我が国の資産運用業界は極端にプレイヤー数が少ない。有望な中小型企業に目が行き届かず、割安のまま放置されかねない。以前このコラムでも提唱し、「資産運用立国」政策にも取り上げられた日本版EMP(Emerging Managers Program)とミドルバックプラットフォーム化を強力に推進することで、資産運用プレイヤーの数を劇的に増やし、市場の「価格発見機能」を格段に強化する必要がある。

米国S&P500では2%、欧州STOXX600でも17%しか存在しないPBR1倍割れ企業が我が国だけ45%も存在する構造的な問題の解決は一筋縄ではいかない。業界団体や関係省庁、そして資産運用業界を巻き込んだ大がかりな議論と改革が必要となろう。

米国S&P500では2%、欧州STOXX600でも17%しか存在しないPBR1倍割れ企業が我が国だけ45%も存在する構造的な問題の解決は一筋縄ではいかない。業界団体や関係省庁、そして資産運用業界を巻き込んだ大がかりな議論と改革が必要となろう。

「PBR1倍割れの実相。」  
国内産業・市場構造の改革が必要

NB