

# 研究員レポート： 統合報告と市場評価に関する調査

2017.08.02

ESG/統合報告研究室では日経225やJPX400銘柄企業などを対象に統合報告書発行状況を調査している。今回のレポートでは、この調査対象のうち時価総額1,000億円以上の企業に焦点を当て、自己資本利益率（ROE）や株価純資産倍率（PBR）といった投資指標の分析を通じて、統合報告書発行企業の株式市場での評価について考察したい。

当レポートの調査対象は、日経225銘柄およびJPX400銘柄、研究室の調査活動で加えた企業のうち、2017年3月期末時点の株価ベースで時価総額1,000億円以上の上場企業477社。このうち狭義※の統合報告書発行企業は134社。

## ■調査対象のうちPBR1倍以下は約2割

調査対象のうち、PBRが1倍割れだった企業は全対象ベース（477社）で115社（割合24.1%）、統合報告書発行企業ベース（134社）で41社（割合30.5%）だった。PBRとは、株価が会社の純資産（1株当たり）に対して何倍なのかを表したものであり、1倍割れの状態とは、純資産（株主資本）より株価が低い状態を意味し、企業が解散した場合、計算上は株価を上回る現金が株主に渡ることから「解散価値以下」とも言われる。本来であれば純資産に財務諸表に表れない価値が加わって株価が形成されるところが、市場からは逆にネガティブに見られていることを意味する。ただし、このPBRは業種によって差があり、当局からの規制が多い金融業などは低い評価になりがちである。東京証券取引所が月次で発表している業種別PBRをみても、銀行業と鉱業の0.5倍をはじめ、鉄鋼、海運などが業種全体として1倍割れとなっている。

### 業種別PBR

種別	PBR	種別	PBR
水産・農林業	1.5	精密機器	1.6
鉱業	0.5	その他製品	1.1
建設業	1.0	電気・ガス業	1.0
食料品	1.7	陸運業	1.4
繊維製品	0.9	海運業	0.7
パルプ・紙	0.8	空運業	1.6
化学	1.3	倉庫・運輸関連業	0.8
医薬品	1.7	情報・通信業	2.1
石油・石炭製品	1.0	卸売業	0.9
ゴム製品	1.3	小売業	1.8
ガラス・土石製品	0.9	銀行業	0.5
鉄鋼	0.7	証券商品先物取引業	0.9
非鉄金属	1.0	保険業	1.1
金属製品	0.9	その他金融業	0.9
機械	1.2	不動産業	1.3
電気機器	1.5	サービス業	2.0
輸送用機器	1.0		

出所：東京証券取引所HP 2017年3月末

## ■PBR1倍以下ROE8%超企業は34社

PBRが1倍割れとなる要因としては、業績の低迷といった損益面や余剰キャッシュ・資産に代表される資本効率面に対する懸念が考えられることから、資本効率性を示すROEの状況を考察した。伊藤レポートでは資本コストを上回るROEの必要性を説いており、「グローバルな投資家との対話では8%が最低ライン」としている。この8%以上という水準をクリアした企業はPBR1倍以下の115社のうち34社、統合報告書発行企業ベースでは、PBR1倍以下41社のうち13社にのぼっており、これら企業は最低水準の資本効率性をクリアしながら、純資産を上回る株価評価すら受けていないことを示している。

大阪市立大学大学院の宮川壽夫教授は、著書「企業価値の神秘」※の中で企業価値評価モデル（残余利益モデル）を使いROEとPBRの関係性について、「ROEと株主資本コストが等しくなるとPBRが1倍になる」と述べている。この考えに基づく、PBR1倍割れとは、投資家はその企業のビジネスリスクに応じて要求している期待収益力（株主資本コスト）に達していないことを示唆しており、高いROEを記録しながらPBRが低い企業は市場から「現在の高い収益力は持続的でない」とみられている可能性が高い。

※中央経済社 2016年11月

統合報告書とは、財務諸表に表れない経営資産の存在とそれらを活用して持続的な成長をつむぐ価値創造ストーリーを語るものとされる。しかしながら、統合報告書発行企業においてPBR1倍割れかつROE8%超という企業が10社に1社程度の割合で存在していることも事実だ。株式市場からの評価と、事業に投資されている非財務面を含めた資本の将来性の自己認識とで乖離があると捉える企業においては、統合報告書などによる情報発信を含めたコミュニケーションの改善も、その差を埋める上での一つのアプローチになりえるのではないだろうか。