

Compass

Vol.2 2023

PBRを科学する



Contents

PBRを科学する

PBRをめぐる動き	2
科学的なPBR改善アプローチ	3
PBR改善を阻む二つの罠	5
経営者へのメッセージ	6

自動車販売金融のパワー

新興国でのオートローン拡大に 消極的な日系自動車メーカー	9
新興国の「貸し倒れリスク」は、 やり方次第でビジネスチャンスに	10
新興国の販売金融ビジネス成功の 三つのポイント	12
本テーマの考察を通じた経営への示唆	14

ペイン・アンド・カンパニーのシンボルマークである「True North」は、方位磁針をモチーフにしています。針が少し東に傾いているように見えるのは、磁北ではなく真北、「True North」を示したい、すなわち通説や思い込み、政治的妥協などによる「一見正しい答え」や、単に理論的に正しいが実行不可能な答えではなく、企業と社会の最大価値追求の視点から、客観的な事実の分析に基づいて導出され、かつ実行可能性も考慮された「本当の答え」をご提供したいという、ペインのコンサルティングにおける信念を表現したものです。ペインの最新の研究成果や知見をまとめた本冊子、『Compass』も、そうした我々の考え方を表現しています。本冊子が皆様の真の経営課題の解決に少しでも貢献できれば幸いです。



PBRを科学する

サマリー

伊藤レポートが公表されてからもうすぐ10年が経とうとしているが、日本企業の価値創造に向けた取り組み状況は芳しいとは言えない。東京証券取引所による「PBR(株価純資産倍率) 1倍割れ改善要請」以降、経営者の通信簿ともいうべきPBR改善への取り組みがより本格化したように見えるが、いまだに企業価値向上に関する経営のリテラシーは十分とはいいがたく、小手先の対応策に終始しているケースも数多く見られるようだ。次の10年が、日本企業がぬるま湯経営から脱し、自社のフルポテンシャルを解放してグローバル競合との差を埋められるかの分水嶺となろう。本稿では、これまでのベインの企業価値向上戦略支援の経験から「科学的で実践的なPBR改善アプローチ」をご紹介します。

PBRをめぐる動き

2023年3月31日に、東証から異例とも言える「PBR1倍割れ改善要請」が出されたのは記憶に新しい。以来、株価や資本効率が改めてクローズアップされるようになった。外国人投資家から日本株への資金流入を背景とした日経平均の33年ぶりの高値更新や、企業との対話を通じて価値向上を狙うエンゲージメント型の投信・ETFの登場（例：シンプレクス・アセット・マネジメント「PBR1倍割れ解消推進ETF」）など、これまでとは異なる過熱ぶりが目を引く。

伊藤レポート以来、コーポレートガバナンスコード・スチュワードシップコードの策定や更新を通じて、企業価値がキーワードとなり、これを口にする経営者も増えた。にもかかわらず、日本企業の株価は芳しくない。東証によれば、22年7月1日時点で、PBR1倍割れ企業はTOPIX500の43%にも上る。対して米国（S&P500）は5%、欧州（STOXX600）も24%にとどまる。PBRと相関が高いROEを見ても、基準とされる8%を下回る企業は日本の40%に対して、米国は14%、欧州は19%だ。

なぜ日本企業のPBRが低迷を続けるのか。その原因の一端が経営者のリテラシー不足にあることは否定できない。伊藤レポートから10年が経過しようとしている今日でも、「ROEは財務マター」という誤った認識やアレルギー反応が残っていたり、これらの経営指標を現場のオペレーションとどう紐付けて改善活動を推進すれば良いかがよくわかっていなかったりするのが実態だ。

これまでベインが日本企業の企業価値向上を支援してきた経験から、PBRの改善には、科学的かつ実践的なアプローチが有効であることが明らかになっている。

科学的なPBR改善アプローチ

第一段階として、まずはエクイティスプレッドがプラスになるROE水準を定める

東証は23年5月にJPXプライム150指標を新設したが、指標に含まれる銘柄の選定に、PBRに加えて「エクイティスプレッド」を採用した。エクイティスプレッドとは、ROEと株主資本コストの差で求められる数値であり、資本の調達コスト（株主の期待値）に対して、どの程度の超過リターン（＝新たな価値創造）を実現できたかを測る指標と考えて良い。

図表1:エクイティスプレッドがプラスにならないと、企業価値は向上しない



重要なのは、エクイティスプレッドがプラスにならない限り資本コストを上回る企業価値は創造されず、株価の上昇は見込めない、つまりPBRが改善しないという点だ。

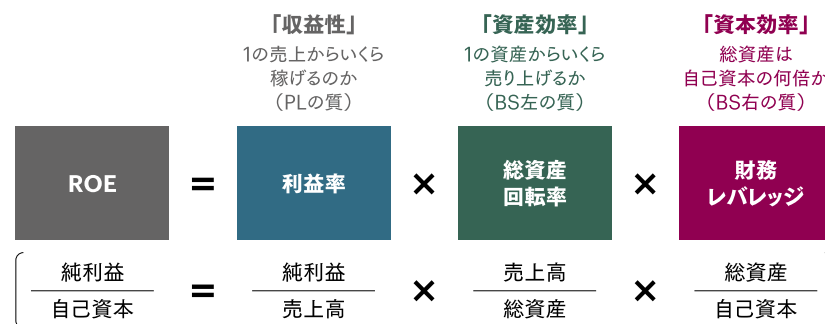
日本企業の平均株主資本コストは7%超であり、ROEが8%を超えてエクイティスプレッドがプラスにならない限り、PBRと相関が生まれない（これは伊藤レポートの根幹を成す統計分析である）。逆に言えば、エクイティスプレッドがプラスになれば、ROEとPBRに相関関係が生まれ、PBR1倍を達成するために必要なROEの改善幅を割り出すことが可能だ。厳密には業界別・個社別の算定が必要だが、ROEが8%を超えて1%ポイント改善するごとにPBRが0.2ポイント改善すると考えるのがおおよその目安だ。

第二段階として、デュボン分解でROEをロックしている因子を突き止める

PBR1倍達成に必要なROEが算定できたとして、どのような改善レバーに着目すべきであろうか。

ROEの分解には、一般的に「デュボン分解」が使われることが多い。とっつきにくいと思われるかもしれないが、ベインでは図表2のように解釈している。

図表2:デュボン分解—ROEは、「収益性」「資産効率」「資本効率」で構成される



第1因子である収益性は「PLの質」、第2因子の資産効率は「BSの左側の質」、第3因子の資本効率は「BSの右側の質」を表す。このように解釈すれば、経営者や事業リーダーの日常言語と紐付けて理解しやすいのではないだろうか。

着目すべきは、ROEを構成する三つの因子それぞれについて、自社が競合や業界平均に比してどれほど優れているか・劣っているか、客観的データを用いて分析することが可能ということだ。相対劣位になっている因子を特定できれば、より具体的に改善施策の検討ができよう。

科学的アプローチのメリット

このような科学的なアプローチには、いくつかのメリットが存在する。

まず、PBR1倍を実現するための道筋を、説得力を持って資本市場に提示できること。CEO・CFO・取締役会が、相応のリテラシーと見識を持ってPBR改善に取り組んでいることが確認できれば、資本市場からの

信頼獲得にもつながろう。

また、PBR改善の取り組みを事業現場に自分事化してもらいやすいことも重要なメリットだ。ROEは財務が考えれば良いファイナンシャル・テクニカルな指標では決してなく、事業収益の改善・事業資産の効率化等、現場のオペレーション改善に直結させて取り扱うべきものだ。

PBR改善を阻む二つの罠

手軽な改善施策の打ち出し

PBR改善の再頻出施策と言え、自社株買いや配当性向の調整などの財務レバレッジ改善だが、ベインの経験では、財務レバレッジが主要因となってエクイティスプレッドがマイナスになっている企業はそれほど多くない。また、企業経営の本質が利潤の創出⇒再投資⇒拡大再生産であることを考えると、戦略的裏付けに乏しい自社株買いの効果は早々に剥落することが多い。

次によく見られる遊休資産や持ち合い株の処分等による資産効率の改善も、それ単体では十分な効果を生まないことが多い。こういった「無駄取り」に類する施策はPBRの文脈を抜きにしても当たり前を実施すべき措置と考えるべきであろう。

PBR改善施策として上記が真っ先に挙がることが多いのは、大きな痛みや決断を伴わずとも実施可能な施策だからではないだろうか。一方、資本市場の目線からすれば、そのような「お手軽」な施策でお茶を濁そうとする経営姿勢は評価されにくい。

多くの日本企業にとっての不都合な真実とは、低ROEが、低収益性という企業にとって最も本質的な課題に起因するということであり、十分な収益改善なかりせばエクイティスプレッドがプラスにならず、PBRが改善しないということであろう。

そして資本市場が期待するのは、この不都合な真実に正対した本格派

の施策、つまり「本業のコスト構造改革」や「撤退・売却を伴うポートフォリオ改革」であるケースが多い。

トップライン成長神話

上記のような痛みを伴う改革の必要性を経営トップが示すと、社内から必ずと言っていいほど「構造改革やポートフォリオ改革の話だけでは、会社の将来が見えず市場の失望を招く。成長戦略と一緒に語るべき」との指摘がなされる。「社内のモチベーション維持のために」との声もよく聞かれる。残念ながら、このような指摘は、資本市場の目線からすると的外れであることが多い。

PBRが1を下回り、その主要因がROEが8%に届かずにエクイティスプレッドがマイナスであること、そして低ROEの主要因が収益性の低さである場合、そのような企業の株を保有もしくは保有を検討する投資家の多くはValue系であることがほとんどだ。彼らが期待するのは、大きな投資を伴う中長期的なトップライン成長ではなく、その気になればすぐにでも着手可能なコスト削減・人員生産性改善等のコスト施策だ。

そのような投資家に向けて、新領域への進出や成長市場でのシェア奪取といったトップライン施策を提示した場合の反応は冷ややかなものだ。「低収益は罪。先に改善がなければ、成長ストーリーを語る権利すらない」、「現業ですら稼げる事業構造になっていない企業が、慣れない新領域で今以上に稼げると信じるというのは無理筋」等の反応が聞かれることが多いが、投資家の本音であろう。

経営者へのメッセージ

上場企業である限り、企業価値の成長は最も重要な経営目標である。伊藤レポート、コーポレートガバナンスコード、ステュワードシップコード、そして今回の東証によるPBR1倍要請はすべて、日本企業をその大原則に

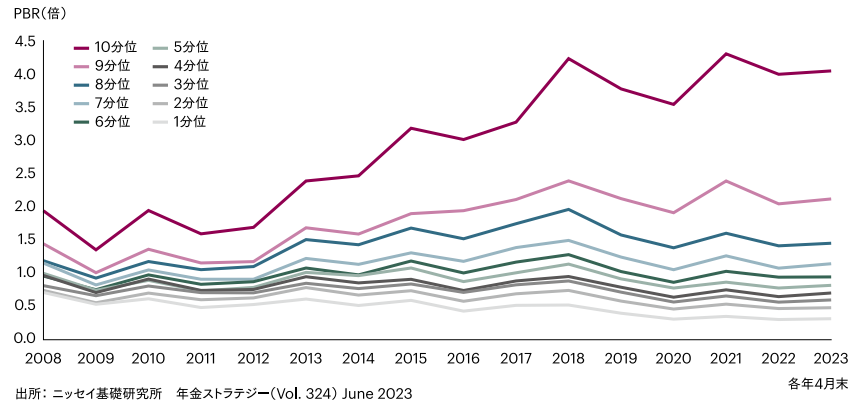
自動車販売金融のパワー

立ち戻らせるためのGuiding Principleと言える。

なぜここまで、似通った指針や要請を連打せねばならないのか。それは日本企業の変革が遅々として進まず、むしろ世界の競合との差が開くばかりだからだ。

京都大学の川北英隆教授は、23年4月にTOPIXに採用されている企業のうち、08年4月以降のデータが揃う1,672社について、23年4月末時点でのPBRに基づき10個のグループに分け、それぞれのグループにおける過去15年間のPBRの動きを比較した。その結果、短期的な例外を除き、グループ間の順位の変動がほぼ起こっていないことが確認された（例：トップ10%グループのPBRは、15年間常に最も高いまま）。【ニッセイ基礎研究所『年金ストラテジー (Vol. 324) June 2023』より】

図表3:PBRはなかなか変化しない



「PBR1倍割れ改善要請」は、確実に日本企業に一石を投じた。これを好機と捉え、企業としての見識とケイパビリティを鍛え直し、科学的アプローチと資本市場の声を活用しながら、痛みを伴う収益構造や企業DNAの変革に踏み込み、自社のフルポテンシャルを解放してグローバル競合との差を埋めに行くのか。それとも、これを面倒事と捉え、これまで通り必要最低限の対応とアリバイ作りに終始するのか。経営の見識と覚悟が問われている。変革は待たないだ。

サマリー

メーカーのオートローンとして浸透している販売金融サービスは、多くの自動車メーカーにとって今や先進国市場の利益の大半を稼ぎ出す主力事業だ。だが、こと新興国となると、サービスの展開に二の足を踏むメーカーが多い。そこには新興国特有の「貸し倒れリスク」に対する懸念があるようだ。しかし、新興国の貸し倒れコストは先進国より高いものの、収益性もむしろ先進国より高いことはあまり知られていない。新興国の消費者特有の購買行動と金利感応度に着目すれば、金融ビジネスとして高い収益率を確保することが可能なのだ。本稿では、新興国で販売金融サービスを成功させるための三つのポイントを示した上で、そこから見えてくる経営への示唆を論じる。

新興国でのオートローン拡大に消極的な 日系自動車メーカー

今や自動車メーカーの多くが自社のオートローン事業に参入しているが、意外にも当該事業は本業の自動車製造・販売の2-3倍もの営業利益を稼ぎ出している。景気変動やサプライチェーンの混乱等により収益が不安定になりがちな自動車販売と異なり、オートローンは安定した高収益を生む自動車メーカーの屋台骨となっているのだ。

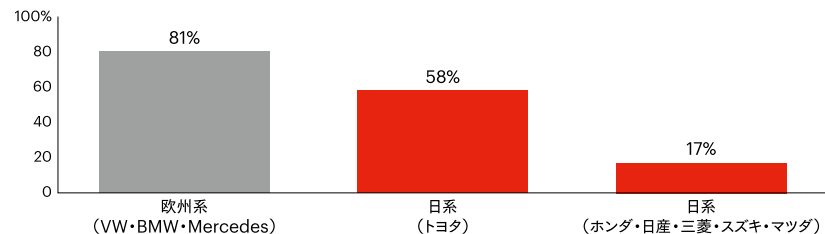
また、オートローン事業は株価の向上にも貢献大だ。ちなみに金融子会社のROE(自己資本利益率)は、平均10%以上で、日系自動車メーカーのWACC(加重平均資本コスト)が4-5%であることに鑑みると、株主の期待を大きく超えるリターンを生む事業と言えよう。

このように、オートローンは自動車メーカーの収益を支える基幹事業となっているため、欧州系メーカーは、多くの国でサービスを積極的に展開している。一方、日系メーカーは、まだまだ先進国を中心とする展開にとどまっており、新興国におけるサービスの拡大に足踏みしている状況だ。例えば、フォルクスワーゲンは、販売台数が1万台を超える新興国の8割以上の国でオートローンを提供しているのに対して、日系企業では比較的積極的なトヨタ自動車は6割、それ以外は、2割を下回る水準にとどまっている。

図表1: 新興国におけるオートローンの参入状況(2023年9月時点)

欧州系は新興国でも販売事業を積極的に展開しているが、日系は足踏みしている状況

年間1万台以上の新車を販売している国での販売金融事業の展開割合(%、2023年9月時点)



出所: 各社IR, IHS

インド・東南アジア・南米・中東等の新興国は、向こう10年の自動車メーカーの成長を支える重要な市場だ。中国を除けば、新車販売台数の実に8割の成長がこれらの国々から生まれると予測されているにもかかわらず、新車の販売ツールとしての効果も大きいオートローンに日本の自動車メーカーが二の足を踏むのはなぜだろうか。

理由の一つは、新興国特有の「貸し倒れリスク」に対する懸念にある。これは、新興国の消費者の支払い能力や信用力が低だけでなく、銀行口座やクレジットカードが普及していない国では信用情報が十分に整備されていないために、「貸し倒れリスク」が予見しにくいことが背景にある。

新興国の「貸し倒れリスク」は、 やり方次第でビジネスチャンスに

新興国におけるオートローンの貸し倒れリスクはどれくらい高いのか、結果として自動車メーカーの事業収益性はどれくらいの影響を受けるのかを自動車メーカー金融子会社のデータをもとに検証した。

先進国(日本・アメリカ・カナダ・オーストラリア)と新興国(ブラジル・タイ・インドネシア・フィリピン)におけるトヨタファイナンシャルサービスの貸し倒れコストを比較すると、新興国の貸し倒れコストは平均1.4%であり、先進国平均の0.2%より確かに高水準だ。新興国では平均所得が低く、国によっては自動車価格が年収を超える国も存在するため、ローンを組んだ時点での収入や支出などの前提条件が少し変わるだけで支払い不能になる消費者が出てくる。

しかし、その一方で新興国における事業収益性を見ると、先進国と同等かそれ以上の利益を稼ぐ国が多数存在する。例えば日本のオートローン事業の平均ROA(総資産利益率)が1.5%であるのに対して、タイ・ブラジルでは1.5%と日本同等水準、メキシコでは4.9%と日本の3倍以上の

ROAを実現している。

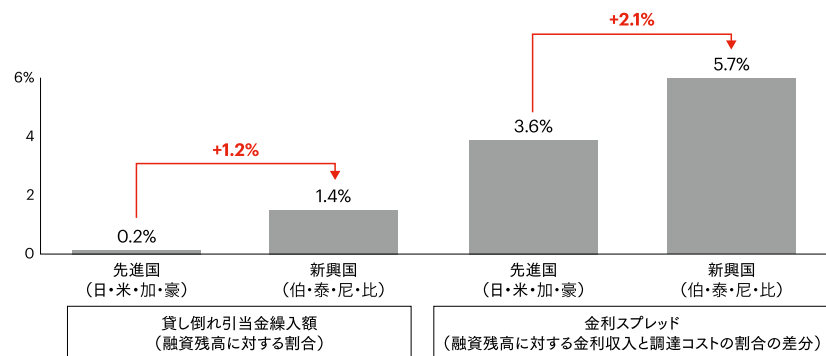
GDP成長を続けている新興国では、総支払い額にインパクトの大きい金利よりも、頭金や月々の支払いといった目の前の支払いのしやすさでローン契約を選択するのだ。実際、フィリピンやブラジル等のローン商品を見ても、先進国で見られるような金利の低さを謳う商品は少なく、「頭金ゼロ」や「月額の手出しはいくら」といったキャンペーンがほとんどだ。

実際に、新興国で成功しているオートローン事業は、消費者の貸し倒れリスクに合わせて貸し出し金利をコントロールすることで高い収益を確保している。例えば、トヨタファイナンスサービスのブラジルでの貸し出し金利は15%で、調達金利との金利スプレッドは8.7%と、先進国（日本・アメリカ・カナダ・オーストラリア）の平均的な金利スプレッド3.6%の2倍以上だ。

図表2: 新興国における貸し倒れコストと金利スプレッド (FY21-22の平均)

新興国では先進国に比べ貸し倒れコストが高いがそれ以上に金利スプレッドが高い

トヨタファイナンスサービスにおける融資残高に対する貸し倒れ引当金繰入額と金利スプレッド(%, FY21-22の平均)



出所: 各社IR、タイ証券取引所

トヨタ自動車は、この金利スプレッドをうまく活用して、コロナ禍にローカル銀行が貸し出しを手控えた中、逆に与信を拡大してシェアを伸ばすことに成功した。貸し倒れリスクが高いからといってあきらめずに、やり方を工夫することで、収益拡大と新車販売につながるパワフルな戦略へとつなげた好事例と言える。

新興国の販売金融ビジネス成功の三つのポイント

先進国と商慣習の異なる新興国で、自動車メーカーがオートローン事業を成功させるポイントを三つご紹介したい。

1. 多様なユーザーニーズに合わせた商品の刷新

新興国では同じ金融サービスでも現地ユーザーの特徴や趣向に合わせて商品展開が必要だ。例えば、支払い額を下げるやり方として、フィリピンでは月々の支払いを抑える残価設定商品よりも頭金ゼロなどの初期支払い額を下げる方法が有効なのだ。

また、新興国で自動車を購買するユーザーは、先進国のような企業で働くビジネスマンだけでなく、農家や個人事業主など、収入が不安定な人の割合が一定数存在する。このようなユーザーは、毎月一定の支払いが発生する通常のローン商品では自動車を購入しにくいいため、自動車メーカーは彼らの事情に則した独自のローン商品を展開している。例えば、トヨタ自動車の金融子会社は、タイ・コロンビア・メキシコなど農家が多い新興国で、一毛作／二毛作に合わせて、半期もしくは通期に一度の支払いで済むローン商品を提供している。

これに対して地場の金融機関は、収入が不安定なユーザーの貸し倒れリスクを懸念して、柔軟な商品設計を避ける傾向があるため、結果として自動車メーカーが提供するオートローンの優位性が高くなる傾向にある。

2. 審査スピードの早さ

新興国では、信用力の低さや閲覧可能な信用情報が限られていることから、ユーザーがローンを申請してから金融機関が審査を完了するまでのリードタイムが長い。例えば、先進国では即時・即日審査が基本だが、新興国では審査回答まで平均して1日、最大5日程度かかる。

審査に時間がかかる場合、ユーザーは審査が早く完了したローンを選ぶ傾向が強い。そのため、自動車メーカーにしてみれば、ローンの審

査が遅いことが原因で競合他社に顧客を取られるという事態が発生する。また、金融子会社視点では、審査スピードが遅いと結果的に他社が早めの審査で落とした低信用顧客をつかむが増えるため、逆に貸し倒れリスクが高まるのだ。

このように、審査回答スピードが新興国での販売金融の生命線になるわけだが、スピーディーな審査能力を身に付けるためには、現地の信用情報データベースにアクセスするだけでなく、自社独自のデータや審査ノウハウを構築する必要がある。自動車メーカーによっては完全内製化を志向しがちだが、十分な審査能力が備わっていないステージでは、現地銀行とのジョイントベンチャーを通じて経験を積むことも有効な選択肢となろう。

3.貸し倒れの損失を最小化するための販路としての認定中古車ビジネス

前述の通り、貸し倒れリスクが高い新興国では、ローン支払い不能となるケースが一定確率で発生する。その場合、融資時に担保を設定した車両を回収し、再販することで損を最小化する必要がある。例えば、トヨタファイナンシャルサービス・フィリピンの公開決算資料を分析すると、毎年総資産の4%に上る回収車両が発生していることがわかる。

金融機関は、回収した車両をオークションや業販で資金回収するしか方法がないが、ディーラー網を持つ自動車メーカーの場合、必要なメンテナンスを加えることで、認定中古車として高価格で販売することができる。

一般的に、認定中古車とオークション等の業販では、10%程度の価格差がある。認定中古車の場合、メンテナンスを施したり、一定期間品質を保証するワランティを付けたりする必要があるが、そのコストを割り引いても認定中古車として販売するほうが大きなマージンを確保することが可能だ。

本テーマの考察を通じた経営への示唆

新興国におけるオートローン事業についての考察を深めていくと、経営に対する一つの示唆が浮かんでくる。それは、思い込みや先入観に基づく「感覚的な経営」と、データやファクトに基づく「科学的な経営」との違いだ。

一般的に、金融ビジネスは収益性が低いと思われがちだが、前述の通り、オートローン事業のROEは、どの自動車メーカーのROEよりもはるかに高い。

また、新興国でのオートローン事業は、一見、厄介な貸し倒れリスクに晒される事業に見えるが、現地の消費者行動を調査・分析することで、リスクがビジネスチャンスに変わる。このように、既成概念から解放された柔軟な視点や考え方をもち、データやファクトを徹底的に突き詰めることで、当たり前に見えていた景色が180度変わるのはよくあることだ。今や自動車業界は、電動化やソフトウェア開発といった未曾有の環境変化にどう対応するかという困難な問題に直面しているが、このような変化の激しい時こそ、市場からのインサイトをベースとした現場発のビジネスチャンスを再考する必要があるのではないだろうか。



[著者紹介]

PBRを科学する

鈴木 祐太

東京オフィス パートナー

15年以上にわたり、エレクトロニクス、産業機器、半導体、IT、インターネットサービス、小売、証券等幅広い業界において、日米アジアの顧客に対するコンサルティング活動に携わっています。

日系大手企業の大規模事業変革に際したターンアラウンド戦略、事業ポートフォリオ改革を軸に、M&A、新規事業創出、調達をはじめとしたコスト適正化等のテーマを手掛けるとともに、「戦略的 IR」のエキスパートとして、資本市場や投資家との対話を活用しながら企業変革・企業価値成長を実現に導く実践的な方法論を提供しています。

市井 茂樹

東京オフィス シニア パートナー

三菱商事、外資系コンサルティング会社を経てベインに参画。20年以上にわたり、テクノロジーを中心とする業界で、事業ポートフォリオ改革、株主価値向上、デジタルマーケティング、営業改革・生産性向上、買収・合併（M&A）、買収後の経営統合（PMI）といった幅広いコンサルティング活動に携わっています。コーポレート・ファイナンスやグローバル戦略に関連する経験も豊富で、その知見は Harvard Business Review、日経ビジネスオンライン、ThinkI、DIAMOND ハーバード・ビジネス・レビューでも紹介されています。

自動車販売金融のパワー

矢野 裕真

東京オフィス パートナー

約15年にわたり、自動車・ハイテク・消費財・流通・製薬等の業界において事業戦略、事業構造改革、デジタル改革、企業買収・統合のプロジェクトに多数携わっています。近年では産業変化が著しい自動車 OEM やサプライヤー、産業機械メーカーを中心とした企業の成長戦略やコスト構造改革、デジタルを活用したオペレーション改革やチャネル・マーケティング改革等に深く従事しています。

市井 茂樹

東京オフィス シニア パートナー

[本件に関するご質問や経営課題に関するご相談・お問い合わせ先]

ベイン・アンド・カンパニー

マーケティング／広報

電話：03-4563-1103

メールアドレス：marketing.tokyo@bain.com

<http://www.bain.co.jp>

[ベイン・アンド・カンパニーについて]

ベイン・アンド・カンパニーは、未来を切り開き、変革を起こそうとしている世界のビジネス・リーダーを支援しているコンサルティングファームです。1973年の創設以来、クライアントの成功をベインの成功指標とし、世界40か国65都市のネットワークを展開しています。クライアントが厳しい競争環境の中でも成長し続け、クライアントと共通の目標に向かって「結果」を出せるように支援しています。私たちは持続可能で優れた結果をより早く提供するために、様々な業界や経営テーマにおける知識を統合し、外部の厳選されたデジタル企業等とも提携しながらクライアントごとにカスタマイズしたコンサルティング活動を行っています。また、教育、人種問題、社会正義、経済発展、環境などの世界が抱える緊急課題に取り組んでいる非営利団体に対し、プロボノコンサルティングサービスを提供することで社会に貢献しています。



ベイン・アンド・カンパニー

〒107-6237 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー 37階
電話(代表)03-4563-1100

©2023 Bain & Company Japan, Inc. All Rights Reserved.