

<トピック>

資本コストや株価を意識した経営要請から 2 年が経過

～PBR1 倍割れ解消は業種により差

東証は、2023 年 3 月にプライム、スタンダード上場企業を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行った。2023 年 3 月末と比較して、プライム上場企業の PBR1 倍割れ比率は 47% から 43%に低下し、ROE（中央値）は 8.57%から 9.15%へ上昇した。数値上の変化はわずかではあるものの、経営者の意識が変わり、以前に比べ投資家目線が浸透してきたことは、株式市場にとって大きな意義があると思う。

当経済研究所のユニバース（継続調査対象）銘柄の PBR（中央値）は 2023 年 3 月末の 1.76 倍から 2025 年 6 月は 1.71 倍とほぼ同水準にとどまっている。PBR1 倍割れ比率も 25%で変わらない。ただし、業種別にみると、建設・建設資材の PBR1 倍割れ比率が 78%から 44%、物流・卸売の同比率は 43%から 22%へ大きく減少している。これら業種の改善は、(1) 積極的な増配・自社株買い、(2) TOB/MBO が相次ぎ、セクター全体の株価が引き上げられた、(3) アクティビストの関与、(4) 価格改定等による業績改善、などが要因として考えられる。一方、医薬品・医療機器、小売では 1 倍割れ比率が上昇しているが、個社要因が大きい。

個別企業でみると、木村工機（6231）、SWCC（5805）、放電精密加工研究所（6469）、イトーキ（7972）などが、この 2 年間で着実に資本効率を改善させ、企業価値を向上させている。

本レポートでは今後 PBR1 倍割れを解消しそうな企業を探るために、PBR1 倍未満の当研究所ユニバース銘柄のうち、ROE の改善が見込まれる企業をスクリーニングした。具体的には、TRE ホールディングス（9247）、第一工業製薬（4461）、新田ゼラチン（4977）、田岡化学工業（4113）、サトー（6287）など 17 社をリストアップした。

資本効率や企業価値の向上に向けて変化する企業側の意識

東証の改善要請後の変化

東証は、2023年3月にプライム、スタンダード上場企業を対象に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の要請を行った。日本市場のPBRやROEが欧米と比べて低水準にあるという問題意識が要請の背景にある。2023年3月末と比較して、プライム上場企業（金融除く）のPBR1倍割れ比率は47%から43%に低下し、ROE（中央値）は8.57%から9.15%へ上昇した（6月18日現在）。スタンダード上場企業では、改善はやや緩やかで、PBR1倍割れ比率は62%から61%でほとんど変わっておらず、ROEは6.21%から6.35%へわずかな上昇にとどまっている。2年間の数値上の変化はわずかではあるものの、経営者の意識が変わり、以前に比べ投資家目線が浸透してきたことは、株式市場にとって大きな意義があると考えられる。

取り組み状況開示が増加

一番わかりやすい変化は、決算説明会資料や統合報告書などに資本コストや、どうやって企業価値を向上させるかといった内容が載るようになったことである。東証の資料によると、資本効率改善や企業価値向上への取り組みについての開示を行っている企業の比率は、プライム市場で49%（2023年12月）から92%（2025年5月末）に、スタンダード市場で同19%から51%に上昇した。当研究所が継続調査するユニバース銘柄では同33%から86%に増加した。

株主還元強化の動き

増配や自社株買いの動きも活発化した。東証の集計によれば、3月決算企業の配当総額は、22.3期は前期比25%増、23.3期は同9%増、24.3期は同9%増、25.3期は同13%増と、コロナ禍以降大幅な増加が続いている。26.3期の期初予想では、減益見通しでも増配予想を出すという企業も多かった。また、配当方針の公表のしかたも変わってきており、「株主還元方針の変更のお知らせ」「配当方針の変更に関するお知らせ」など分かりやすいタイトルで適時開示をする例や、株主資本配当率（DOE）、配当性向など具体的な数値目標を掲げる例が多くなっている。増配、配当維持を原則とした累進配当を方針とする企業が増えているのも最近の特徴である。累進配当の方針の下では、基本的に減配になることはない。

いちよし研究所ユニバースの PBR 水準別構成比

PBR 中央値は 1.7 倍付近
で横ばい

図表 1 は当研究所のユニバース（継続調査対象）銘柄の 2023 年 3 月末と 2025 年 6 月 18 日時点の PBR を業種別に比較したものである。全体としては、著しい改善はみられない。集計対象企業の PBR（中央値）は 1.76 倍から 1.71 倍へ、ほぼ同水準にとどまっている。水準別の構成比をみても、大きな変化はない。2023 年 3 月末は 1 倍割れが 25%、1 倍以上 2 倍未満が 29%、2 倍以上が 46%であったが、2025 年 6 月はそれぞれ 25%、32%、42%である。

建設、物流の PBR1 倍割
れ解消が進む

業種別に 2023 年 3 月末からの変化に着目すると、建設・建設資材（PBR1 倍割れ比率：78%→44%）、物流・卸売（43%→22%）で PBR1 倍割れ比率は大きく減少している。PBR 改善の要因として、(1) 株価対策として積極的に増配・自社株買いを実施した、(2) 業界再編の波によって TOB/MBO が相次ぎ、セクターの株価が引き上げられた、(3) アクティビストが関与している企業が多く、収益力改善や株主還元拡充に働きかけるなど、企業価値向上を後押しした、(4) 価格改定などで業績が改善し、株価がそれを評価し上昇した、などが考えられる。一方、医薬品・医療機器（11%→33%）、小売（22%→44%）では 1 倍割れ比率が上昇しているが、一部企業の PBR が個社要因で低下した影響が大きいようだ。

（図表1） いちよし経済研究所ユニバース銘柄の PBR 水準別構成比（2023 年 3 月末と 2025 年 6 月）

業種	社数	PBR (23年3月末)			PBR (25年6月18日)		
		1倍未満	1～2倍	2倍以上	1倍未満	1～2倍	2倍以上
素材	36	67%	28%	6%	78%	22%	0%
機械	24	46%	54%	0%	46%	42%	13%
電子・電気機器	21	48%	38%	14%	43%	43%	14%
電子デバイス	17	53%	29%	18%	59%	29%	12%
半導体・FPD	46	30%	52%	17%	37%	48%	15%
建設・建設資材	18	78%	11%	11%	44%	44%	11%
アウトソーシング	19	0%	26%	74%	16%	32%	53%
物流・卸売	23	43%	30%	26%	22%	52%	26%
消費者サービス	42	5%	24%	71%	7%	19%	74%
小売	9	22%	33%	44%	44%	44%	11%
消費財	16	25%	31%	44%	25%	31%	44%
医薬品・医療機器	9	11%	44%	44%	33%	56%	11%
ヘルスケアサービス	21	5%	19%	76%	5%	29%	67%
デジタルメディア・コンテンツ	56	9%	23%	68%	5%	30%	64%
デジタルB2B	56	0%	16%	84%	0%	18%	82%
デジタルB2C	12	0%	25%	75%	0%	33%	67%
エネルギー・金融・不動産	12	17%	25%	58%	17%	25%	58%
合計	437	25%	29%	46%	25%	32%	42%

（注1） 6 月 18 日時点のいちよし経済研究所ユニバース銘柄 445 社のうち、2023 年 3 月末 PBR が取得可能な 437 社を集計。

（注2） いちよし経済研究所の業種分類

（出所） いちよし経済研究所

PBR1 倍割れを解消した企業

PBRを改善させた中小型株企業

個別企業でみると、この 2 年間で着実に資本効率を改善させ、企業価値を向上させている企業がある。当研究所のユニバース銘柄のうち、2023 年 3 月末時点で PBR が 1 倍を割れていた企業は 109 社（25%）あったが、そのうち 31 社が 6 月 18 日時点で 1 倍割れを脱している（図表 2）。

業績再拡大期に入った企業の PBR 改善が大きい

木村工機（6231）は、コロナ禍以降、工場やオフィスなどの換気需要を取り込み、大幅増益が続いている。SWCC（5805）は、大胆な構造改革を実行し、再び利益成長軌道に乗った企業である。放電精密加工研究所（6469）は、2024 年 1 月に三菱重工（7011）との資本業務提携を経て、発電所タービン部品や航空部品、防衛装備品部品の出荷増による成長性に対する蓋然性が高まったことが評価された。

（図表2） PBR1 倍割れを脱した中小型株企業（PBR の改善幅が大きい 20 社）

社名	コード	PBR (倍)		ROE (%)		事業内容
		23/3末	25/6/18	22年度	直近決算期	
木村工機	6231	0.77	2.88	14.1	23.3	業務用空調機
SW CC	5805	0.89	2.59	15.0	14.3	電線、電力ケーブル
放電精密加工研究所	6469	0.78	2.24	-26.4	8.5	放電加工
イトーキ	7972	0.68	1.98	11.2	13.8	オフィス家具大手
キューソー流通システム	9369	0.61	1.63	3.7	6.4	食品物流大手
ニッコンHD	9072	0.72	1.60	7.1	6.8	自動車輸送
古野電気	6814	0.58	1.37	2.7	17.2	船用電子機器大手
スカパーJSAT HD	9412	0.59	1.37	6.4	6.9	有料放送、通信衛星サービス
日東紡績	3110	0.66	1.41	2.6	10.4	グラスファイバー
ミマキエンジニアリング	6638	0.93	1.60	13.8	20.7	業務用インクジェットプリンタ
ゼロ	9028	0.68	1.32	8.7	11.8	完成車輸送
美津濃	8022	0.65	1.27	8.4	10.2	総合スポーツ用品
新晃工業	6458	0.79	1.39	8.5	12.8	業務用空調機
センコーグループHD	9069	0.88	1.43	10.0	9.4	総合物流
東建コーポレーション	1766	0.92	1.40	9.4	7.5	賃貸住宅経営提案
丸全昭和運輸	9068	0.58	1.06	8.1	7.7	京浜地区発祥の総合物流企業
富士紡HD	3104	0.89	1.30	8.1	9.8	繊維、超精密加工用研磨材等
ラクト・ジャパン	3139	0.90	1.30	10.9	12.1	乳製品中心の輸出入商社
ディー・エヌ・エー	2432	0.90	1.29	3.8	10.7	モバイル向けソーシャルゲーム
鴻池運輸	9025	0.65	1.04	7.1	10.0	総合物流事業者

（注）HD はホールディングス
（出所）いちよし経済研究所

今後 PBR1 倍割れの解消が期待される中小型株企業

ROE 改善度合でスクリーニング

一部企業で改善がみられるものの、依然として当研究所のユニバース銘柄の 4 分の 1 が PBR1 倍未満の水準にある。ROE の上昇に伴って PBR も上昇するという ROE と PBR の相関関係はよく知られている。ROE の改善によって、PBR1 倍割れを脱する可能性は高まると思われる。ROE の改善見通しによってスクリーニングをかけてみた（図表 3）。具体的な条件は（1）PBR1 倍未満、（2）今期の ROE 予想が 8%以上、（3）直近 3 期平均よりも今期改善する見通しである、である。

評価不足の可能性

業績は堅調であるにもかかわらずそれが認識されておらず過小評価になっている、或いは成長ドライバーの認知度が十分に高まっていない、といった企業が多い。業種は、建設業や製造業が中心である。

（図表3） ROE が改善する見込みの PBR1 倍割れ中小型株企業

社名	コード	PBR(倍)	ROE (%)				事業内容
			今期予想	(決算期)	3期平均	改善幅	
TREHD	9247	0.95	16.0	26/3	10.5	5.44	産業廃棄物処理業
第一工業製薬	4461	0.92	8.3	26/3	3.1	5.19	工業用薬剤のトップメーカー
新田ゼラチン	4977	0.74	9.8	26/3	5.1	4.70	国内首位のゼラチンメーカー
田岡化学工業	4113	0.95	9.2	26/3	5.1	4.16	レンズ用モノマー、医農薬中間体など
サトー	6287	0.85	10.9	26/3	7.2	3.67	自動認識システム
不動テトラ	1813	0.98	9.1	26/3	6.6	2.43	地盤改良工事、消波ブロックの型枠賃貸
三光合成	7888	0.60	11.3	25/5	8.9	2.43	車両・電子機器向け樹脂成形大手
サカタインクス	4633	0.89	9.8	25/12	7.4	2.39	パッケージ用インキ
中本パックス	7811	0.79	10.5	26/2	8.7	1.72	グラビア印刷、ラミネート加工
リオン	6823	0.96	10.0	26/3	8.7	1.30	補聴器
アジアパイルHD	5288	0.79	9.4	26/3	8.1	1.30	コンクリートパイル（基礎杭）
石原産業	4028	0.63	8.9	26/3	7.6	1.29	酸化チタン、医薬品など
ADEKA	4401	0.93	8.7	26/3	7.9	0.77	樹脂添加剤、業務用食油
日本電子材料	6855	0.99	9.7	26/3	9.1	0.62	プローブカードメーカー
日東工業	6651	0.99	8.9	26/3	8.3	0.62	配電盤、キャビネット等の電気設備資材
あさひ	3333	0.91	9.4	26/2	9.2	0.22	自転車専門店チェーン
藤倉コンポジット	5121	0.82	11.0	26/3	11.0	0.03	ゴム引布、産業用資材、ゴルフシャフト

（注）PBR、予想は 6 月 18 日時点。予想 ROE は、予想純利益÷期中平均自己資本で算出。HD はホールディングス
（出所）いちよし経済研究所

『レポート表記上の注記事項』

- ・ 会社予想以外の予想はいちよし経済研究所。本文および図表での前期比は、注記なき場合は増減率。
- ・ 四半期の数字は注記なき場合は当経済研究所推計。
- ・ 図表における前期比の数字は原則として百万円未満を切り捨てて算出しているため、決算短信に表示される数字と若干異なる場合があります。
- ・ 株式分割があった場合はフェアバリューも遡及修正を行います。
- ・ 公募増資等があった場合のEPSは期間按分した修正EPSとします。
- ・ 1株あたり配当については、株式分割等があっても遡及修正を行いません。
- ・ ユニバース銘柄は原則として定期的にフォローする銘柄を指します。
- ・ 業績表の前回予想の前期比(%)は前回予想に基づく伸び率を表示しています。
- ・ 純利益は、当期純利益（単独）、親会社株主に帰属する当期純利益（日本基準、連結）、親会社の所有者に帰属する当期利益（IFRS）、当社株主に帰属する当期純利益（米国基準）を表示しています。

『金融商品取引法に基づく表示事項』

○本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等： いちよし証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第24号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

○手数料等およびリスクについて

株式等（ETF、ETN、REITを含む）の売買取引には、約定代金に対して最大1.43%（最低手数料3,300円）（税込）の委託手数料をいただくこととなります。株式等は価格の変動等により、損失が生じるおそれがあります。外国株式は為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

『アナリスト証明』

私は本レポートに記載された見解が私個人の見解を正確に反映していることを表明します。また、このレポートの執筆にあたり、第三者からの強要・示唆・依頼等、いかなる圧力も受けておりません。私は本レポートを執筆することにより特別の報酬を得ることはありません。また、私及び私の家族は本レポートの対象企業の有価証券を保有しておりません。

『いちよし証券及びいちよし経済研究所の免責事項』

- この資料は、いちよし証券より対価を受け、公表されたデータ等に基づいて作成されたものですが、過去から将来にわたって、その正確性、完全性を保証するものではありません。投資の参考となる情報の提供を目的としたものですので、銘柄の選択、投資時期等の投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断でお願い致します。
- 有価証券投資は株価の変動により、または発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。投資によって発生する損益はすべて投資家の皆様へ帰属します。
- 記載された見解等の内容はすべて作成時点でのものであり、今後予告なく変更されることがあります。金融商品取引所や証券金融会社が行う信用取引等に関する規制措置等は、新規に追加および解除されても表示することができません。
- いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社は、この資料に記載された銘柄の有価証券を保有又は売買する場合、及びこの資料に記載された企業に対し投資銀行業務を行う場合があります。
- この資料は、いちよし証券又はいちよし経済研究所及びいちよし証券の関係会社から、直接提供するという方法でのみ配付しております。また著作権はいちよし証券に帰属しています。未許可での使用、複製の作成や発表を禁じます。

『いちよし経済研究所のレーティングシステム』

○レーティング（フェアバリューに対するレポートに記載した株価との乖離率）

20%超割安→A（買い）、20%割安～20%割高→B（中立）、20%超割高→C（売り）。

「中止」はレーティングを失効させる場合、「保留」は一時的にレーティングを停止する場合に用います。

※その他の指標

リスク（財務・業績変動リスク、経営者リスク等を考慮したリスクの総合判断）

ローリスク→LR、ミドルリスク→MR、ハイリスク→HR。

アナリストの判断によりレーティングを付与している銘柄をレーティング「中止」あるいは「保留」とすることがあります。

お問い合わせの際は最寄の取引部支店までご連絡ください。

(C)Ichiyoshi Securities Co.,Ltd. 2025 All Rights Reserved