

PBR Unicorn

応募区分: 大学部門

チーム ID: SL2301104

チーム名: ハピモス

学校・学年: 東京大学(経済学部)・3, 4年

メンバー: 岸田(リーダー)・小河・小野・山内

指導教員: 首藤 昭信 准教授

基礎学習

1. 我々の生活に必要な財やサービスを **[1] 生産** し、 **[2] 流通** させ、 **[3] 消費** することを経済という。財やサービスには、代金を払った人だけが消費を独占できる **[4] 私的財** と、政府が税金等を使って提供する **[5] 公共財** とがある。
2. 経済の主体には、生産・流通の主体である **[6] 企業**、消費の主体である **[7] 消費者 (家計)**、行政サービスや公共財の提供などを通して一国の経済活動を調整する主体である **[8] 政府 (国・地方公共団体)** がある。
3. 通貨には、紙幣や硬貨などの **[9] 現金通貨** と、銀行などに預けられており振替などで決済手段として機能する **[10] 預金通貨** とがある。
4. 2022年からの成年年齢の引き下げに関する説明文のうち、誤っているものは？ **[11] c**
 - a. 成年年齢の引き下げにより、18・19歳は父母の親権から離れ、親の財産管理権が及ばなくなった。
 - b. 親の同意なしで、携帯電話の契約を結んだり、アパートを借りたり、高額商品を買うためのローンを組んだりできるようになった。
 - c. 成年年齢引き下げ後に、いったん結んだ契約を取り消すためには「未成年取消権」の行使が必要になった。
 - d. 2023年から、つみたてNISAの利用可能年齢が18歳に引き下げられた。
5. 日本では人口減少が進む中、性別や年齢、言語や宗教など多様な視点を有する人たちが構成される組織のほうが強さを増すという **[12] ダイバーシティ** の重要性が指摘されている。
6. 2020年に署名されたRCEP（地域的な包括的経済連携）は、日本や中国、韓国など東アジアを中心に **[13] 15か国** が参加し、世界の人口とGDPのおよそ **[14] 3割** を占める世界最大規模の自由貿易圏である。
7. グローバル化の進展に関する次の説明文のうち、正しいものは？ **[15] d**
 - a. 貿易が自由化され、安い輸入品が国内に入ってくることは、消費者にとっても国内の生産者にとってもメリットになる。
 - b. グローバル化の進展による影響は、経済以外の分野ではあまり見られない。
 - c. 「環太平洋経済連携協定（TPP）」は、FTA（自由貿易協定）の一つである。
 - d. 近年の日本の国際収支をみると「投資収益」が大幅な黒字を計上している。
8. 「持続可能な開発目標（SDGs）」の17の目標のうち、今回、グループで設定した投資テーマと特に関連が深い目標を挙げ（3つ以内）、その主な理由を記述してください。

関連の深いSDGsの目標	その主な理由
5 ジェンダー平等を実現しよう	意見書において女性取締役の専任を掲げており、ジェンダーの面で多様性を重視することを企業に提案しているため。
9 産業と技術革新の基盤を作ろう	市場全体としての資本効率性が改善すれば、技術革新をもたらさしめる企業に資金が流入する可能性が高まるため。

17 パートナリツプで目標を達成しよう	市場全体として投資効率が低いところから高いところへと資金が流入することで、市場全体が一丸となって日本企業の低迷に対処することを期待しているため。
---------------------	--

9. 「ESG 投資」で重視する3つの要素の組み合わせとして、正しいものはどれか？ **[16] b**
- a. 経済 — 科学 — 成長
 - b. 環境 — 社会 — 企業統治**
 - c. 効率 — 持続可能性 — 企業統治
10. GDP（国内総生産）に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ **[17] a**
- a. GDP とは、一定期間に国民全体として生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。**
 - b. GDP とは、一定期間に国内で生産したモノやサービスの付加価値の合計額をさす。
 - c. 実質 GDP とは、名目 GDP から物価の変動による影響を差し引いたものである。
 - d. 2022 年（暦年）の日本の GDP の額は、名目 GDP が実質 GDP を上回っている。
11. 日本最大の証券取引所は、東京証券取引所（東証）であるが、その他にも **[18] 名古屋**，**[19] 札幌**，**[20] 福岡** に地方証券取引所があり、地域経済や地域企業のサポート役として存在している。
12. 投資のリスクを小さくする方法には、「長期」、「分散」、**[21] 積立** の3つが重要とされている。分散投資は **[22] 資産** や、**[23] 地域**，**[24] 時間** を分けることで安定した収益が期待出来る。
13. 「積立投資」に関する次の説明文のうち、誤っているものは？ **[25] c**
- a. 積立投資は、定期的に株式などの金融商品を購入する投資の方法の一つである。
 - b. 積立投資には定量購入と定額購入の2つがある。
 - c. 積立投資は、元本が保証されている投資方法である。**
 - d. ドル・コスト平均法では、株価が高いときには少ない数しか株を買えないが、株価が下がれば購入できる株が多くなり平均的な購入価格を抑えることができる。
14. 次のうち、資本に対し企業がどれだけの利益を上げているかを表し、数値が高いほど経営効率が良いと言える財務指標はどれか？ **[26] a**
- a. ROE** b. 自己資本比率 c. 純利益 d. PER
15. 「日経アジア 300」は、アジアの11の国・地域を対象に、**[27] 時価総額**，**[28] 成長性**，知名度などを基準に選定した約300社の有力企業で構成されている。

要旨

日本の株式市場における PBR1 倍割れ問題が深刻である。日本の主要企業のうち、PBR が 1 倍を下回っている企業の割合は 4 割以上に達しており、これは欧米の各国と比べても著しく大きい値である。我々は本稿を通じ、この問題を解決することにより日本企業の資本の効率性を取り戻すための一つの方法を提示することを試みる。

我々は **PBR1 倍割れ企業の中にも、特徴が異なる 2 つの企業群が存在**すると考えた。どちらも、長らく停滞していた日本市場に革新的な変化をもたらす企業になることを期待し、伝説上の生き物であるユニコーンになぞらえて「攻めの PBR ユニコーン」、「守りの PBR ユニコーン」と命名した。攻めの PBR ユニコーンとは、実力があるものの、市場からの注目度が低い結果として過小評価されている企業であり、積極的な情報開示といった攻めの姿勢で企業価値を向上させる企業である。守りの PBR ユニコーンとは、株主期待リターンを上回る投資機会を持たず、長年蓄積された余剰現金が豊富な企業であり、ペイアウトといった守りの姿勢で企業価値を向上させる企業である。

本稿が、個別企業の PBR 問題を市場全体の問題として再解釈し、まさに市場が一丸となって取り組むことを通じて、**現状の PBR 問題、ひいては日本企業の低迷を解決するための一助**となればこの上ない喜びである。

目次

I. 背景・テーマ設定	5
II. スクリーニング・投資戦略	7
1. スクリーニングの概観	7
2. 攻めの PBR ユニコーン	8
2-1 第 1 スクリーニング：「攻め」に相応しい実力	9
2-2 第 2 スクリーニング：実力に見合わない過小評価	11
2-3 第 3 スクリーニング：評価を上げるための努力	13
3. 守りの PBR ユニコーン	16
3-1 第 1 スクリーニング：保有現金の測定	16
3-2 第 2 スクリーニング：株主還元をすべき条件	17
3-3 第 3 スクリーニング：株主として発揮する影響力	20
3-4 第 4 スクリーニング：長期保有すべき意義	21
3-5 守りの PBR ユニコーンへの意見書	22
III. ポートフォリオ	25
1. ポートフォリオ配分の決定	25
2. 銘柄紹介	26
V. 日経 STOCK リーグを通して学んだこと	28
参考文献	29

I. 背景・テーマ設定

1. 課題認識

日本の株式市場における PBR1倍割れ問題が深刻である。TOPIX500 を構成する日本の主要企業のうち、PBR が 1 倍を下回っている企業の割合は 43%にも達しており、この割合は米国（S&P）の 3%、欧州（STOXX）の 18%と比べても大きい（経済産業省、2022）。PBR とは時価総額を純資産で除した値であり、純資産は株主に帰属する価値であることから、PBR が 1 倍を下回っている企業は株主の資産を効率的に活用できていないことを意味する。TOPIX を構成するような大企業に、PBR 1 倍割れが継続する企業が少なからず存在することは、市場全体としての資本効率が著しく損なわれていることを意味する。我々は本稿で、この問題の解決を通して**日本の市場機能を取り戻すための一つの方法を提示**することを試みる。

日本市場で PBR 1 倍割れ問題が継続している背景として、資本コストを上回る収益性を達成する必要性が日本企業の間で意識されてこなかったという指摘がされている（経済産業省、2014）。その観点から、PBR 1 倍割れ企業の中にも、①**資本コストを上回る収益性の投資機会を持つが時価総額が過小評価された企業**と、②**資本コストを上回る収益性の投資機会を持たないにも関わらず過剰に現金を保有し、純資産が大きすぎる企業**が存在すると考えた。

2. テーマの決定

我々は PBR 1 倍割れ企業がいかに PBR を改善し、PBR 1 倍を達成するかという観点から、PBR 1 倍割れ企業の中から特に 2 つの企業群を「**攻めの PBR ユニコーン**」、「**守りの PBR ユニコーン**」と命名した。

2-1 命名の由来

それぞれ攻めの方針、守りの方針によって PBR を改善できる企業群である。企業を指している時のユニコーンとは、有力なスタートアップを、滅多に出会えない存在として伝説上の生き物であるユニコーンになぞらえて呼ぶ名称である（日経 HR 編集部、2023）。我々の PBR ユニコーンは、そのユニコーンとは異なる。2 つの PBR ユニコーンが達成するであろう PBR の 1 が動物の角のように見えることから、日本特有の PBR 1 倍割れのまま停滞を続けていた企業がこれまで日本の市場で見られなかった、まさに**滅多に出会えない変化を起こす日本市場のユニコーン**になることを期待して、それぞれ攻めの PBR ユニコーン、守りの PBR ユニコーンと命名した。

2-2 攻めの PBR ユニコーン

攻めの PBR ユニコーンとは、**実力があるものの市場からの注目度の低さのために企業価値が過小評価された企業**である。ゆえに攻めの PBR ユニコーンは、開示を改善することによって過小評価を解消し、PBR の分子たる時価総額を向上させることが有効だと考えられる。この方針は、注目度の改善のために開示の変革を進めるといって攻めの姿勢であると言える。

2-3 守りの PBR ユニコーン

守りの PBR ユニコーンとは、**長年にわたって余剰資金を蓄積し、かつ資本コストを上回る投資機会を持たない企業**である。ゆえに守りの PBR ユニコーンは、保有現金の還元によって PBR の分母たる純資産を低下させることが有効だと考えられる。日本では、企業の現金保有が実際の保有現金額よりも低く市場に評価されていることや（山口、馬場、2012）、企業が内部留保を有効活用できない場合には株主還元を含めた活用方法を示すことが株主に要求されている点からも（経済産業省、2014）、有効な投資機会を持たない

PBR 1 倍割れ企業にとって保有現金の還元は有力な選択肢の一つになりうる。この方針は、資本コストに見合う投資機会がないことから資金を株主還元に戻すという点で守りの姿勢であると言える。

3. 本レポートの意義

3-1 PBR 1 倍割れ問題に対する考察と提案

本稿の第一の意義は、**日本企業の PBR1 倍割れ問題の原因を細分化し、攻めと守りの解決策を提示すること**だ。PBR が時価総額を純資産で除したものであることより、PBR 1 倍割れ企業には、実力に対して時価総額（PBR の分子）が過小評価されている企業と、投資機会に対して現金を過剰に持つために純資産（PBR の分母）が大きすぎる企業が存在すると考えた。前者については過小評価改善のための開示の改善、後者については余剰現金の還元が有効な戦略だと考えられる。

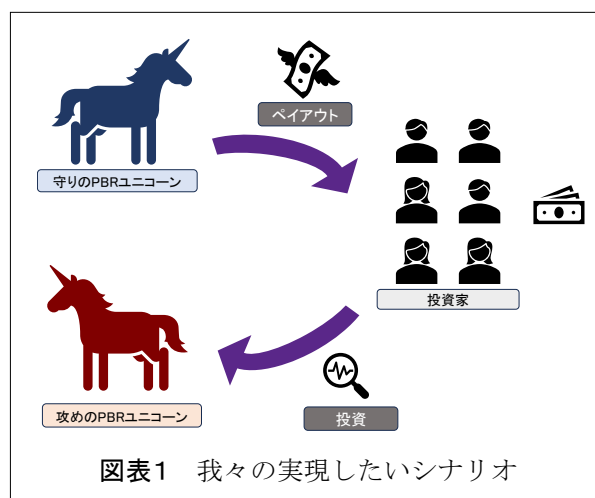
3-2 市場規模での資金効率性向上への可能性への提案

本稿の第二の意義は、我々の投資戦略を通して、PBR 1 倍割れ問題の改善を超え、**市場規模での資金循環及び資金効率性の改善を実現**する可能性を提示することだ。我々は以下のようなシナリオを実現したい。

我々は、守りの PBR ユニコーンの株式を購入し、**企業価値向上のための株主還元を含めた提案を行うこと**で、守りの PBR ユニコーンが今後安定的な収益を獲得し続けることに貢献する。また我々が守りの PBR ユニコーンに対して行うアクティビスト的提案の効果は同業界の他企業に波及すると期待される (Gantchev et al., 2019)。さらに我々の提案は単なる株主還元にとどまらず長期的なガバナンス等の経営体制の改善にも取り組むものである。よって我々は守りの PBR ユニコーンへの投資と提案活動を通して株主還元による短期的なリターンだけでなく経営活動の改善を通じた、長期的に安定したインカムゲインの獲得を見込むことができる。

また、我々は攻めの PBR ユニコーンにも投資を行う。守りの PBR ユニコーンに資金放出の提案を行い、その効果が他企業にも波及することで市場に資金が還元されるとすれば、市場参加者はその資金をリターンが見込まれる投資先に再投資すると考えられる。その際、攻めの PBR ユニコーンが市場からの評価改善のための改革に取り組むとすれば、攻めの PBR ユニコーンはそうした資金の投資先となり、それを原資に**資本コストを上回る投資機会への事業投資を行える**可能性がある。したがって我々は、攻めの PBR ユニコーンが過小評価を改善し、さらに事業投資によって成長することで中長期的なリターンの獲得を見込むことができる。

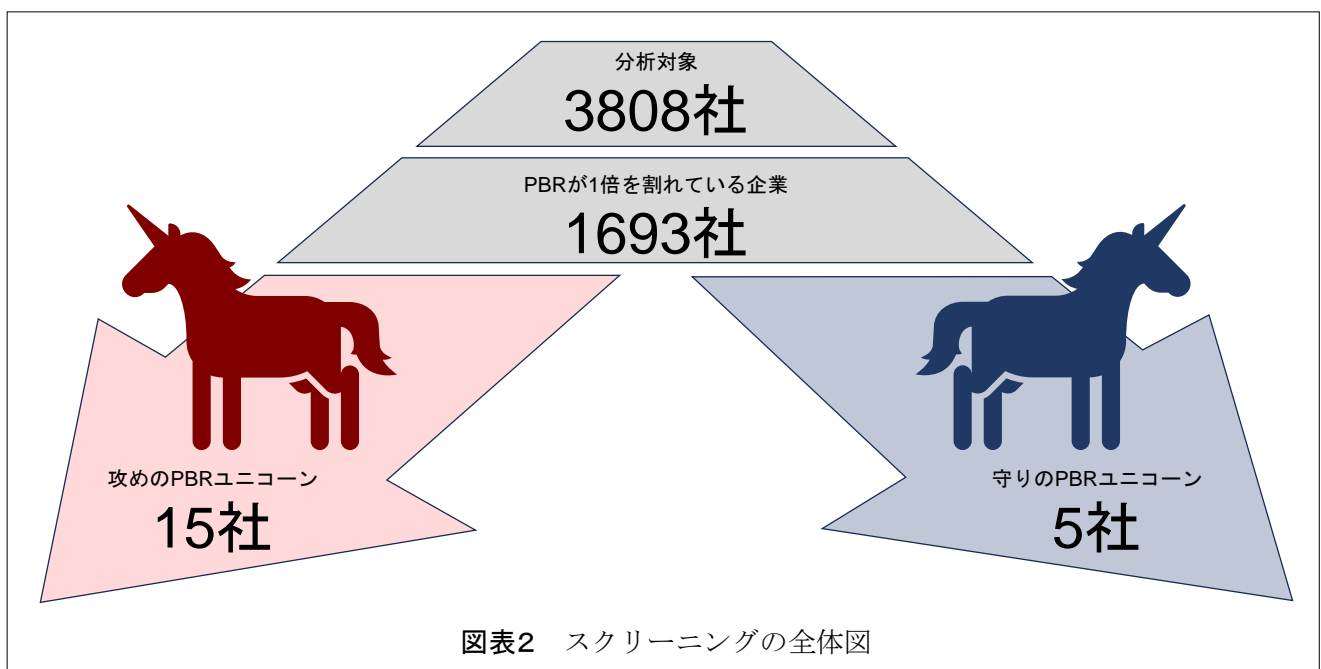
図表1にも示すこのシナリオが実現すれば、投資効率の低い企業から高い企業への資金の移動が達成され、**限られた資金を市場全体に効率よく配分できる**と考えている。もちろん、今回我々が保有できる株数には限りがあることから必ずしも株主としての影響力を発揮できるとは限らない。しかし、本稿でこのような戦略が提示されたことを契機に、個別企業の PBR 問題を市場全体の問題として再解釈し、まさに市場が一丸となって取り組むことを通じて、**現状の PBR 問題、ひいては日本企業の低迷を解決するための議論や取り組みがより活発になる**ことを期待している。



Ⅱ. スクリーニング・投資戦略

1. スクリーニングの概観

我々は資金配分の非効率性の解消を通して、市場一丸となって PBR 問題を解決することを最終的な目標としている。そのための第一歩として、**開示の改善によって PBR1倍割れ解消を目指す攻めの PBR ユニコーン**と、**保有現金による株主還元の実施によって PBR1倍割れ解消を目指す守りの PBR ユニコーン**という2つの異なる企業群を設定し、それらに対して投資を行うことにする。そして、投資によって生まれた攻めの PBR ユニコーンと守りの PBR ユニコーン間における資金移動と、「攻め」と「守り」の各 PBR ユニコーン内の個別企業における PBR 問題改善策の実施を並行して行うことによって、まずは PBR ユニコーン内での PBR 問題解決が達成されると考えている。その後、効果を市場全体へと波及させることによって、将来的にはより多くの日本企業において PBR 問題の解決が目指せると考えている。このような前提を踏まえて、我々はスクリーニングを実施した。

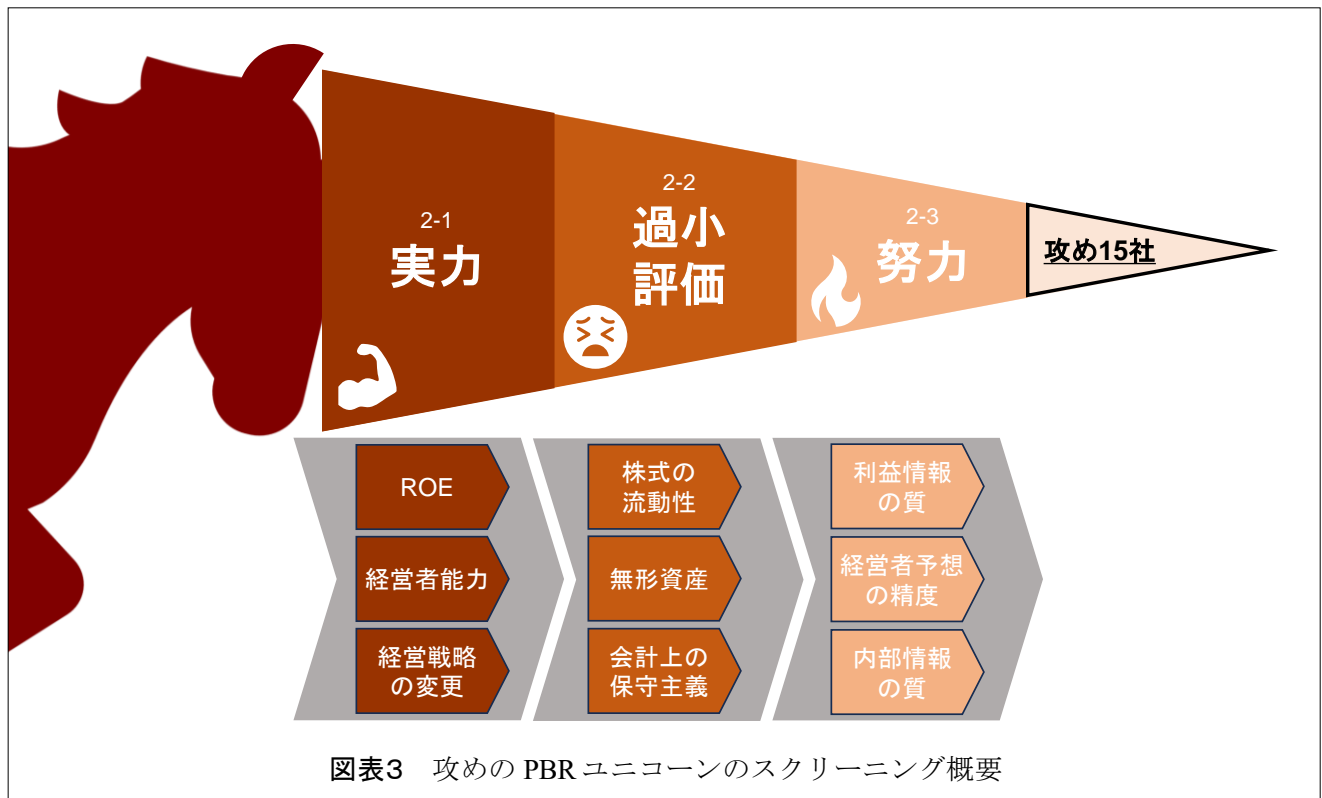


図表2 スクリーニングの全体図

図表2はスクリーニングの全体図を示している。まず我々は、分析対象とした日本企業のうち特に現在 PBR 問題を抱えている企業、すなわち **PBR が1倍を下回っている企業をスクリーニング対象とする**。そして PBR が1倍を割れている企業の中から攻めの PBR ユニコーンと守りの PBR ユニコーンを探し出すためにそれぞれ別個のスクリーニングを並行して行い、最終的に攻めの PBR ユニコーンを15社、守りの PBR ユニコーンを5社選出した。

本稿では、東証をはじめとする日本の各証券取引所上場企業のうち、日経業種中分類で銀行、証券、保険、その他金融業に該当する企業を除いた 3808 社を分析対象としている。そして分析対象とした 3808 社の中から PBR が1倍を割れている企業 1693 社を攻めの PBR ユニコーンと守りの PBR ユニコーンのスクリーニング対象としている。また、利用したデータに関して、財務データについては「日経 NEEDS Financial Quest」を、役員データについては「日経 NEEDS 企業ガバナンス関連データセット」ならびに「役員四季報」を、さらにその他の各種 ESG データや定性的情報については各企業のホームページや IR 資料等を用いて入手している。

2. 攻めのPBRユニコーン



PBR 1倍割れに陥っている企業のうち、攻めのPBRユニコーンとは、本来実力はあるものの市場から過小評価を受けており、それがPBR 1倍割れにつながっている企業のことである。主に株式の流動性の低さ等から資金調達ハードルが上がり、必要な投資が行えないという問題を抱えているため、過小評価を改善するため何らかの経営努力を行おうという姿勢が見られると考えられる。

そんな攻めのPBRユニコーンを探し出すために我々は、図表3にあるように、大きく3種類のスクリーニングを設定した。まず第1スクリーニングでは、今のところ**PBRが1倍を下回ってはいるものの、実力がある企業を選出**する。まず、実力があるかを判定するためにROEの高さを測定した後、実力の源泉となる特質という観点から経営者能力に、また実力を支える方針選択という観点から経営戦略の変更に着目し分析を行った。

次に第2スクリーニングでは、そうした**高い実力に見合わない過小評価を受けている企業を選出**する。攻めのPBRユニコーンは本来の実力から低く評価されているために、結果としてPBR 1倍割れにつながっていると考えられる。そのため、まず過小評価を受けているかを判定するために株式の流動性を測定した後、過小評価を生む経営資源という観点から無形資産に、また過小評価につながる会計方針という観点から保守主義に着目し分析を行った。

最後に第3スクリーニングにおいては、**過小評価されている現状を踏まえて何らかの努力を行っている企業を選出**する。とくに攻めのPBRユニコーンは、自社の評価を上げるべく開示の改善を目指す姿勢を見せると考えられる。そこで、開示の質を測定するために利益情報の質、経営者予想の精度、内部情報の質という3つの代理変数に着目したうえで、開示の改善に向けて努力を行っていると考えられる企業を選出した。以上のスクリーニングを経て、最終的に攻めのPBRユニコーン15社を決定した。

2-1 第1スクリーニング：「攻め」に相応しい実力

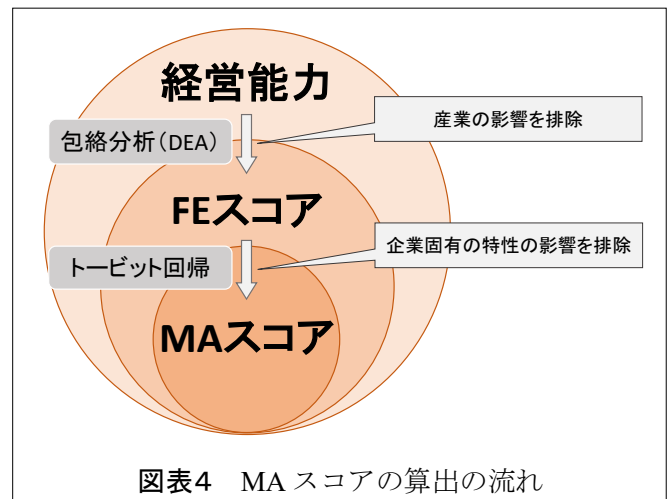
第1スクリーニングでは、実力がある企業を選出する。本稿では、企業の持つ実力を3つの側面から測定する。まず、企業の実力が実績として表れていることが重要であると考えられるため、ROEの高さに着目する。次に、ROEが一定水準以上の企業の中でも、実力の源泉となる特質が備わっている必要があると考え、経営者能力の高さに着目する。最後に、選出された企業のうち、実際に組織として適切な方針選択が行えているかも重要であると考え、経営戦略の変更度合いにも着目する。こうして**選出された企業は弱点の少ない、バランスのとれた実力を持つ企業である**と考えられる。

① 実力を表す実績の評価

まず我々はROEの高さによって企業の実力を測定した。ROEとは、企業の自己資本に対する当期純利益の割合を表し、企業全体として投資家が投入した資本を効率よく利益に変換できているかという経営の効率性を表す。一般にROEが高い企業は経営効率が良く、また今後の収益性・成長性も十分に見込むことができることとされていることから、**実力がある企業を選出する上での第一歩としてROEが一定水準以上の高さであることが重要である**と考えられる。そのためここでは、PBRが1倍を割れている企業の中からROEが低い企業を除く。

② 実力の源泉となる特質の評価

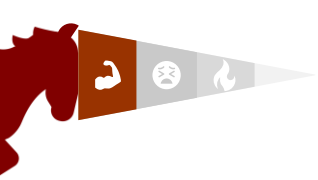
次に我々は、経営者能力の高さによって企業の実力を測定した¹。ここでは、経営者能力を測定するための指標として、Demerjian et al. (2012)が提示したMAスコアを用いる。MAスコアは、経営資源を収益に変換する際の変換効率として測定され、**図表4**に示すように、経営能力から産業の影響と企業固有の特性の影響を順に取り除いていくことで求められる。すなわちMAスコアは、企業組織の先頭に立って実力を発揮する**経営者が、いかに効率よく経営資源を利益に変換しているかを測定する**ものであり、企業の実力の源泉を図る上で重要な要因となる。



分析の手順としては、まず包絡分析(DEA)により、FEスコアを算出する。具体的には、企業ごとに**図表5**で示される θ の最大化問題を解き、東証17業種に従った産業ごとに重み付けを行うことにより、産業内における企業の相対的な資源変換効率性としてのFEスコアを算出する。

次に、**図表6**に示されるように、FEスコアを非説明変数として、企業規模や業界内シェアなどといったFEスコアに影響を与えうる経営者能力以外の企業固有の特性を説明変数とした回帰モデルを用いたトービット回帰を行うことにより、その残差としてMAスコアを推計する。ここでは、選出された企業の中からMAスコアが低い企業を除く。

¹ 清水(1993)によると経営者能力とは、将来構想の構築・経営理念の明確化、戦略的意思決定、執行管理という企業経営において欠かせない3つの機能を遂行するための能力であり、経営戦略の策定、執行を効率的に行い、企業の活性化、個性化を推進し、企業業績を向上させていく経営者を評価するという観点において経営者能力は重要な指標であるとされている。



FE スコア : θ の最大化問題 (Demerjian et al., 2012)	
$\max_{v_1, v_2, v_3, v_4, v_5, v_6, v_7} \theta = \frac{Sales}{v_1 CoGS + v_2 SG\&A + v_3 PPE + v_4 OpeLease + v_5 R\&D_{cap} + v_6 Goodwill + v_7 OtherIntan}$ $s.t. \theta \leq 1; v_1, v_2, \dots, v_7 \geq 0$	
<i>Sales</i>	売上高。
<i>CoGS</i>	売上原価。
<i>SG&A</i>	販売費及び一般管理費。
<i>PPE</i>	期首の償却性有形固定資産。
<i>OpeLease</i>	期首のオペレーティング・リース資産。Kusano (2015) を参考に算出した。
<i>R&D_{cap}</i>	期首の研究開発資産。Lev and Sougiannis (1996) を参考に、過去 5 期間にわたる研究開発費に対しそれぞれ一定の割合で重み付けした上で合計し、算出した。
<i>Goodwill</i>	期首ののれん。
<i>OtherIntan</i>	期首のその他無形資産。

図表5 FE スコアの算出

MA スコア (Demerjian et al., 2012)	
$FirmEfficiency_i = \alpha + \beta_1 \ln(TotalAssets)_i + \beta_2 MarketShare_i + \beta_3 FreeCashFlowIndicator_i + \beta_4 \ln(FirmAge)_i + \beta_5 BusinessSegmentConcentration_i + \beta_6 ForeignCurrencyIndicator_i + \varepsilon_i$	
<i>FirmEfficiency_i</i>	企業 <i>i</i> の FE スコア。
<i>TotalAssets_i</i>	企業 <i>i</i> の総資産額。
<i>MarketShare_i</i>	企業 <i>i</i> の産業内の売上高シェア。
<i>FreeCashFlowIndicator_i</i>	企業 <i>i</i> の期末のフリー・キャッシュフローが非負の場合に 1 を取るダミー変数。
<i>FirmAge_i</i>	企業 <i>i</i> の企業年齢。登記上の設立年月日からの年数を算出した。
<i>BusinessSegmentConcentration_i</i>	企業 <i>i</i> の総売上高に対する各事業セグメント売上高の割合の平方和。
<i>ForeignCurrencyIndicator_i</i>	企業 <i>i</i> の期末の為替換算調整勘定が 0 でない場合に 1 を取るダミー変数。

図表6 MA スコア算出に用いる回帰式

③ 実力の源泉となる方針選択の評価

最後に我々は、経営戦略の変更度合いによって企業の実力を測定した。ここでは、経営戦略の変更を行っているかを図る指標として、Zhang and Rajagopalan (2010) が提示した戦略変更指数を用いる。指標の詳細や具体的な算出方法は図表7に示す通りである。

戦略変化の指標 (Zhang and Rajagopalan, 2010)	
(a) 研究開発費率 = $\frac{\text{研究開発費}}{\text{売上高}}$	(b) 有形固定資産増加比率 = $\frac{t \text{ 期の有形固定資産額} - t-1 \text{ 期の有形固定資産額}}{t \text{ 期の有形固定資産額}}$
(c) 製造間接費率 = $\frac{\text{販売費及び一般管理費}}{\text{売上高}}$	(d) 在庫水準 = $\frac{\text{棚卸資産}}{\text{売上高}}$ (e) 財務レバレッジ = $\frac{\text{有利子負債}}{\text{自己資本}}$
<ul style="list-style-type: none"> ・まず企業を産業ごとに（ここでは日経業種中分類に基づいて）分類する。 ・企業ごとに、上記 (a)~(e) までの各項目について前年度からの変化率を計算する。 ・各企業の各項目の変化率から、産業内での変化率の中央値を除いて絶対化し、産業の影響を取り除く。 ・絶対化した値を平均 0、標準偏差 1 で標準化し、その値を 5 つの項目で平均した平均値を企業の戦略変化の指標とする。 	

図表7 戦略変更指数の測定方法

この指標は、企業が行った経営戦略の変更に伴う研究開発費額等の増減に着目し、戦略変更の前後におけるキャッシュ・フローの変化を捉えることができる。言い換えると、この指標の値が大きいほど前年度からのキャッシュ・フローの変化が大きいことを表すため、何らかの経営戦略の変更を行った可能性が高く、変化の度合いも大きいと考えられる。実力がある企業は、PBR 1 倍割れを改善すべき現状において、経営戦

略面で硬直的にならずに適切な戦略変更が行えていることが重要であると考えられる。そのためここでは、選出された企業の中から戦略変更指数の値が小さい企業を除く。

以上を踏まえ、図表8において、攻めのPBRユニコーン第1スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第1スクリーニング終了時点で338社が選出された。

第1スクリーニング：実力		
項目	スクリーニング方法	残り社数
ROE	・ROEが業界平均以下である企業を除く。	1001社
経営者能力	・MAスコアが高い順に下位1/2の企業を除く。	495社
戦略の変化	・戦略変更指数の値が大きい順に下位1/4の企業を除く。	338社

図表8 第1スクリーニング（攻め）の総括

2-2 第2スクリーニング：実力に見合わない過小評価

第2スクリーニングでは、実力があるはずにもかかわらず市場から過小評価を受けている企業を選出する。本稿では企業が受けている過小評価を3つの側面から測定する。まず、投資家から低く評価されている現状を明示的に表す指標として株式の流動性に着目する。次に、低く評価されている企業の中でもとくに、本来は強みとなるはずの経営資源が投資家から正確に認識されづらいことにより過小評価につながっていることも重大であると考え、企業が持つ無形資産に着目する。そして最後に、選出された企業の中でも、その企業が自社の財務状況や経営状態を最も正しく表すために選択したはずの会計方針によって過小評価を受けていることも重大であると考え、会計上の保守主義に着目する。こうして**選出された企業は自社の持つ強みが正確に認識されず、全体として過小評価されている企業である**と考えられる。

① 過小評価されている現状の評価

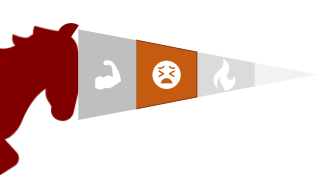
我々はまず、企業が受けている過小評価を株式の流動性によって検出した。株式の流動性とは市場における各銘柄の換金のしやすさを表し、一般に株式の発行数や取引高、企業の信用力等が大きい方が流動性を確保しやすいとされている。今回は流動性の指標として売買代金回転率を用いた。算出方法は図表9に示す通りである。この値が低いほど売買があまり活発ではなく流動性が低いことを表しているため、**過小評価を検出するための第一歩として売買代金回転率が低い企業を選出することが重要である**と考える。

売買代金回転率
$\text{売買代金回転率} = \frac{\text{売買代金合計}}{\text{期中平均時価総額}}$

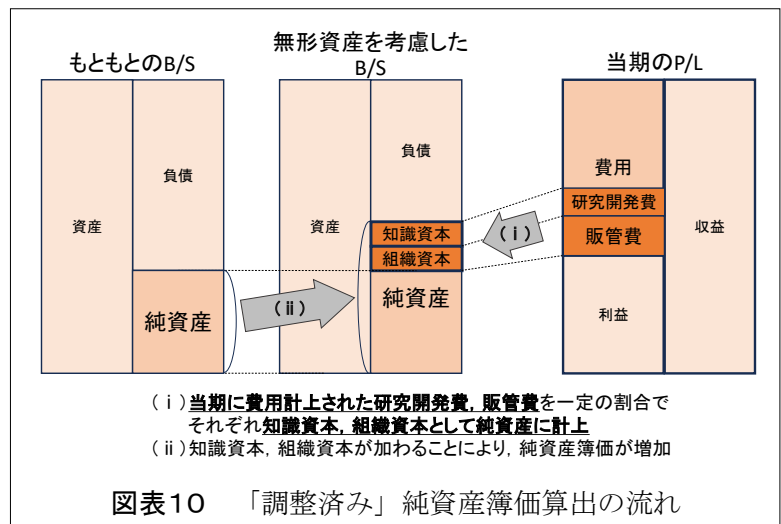
図表9 売買代金回転率の測定

② 過小評価を生む経営資源の評価

次に我々は、企業が受けている過小評価を、無形資産によって検出した。ここでは、太田（2022）で提示された無形資産調整済み純資産簿価をPBRの計算に取り入れることによって、無形資産による過小



評価を測定する。具体的には、**図表10**に示されるように、まず本来であれば費用計上されてしまう自己創設無形資本を推定し純資産の計算に用いることで、無形資産を考慮して調整した純資産簿価が算出できる。さらに、算出した「調整済み」の純資産簿価を用いることで、PBRの値についても、無形資産を考慮したより正確なものになると考えられる。自己創設無形資本ならびに「調整済み」純資産簿価を用いたPBR（以下、調整済みPBRとする）の計算についての詳細は、**図表11**と**図表12**に示す通りである。現状のPBRと新たに算出した調整済みPBRとの差が大きいということは、投資家が無形資産を認識しづらいことによって生じる過小評価の度合いが大きいことを表す。今回は現状のPBRと調整済みPBRとの差が大きい企業を選出する。



現状のPBRと新たに算出した調整済みPBRとの差が大きいということは、投資家が無形資産を認識しづらいことによって生じる過小評価の度合いが大きいことを表す。今回は現状のPBRと調整済みPBRとの差が大きい企業を選出する。

自己創設無形資本（太田，2022）	
	$G_{i,t}^{knwl} = (1 - \delta_{R\&D})G_{i,t-1}^{knwl} + R\&D_{i,t}$ $G_{i,t}^{org} = (1 - \delta_{SG\&A})G_{i,t-1}^{org} + 0.3 \times SG\&A_{i,t}$ $G_{i,t} = G_{i,t}^{knwl} + G_{i,t}^{org}$
$G_{i,t}^{knwl}$	t 期の知識資本。研究開発への投資によって蓄積されていく無形資本。ここでは、 $G_{i,t-4}^{org} = 0$ として計算している。
$G_{i,t}^{org}$	t 期の組織資本。人的資本、ブランド、顧客との関係、流通システムへの投資等によって蓄積されていく無形資本。ここでは、 $G_{i,t-4}^{org} = 0$ として計算している。
$G_{i,t}$	t 期の自己創設無形資本。知識資本と組織資本との合計によって算出される。
$R\&D_{i,t}$	t 期の研究開発費。
$SG\&A_{i,t}$	t 期の販売費及び一般管理費。
$\delta_{R\&D}, \delta_{SG\&A}$	t 期の知識資本償却率，ならびに組織資本償却率。ここでは約32%として計算している。

図表11 自己創設無形資本の測定

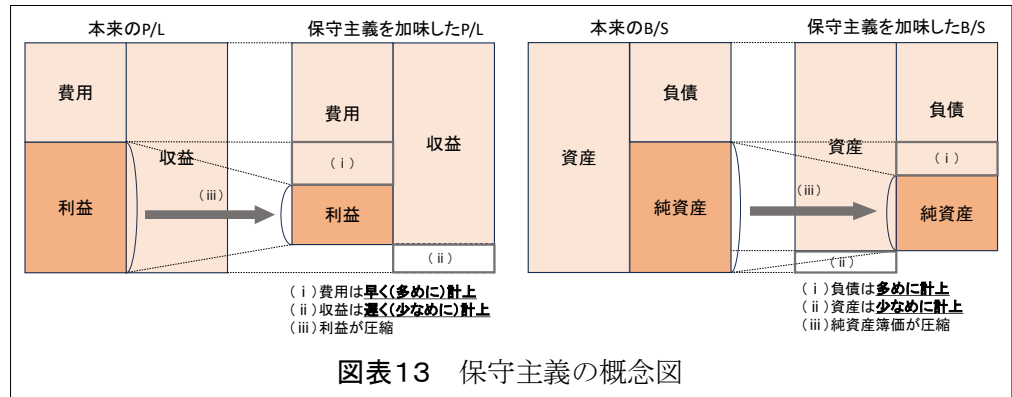
調整済み PBR
$\text{調整済み PBR} = \frac{\text{時価総額}}{\text{純資産簿価} + \text{自己創設無形資本}}$

図表12 調整済み PBR の算出

③ 過小評価につながる会計方針の評価

最後に我々は、企業が受けている過小評価を会計上の保守主義によって検出した。保守主義は、予測される将来の危険に備えて慎重な判断に基づく会計処理を行っているという点において、企業の情報をより正確に伝達しようとする企業の努力の表れであると捉えられる。しかし一方で、**図表13**に示すように、保守主義のもとでは会計処理によって利益情報や純資産簿価が圧縮されてしまうため、**投資家が企業の財務状況や経営状態を過小評価してしまう恐れ**がある。そのため、企業に対する過小評価を検出するにあたっては保守主義の程度が高い企業の選出も重要であると考えられる。今回は、Givoly and Hayn

(2000)に基づき、会計発生高の複数年度における累積値として保守主義の程度を測定する^{2,3}。ここでは、**図表14**に従って算出した値が大きい企業を選出した。



図表13 保守主義の概念図

(無条件) 保守主義の定量化 (Givoly and Hayn, 2000 ほか)

$$Con-ACC = - \left(\sum_{t=-4}^0 \frac{E_t - CFO_t + DA_t + AG_t}{AveA_t} \right)$$

Con-ACC	総会計発生高。特別項目控除前利益から営業キャッシュ・フローを引き、減価償却費とのれん償却費を足し合わせたものを期中平均総資産額で除算し、過去5期間にわたって合計したものに-1を掛けることによって算出する。
E_t	t 期の特別項目控除前利益。経常利益。
CFO_t	t 期の営業キャッシュ・フロー。
DA_t	t 期の減価償却費。
AG_t	t 期ののれん償却費。
$AveA_t$	t 期の期中平均総資産額。「(期首総資産額+期末総資産額)÷2」によって算出する。

図表14 保守主義の程度の測定

以上を踏まえ、**図表15**において、攻めのPBRユニコーン第2スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第2スクリーニング終了時点で65社が選出された。

第2スクリーニング：過小評価		
項目	スクリーニング方法	残り社数
株式の流動性	・ 売買代金回転率が全企業平均に比べて低い企業を選出。	275社
無形資産	・ 現状のPBRと調整済みPBRとの差が大きい順に上位1/2の企業を選出。	129社
会計上の保守主義	・ 保守主義の程度が高い順に上位1/2の企業を選出。	65社

図表15 第2スクリーニング（攻め）の総括

2-3 第3スクリーニング：評価を上げるための努力

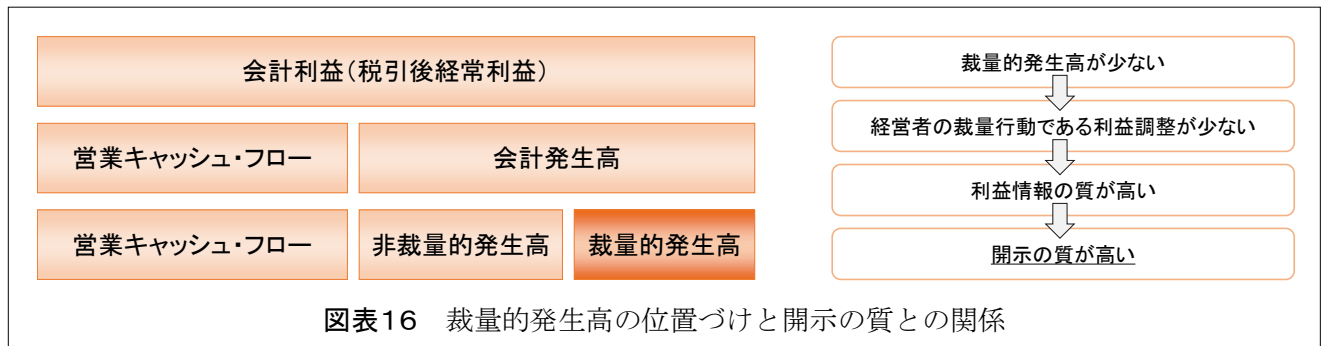
第3スクリーニングでは、市場からの評価の低さを改めるべく何らかの努力を行っている企業を選出する。本稿では、企業が投資家との積極的な対話を通して過小評価を改めようとすると考え、開示の改善に着目した上で、改善度合いの測定においては3つの側面から行う。まずは公表される利益が経営者の裁量によって調整されているかを表す利益情報の質に着目した。次に、経営者によって公表される業績予想の精度に着目した。最後に、企業が経営判断を行う際などに用いられる、企業内部で共有される情報がどれだけ正確かを表す内部情報の質に着目した。これらの観点でスクリーニングを行うことで、**企業が開示の改善に向けてどれだけ努力しているかをより正確に検出することができる**と考えられる。

² 会計上の保守主義には「条件付」と「無条件」のものがあり、Givoly and Hayn (2000)で測定されている保守主義はとくに、「無条件」保守主義と呼ばれるものである。

³ 会計利益のうち、キャッシュ・フローの裏付けがない部分である会計発生高の累積は長期的にはゼロに近づくはずだが、複数期間で累積してもマイナスになっている場合、保守主義の影響が働いていると考えられる。

① 利益情報の質

まず我々は、開示の質改善に向けて利益情報の質を高める努力を行っている企業を選出した。今回は首藤（2010）を参考に、Kasznik（1999）が提示した CFO 修正ジョーンズ・モデルを用いて各企業の裁量的発生高を測定する。裁量的発生高とは、図表16に示すように、会計利益から営業キャッシュ・フローを除いた会計発生高のうち経営者の裁量行動による部分を指す。**裁量的発生高が小さい企業は、経営者による利益調整が少ないことを表すため、得られる利益情報は質が高いものとされる。**裁量的発生高の測定については図表17に示す通りである。ここでは、裁量的発生高の絶対値が小さい企業を選出した。



図表16 裁量的発生高の位置づけと開示の質との関係

CFO 修正ジョーンズ・モデル (Kasznik, 1999)	
$ACC_{i,t} = \alpha + \beta_1(\Delta REV_{i,t} - \Delta TAR_{i,t}) + \beta_2 PPE_{i,t} + \beta_3 \Delta CFO_{i,t} + \epsilon_{i,t}$ $ACC_{i,t} = E_{i,t} - CFO_{i,t}$ $DAC_{i,t} = ACC_{i,t} - NDAC_{i,t}$	
$ACC_{i,t}$	t 期の会計発生高。 t 期の税引後経常利益から t 期の営業キャッシュ・フローを控除することで算出する。
$DAC_{i,t}$	t 期の裁量的発生高。1 つ目の式によって推計した会計発生高の予測値を非裁量的発生高として認識し、その値を会計発生高から控除することで算出する。
$NDAC_{i,t}$	t 期の非裁量的発生高。1 つ目の式によって推計した会計発生高の予測値であり、 $\epsilon_{i,t}$ に等しい。
$\Delta REV_{i,t}$	t 期中における売上高の変化額。
$\Delta TAR_{i,t}$	t 期中における売上債権の変化額。
$PPE_{i,t}$	t 期の償却性有形固定資産。
$CFO_{i,t}, \Delta CFO_{i,t}$	t 期の営業キャッシュ・フロー（ $\Delta CFO_{i,t}$ は t 期中における変化額）。
$E_{i,t}$	t 期の税引後経常利益。「税引後当期純利益 + 特別損失 - 特別利益」で算出する。

図表17 裁量的発生高の測定に用いる回帰式

② 経営者予想の精度

次に我々は、開示の質改善に向けて経営者予想の精度を高める努力を行っている企業を選出した。ここでは、図表18に示すように、村宮（2005）を参考に経営者予想利益の精度を計測した。

経営者予想利益の精度（村宮，2005）	
$MFE_t = \frac{eps_t - Feps_t^{t-1}}{P_{t-1}}$ $abs(MFE)_t = \sum_{\tau=0}^2 MFE_{t-\tau} $	
MFE_t	経営者予想利益誤差。基準化のために t 期首の株価で除する。
$abs(MFE)_t$	経営者予想利益の精度を表す変数。ここでは誤差の幅が重要であるため、上段で求めた MFE_t に対し絶対値を取る。また、継続的な精度を観察することが目的であるため、過去3 期間に渡って合計した値を求める。
eps_t	t 期の実績利益。
$Feps_t^{t-1}$	$t-1$ 期の決算短信で公表された、経営者の1 株当たり予想利益。
P_{t-1}	t 期期首の株価。

図表18 経営者予想の精度の測定

経営者予想利益誤差が小さいということは、精度の高い経営者予想利益の情報を投資家に提供するための努力を行っていると考えられる。ここでは、誤差の値が小さい企業を選出した。

③ 内部情報の質

最後に我々は、開示の質改善に向けて内部情報の質を高める努力を行う企業を選出した⁴。ここでは、Gallemore and Labro (2015) を参考に、決算発表までにかかった日数を用いて内部情報の質の高さを評価する。迅速な決算発表が行える企業においては、企業内部で素早く正確な会計情報が集約されていることを意味するため、内部情報の質が高いと言える。そこで図表19に示すように、決算発表までの日数を求めて点数化し、さらに前年度からの変化率を算出して改善率と考えた。この改善率が0より大きい企業を選出することで、開示の質改善に向けた努力を行っている企業を選出することができると考えられる。

内部情報の質	
決算発表までにかかった日数 = 決算発表日 - 決算期期末日	
<ul style="list-style-type: none"> 算出した日数について、30日までなら4点、30~45日なら3点、45~50日なら2点、50日を超えると1点というように点数化する。 (例：決算発表日が5/2で決算期末日が3/31である場合、日数は32日となり3点獲得) 算出した点数について、企業ごとに前年度からの改善率を計算し、企業ごとの改善率から業界の改善率の平均値を除いた値を求める。(※) 	

図表19 決算発表までにかかった日数の算出

以上を踏まえ、図表20において、攻めのPBRユニコーン第3スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第3スクリーニングを経て選出された15社が攻めのPBRユニコーンである。

第3スクリーニング：努力		
項目	スクリーニング方法	残り社数
利益情報の質	・裁量的発生高の絶対値が小さい順に上位1/2の企業を選出。	33社
経営者予想の精度	・経営者予想利益誤差の値が小さい順に上位1/2の企業を選出。	16社
内部情報の質	・(※)で求めた値が0より大きい企業を選出。	<u>15社</u>

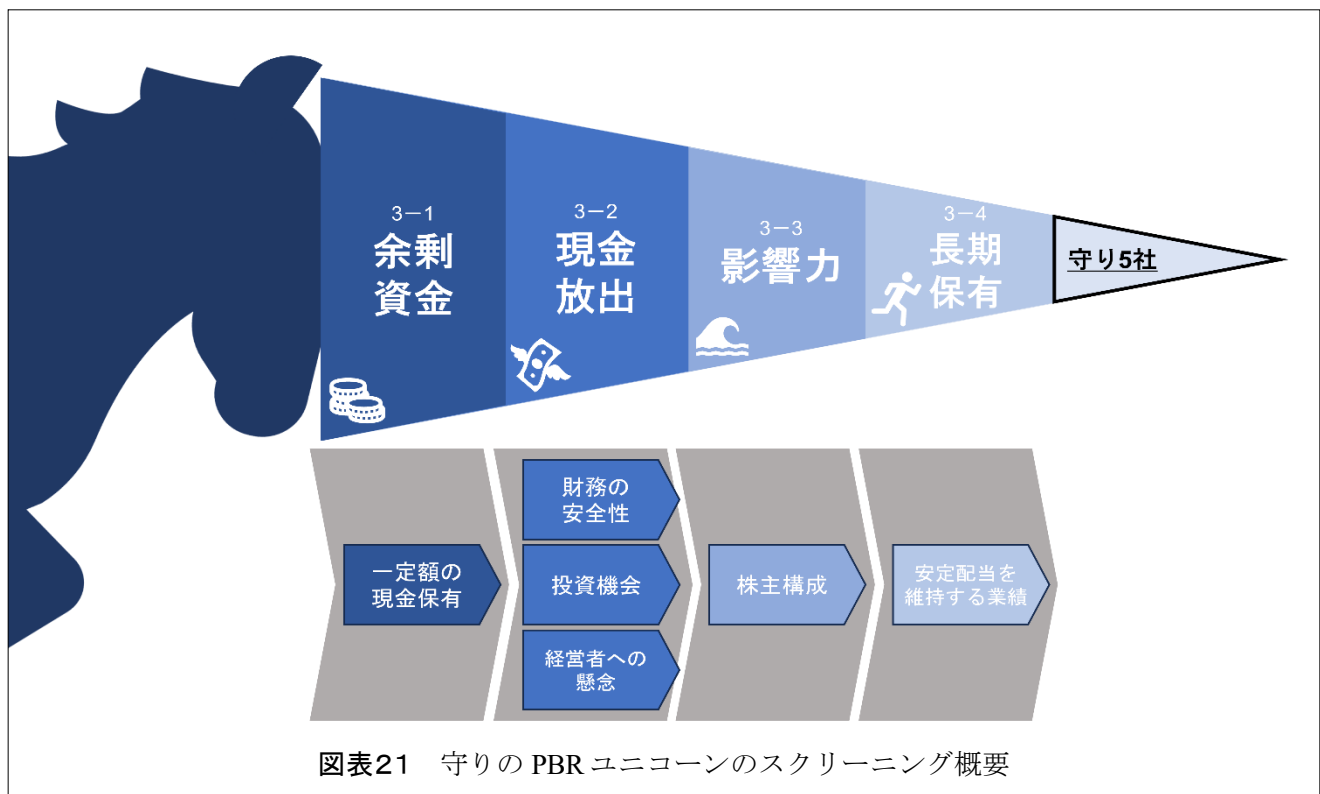
図表20 第3スクリーニング（攻め）の総括

最終的に選出された攻めのPBRユニコーン15社は以下の通りである。
 ニッポン、カワチ薬品、グンゼ、丸善CHIホールディングス、豊田自動織機、メディopalホールディングス、サンオオタス、高島、山善、第一実業、ユアサ商事、ソーダニッカ、コメリ、オートバックスセブン、日本電計

なお、攻めのPBRユニコーンに対する我々の投資戦略としては、守りのPBRユニコーンからの資金還元も含めて想定している。そこで次章では、我々の実現したいシナリオに沿って、市場に資金放出が行えるような守りのPBRユニコーンを選出する。

⁴ Muramiya and Takada (2017) によると、内部情報はトップマネジメントに伝達され、決算速報や業績予想といった企業外部への情報開示に用いられるため、開示全般の質の高さにつながることが知られている。

3. 守りの PBR ユニコーン



PBR 1 倍割れに陥っている企業のうち、守りの PBR ユニコーンとは、長年蓄積された余剰現金が豊富な企業であり、ペイアウトといった守りの姿勢で企業価値を向上させる企業である。そして我々は守りの PBR ユニコーンの株主となり株主提案を行うことで、守りの PBR ユニコーンの PBR 改善、そして資金還流を通じた攻めの PBR ユニコーンの PBR の改善を目指している。

守りの PBR ユニコーンを探し出すために我々は、大きく 4 種類のスクリーニングを設定した。図表21にあるように、第一スクリーニングでは現金の保有量・増加量という観点から余剰現金が多い企業を選出する。そして第二スクリーニングにおいて、その中から特に PBR を改善させるために、余剰現金を用いた株主還元を行うべき企業を、4つの観点から測定する。次に、第三スクリーニングでは、我々が投資先企業に対して現金の放出を促すために株主として発揮できる影響力を測定する。最後に第四スクリーニングにおいて、長期的な視点で投資先企業に貢献したいと考える我々が、投資家として投資先企業の株式を長期的に保有する意義を2つの観点から測定し、守りの PBR ユニコーン 5 社を決定する。

3-1 第1スクリーニング：保有現金の測定

我々は PBR 改善のために保有現金を用いた株主還元を行うべき企業群である守りの PBR ユニコーンを探し出すことを目指している。前提として守りの PBR ユニコーンは一定額の現金を保有している企業であり、第1スクリーニングでは各企業の現金等の保有額とその変化率を測定してスクリーニングを行う。

各企業の「保有現金」の定義に関して、今回我々は先行研究の Opler et al. (1999) や、中野・高須 (2013) を参考にし、「現金および預金」、そして流動資産として計上されている「有価証券」の合計とした。中野・高須 (2013) によると多くの日本企業が多額の有価証券を有しており、余剰現金の一使用手段と考えられる。また我々は、経済全体での資金の融通を通じた PBR の改善を目指しており、企業の保有現金を幅

広く解釈した。そしてこの保有現金を各企業の総資産額で除して基準化したものを、図表22のように「保有現金比率」と定義し、この保有現金比率のストックとフローを各企業で測定した。

現金の保有量	
保有現金比率	$= \frac{\text{現金および預金} + \text{有価証券}}{\text{総資産額}}$

図表22 保有現金比率の測定

以上を踏まえ、図表23において、守りのPBRユニコーン第1スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第1スクリーニング終了時点で306社が選出された。

第1スクリーニング：余剰資金		
項目	スクリーニング方法	残り社数
現金保有量	・現金保有比率が業界平均以上である企業を選出。	597社
	・現金保有比率が昨年度から増加している企業を選出。	306社

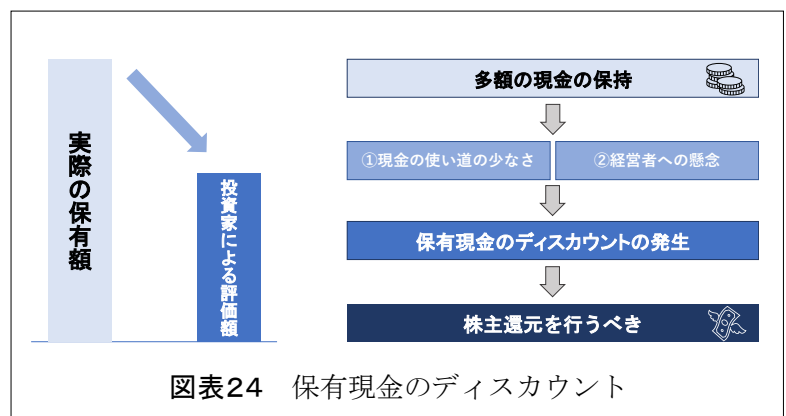
図表23 第1スクリーニング（守り）の総括

3-2 第2スクリーニング：株主還元をすべき条件

第2スクリーニングでは、一定の保有現金を有する企業の中から、特に企業価値を向上させPBRを改善させるために保有現金を用いた株主還元を行うべき企業を選出する。

保有現金のディスカウント

保有現金を用いた株主還元がPBRを改善させるような条件として、「保有現金のディスカウント」に着目した。保有現金のディスカウントとは、図表24に示されるように、投資家が各企業の現金保有により現金の価値が毀損されていると捉え、保有現金を実際の額よりも低く評価することである。実際に柳（2022）や山口・馬場（2012）によると、日本企業の保有現金100円の価値

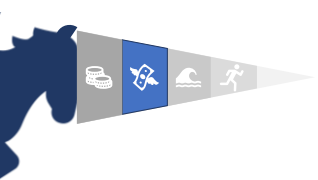


図表24 保有現金のディスカウント

は、60円～70円程と市場に評価されている。企業の保有現金の源泉はその多くが、本来株主に帰属する利益を蓄えた内部留保である（柳，2022）。よって投資家の視点では本来この保有現金を用いて生み出すことができたリターンを失っていることになるのだ。

以上より、柳（2014）が保有現金のディスカウントと低PBRの連関を主張しているように、保有現金が比較的多い企業の中でも特にそれが市場から大きなディスカウントを受けている企業は、保有現金を用いた株主還元を行うことで、PBRを改善させることができる。

これら保有現金のディスカウントが生じている企業を選出し放出を促すことを通じて、第一に守りのPBRユニコーンのPBRの改善、そして第二に放出された保有現金の移動を経た攻めのPBRユニコーンのPBRの改善が期待できると考えている。



保有現金のディスカウントの要因

日本企業の保有現金のディスカウントについて述べたが、そのディスカウントは、①保有現金の使い道の少なさ、②保有現金を使用する経営者への懸念、以上の大きく二点の要因によって生じる。詳細は後述するが、①保有現金の使い道として、(a)財務体制の側面と、(b)投資機会の側面の使い道が二点存在する(中岡, 2009)。また②保有現金を使用する経営者への懸念として、投資家と経営者のエージェンシー問題により現金保有に懸念が生じる(Jensen, 1986)。

以上より、①-(a)や①-(b)といった保有現金の使い道、そして②の経営者への懸念の程度を測定することで、現在現金のディスカウントが生じ、PBR改善の為に株主還元を行うべき企業を選出する。

①-(a) 財務体制

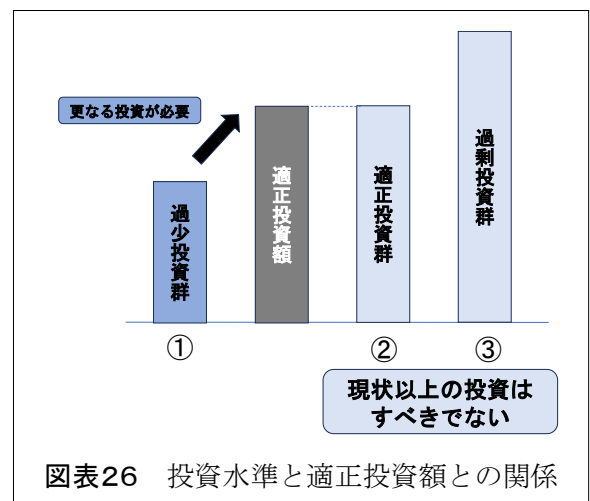
ここでは、上述の①保有現金の使い道の中でも特に、(a)財務体制の側面に着目してスクリーニングを行う。現金を保有することで機動的な資金源を確保し倒産危機を回避でき、また将来の危機の際に財務の保全が期待できると言われており(中岡, 2019)、これが保有現金の使い道の一つとなる。一方で、既に強固な財務の安全性が確認されている企業では、この使い道が期待できない。よって図表25に示すように強固な財務の安全性が確認される企業を三つの側面から選出する。(I)自己資本比率が高い企業は経営のレジリエンスが強いと言われており、まさに企業の安全性を測ることができる。また(II)流動比率は短期の安全性を測定し、(III)固定比率で長期での安全性を測定する。この三つの指標に関して、そのすべてにおいて所属業界で上位 1/4 の安全性が認められる企業、すなわち(I)自己資本比率の数値が業界上位 1/4、(II)流動比率の数値が業界上位 1/4、かつ(III)固定比率の数値が業界下位 1/4 である企業を選出した。選出された企業は既に大変強固な財務基盤を持ち、財務体制の側面からみた保有現金の使い道は少ないと考えられる。また株主還元を行う強固な財務基盤を持つことも確認できる。

財務の安全性		
(I) 自己資本比率 = $\frac{\text{自己資本}}{\text{総資産}}$	(II) 流動比率 = $\frac{\text{流動資産}}{\text{流動負債}}$	(III) 固定比率 = $\frac{\text{固定資産}}{\text{自己資本}}$

図表25 財務の安全性の測定

①-(b) 投資機会と投資水準

ここでは保有現金の使い道の中でも、特に(b)投資機会に関する使い道の少なさに着目し、各企業の投資水準も加味した上でスクリーニングを行う。自社の成長に資する投資先である「投資機会」を多く有する企業は、現金の保有により実際に投資を行う際の資金を円滑に調達できる(福田, 2011)。一方で、十分な投資機会を持たない場合には投資による現金の効果的な使用が期待できない。よって、投資機会が減少している43社を、図表27に示すようにトービンのQを算出し、その変化率を用いて選出した。次にそれら43社の中から、特に適正水準の投資を行っている企業と過剰な投資を行っている企業(図表26の②・③)を図表28



図表26 投資水準と適正投資額との関係

の回帰式を用いて選出した。この理由として、投資機会が減少している企業の中でも過小な投資を行っている企業（図表26の①）は、投資機会は減少しているものの未だ成長に資する投資を行う余地があり、余剰現金は株主還元ではなく投資に用いるべきと考えられるからである。よって今投資機会が減少している企業の中から過小な投資を行っている企業を除いた、33社を選出する。

成長機会
$\text{トービンの } Q = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債}}{\text{(再取得価格での) 総資産額}}$

図表27 成長機会を測定するためのトービンのQの算出

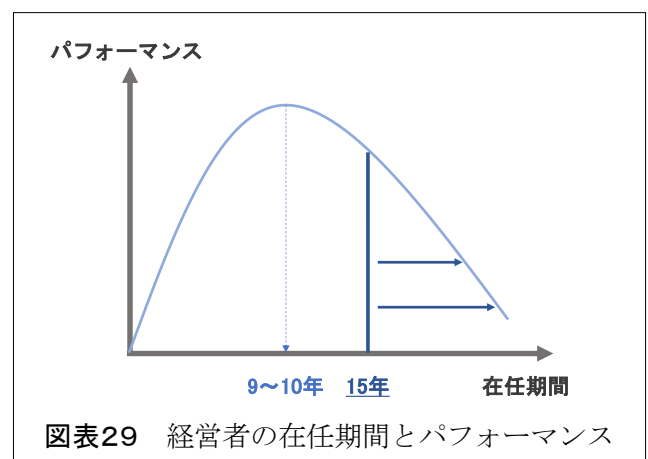
投資の効率性 (Biddle et al., 2009 ならびに太田, 2022)	
$Investment_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \cdot SalesGrowth_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$ $Investment_{i,t} = \frac{(CapEx_{i,t} - FixedAssetsSales_{i,t}) + (R\&D_{i,t} + Acquisitions_{i,t})}{TotalAssets_{i,t}}$	
$Investment_{i,t}$	企業 <i>i</i> における <i>t</i> 期の投資全体を表す。ここでは、設備投資額、研究開発投資費、買収額の合計から資産売却額を控除した額を、期首総資産額で基準化している。
$SalesGrowth_{i,t}$	前期から当期にかけての売上高成長率。「 $\{t$ 期の売上高 - $(t-1)$ 期の売上高 $\} \div (t-1)$ 期の売上高」で算出する。
$TotalAssets_{i,t}$	<i>t</i> 期期首の総資産額。
$CapEx_{i,t}$	<i>t</i> 期の設備投資額。
$FixedAssetsSales_{i,t}$	<i>t</i> 期の固定資産売却額。
$R\&D_{i,t}$	<i>t</i> 期の研究開発投資額。
$Acquisitions_{i,t}$	<i>t</i> 期の買収額。

図表28 投資の効率性を測定する回帰式

② 経営者への懸念 (コーポレート・ガバナンス)

最後に、②保有現金を使用する経営者への懸念が大きい企業を選出するためのスクリーニングを行う。Jensen (1986) によると、多額の現金保有は経営者の無駄な投資を招く可能性があり、エージェンシーコストを生じさせ、投資家は保有現金をディスカウントして評価する (Harford, 1999)。エージェンシーコストは、コーポレート・ガバナンスに問題がある企業で顕著に発生し、そのような企業では特に現金が低く評価されており、企業内の余剰現金を減らすことを通じて企業価値を高めることができる (加藤, 2015)。よって我々は各企業のガバナンスに着目してスクリーニングを行う。

各企業のガバナンスに関して、(I)経営者の在任期間・(II)経営者の報酬体系・(III)取締役会の構成の三つの側面からスクリーニングを行った。(I)経営者の在任期間について、Brochet et al. (2019) や Walters et al. (2007) によると経営者の行動はその在任期間によって大きく変化する。就任間もない頃は、社内外の経営環境に対する理解が急速に進み効率的な意思決定がなされるようになるが、ある一定の在任期間を過ぎると、経営者自身が自己利益のために行動しガバナンスを弱める「エンタレチメント」が生じる。このことから図表29のように経営者の在任期間とパフォーマンスには逆U字型の関係があることが言われている。例えば石田 (2020) によると、経営者能力の指標の一つである「経営者の予想利益の誤差」は在任期間9~10年で最小とな



図表29 経営者の在任期間とパフォーマンス

り、それ以降は誤差が拡大する。今回我々は石田（2020）を参考に在任期間が 15 年を超えると業績予想の精度が平均を下回り、「エンブレチメント」も顕著になると考え、15 年を一つの閾値として設定した。次に (II) 報酬体系に関して、**利益に連動するボーナス制度を採用している企業ほど将来の業績が改善されるため** (Abowd, 1990)、業績連動報酬や株式報酬の導入が求められている（経済産業省，2023）。最後に (I) 取締役会の構成に関して、宮島・新田（2007）や長瀬（2016）は、社外取締役の導入が企業業績の向上をもたらすことを示唆しており、実際にコーポレート・ガバナンス・コードにおいてもプライム市場では**取締役会の 1/3 以上の独立社外取締役を選出すべき**とされている。ここでは、(I)、(II)、および (III) の各項目を点数化し、その合計点が 2 点以下の企業、15 社を選出した。最終的に選出した企業は**ガバナンスに改善の余地があり保有現金が市場に低く評価されている**と考えられ、株主還元が企業価値の向上に繋がる。

以上を踏まえ、**図表30**において、守りの PBR ユニコーン第 2 スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第 2 スクリーニング終了時点で 16 社が選出された。

第 2 スクリーニング：現金放出		
項目	スクリーニング方法	残り社数
財務の安全性	・自己資本比率が業界上位 1/4 の企業を選出。	146 社
	・流動比率が業界上位 1/4 の企業を選出。	83 社
	・固定比率が業界下位 1/4 の企業を選出。	79 社
投資機会	・トービンの Q が昨年度から減少している企業を選出。	43 社
投資水準	・残差が大きい順に下位 1/4 ではない企業を選出。	33 社
経営者への懸念	(I) 社外取締役比率が 1/3 以下で 0 点、1/3～2/3 で 1 点、2/3 以上で 2 点とする。 (II) 業績連動報酬・株式報酬があれば 1 点、なければ 0 点とする。 (III) 経営者の在任期間が 14 年以下で 1 点、15 年以上で 0 点とする。	16 社

図表30 第 2 スクリーニング（守り）の総括

3-3 第 3 スクリーニング：株主として発揮する影響力

第 1 および第 2 スクリーニングで、PBR を改善させるために保有現金を用いた株主還元を行うべき企業を選出した。前述のように、我々は守りの PBR ユニコーンに対して株主として提案を行うことで株主還元を促し、市場全体として PBR 問題を解決することを目標としている。そこで第 3 スクリーニングでは**我々の提案を実現させるにあたり、投資先企業に与えることのできる影響力**を測定する。そこで、この影響力を測定する上で各企業の株主構成に着目した。我が国においても「経営」と「所有」の分離が叫ばれており、「所有」の側面からのアプローチを行い「経営」の改善を促したい。

株主構成に関して、田中・後藤（2020）では**外国人の株式保有割合が多いほど株主としての提案を実現できる見込みが高くなる**ことが言われている。さらに昨今の潮流として、従来は経営介入のコスト負担から株主としての影響力・発言力を行使していなかった**機関投資家が、株主提案への賛同などを通じて影響力を行使することも**増えている（田村，2014）。つまり、外国人投資家比率、そして機関投資家比率が大きい企業に投資を行うことで、彼らの**協力を得て我々の株主提案を実現することができる**と考えている。そこで、外国人投資家比率と機関投資家比率を測定してスクリーニングを行った。

以上を踏まえ、**図表31**において、守りの PBR ユニコーン第 3 スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第 3 スクリーニング終了時点で 12 社が選出された。



第3クリーニング：影響力		
項目	スクリーニング方法	残り社数
株主構成	・機関投資家比率，外国人投資家比率が1/4以下の企業を除く。	12社

図表31 第3スクリーニング（守り）の総括

3-4 第4スクリーニング：長期保有すべき意義

長期的な保有

ここまでのスクリーニングを通じて、我々は守りのPBRユニコーンに対して「典型的なアクティビスト」のように振る舞うと想像されたかもしれない。しかし、我々は短期的な利益を追い求める「典型的なアクティビスト」とは異なり、長期的に投資先企業の株式を保有し、ガバナンスの改善等「経営」の改善に**持続的に伴走する建設的な株主として投資先企業に貢献することを目指している**。そこで第4スクリーニングにおいては、我々が投資家として投資先企業の株式を長期的保有すべき意義を測定したい。

安定した業績維持に関するスクリーニング

これまでの分析を経て選出された12社は、株主還元により企業価値は向上するものの、事業成長による飛躍的な企業価値の向上が見込まれる企業ではないと思われる。そのため、投資家としてこれら企業の株式を長期的に保有する意義としては、安定した配当を受け取れることである。そして長期的に安定した配当が期待できるためには、安定した業績の維持が不可欠である。

そこで我々は今後安定した業績を維持できる可能性を個別企業のリサーチを通して探った。まずこれまでのスクリーニングを通じて選出された企業が長期的に業績を安定させるためには、ガバナンスの改善が急務である。一方、我々は株主としてガバナンス改善の提案を行う予定であり、また近年投資家と企業の対話がより一層求められていることから（東証，2023a）、**各企業が我々株主と協働し企業価値を向上させる可能性**を測定した。また長期的に安定した業績を維持するためにはサステナビリティへの対応も不可欠である。近年はサステナビリティに取り組まないことはむしろ「リスク」であるとも言われており（市川，2022）、**各企業のサステナビリティの取り組みについても測定した**。

まず各企業が株主と協働し企業価値向上を目指す可能性に関して、企業と投資家の対話の出発点として企業による情報開示がある（経団連，2020）。そこで、最も基本的な自主的情報開示手段の一つである企業のホームページに着目し（図表32）、①ホームページに投資家向け情報が大項目として設定されているか否かを測定項目とした。また第三スクリーニングで測定したように現在選出されている企業には一定数の外国人投資家が存在する。これを踏まえ、②各企業が英語のホームページを用意しているか否かも測定項目とした。次に、サステナビリティの取り組みに関しては、まず③-(a)サステナビリティに関する取り組みを行っているか否かを調べた。さらに再び各企業のホームページに着目し、③-(b)ホームページにサステナビリティ項目が大項目として設定されているか否かも測定項目とした。ここでは、①、②、③の各項目を点数化し、その合計点が3点以上の企業を選出した。



図表32 企業のホームページのイメージ

以上を踏まえ、**図表33**において、守りのPBRユニコーン第4スクリーニングの詳細と具体的な選出方法を示す。第4スクリーニングを経て選出された5社が**守りのPBRユニコーン**である。

第4スクリーニング：長期保有		
項目	スクリーニング方法	残り社数
Web ページ サステナビリティ	①ホームページの大見出しに投資家向け情報の項目があれば1点。 ②英語版のサイトを用意していれば1点。 ③-(a)サステナビリティに何らかの形で取り組んでいれば1点、(b)ホームページの大見出しにサステナビリティの項目があれば2点。	5社

図表33 第4スクリーニング（守り）の総括

最終的に選出された守りのPBRユニコーン5社は以下の通りである。
バッファロー、村上開明堂、カーメイト、伊勢湾海運、大東港運

なお、守りのPBRユニコーンについての我々の投資戦略としては、**株主として提案を行うことも含めて想定している**。そこで次節では、我々の実現したいシナリオに沿って、守りのPBRユニコーンに対し実際にどのような提案を行うべきかについて考察する。

3-5 守りのPBRユニコーンへの意見書

① 背景

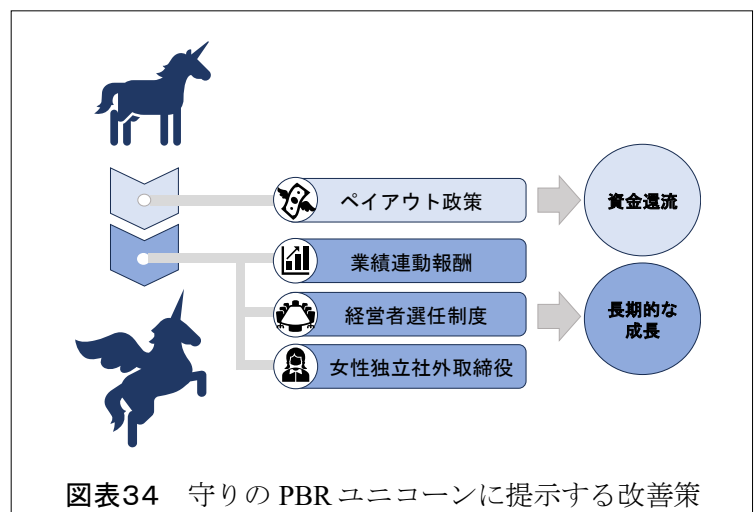
守りのPBRユニコーンは、**ペイアウトを行うことで市場への資金還流を起こすための端緒となる存在**である。さらに、ホームページの充実やサステナビリティ事業へ積極的に取り組んでおり、株主との対話を重視する姿勢が見受けられるため、**ガバナンスの改善を効果的に行うことができる**と考えた。

そこで、我々は守りのPBRユニコーンが今後持続的に配当原資を獲得して資金を市場に放出し、更にはガバナンスを改善することで長期的な視点から企業価値を向上させられるような意見を提示したい。

なお、株主提案では株主総会で影響力を持てるほどの株式を保有する必要がある。しかし、今回我々が保有できる株数には限りがあることから、本章は株主提案ではなく、あくまで守りのPBRユニコーンに対する理想的な企業経営を提案する意見書という立場をとっている。

② 提案

提案は、**図表34**に示すように、**①保有現金のペイアウト**と、**②企業価値向上のためのガバナンス改善**という二つの軸をもとに行う。②のガバナンス面に関して、守りのPBRユニコーンには改善の余地があると考えている（**図表35**）。そのため、長期に渡ってガバナンスを改善することで保有現金の市場価値が上がり、企業価値が向上することが期待される。現状に基づき、**業績連動報酬**、**経営者在任期間**、**社外取締役**の3点から提案を行う。



図表34 守りのPBRユニコーンに提示する改善策

企業名	ペイアウト政策		業績連動報酬	経営者在任期間 (年)	社外取締役割合 (%)
	配当	自社株買い			
バッファロー	増配	なし	譲渡制限付株式報酬制度	5	33
村上開明堂	増配	自社株買い (2023)	譲渡制限付株式報酬制度	15	40
カーメイト	配当性向 上昇傾向	自社株買い (2018)	なし	4	33
伊勢湾海運	配当性向 低下傾向	自社株買い (2023)	なし	3	44
大東港運	配当性向 上昇傾向	なし	譲渡制限付株式報酬制度	24	44

図表35 守りのPBRユニコーン5社の現状

提案① 保有現金のペイアウト

提案の理由

保有現金のペイアウトにより株主との関係が改善され、ガバナンスの改善が期待される。また、PBRの改善が見込まれ、更には資金還流の端緒となる。現状、守りのPBRユニコーンは余剰現金を保有しており、さらに、魅力的な投資先が少ないため投資家からその現金価値を低く見積もられている。そのため、ガバナンスの改善という観点からも、保有現金のペイアウトは株主との関係を築く上で効果的な施策であると考えられる。

具体案

自社株買いを行っていないバッファロー社と大東港運社には自社株買いを提案したい。

次に、村上開明堂社、カーメイト社、伊勢湾海運社に対しては増配を提案したい。東証(2023b)によると2022年度の全産業における配当性向の平均値は35.37%である。これに対し村上開明堂社は、増配に取り組んでいるが、2023年度の配当性向は19.2%と低い。カーメイト社は2023年度では配当性向が58.5%となったが、それ以前の年度での配当性向は10~20%台と低い水準で安定している。伊勢湾海運社は配当性向が低下傾向にある。そのため、以上3社には、業界平均水準の配当性向に到達するまでの継続的な増配を提案したい。

提案②-(a) 業績連動報酬制度の導入

提案の理由

業績の向上にインセンティブを持たせた報酬制度を導入することで経営者のモラルハザードを効率的に抑制し、株主の意見を経営層の判断に反映させやすくすることでガバナンスの改善が期待される。また、利益に連動するボーナス制度を採用している企業は、将来の業績が改善されることが示されている(Abowd, 1990)。一方、譲渡制限付株式報酬制度を導入している3社では長期指標に基づく報酬制度であるため、短期的な業績向上やガバナンス改善に向けた取り組みが行われづらいと考えられる。

現状の報酬制度として、バッファロー社、村上開明堂社、大東港運社は譲渡制限付株式報酬制度を導入しており、カーメイト社、伊勢湾海運社は業績連動報酬を導入していない。業績連動報酬制度を導入していない2社では経営者のモラルハザードが起りやすい環境が助長されていると考えられる。

業績連動報酬には短期と長期の二つのインセンティブのタイプがある。前者に偏った指標をもとにした報酬制度を導入した場合に発生する問題の例として、経営者の雇用期間が限定的な場合、研究開発費を裁量的にカットするなどの近視眼的な意思決定の問題がある(Lambert and Larcker, 1987)。一方、後者に偏った報酬制度では短期のモチベーションに繋がり難いという難点がある。

具体案

固定給に加え、会計利益を用いた業績連動型賞与制度と譲渡制限付株式報酬制度を併用した業績連動報酬を提案したい。これら二つの制度を併用することで短期と長期の両方でモチベーションを保ち、尚且つガバナンスの改善が期待される。

提案②-(b) 経営者の選任制度

提案の理由

同一経営者の在任期間を最大 15 年までとする制度の導入により、より正確な経営を行うことができる。石田（2020）によると、経営者の在任期間は 1 年目から 9 年目にかけて予想利益誤差は減少し、10 年目以降は利益予想精度の誤差が次第に大きくなることが分かっている。また、石田ら（2023）によると、経営者が定期的に交代するタームリミット制を導入した企業では、経営者の就任直後 1～2 年間の企業価値が非導入企業より高くなり、3 年目以降には企業価値に違いが見られないことがわかっている。

また、経営者が交代するタイミングでノウハウが十分に継承されるかという課題点がある。そこで、**経営人材を育成する制度の導入を提案したい**。例として、カゴメ社はサクセッションプランを導入している。サクセッションプランとは次世代幹部候補の選抜・育成プロセスであり、役員・部長層に対して階層的に展開し、経営人材の育成を進めるものである。

具体案

スクリーニングで設定した閾値である 15 年を経営者の連続当選期間の上限とするとともに、経営人材を育成する制度の導入を提案したい。経営者が交代するタイミングでノウハウが十分に継承され難いという課題を経営人材の育成制度を導入することで解消し、尚且つ同一経営者の在任期間を 15 年とすることで、経営者の利益予想制度の安定性を確保できると考える。

提案②-(c) 女性独立社外取締役の選任

提案の理由

2021 年版のコーポレート・ガバナンス・コードでは取締役会の実効性を確保するための前提条件として、取締役会がジェンダーや年齢などの面を含む多様性を重視するべきであると主張されている。

例として、日立製作所社が挙げられる。同社は 2009 年に過去最大の最終赤字を計上して以来、改革を推進することで V 字回復を遂げたが、中西元会長は、海外のグローバル企業経営を経験した社外取締役が参加したことでガバナンスが改善されたことが改革の推進力になったと発言している。

守りの PBR ユニコーンの取締役会における女性役員の割合はいずれも 1/6 を下回っているため、**女性割合が増えることはガバナンスの改善につながる**。

また、社外取締役の数を増やし、さらにそれはダイバーシティを促進させるものである一方で、エンロン事件に代表されるように、社外取締役が存在したとしても当事者意識の欠如などからガバナンスが必ずしも強化されるとは限らない。そのため、**独立社外取締役を選任することでガバナンスの改善が期待される**。

女性や独立社外取締役の割合を増やすことはガバナンスを改善する上で重要である一方で、表面的な数字の改善ばかりを意識した結果形式的な導入にとどまり、取締役の実効性が保証されない可能性がある。そのため、**選任される取締役員は特定の分野に専門性を持った人材であることが求められる**。これにより各役員に役割意識を自覚させられるとともに、取締役会の多様性が実現される。

具体案

特定の分野に専門性を持った女性を独立社外取締役に選任する方針を株主総会で示す。これにより、取締役会のダイバーシティ、当事者意識の観点からガバナンスの改善が見込まれる。

Ⅲ. ポートフォリオ

1. ポートフォリオ配分の決定

スクリーニングを通じて、攻めのPBRユニコーン15社、守りのPBRユニコーン5社を選出した。攻めと守りの投資比率に関しては、それぞれの企業数の比率3:1に準じて、資金も3:1に配分した（攻め：375万円、守り：125万円）。そして攻めと守りの中において、それぞれ独自の観点から資金配分を決定した。

我々は守りのPBRユニコーンやその影響を受けた同様の企業から資金が放出され、攻めのPBRユニコーンに資金が還流することを通じて市場がwin-winな形でPBRの改善を成し遂げることを目指している。また投資家としては、まず守りのPBRユニコーンからは株主還元を受け、また攻めのPBRユニコーンからはその変化を捉えた投資によるリターンを獲得することが見込まれる。ゆえに、以上の目的を最大限達成することを目指してそれぞれの投資配分を決定した。

最終的に得られたポートフォリオは以下の図表36の通りである。

	証券コード	企業名	上場区分	投資比率 (%)	取得金額 (円)
攻め	T2001	ニッポン	プライム	5.15	254,688
	T2664	カワチ薬品	プライム	3.51	176,019
	T3002	グンゼ	プライム	2.40	115,200
	T3159	丸善CHIホールディングス	スタンダード	6.96	343,147
	T6201	豊田自動織機	プライム	3.18	152,580
	T7459	メディカルホールディングス	プライム	2.72	133,380
	T7623	サンオータス	スタンダード	4.79	235,875
	T8007	高島	プライム	5.67	283,272
	T8051	山善	プライム	4.74	234,000
	T8059	第一実業	プライム	3.88	191,600
	T8074	ユアサ商事	プライム	5.48	270,230
	T8158	ソーダニッカ	プライム	1.28	631,774
	T8218	コメリ	プライム	3.76	179,835
	T9832	オートバックスセブン	プライム	3.38	165,422
	T9908	日本電計	スタンダード	6.55	317,205
守り	T3352	バッファロー	スタンダード	1.00	46,404
	T7292	村上開明堂	スタンダード	14.0	699,975
	T7297	カーメイト	スタンダード	4.50	216,900
	T9359	伊勢湾海運	メイン	4.75	228,916
	T9367	大東港運	スタンダード	1.00	51,480

図表36 最終的に得られたポートフォリオ

攻めのPBRユニコーンの配分決定

攻めのPBRユニコーンは、現在PBR改善に向けた変化の過程にある企業群であり、守りのPBRユニコーンから資金を受けることで、さらなる成長も見込まれる。そこで、攻めのPBRユニコーンの中でも、特に現在大きな変化の過程にある企業こそ今後の大きな成長が見込まれると考え、第1スクリーニングで用いた「戦略変更指数」の大きさを投資配分を決定した。具体的には攻めのPBRユニコーン20社の「戦略変更指数」の合計に占める、各社の「戦略変更指数」の割合を投資比率とした。

守りのPBRユニコーンの配分決定

守りのPBRユニコーンは現在多額の保有現金があり、それを株主還元を用いることでPBRの改善が見込まれる企業である。また我々は守りのPBRユニコーンやその波及を受けた企業からの資金還流を起こすことも目指している。そこで、第1スクリーニングで用いた各企業の現在の「保有現金」の量の比率で投資配分を決定した。具体的には守りのPBRユニコーン5社の「保有現金」の合計に占める、各社の「保有現金」の割合を投資比率とした。

2. 銘柄紹介

まず、攻めのPBRユニコーン15社に関する各企業の概要について、今後の成長が見込まれる点と合わせて以下にまとめて紹介する。

コード	企業名	業種	PBR	戦略変更指数	投資比率
企業の概要と現時点および将来へ向けての変化についての紹介					
2001	ニッポン	食品	0.903倍	0.0373	5.15%
製粉事業などに取り組む食品企業グループ。決算資料においても国内外での積極的な投資を通じて事業基盤の強化並びに事業領域の拡大を図ると述べており、今後の資金需要や更なる成長が期待される。					
2664	カワチ薬品	小売業	0.504倍	0.0254	3.51%
ドラッグストアの経営などに取り組む企業。POSシステムの刷新を掲げており、今後の変革や更なる効率化が期待される。					
3002	グンゼ	繊維	0.694倍	0.0173	2.40%
肌着やインナーなどのアパレル事業などに取り組む繊維製品メーカー。顧客起点のD to C型ビジネスモデルへのシフトを掲げながら改革を進めており、これからの成長が期待される。					
3159	丸善CHIホールディングス	小売業	0.664倍	0.0504	6.96%
書籍・雑誌・電子コンテンツの販売などを手掛ける企業グループ。事業構造改革を推進しているほか、資本コストや株価を意識した経営の取り組みを強化しており、今後実力が市場に知れ渡っていくことが期待される。					
6201	豊田自動織機	機械	0.957倍	0.0230	3.18%
繊維機械などの製造を手掛けるメーカー。IoTやDXによる改革に積極的に取り組んでおり、今後業務の更なる効率化が期待される。					
7459	メディパルホールディングス	商社	0.720倍	0.0197	2.72%
医薬品などを扱う卸売企業グループの持株会社。2022年の中期ビジョンにおいて「弛まぬ変革」を掲げるなど、今後の更なる成長が期待される。					
7623	サンオータス	小売業	0.555倍	0.0347	4.79%
サービスステーション運営などを行うトータルカーサービス企業。脱炭素化の実現に向けて神奈川県及び京浜急行電鉄と業務協定を締結すると発表するなど、今後も時流にあった戦略をとって成長することが期待される。					
8007	高島	商社	0.885倍	0.0410	5.67%
建設や建装に関わる商材を取り扱う専門商社。2023年の統合報告書において業務プロセスの抜本的な改革に着手していると述べているなど、今後も改革による成長が期待される。					
8051	山善	商社	0.857倍	0.0343	4.74%
工作機械などの生産材と、住宅設備機器などの消費財を取り扱う専門商社。2023年4月1日付で機構改革に取り組んでいるなど、今後も改革による成長が期待される。					
8059	第一実業	商社	0.953倍	0.0280	3.88%
プラント及び機械器具の販売を行う総合機械商社。2023年12月に「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応方針」を決議しているなど、今後も株主価値の向上に向けた取り組みを進めていくことが期待される。					

8074	ユアサ商事	商社	0.975 倍	0.0396	5.48%
畜産飼料や牧場・農場の運営など、食肉事業を総合的に扱う専門商社。企業風土の改革に積極的に取り組んでおり、改革を通じた成長が期待される。					
8158	ソーダニッカ	商社	0.866 倍	0.0929	1.28%
科学品事業と機能財事業を 2 軸とする専門商社。長期ビジョンのキーワードに「攻」を掲げるなど積極的な変革による成長が期待される。					
8218	コメリ	小売業	0.670 倍	0.0272	3.76%
日用品・インテリア用品から建築資材・農業関連商材を扱い、主にホームセンター事業に取り組む企業。2022 年に過去最大規模の投資を計画していると発表しており、投資による成長が期待される。					
9832	オートボックスセブン	商社	0.932 倍	0.0244	3.38%
カー用品の卸売や小売、車検や整備などのカー関連サービスを提供する企業。AI を活用した物流 DX による物流改革を目指すと掲げているなど、今後も積極的な改革による成長が期待される。					
9908	日本電計	商社	0.816 倍	0.0474	6.55%
電子計測機器の販売やシステム構築などの計測器を取り扱う商社。トレーディングカンパニーからテクニカル商社への転換を図り、より収益性の高い事業運営を進める指針を示しているなど、今後も組織構造を改革しながらの成長が期待される。					

次に、守りの PBR ユニコーン 5 社に関する各企業の概要について、各社の今後の展望と合わせて以下にまとめて紹介する。

コード	企業名	業種	PBR	保有現金量	投資比率
企業の概要とサステナビリティへの取り組みについての紹介					
3352	バッファロー	小売業	0.504 倍	2,414 百万円	1.00%
「オートボックス」のフランチャイジーとして埼玉県を中心に、車検・整備、タイヤ・ホイールやカー用品販売を手掛ける。従業員の豊かさを重視した「健康経営」に力を入れ、2020 年には経済産業省が推進する「健康経営優良法人 2020」に認定された。					
7292	村上開明堂	自動車・自動車部品	0.542 倍	34,819 百万円	14.0%
140 年以上の歴史があり、現在は独自の多様な技術を活かして、自動車用バックミラーの製造を中心に手掛ける。2001 年より環境に配慮した企業活動を続けており、国内全事業所において環境管理に関する国際規格「ISO14001」の認証を取得している。					
7297	カーメイト	その他製造業	0.441 倍	11,017 百万円	4.50%
創業 56 年であり、カー用品、アウトドア・レジャー・スポーツ用品、スノーボード類など多くの自社ブランドを手掛けるメーカー。国際規格 ISO14401 の認証を取得しており、またエコパッケージの導入や環境負荷を軽減する軽量化技術にも取り組んでいる。					
9359	伊勢湾海運	倉庫・運輸関連	0.444 倍	11,682 百万円	4.75%
昭和 24 年設立以来、中部経済圏を中心に港湾輸送の自社一貫直営体制を手掛ける。環境に配慮した荷役機器の導入や、産業廃棄物の中間処理を通じたサステナブルな物流サービスの提供を行っている。					
9367	大東港運	倉庫・運輸関連	0.724 倍	2,656 百万円	1.00%
東京港を中心に事業を手掛け、冷凍・冷蔵食品の通関に強みを有する。再生可能エネルギーの利用等を通じて、自社グループの Scope1, 2 の温室効果ガス削減のみならず、Scope3 の排出量削減にも取り組んでいる。					

V. 日経 STOCK リーグを通して学んだこと

我々は、約9ヶ月間、レポート作成に至るまでの過程において、多くの学びを得た。

まず、テーマ設定にはとりわけ時間を要した。過去の STOCK リーグのレポートとの違いを出さべく独創的な視点とアカデミックな視点とをバランスよく保ちながらテーマを考えるのはとても難しかった。しかしながら、アイデアを練りよりよいテーマを考えていく過程において、アイデアと理論を組み合わせるための論理的思考力や自分の考えを魅力的なものにするための表現力、さらには相手の主張を聴き議論するための理解力や批判的思考力が身についたと感じる。

分析の段階においても一筋縄でいくことはなかった。テーマの最終決定が例年よりも一段と遅く、分析にかけられる時間は思っていたよりも少なかった。一方で、慣れない R や Excel 等の操作に苦戦し、先輩に手取り足取り教えていただく日々が続いた。それらを乗り越え、最終的にポートフォリオを購入することができた際は感慨深かった。分析作業を通じて、個々で作業を行いながらもチーム内で意思疎通を図るための連携力や、間違いのない分析を進めていくための注意力、また多くの分析ツールを使いこなすためのデータリテラシー等を大いに学ぶことができたと感じる。

最後のレポート執筆の段階においても心が安まることはなかった。伝えることの難しさを実感し、もともとの我々のアイデアと、分析で行ったスクリーニングとの整合性を保ちながら、いかに読者を惹きつけるレポートを書くことができるかに苦心した。さらに、我々は大学の授業やゼミで学んだ知識をもとに、守りの PBR ユニコーンに対してアクティビスト的な立場に立って意見書を作成するという新たな取り組みを行った。これは今までの STOCK リーグでの作品において見られなかったものであるため、その画期的ともいえる取り組みに期待が高まったが、同時に、前例がないことへの漠然とした不安もあった。しかしながら、学んだことや感じたことを相手に伝えるための伝達力や表現力、卒にとらわれず新たなことに挑戦するための胆力、さらにこうして最後までレポートを書き上げるという目標達成力等を習得することができたと感じる。

このように我々は、日経 STOCK リーグを通じて多くの力を得ることができたと感じるが、同時に、集団の中で役割分担と連携を行うことによる力の可能性も追求することができたと考える。これは何もチームワークに限った話ではない。今回我々は日本企業の PBR 1 倍割れ問題を解決することを目指してレポート作成を行った。実際のところ、今回の投資金額は高々 500 万円であることから、市場はおろか各企業への影響力が限定的かもしれないという懸念は抱えている。しかしながら、異なる企業間の歯車をがっちりと合わせ、各企業の力から市場全体の力へと増幅させ、淀んだ現状を変えていくという構想は魅力的であると考えている。改めて、株式投資がもたらす力の奥深さを学ぶことができたと感じる。

ユニコーンのシンボルともいえる角には、毒を中和したり病気を癒やしたりという不思議な力が宿っているという。我々が選出した PBR ユニコーンにも、日本企業の低迷という病気を癒すような力が備わっていることを願っている。

最後になりましたが、未熟な我々を近くで見守り、ゼミ内外で様々なアドバイスをくださった先輩方、また我々にこのような挑戦の場を与えてくださり、お忙しいなかでも時間を割いて熱心かつ丁寧なご指導をくださった首藤先生に深く感謝申し上げます。そして日経 STOCK リーグを主催してくださった日本経済新聞社様、ならびに協賛の野村ホールディングス様にも改めて厚く御礼申し上げます。

参考文献

- Abowd, J.M. 1990. Does Performance Based Managerial Compensation Affect Corporate Performance? *Industrial and Labor Relations Review* 43: 52-73.
- Amihud, Y. and Mendelson, H. 1986. Asset pricing and the bid-ask spread. *Journal of Financial Economics* 17(2): 223-249.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. 2009. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48(2-3): 112-131.
- Caballero, R., Hoshi, T. and Kashyap, A. 2008. Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan. *American Economic Review* 98: 1943-1977.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L. and Stulz, R. M. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial Economics* 81(2): 227-254.
- Demerjian, P., Lev, B. and McVay, S. 2012. Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science* 58(7): 1229-1248.
- Dechow, P. M., Ge, W. and Schrand, C. 2010. Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants, and their consequences. *Journal of Accounting and Economics* 50(2): 344-401.
- Diamond, D. W., and Verrecchia, R. E. 1991. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance* 46(4): 1325-1359.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P. M., and Shipper, K. 2004. Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79(4): 967-1010.
- Gantchev, N., Gredil, O. R., and Jotikasthira, C. 2019. Governance under the Gun: Spillover Effects of Hedge Fund Activism. *Review of Finance* 23(6): 1031-1068.
- Gallemore, J. and Labro, E. 2015. The importance of the internal information environment for tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics* 60(1): 149-167.
- Givoly, D., and Hayn, C. 2000. The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics* 29(3): 287-320.
- Gompers, P., Ishii, I. and Metrick, A. 2003. Corporate Governance and Equity Prices. *Quarterly Journal of Economics* 118: 107-155.
- Grullon, G., Michaely, R. and Swaminathan, B. 2002. Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *The Journal of Business* 75(3): 387-424.
- Harford, J. 1999. Corporate cash reserves and acquisitions. *The Journal of Finance* 54(6): 1969-1997.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review* 76(2): 323-329.
- Kasznik, R. 1999. On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research* 37(1): 57-81.
- Lambert, R. and Larcker, D. 1987. An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts. *Journal of Accounting Research* 25: 85-125.
- Muramiya, K. and Takada, T. 2017. A research note: Quality of financial inputs and management earnings forecast accuracy in Japan. *Journal of Contemporary Accounting and Economics* 13(2): 179-191.
- Opler, T., L. Pinkowitz, R. Stulz, and R. Williamson. 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics* 52(1): 3-46.
- Peek, J. and Rosengren, E. S. 2005. Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan. *American Economic Review* 95: 1144-1166.
- Saita, Y. and Sekine, T. 2001. Sectoral Credit Shifts in Japan: Causes and Consequences of Their Decline in the 1990s. *BOJ Research & Statistics Working Paper* 1(16).
- Zhang, Y., and Rajagopalan, N. 2010. Once an outsider, always an outsider? CEO origin, strategic change, and firm performance. *Strategic Management Journal* 31(3): 334-346.
- 石田惣平 (2020) 「経営者の在任期間と業績予想の正確度」『会計プロGRESS』第 2020 巻, 第 21 号, 63-79 頁.
- 石田惣平 (2015) 「世界金融危機下における会計保守主義と資金調達制約」『会計プロGRESS』第 2015 巻, 第 16 号, 1-16 頁.
- 石田惣平, 鈴木健嗣, 西村陽一郎 (2023) 「経営者のタームリミット制の導入と企業価値」独立行政法人経済産業研究所.
- 市川 類 (2022) 「サステナビリティ経営 (SX) とその構造に係る考察 ～イノベーションの役割とステークホルダー資本主義の未来～」一橋大学イノベーション研究センター.
- 内野里美 (2005) 「自発的な情報開示が自己資本コストに与える影響」『現代ディスクロージャー研究』第 6 巻, 15-25 頁.
- 太田裕貴 (2022) 「財務諸表情報を用いた投資の効率性の推定」『企業会計』第 74 巻, 第 8 号, 1053-1060 頁.
- 太田裕貴 (2022) 「無形資産調整済み簿価時価比率 (iB/M) の有用性」『企業会計』第 74 巻, 第 8 号, 29-37 頁.
- 記虎優子 (2017) 「内部統制システムの構築が決算発表時期の改善に与える影響-内部統制システム構築の基本方針についての適時開示に着目して-」『社会情報学』第 6 巻, 第 1 号, 1-18 頁.
- 坂井功治 (2011) 「金融市場の資金再配分」『会計検査研究』第 44 巻, 55-71 頁.
- 清水龍瑩 (1995) 「経営者の人事評価 (II): 経営者能力」『三田商学研究』第 38 巻, 第 4 号, 1-頁.
- 首藤昭信 (2010) 『日本企業の利益調整: 理論と実証』中央経済社.

- 高田知実 (2021) 『保守主義会計：実体と経済的機能の実証分析』中央経済社。
- 田中亘, 後藤元 (2020) 「日本におけるアクティビズムの長期的影響」『JSDA キャピタルマーケットフォーラム (第 2 期) 論文集』115-161 頁。
- 田村俊夫 (2014) 「アクティビスト・ヘッジファンドと企業統治」『資本市場リサーチ 2014 年冬季』第 30 巻, 144-183 頁。
- 中岡孝剛 (2019) 「企業の現金保有に関する考察：理論と実証研究のサーベイ」『商経学叢』第 65 巻, 第 4 号, 177-227 頁。
- 中嶋幹 (2013) 「コーポレート・ガバナンスと企業の現金保有」『証券アナリストジャーナル』第 51 巻, 第 6 号, 36-46 頁。
- 長瀬毅 (2016) 「日本企業の取締役改革における社外取締役および執行役員の導入要因と効果に関する実証分析」『創立五十周年記念論文集 1』323-360 頁。
- 中野誠, 高須悠介 (2013) 「日本企業の現金保有決定要因分析～所有構造と取締役会特性の視点から」『日本企業研究のフロンティア』第 9 巻, 55-67 頁。
- 中村亮介 (2009) 「保守主義の定量化モデルと基準上の保守主義との関係性」『帝京経済学研究』第 43 巻, 第 1 号, 119-128 頁。
- 日経 HR 編集部 (2022) 『日経キーワード 2023-2024』日経 HR。
- 福田司文 (2011) 「企業の現金保有と企業価値の関係について」『流通科学大学論集－流通・経営編－』第 24 巻, 第 1 号, 21-41 頁。
- 宮島英昭, 新田敬祐 (2007) 「日本型取締役会の多元的進化：その決定要因とパフォーマンス効果」『企業統治の多様化と展望』28-77 頁。
- 村宮克彦 (2005) 「経営者が公表する予想利益の精度と資本コスト」『証券アナリストジャーナル』第 43 巻, 第 9 号, 83-97 頁。
- 柳良平, 上崎勲 (2017) 「日本企業におけるコーポレート・ガバナンスと保有現金価値の関連性－平均的な企業の保有する現金の限界的価値の検証－」『インベスター・リレーションズ』第 11 号, 22-40 頁。
- 柳良平 (2014) 「管理会計と日本企業の現金の価値～ディスカウント要因に係る定性的分析と VBM の重要性～」『メルコ管理会計研究』第 7 巻, 第 1 号, 3-14 頁。
- 柳良平 (2022) 「日本企業の価値創造に係る資本市場の視座の変遷－グローバル投資家サーベイ時系列 (2007-2022)」『月刊資本市場』第 2022 巻, 第 7 号, 42-53 頁。
- 山口聖 (2016) 「現金保有についての考察」『甲南経営研究』第 57 巻, 第 3 号, 159-177 頁。
- 山口聖, 馬場大治 (2012) 「日本企業の現金保有に対するマーケットの評価」『経営財務研究』第 32 巻, 第 1・2 合併号, 108-122 頁。
- 加藤康之 (2015) 「ガバナンスは現金の価値も決める」一般社団法人日本 CFO 協会 MARKET EYE.
<https://forum.cfo.jp/cfoforum/?p=2094/> (2023 年 12 月 3 日閲覧)
- 経済産業省 (2014) 「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト最終報告書 (伊藤レポート).
https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei_innovation/kigyokaikei/pdf/itoreport.pdf
- 経済産業省 (2022) 「グローバルで勝ち切る企業群の創出について②」第 8 回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会 事務局説明資料. (2023 年 12 月 23 日閲覧)
https://www.meti.go.jp/shingikai/sankoshin/shin_kijiku/pdf/008_04_00.pdf (2023 年 11 月 11 日閲覧)
- 経済産業政策局 (2023) 「コーポレート・ガバナンス改革における株式報酬導入の意義と展望」規制改革推進会議 スタートアップ・イノベーション WG 資料 6.
https://www8.cao.go.jp/kisei-kaikaku/kisei/meeting/wg/2210_01startup/230411/startup11_06.pdf (2023 年 12 月 24 日閲覧)
- 東京証券取引所 (2021) 「コーポレート・ガバナンス・コード～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値向上のために～」, 2021 年 6 月 11 日.
<https://www.jpx.co.jp/equities/listing/cg/tvdivq0000008jdy-att/nlsgeu000005lnul.pdf> (2023 年 11 月 23 日閲覧)
- 東京証券取引所 (2023a) 「株主との対話の推進と開示について」『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて』資料 2.
<https://www.jpx.co.jp/news/1020/cg27su000000427f-att/cg27su00000042a7.pdf> (2023 年 11 月 15 日閲覧)
- 東京証券取引所 (2023b) 「2022 年度決算短信集計【連結】《合計》(プライム・スタンダード・グロース)」
https://www.jpx.co.jp/markets/statistics-equities/examination/cg27su00000091ej-att/renketsu_goukei2022.pdf (2023 年 12 月 3 日閲覧)
- 日本経済団体連合会 (2020) 「企業と投資家による建設的対話の実現に向けて」Keidanren Policy & Action.
https://www.keidanren.or.jp/policy/2020/075_honbun.pdf (2023 年 12 月 31 日閲覧)