

## はじめに

このところわが国の株価の上昇傾向が鮮明となっている。2023 年5月に日経平均株価が3万円を突破すると、同年 7 月には、バブル崩壊後の最高値を 1990 年3月以来 33 年 10 か月ぶりに更新した。今年に入ると日経平均株価は再び急上昇し、1月には 3 万 9000 円を突破してバブル期につけた史上最高値を更新し、3月4日には 4 万円の大台を突破した(いずれも終値ベース)。

このようなわが国株価の上昇の背景としては、さまざまな要因が挙げられているが、その一つに東京証券取引所の PBR (株価純資産倍率)1倍割れ企業に対する改善要請があるといわれている。本稿では、この PBR1倍割れ改善要請と企業の PBR の現状、特に不動産業における PBR の傾向、さらには改善要請への企業の対応状況、特に不動産業における対応の中身について概観しようとするものである。

## 1. PBR1倍割れ企業に対する改善要請

### (1)PBR とは

PBR1倍割れ企業に対する改善要請について取り上げる前に、そもそも PBR とはどのような指標なのかについて触れる。

PBR (株価純資産倍率)とは、「Price Book-value Ratio」の略で、株価が直前の本決算期末の「1株当たり純資産 (BPS=Book-value Per Share)」の何倍になっているか(あるいは株式時価総額が純資産の何倍になっているか)を示す指標である。現在の株価が企業の資産価値(帳簿上の解散価値)に対して割高か割安かを判断する目安として利用される。PBR の数値は、低いほうが割安と判断される。

PBR1倍は、現時点での企業の資産価値と株式時価総額が等しいことになるため<sup>1</sup>、一般的には PBR 水準1倍が株価の下限であると考えられる。ただし、実際は PBR1倍割れが続く企業も珍しくない。したがって、1倍を上回る部分、すなわち純資産にプレミアムが付いている部分には、今後純資産が増えるという市場の期待や評価が反映されている一方、PBR が 1 倍割れの企業は、今後企業価値を毀損して純資産は減っていくと市場から見なされているともいえる。

### (2)PBR1倍割れ企業に対する改善要請

東京証券取引所(以下「東証」という。)は、2023 年3月 31 日に「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」を公表した。この中で、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社が ROE<sup>2</sup>8%未満、PBR1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、こうした現状を踏

<sup>1</sup> なお、1株当たり純資産や株式時価総額の算出に当たっては、自己株式の取扱いが問題になるが、いずれの算出に当たっても、自己株式は控除するのが一般的である。

<sup>2</sup> Return On Equity の略。自己資本利益率。計算式は、当期純利益÷自己資本×100、又は、EPS(一株当たり利益)÷BPS(一株当たり純資産)×100。

まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要とした上で、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践する。そのために重要と考えられる対応をまとめたものであり、上場会社に積極的な実施をお願いするものであるとしている。ここでの一連の対応として、「現状分析」、「計画策定・開示」、「取組みの実行」について、継続的な実施を要請している。

そして、「現状分析」と「計画策定・開示」のポイントの一つとして、PBR1倍割れは、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つの目安と考えられるとして、その改善に向けた具体的な取組みや施策の実施時期について、投資者にわかりやすく示すことが期待されるとしている。

東証が PBR に着目した趣旨としては、PBR が分析指標として収益性や市場評価など様々な要素を示唆しているのと、直感的にもわかりやすい面があるからとしている。経営者の一部には、営業など他の分野には詳しいが、会計分野に詳しくないという方もいるが、今回の施策は多くの経営者にわかりやすい必要があるという<sup>3</sup>。日本の代表的な企業で構成される「東証株価指数 (TOPIX) 500」で PBR1 倍割れしている企業は 40%以上(2022 年 7月時点)に達している一方、アメリカの S&P500 種株価指数の採用銘柄では5%に過ぎない。これは、企業の収益性または成長性が「市場に評価されていない」ということを示唆している。背景には、日本の上場企業が投資家の目線を意識していなかったり、それを戦略や情報開示に活用できていなかったりすることがあるとみられるという<sup>4</sup>。

東証の上記公表資料は、PBR1倍割れのみを問題にしたわけでもなく、また、PBR1倍超の企業であっても更なる向上に向けた目標設定の必要性にも言及している。しかしながら、PBR1倍割れ企業の解消というわかりやすさに市場も好意的に反応したということであろう。

なお、一時的に PBR を上昇させるのであれば、自社株買いや増配、あるいはこれに不動産等保有資産の売却を組み合わせれば実現可能である。ただし、東証が期待しているのは、このような一過性の対応ではなく、継続して資本コストを上回る資本収益性を達成し、持続的な成長を果たすための抜本的な取組みであるとしている。

### (3)上記要請後の東証の対応など

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」の要請を行った後、東証は 2023 年 10 月 26 日に「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」を公表した。この中で、要請に基づき上記対応に基づく取組みを開示している企業の一覧表の公表を開始する旨明らかにするとともに、要請の趣旨・留意点について上場会社に改めて周知を行った。この中で、今回の対応は、PBR 水準にかかわらず全てのプライム市場・スタンダード市場上場会社に要請するものであり、PBR1倍を超えている場合であっても、積極的な検討・対応をお願いするものであること、コーポレートガバナンス報告書において、今回の対応について開示している旨や閲覧方法についての記載も行うものであること等を示している。これを受けて、2024 年1月 15 日には、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧表の公表を開始し、以後毎月更新していくこととしている。

さらに、2024 年2月1日には、対応を検討中の上場会社に対する参考資料及び既に開示済みの上場会社にとっての今後のアップデートの参考資料として、「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』の

<sup>3</sup> 「東証が異例の要請「PBR1 倍割れ改善」の"真意" 東証の「キーマン」に聞く企業がやるべき具体策」(日高広太郎 2023 年 4 月 27 日付け東洋経済 HP)における池田直隆氏(東京証券取引所上場部企画グループ統括課長)の発言より。

<sup>4</sup> 同上。

ポイントと事例」を公表した(なお、詳細については、4.(2)参照。)

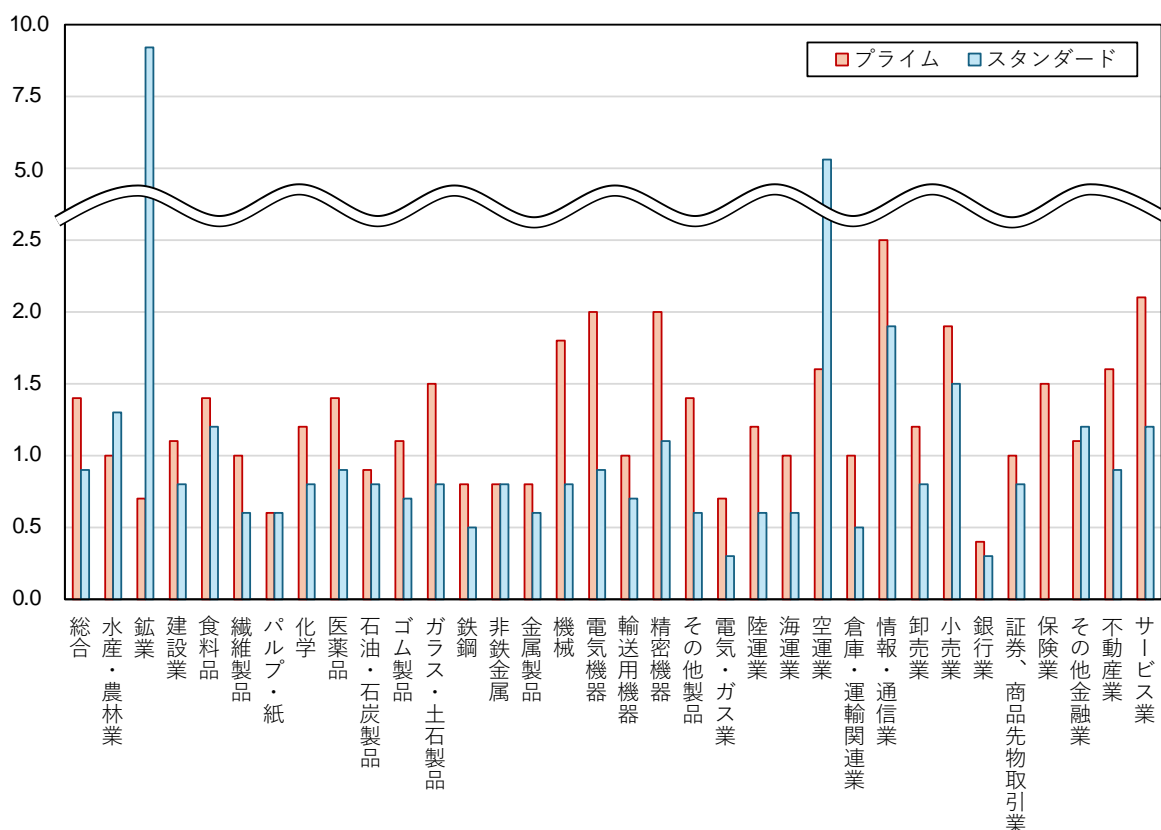
このような東証の動きに対応する形で、国内の運用会社の中にも、PBR1倍割れ企業の代表取締役再任議案に反対する、PBR1倍未満で「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を行っていない企業の代表取締役選任に反対するといった動きも生じてきている<sup>5</sup>。

## 2. 企業の PBR の状況全般

### (1) 上場企業 PBR の業種別の状況

次に、上場企業の PBR の現状についてみていく。図1は、東京証券取引所のプライム市場、スタンダード市場に上場している会社について、市場別・業種別に PBR の単純平均を示したものである。平均でも PBR1倍割れとなっている業種が少なくない。特にスタンダード市場については、多くの業種で PBR1倍割れとなっており、市場全体の平均でも1倍に届かない状況となっている。

図 1. 東京証券取引所上場企業の業種別 PBR 単純平均



注) 2024年2月末現在の東京証券取引所のプライム市場・スタンダード市場に上場している企業の PBR について、市場別・業種別に単純平均値を示したもの。

連結財務諸表を作成している会社は連結、作成していない会社は単体の数値。

業種は、日本取引所グループの業種別分類表の中分類による。

保険業は、スタンダード市場上場会社が存しない。

純資産としては、2022年12月期～2023年11月期の確定数値を用いて算出。

以上、別途記載なき限り、図2以下においても同じ。

資料)「規模別・業種別 PER・PBR(連結・単体)一覧(2024年2月分)」(株式会社東京証券取引所)より作成。

<sup>5</sup> 「PBR1倍割れ トップ再任反対 国内運用会社、議決権厳しく 上場会社の経営改革促す」(日本経済新聞 2024年3月8日朝刊7面)。

業種別にみると、まず銀行業の PBR の低さが目立つ。銀行業の PBR が低い理由としては、銀行の主たる収益源である金利収入が低金利により低く抑えられ、資本コストを超えられていないことがある。また、銀行の場合厳格な資本規制があることから、純資産を圧縮するという手段をとりづらいついた面もあると考えられる。銀行業以外では、パルプ・紙、鉄鋼・金属、電気・ガスといった大規模な設備投資を前提とする産業の PBR が低い傾向にある。

逆に PBR の高さが目立つのは、情報・通信業である。やはり今後の成長性に対する市場の期待や評価が高いゆえといえそうである。プライム市場に限れば、機械・電機・精密機器、小売業、サービス業の PBR も高めである。日経平均株価の上昇を先導した半導体関連産業の多くはプライム市場の電気機器・精密機器に属するものの、プライム市場の電機・精密のみで 157 社あり、単純平均ではさほど目立たない。ちなみに、業種別の PBR 加重平均では、精密機器が 3.5、電気機器が 2.5 とプライム市場で 1・2 位となっており、半導体関連産業の勢いが反映される結果となっている。なお、スタンダード市場の鉱業と空運業の PBR が極端に高くなっているが、それぞれ 1 社、3 社のみであり、産業特性を反映したというより個々の企業の特質によるところが大きいと考えられる。

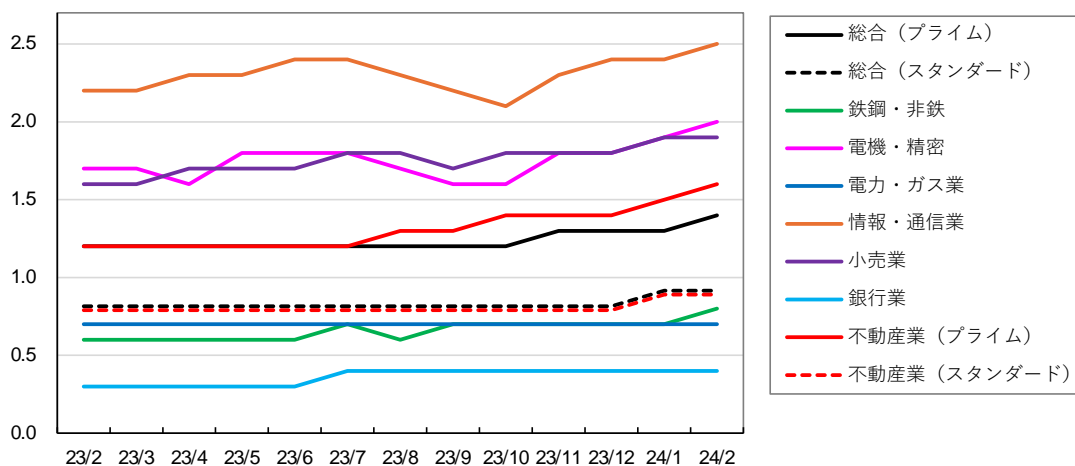
不動産業に関しては、プライム市場では全体平均よりも若干高く、スタンダード市場ではほぼ全体平均並みとなっている。

## (2) PBR1 倍割れ改善要請以降の PBR の変化

次に、東証より PBR1 倍割れ改善要請がなされた以降の PBR の変化についてみる。図 2 は、2023 年 2 月以降、すなわち過去 1 年間の PBR の単純平均の変化を示したものである。図では一部業種を統合した上で、業種全体と 7 つの業種を取り上げている。また、業種全体と不動産業以外については、プライム市場の平均値のみを示している。

なお、PBR1 倍割れ改善要請がなされたのは 2023 年 3 月であるが、PBR 算出の分母となる純資産は決算上の数値であるため、改善要請を受けてすぐに手をつけられる数字ではない。したがって、図 2 での PBR の変化は主に株価の変化の影響によるものとなる。

図 2. 東京証券取引所上場企業の業種別 PBR 単純平均の最近の変化



注) 2023 年 2 月以降の各月末現在の企業の PBR について、市場別・業種別に単純平均値を示したものの。

不動産業以外の業種については、プライム市場における平均値を示している。

総合(スタンダード)と不動産業(スタンダード)は、期間を通じ各月の PBR 平均が同一である。

資料)「規模別・業種別 PER・PBR(連結・単体)一覧(2023 年 2 月分～2024 年 2 月分)」(株式会社東京証券取引所)より作成。

まずスタンダード市場はプライム市場と比べて変化が乏しい。これは株式の流動性においてプライム市場の方が高いことからくるものと考えられる。プライム市場各業種については、全般的には PBR 上昇傾向がみてとれる。その背景には、さまざまな要因が想定されるが、今回の PBR1倍割れ改善要請を通じた企業価値向上への期待もあるものと考えられる。ただ、電力・ガス業と銀行業については変化が極めて乏しい（銀行業で唯一の変化（2023年7月）は、2022年度決算の反映によるものと考えられる。）。安定はしているものの将来の企業成長への期待が持ちにくいことなどがあると思われる。

プライム市場の不動産業については、昨年後半以降上昇傾向が継続している。確かに TOPIX 業種別株価指数－不動産業も昨年3月に底を打ったのちほぼ上昇傾向が続いており、これを反映したのと考えられる。

### 3. 不動産業の PBR の状況

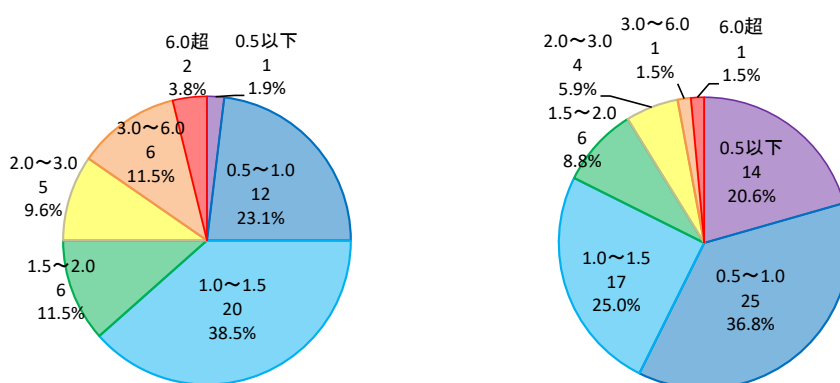
#### (1) 不動産業における PBR の分布

不動産業の PBR は、2.で示したように全体としては概ね上場企業全体の平均並みないしそれをやや上回る水準となっている。ただ、当然ながら個々の企業によって PBR は大きく異なる。そこで、東証において不動産業に分類される会社について、PBR がどのような分布を示しているかについてみていく。

図3は、プライム市場、スタンダード市場それぞれに上場する不動産業に属する会社について、PBR の具体的な分布状況を示したものである。プライム市場では、PBR1.0～1.5 の企業が最も多く、これに次ぐのが PBR0.5～1.0 の企業である。スタンダード市場では PBR0.5～1.0 の企業が最も多く、これに次ぐのが PBR1.0～1.5 の企業である。いずれの市場も、PBR0.5～1.5 の企業が6割超を占めるが、これ以外ではプライム市場ではこれより PBR の高い企業がほとんどなのに対して、スタンダード市場ではこれより高い企業と低い企業がいずれも2割程度を占めている。

したがって、不動産業においても PBR1倍割れ企業が少なくないのが実態であり、これらの企業は東証の改善要請への早急な対応が迫られていることになる。

図 3. 不動産業に属する上場会社の PBR 分布状況  
(プライム市場) (スタンダード市場)



注) PBR は、2024年3月15日現在の株価と直近の中間・期末決算の純資産額より算出(図4も同じ。)

資料) 東証上場会社情報サービス(株式会社東京証券取引所)より検索して作成(図4も同じ。)。ただし、最初の決算期末未了の1社(プライム市場)については、第3四半期決算短信と株価より算出。

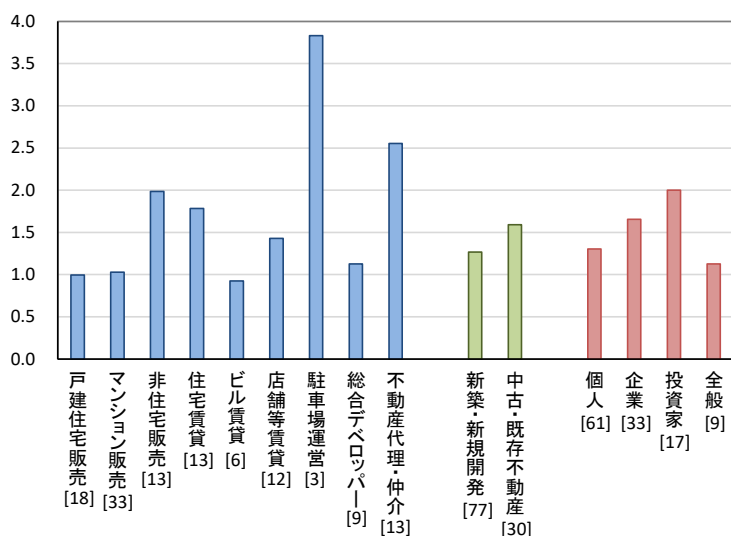
#### (2) 企業属性による PBR の傾向の違い

次に、個々の企業の属性によって PBR の高低に違いがみられるかについて検討を試みる。不動産業に属す



る企業の属性を類型化するに当たっては、主な事業の態様、事業上保有する不動産の属性、主たる顧客の属性の3つの面から行った。主な事業態様については、日本標準産業分類も参考にして、不動産売買、不動産賃貸、不動産代理・仲介、不動産管理に分けた上で、不動産売買と不動産賃貸については取り扱う不動産の種類によってさらに分類した。また、マンション管理会社等不動産管理については、東証の分類上はサービス業と位置づけられていることから、不動産代理・仲介のみ取り上げた。保有不動産の属性については、新築・新規開発物件と中古・既存物件とに分けた。顧客属性については、一般個人、事業を営む企業(個人事業主を含む。)、投資家(個人・機関とも)に分類した。

図 4. 不動産業の類型別にみた上場会社の PBR 平均



注) プライム市場・スタンダード市場に上場する東証分類で不動産業に属する会社について、不動産業類型別に PBR の平均値を算出。

不動産業の類型分けは、会社四季報等の記載を参考に筆者が分類。

各類型の下の括弧書きの数字は、当該類型に属する上場会社の数を意味する。

図4は、以上の分類に基づき不動産業に属する上場会社を分類し、それぞれの PBR 平均を示したものである。事業態様別の分類については、戸建住宅販売、マンション販売、ビル賃貸といった旧来型の事業態様の企業で PBR が低く、その他の業態で高めの傾向がみられる。なお、非住宅販売の中には PBR9倍超の企業1社含まれているが、これを除くと非住宅販売の PBR 平均は 1.40 となる。駐車場運営の PBR 平均が非常に高いが、プライム市場の会社のみ3社の数字であるため、やや高めに出ている可能性があるものの、土地・建物に係る負担が小さいこと(土地の権原は賃借権が多く、平面駐車場等上物負担が小さいケースが多い。)により純資産額が低めとなっていることによるものと推察される。不動産代理・仲介についても、不動産自体を保有する必要性が低いことから純資産額が低めとなっていると思われるほか、上場不動産代理・仲介会社では旧来型の不動産仲介を主たる業務とするのではなく、不動産情報のプラットフォーム提供、不動産テックの活用、不動産運用コンサルタント、不動産ファンド組成に係る助言などを手掛けており、投資家からもその成長性・将来性を評価されていることによるのではないかと推察する。なお、不動産代理・仲介の中にも PBR11 倍超の企業1社含まれているが、これを除いても PBR 平均 1.80 と高めである。

保有不動産の属性別の分類では、中古・既存不動産の方が新築・新規開発よりも高めである。当然ながら中古・既存不動産の方が取得・保有コストが小さく、売却等までの期間も短くなることから、純資産額増加が抑えられることによるものと推察されるが、空港施設運営、ハウス・リースバック、底地への投資など特徴的な事業を展開する企業が多いことも要因ではないかと考える。

顧客属性については、一般個人よりも企業、個人・企業よりも投資家を主たる相手とする上場会社の方が高 PBR の傾向にある。単位利益当たりには要するコストは、事業規模が大きい分一般個人より企業相手の方が低く抑

えられるであろうし、投資家相手であると実際の不動産利用者でないことから、投資商品としての優位性を説明できれば済み、さらにコストが抑えられるということなのではないか。結果会社の収益性が高まり、投資家からの評価も上がるということであろう。ちなみに、マンション販売会社に限り、主力が一般個人向けマンションと投資用マンションそれぞれの販売会社の PBR 平均を比較すると、一般個人向けが 0.83、投資用が 1.69 と明確な差が生じている。

#### 4. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた開示状況

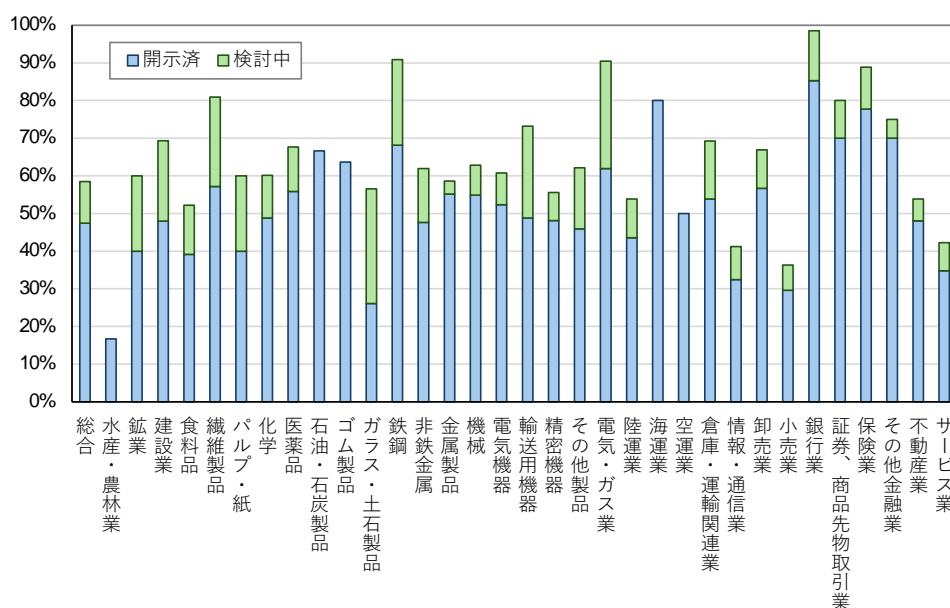
##### (1) 業種別の開示状況

1. (2) (3) で触れたように、東証は「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に向けて、現状分析、計画策定・開示、取組みの実行について、継続的な実施を要請している。そして、東証はこの開示を行っている企業の一覧表を公表している。そこで、以下では、東証の要請を受けて上場企業がどの程度開示を進めてきているかについて、業種別にみていくこととする(図5)。

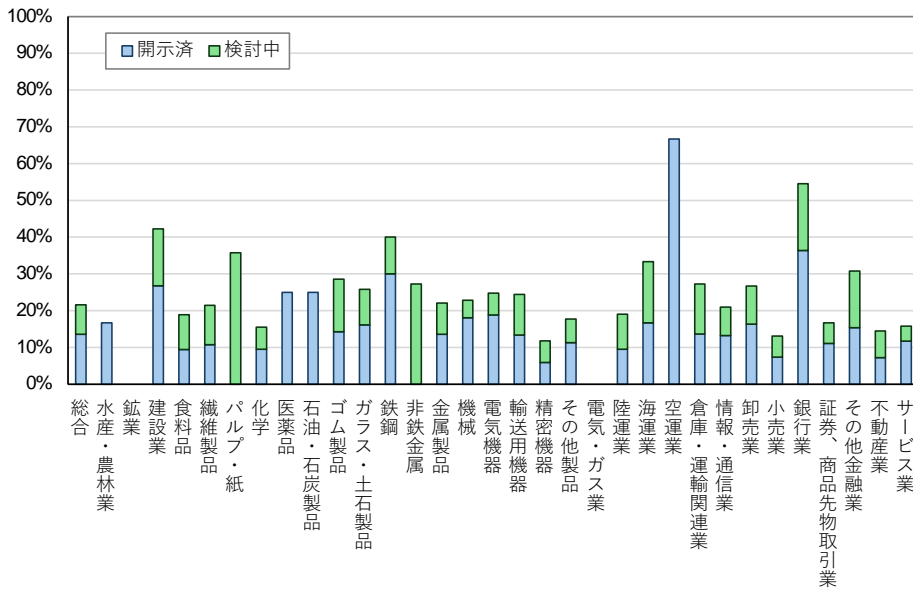
まず、全般的にみると、プライム市場の方がスタンダード市場に比べて開示(検討中の開示も含む。)が進んでいる。プライム市場の方が株式の時価総額が大きく、流動性も高いため、株主・投資家の関心も高いことから、当然の結果であろう。

業種別にみると、プライム市場では、銀行業の開示割合が最も高く、これに鉄鋼、電気・ガス業、銀行以外の金融業、海運業、繊維製品が続いている。逆に小売業、情報・通信業、サービス業の開示割合が低い。水産・農林業も低いが、プライム市場上場会社が6社と少ないため、あと2社開示すればほぼ総合並みとなり、業種別の傾向として捉えるのは難しい。これらの業種以外は、5～7割の水準となっている。スタンダード市場でも、銀行業の開示割合が高い。空運業も高いが、スタンダード市場上場会社が3社と少ないため、あまり参考にならない。逆に、精密機械、小売業、化学、不動産業の開示割合が低い。鉱業、電気・ガス業の開示割合は0%ではあるが、いずれもスタンダード市場上場会社が5社未満と少ないため、やはりあまり参考にならない。

図 5. 「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を踏まえた業種別開示状況 (プライム市場)



(スタンダード市場)



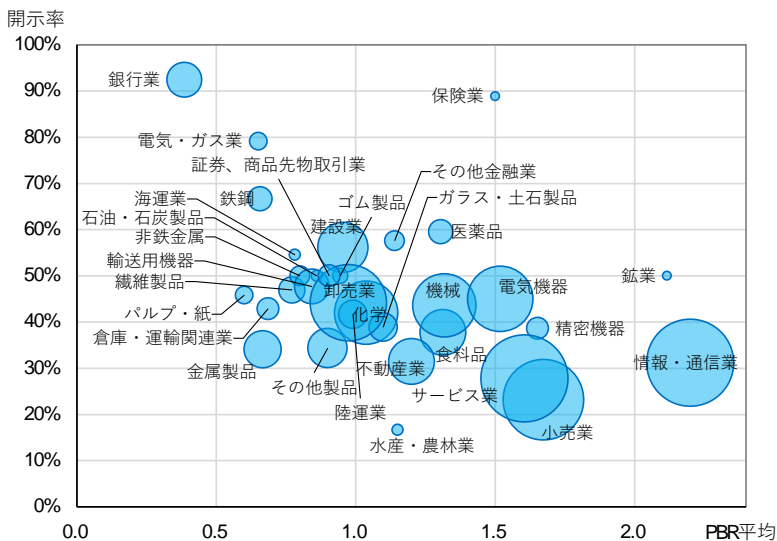
注) 2024年2月末現在の「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に向けた取組みの開示状況を示したものの。

「開示済」は、取組み等を開示していること、「検討中」は対応に向けた取組み等を検討中である旨開示していることを意味する。

資料) 『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表(2024年2月末時点)(株式会社東京証券取引所)より作成。

一般的にみて、PBR 平均が低い業種で開示が進む一方、PBR 平均が高い業種では開示が進んでいないように見える。上場会社数 10 未満の業種を除いて、各市場別に業種別開示割合と業種別 PBR 平均との相関係数をとると、プライム市場が $-0.74$ 、スタンダード市場が $-0.47$ となり、やはり PBR 平均が低い業種の方が、未開示のままに危機意識を有しているようである。参考までに、プライム市場とスタンダード市場の上場会社全体について、業種別の PBR 平均と東証の要請に係る開示率との分布を示してみた(図6)<sup>6</sup>。全体に右肩下りの分布を示しており、PBR 平均が低い業種ほど開示割合が高くなっていることがわかる。

図 6. 業種別にみた上場会社の PBR 平均と東証要請に係る開示率の分布



注) プライム市場・スタンダード市場上場会社の業種別 PBR 平均(2024年2月末現在)と「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に向けた取組みに係る開示率(2024年2月末現在)との分布を示したものの。

開示率には、対応に向けた取組み等を検討中である旨開示している会社を含む。

グラフ上の円の大きさは、上場会社の数の多寡を示す。

空運業のみ PBR 平均が 3.8 と高いため、グラフに掲載されていない。

資料) 「規模別・業種別 PER・PBR(連結・単体)一覧(2024年2月分)」、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する開示企業一覧表(2024年2月末時点)(いずれも株式会社東京証券取引所)より作成。

<sup>6</sup> なお、プライム市場上場会社のみを対象とした同様の分析として、「『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応』に関する開示企業一覧表の公表等について」(株式会社東京証券取引所)p10。



不動産業については、プライム市場はほぼ総合並みなのに対し、スタンダード市場では他業種に比べて取組みが遅れているようである。不動産業の PBR 平均は、プライム市場でやや高め、スタンダード市場ではほぼ総合並みであるから、PBR 平均も踏まえると、不動産業は、プライム市場ではほぼ順調に開示が進んでいる一方、スタンダード市場では、PBR 平均が高くない割には開示が進んでいないということになる。

## (2) 不動産業の開示状況とその内容

不動産業に関しては、プライム・スタンダード市場上場 120 社中、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」を開示済が 30 社、検討中である旨開示している会社が 8 社となっている。いずれかの開示を行っている企業の PBR 平均は 1.17、いずれの開示も行っていない企業の PBR 平均は 1.63 であるから、やはり PBR が低めの会社の方が開示に積極的である傾向がみられる。

次に、不動産業の上場会社が東証の要請を受けてどのような対応を行おうとしているかについてみていくが、開示済の企業がまだ 30 社にとどまるということもあり、詳細な検討は開示済の会社がある程度出揃った後として、本稿ではごく簡単に触れるにとどめる。

既に述べたように、2024 年 2 月 1 日東証は、「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」を公表したのであるが、この中で資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた一連の対応である「現状分析」、「計画策定・開示」、「取組みの実行」について(1.(2)参照。)、それぞれ求められる対応とその際のポイントを挙げて解説している。これらのうち、対応の具体的中身に当たる「計画策定・開示」については、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・策定した上で、その計画策定・開示の内容について、現状評価とあわせて、投資者にわかりやすく開示するものとしている。この「取組みの検討・開示」のポイントとしては、①経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う ②資本コストを低減させるという意識を持つ ③中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う ④中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する、以上4点が挙げられている<sup>7</sup>。

そこで、開示済の 30 社について、上記4つのポイントを踏まえた取組みの開示がなされているかについてみていく。表1は、開示済 30 社の開示内容について、上記4つのポイントを満たしているかどうかについて、各社を PBR の大きい順に示したものである。なお、各ポイントを満たしているかどうかは筆者の判断によるものであり、必ずしも正確ではないことを付言しておく。また、4つのポイントは、検討の参考として東証から示されたものであり、これらのポイントを必ず充足していなければならないというものでもない。

まず、プライム市場の企業の方が開示済企業の数・割合も多く、取組み内容も多岐にわたっている。逆に言うとスタンダード市場の企業の場合、開示内容が従来からの事業・業務の効率化や拡大にとどまるケースが多い。次に、①～④の中では、③の取組みを挙げている企業数が少ないのが目立つ。実は、この点については東証が事例集<sup>8</sup>に取り上げた 29 社においても同様の傾向がみられる<sup>9</sup>。役員報酬制度にまで手を付けるのは当面は難し

<sup>7</sup> なお、①～④の文言のみではやや抽象的でわかりにくい、これらの具体的中身として、東証は次のような取組みを挙げている。①としては、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資、人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することや将来目指すバランスシートの姿を検討し、それに至るまでの計画を策定することなどが挙げられている。②としては、開示情報の拡充や効果的な投資家との対話により、情報の非対称性を解消することやコーポレートガバナンスの強化等が挙げられている。③としては、経営陣やマネジメント層、一般社員の報酬等が、持続的な成長に向けた健全なインセンティブとして機能するよう報酬設計を行うことが挙げられている。④としては、中長期的に目指す姿の実現に向けて、どのような意図で各取組みを実施するのか、各取組みがどのように課題解決に繋がるのかについて、ロジックツリーを用いたり「エクイティ・ストーリー」を示したりして、分かりやすく開示することが挙げられている。

<sup>8</sup> 「投資者の視点を踏まえた『資本コストや株価を意識した経営』のポイントと事例」(別紙)事例集(株式会社東京証券取引所) p2・3。

<sup>9</sup> ここに取り上げられているのは、国内外の多くの投資者との面談に基づき、投資者が企業に期待している取組みのポイントが押さ

いと考える企業が多いのではないかと考える。また、②については、PBR が低めの企業での取組みが多い結果となっている。やはり PBR1倍割れ企業の方が資本コスト低減の必要性を強く認識しているということではないかと考える。

目標に向けた指標(KPI)としては、ほとんどの企業が PBR ではなく ROE を挙げている。PBR は  $PER^{10} \times ROE$  と分解できるが、株価自体は市場の決定事項であり、企業側が直接関与することはできないことから、ROE に着目しているものと考えられる。ROE 以外では、自己資本比率や配当性向・総還元性向<sup>11</sup>を挙げる企業も多くなっている。

①の「抜本的な取組み」の具体的中身については、当然ながら各企業によって大きく異なるが、REIT・ファンド関連業務、海外不動産関連業務、不動産 IT・DX の導入を挙げている企業が比較的多い。REIT・ファンド関連業務としては、不動産クラウドファンディングを挙げている企業が複数あるほか、REIT の設立、開発型ファンドの組成などを挙げている企業もある。海外不動産関連業務としては、特定の国での不動産事業の展開のほか、海外不動産を国内富裕層向けに提供することを挙げている企業もある。不動産 IT・DX の導入については、業務・経営の効率化を目的とする企業がある一方、新たな商品・サービスの創出、例えば顔認証マンション、不動産セキュリティ・トークン<sup>12</sup>などを挙げる企業がみられる。その他、環境配慮や地域貢献を挙げる企業もみられるが、これは ESG や SDGs を念頭に置く機関投資家等からの評価を高める意図もあるものと考えられる。なお、これら外向きの取組みのほか、自己保有資産残高の積み上げ、政策保有株式の縮減といった財務戦略を挙げる企業も存する。

表1. 開示済企業(不動産業)における「計画策定・開示」における取組みのポイントの充足状況

市場	PBR	①経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組みを行う	②資本コストを低減させるという意識を持つ	③中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う	④中長期的に目指す姿と紐づけて取組みを説明する
プライム	4.24				○
プライム	2.07	○			○
プライム	1.77	○			
プライム	1.76				
プライム	1.68	○	○		○
プライム	1.50				○
プライム	1.50			○	
プライム	1.39	○			
プライム	1.36	○			
プライム	1.31				○
プライム	1.28	○	○		○
プライム	1.21				
プライム	1.21				
プライム	1.11		○		
プライム	1.10	○			○
プライム	1.07		○	○	
プライム	1.05	○			○
プライム	1.04	○			○
プライム	1.02	○			○
プライム	1.02		○		
プライム	0.91		○		
プライム	0.91	○	○	○	
プライム	0.87		○		
プライム	0.86	○	○		○
スタンダード	0.85				
プライム	0.80	○	○		○
スタンダード	0.62				
スタンダード	0.48				
スタンダード	0.44	○			
スタンダード	0.16		○		

資料) 各社のコーポレートガバナンス報告書、決算説明会資料、中期経営計画などより作成。

## むすび

以上、東証の PBR1倍割れ改善要請の内容と業種別でみた PBR の現状、さらには不動産業の業態別の違いによる PBR の相違について概観したうえで、当該要請に対する上場企業の対応状況、不動産業における対応

えられていると投資家が一定の評価をしている取組みの事例であり、要は取組みについて投資家からの評価が高い企業であっても、③まで取り組む企業は少ないということになる。

<sup>10</sup> Price Earnings Ratio の略。株価収益率。計算式は、時価総額 ÷ 純利益、又は、株価 ÷ 一株当たり利益 (EPS)。

<sup>11</sup> 配当性向は、当期純利益に占める配当金の割合。総還元性向は、当期純利益に占める配当金と自社株買いの金額の合計額の割合。いずれも企業の株主還元の度合いを示す指標である。

<sup>12</sup> 不動産を裏付け資産とした、ブロックチェーン等の電子的技術を使用してデジタル化し発行される法令上の有価証券(デジタル証券)をいう。なお、法令上セキュリティ・トークンとは、金融商品取引法第 2 条第 2 項で有価証券とみなされている権利について、金融商品取引法第二条に規定する定義に関する内閣府令で「電子情報処理組織を用いて移転することができる財産的価値に表示される場合に該当するもの」とされるものをいう(「電子記録移転有価証券表示権利等」と称されている。)

の中身についても触れてみた。PBR は、従来もっぱら株式の割安度の判断材料として使われてきた印象があるが、今般東証が PBR を企業の資本収益性や成長性判断の一つの基準として位置づけたことで、投資家のみならず上場企業の側も PBR を強く意識せざるを得ないことになったのではないかと考える。そして、これにより企業の資本収益性や成長性の向上につながることを期待される。

不動産業でも、PBR1倍割れ企業は少なくないが、今回の要請を受けて、経営者は改めて資本収益性や成長性の向上を目指すことになるのではないかと考える。不動産業の場合も、株式上場を主として顧客や取引先に対する信用力の確保の手段としてとらえ、旧来型の業態に安住しているケースも少なくないと思われる。これを機に、そのような企業においても、新たに事業の革新を志向する動きなどが生じることも期待されるのではないかと考える。

(齋藤 哲郎)