

正念場を迎える上場企業改革

顧問(東洋大学教授) 中村 純一

原材料やエネルギー価格が上昇する中でも、企業収益は好調である。上場企業の 2026 年 4-6 月期決算の売上高純利益率は 9.1%となり、過去最高を更新した。株式市場も、東証株価指数が 8 月に過去最高を更新するなど、堅調な動きが続く。しかし、世界に目を転じると、日本企業の存在感は依然として希薄なままである。今年に入って、日本企業の時価総額首位の座をめぐっては、トヨタ、MUFG、SBG、キオクシアが目まぐるしい競り合いを繰り返しているが、その水準はドル建てで 3 千億ドルに満たず、エヌビディアなど米国のトップレベル企業の 10 分の 1 以下、サムスンなど 1 兆ドルクラブにも遠く及ばないのが実状である。日本で大人気の「オルカン」が参照する MSCI オール・カンントリー・ワールド・インデックス (ACWI) に採用される日本企業の数も、5 年前には 300 銘柄以上あったのが、直近では 168 銘柄にまで減少している。

ここで、この 10 年間の改革によって日本企業の「稼ぐ力」がどの程度高まったのかをデータで振り返ってみよう。集計対象は、直近の日経 225 構成企業のうち、3 月決算である約 160 社とした。改革が始まって間もない 2016 年 3 月期の ROE の平均 (プラスマイナス 100%超の外れ値を除く) が 8.3%であったのに対して、直近の 26 年 3 月期の平均は 10.3%へと確かに上昇している。しかし詳しくみると、上位 5%に位置する企業の ROE が 17.5%から 27.5%へと大きく伸びたのに対して、中央値は 8.9%から 9.2%へとわずかな改善にとどまっており、意識の高い一部のトップランナー企業を除くと「稼ぐ力」が有意に高まっているとは言えない状況であることがわかる。

2014 年に「伊藤レポート」が株主資本コストのベンチマークとして 8%という具体的な数値を示し、それを上回る ROE の達成を求めたことは、経営者に資本効率重視の行動変容を促した点で極めて有意義であった。一方で、上述のデータに基づく ROE の分布状況 (構成比) には気になる兆候が見て取れる。2016 年 3 月期には ROE6~8%の区間が 16.7%、8~10%の区間が 17.3%、10~12%の区間が 14.7%となだらかなカーブを描いていたが、26 年 3 月期には 6~8%の区間が 13.6%、8~10%の区間が 20.4%、10~12%の区間が 9.9%と、ぎりぎり 8%をクリアする 8~10%の区間に明らかな集中が見られる。このような分布状況の変化は、8%をクリアすると途端に改革がスローダウンす

る企業がいかにも多いかを示唆している。資本効率の向上といっても、株主からの規律付けが依然として弱く、政府や取引所からの指導に受け身で従っているだけでは、最低ラインであるはずの ROE8%が事実上のゴールになってしまうのである。

2023 年に東証が恒常的な PBR1 倍割れの状態を放置しないよう「資本コストや株価を意識した経営」を要請したことは、改革を再起動させる重要な契機となった。しかし、資本コストをわずかに上回る ROE で満足してしまえば、PBR はせいぜい 1 倍止まりである。実際、2026 年 3 月期の期中平均株価を用いて PBR を算出すると、前述の約 160 社の 31.3%が 1 倍割れの状況である。この比率は、23 年 3 月期の 48.9%からは改善しているものの、16 年 3 月期の 27.3%よりむしろ悪化しており、1 倍割れ企業がわずか 2%程度とされる米国とは比べるべくもない。

地政学リスクの高まりや AI 技術の驚異的な進歩によって、2010 年代までデフレ・低金利傾向をもたらしてきたグローバルな経済環境は一変し、8%という株主資本コストの相場観自体が既に陳腐化しつつある。投資マネーをめぐる競争が世界的に激化するなか、日本企業は改革の遅れに危機感を持ち、「稼ぐ力」の目線をもっと引き上げて改革を加速しなければならない。資本効率の追求はコストカットや株主還元偏った対応につながり、成長投資を妨げているという意見もあるが、もとより株主資本コストを上回る投資機会を見いだせない企業はダウンサイズするしかないのであり、政府の方針だからと無理やり投資を積極化すればかえって企業価値の毀損につながる。

日本全体として成長投資が圧倒的に不足しているのは事実だが、それは事業構造の現状維持を前提にした経営がいまだに根強いためだろう。米国の上場企業も、1980 年代初めには過半数が PBR1 倍割れという状況にあったが、そこから脱却する決め手になったのはやはり大胆な事業の再構築であった。大手総合電機グループから独立したキオクシアや KOKUSAI の軌跡が暗示するように、日本企業の内部には今なお大化けしうるビジネス・シーズが死蔵され、組織の壁に成長を阻まれている。成熟した日本企業にとって、資本効率と利益成長を両立する道は、事業構造の転換によって初めて開けてくるのである。その実現に向けて、日本の上場企業改革はこれからがまさに正念場である。

本資料の内容や見解はすべて執筆者個人に属するものであり、株式会社日本政策投資銀行の見解を反映するものではありません。また当行は、掲載されている情報の正確性・確実性を保証するものではなく、本資料の利用に関して生じたいかなる損害について責任を負うものではありません。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

<お問い合わせ先>

株式会社日本政策投資銀行 設備投資研究所

TEL:03-3244-1890 E-mail: sesomu@dbj.jp