

日本企業の価値向上はなぜ進まないのか ～成長じゃない、利益率だよ

明 田 雅 昭

一、はじめに

二〇一三年の政府による日本再興戦略の策定を契機として始まった日本企業の統治改革は既に九年が経過した。この間、確かに株価は上がった。

しかし、欧米の企業と比べて競争力や株価水準はまだ十分ではないというのが共通認識であろう。

本稿は、企業の価値向上の原理を理論的および実証的に確認し、多くの日本企業にとって必要なのは成長ではなく利益率の向上であると主張するも

のである。

第二節でPBRを割安指標ではなく企業による価値付加の指標としてみる動きが広がってきたことを紹介する。第三節ではPBRを利用して日欧米の企業の価値付加状況を比較し日本企業の劣勢を確認する。第四節では残余利益モデルを使って、株主価値向上のために成長率と利益率の変化がどのような効果を持つかを理論的に解明する。

第五節では日本企業の株価変動がこの理論と矛盾していないことを確認する。第六節では多くの日本企業が利益率志向ではなく成長志向であること

を確認して、利益率志向への転換を促している。

第七節では、企業統治改革のキヤッチフレーズ「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」がサブリミナルメッセージになっている可能性を危惧し、インベストメントチェーンの構成メンバーに利益率向上の重要性を共通認識にするよう求めて結びとした。

二、認識され始めたPBRの重要性

株価純資産倍率（PBR）は株価収益率（PER）と並んで個別企業株式の代表的なバリュエーション指標である。PBRが一を下回っている企業に対して「株価が解散価値を下回っており、お値打ち状態、割安である」という趣旨の記述を目にすることが多い。市場価格で株式を買い企業を

解散して資産を売却すればお釣りがくるという発想だ。しかし、解散してその資産を売却しても純資産額より低い金額しか回収できない⁽¹⁾。

企業価値評価理論に即してPBRを解釈すれば、純資産額は投資家が企業に拠出したリスク資本の金額であり、このリスク資金を使って行っている事業の価値が株式時価総額である。したがって、PBRが一を下回っていることの意味は、拠出したリスク資金の価値が毀損されている（銀行預金にした方がましだった）と投資家が評価しているということだ。この視点に立てば、PBRは企業がリスク資金にどれだけ価値付加を行っているかを示す指標である⁽²⁾。

日本企業の価値向上の進みが遅々としている状況に、機関投資家、市場関係者、監督当局に苛立ちが目立ってきた。日本企業の価値向上策を一層促進するための議論の中でPBRへの注目も高

まってきたるように思う。

企業年金連合会は本年三月に株主議決権行使基準⁽³⁾を改定した。企業価値の毀損やコーポレートガバナンス上問題があると判断される場合は、株主議決権の行使で反対するとして、定量的な基準の中に「長期にわたりPBR一倍未満の企業とのエンゲージメントにおいては、企業価値向上について対話を行う」という一文を加えた。

経済産業省は六月に経済産業政策新機軸部会の中間整理を⁽⁴⁾まとめて公開した。日本経済の過去三〇年間の低迷と日本企業の国際競争力・価値創造力の低下を課題として産業の新機軸を模索するものである。その中で企業に価値創造経営を求め、「PBR二以下の企業は、一を超える（株式時価総額が純資産を超える）ための一定期間（例えば五年間）の具体的かつ合理的な計画を立案し、公表すること」としている。

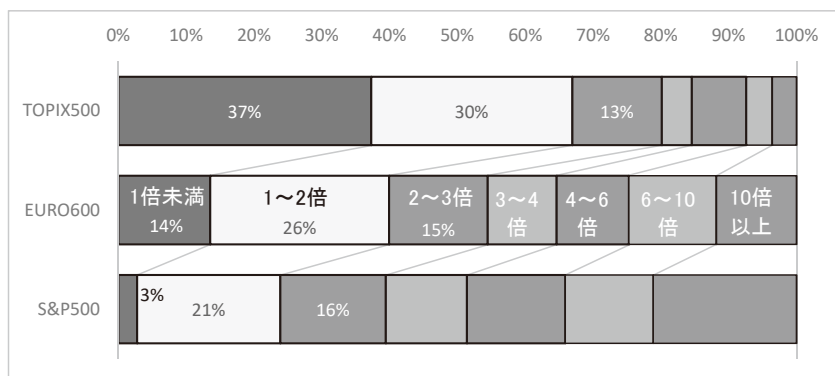
東証による市場区分の見直しに関するフォローアップ会議が本年七月から始まっている。その第一回会議で、プライム市場企業にPBR一倍割れ企業が半数近く存在する状況について問題視する意見が複数のメンバーから出され、「一案として、取組のロードマップを公表し、それに基づき投資者と対話するというPDCAサイクルを回すことを求めることが考えられる」というアイデアも提示されている⁽⁵⁾。

三、日本企業の価値付加状況

日本の企業統治改革は二〇一三年六月に閣議決定された日本再興戦略が起点となつて、二〇一四年二月のスチュワードシップコード制定と八月の伊藤レポート公表、二〇一五年三月のコーポレートガバナンスコード制定が先導する形で始まっ

日本企業の価値向上はなぜ進まないのか～成長じゃない、利益率だよ

図表 1 日・欧・米主要企業のPBR分布



(注 1) 2021年10月末から12月末までの4時点平均

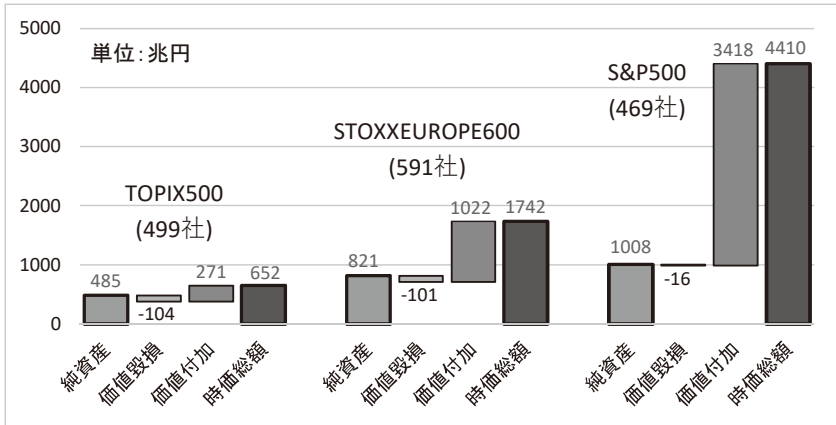
(注 2) 純資産が負などPBRが計算できない企業は除く

〔出所〕 FACTSETデータベースから筆者が計算

た。その後、日本株相場は上昇基調を保ってきたが、日本株は国際比較で見ても低迷していると言えるのだろうか。二〇一三年一二月末から二〇二一年一二月末までの八年間、日本株は年率五・四％で上昇してきた。⁽⁶⁾ 米国株の一・二・六％とは大差であるが、欧州株の五・一％には劣らない。⁽⁷⁾

日欧米の主要企業の価値付加状況を二〇二一年第四四半期のPBRで比較した結果が図表1である。価値毀損状態を意味するPBRが一未満の企業は米国企業では三％しかなく、欧州企業の一四％と比べて、日本企業は三七％と非常に多い。PBR二以上なのは、日本企業は三三％、欧州企業は六〇％、米国企業は七六％であり、高価値付加企業の割合でも日本企業の劣勢は明らかである。なお、図表1は五百～六百社という主要企業に限定した結果である。同時期における東証一部二一七四社でみると四八％がPBR一未満である。⁽⁸⁾

図表2 日・欧・米主要企業の価値付加状況



(注) 2021年10月末から12月末までの4時点平均

〔出所〕 FACTSET データベースから筆者が計算

企業活動の成果をみるときに、価値付加比率（PBR）と同様に価値付加の金額を把握することも重要である。ここでは価値付加額を株式時価総額から純資産額を差し引いたものと定義する。正の額なら価値の付加、負の額なら価値の毀損である。日欧米の主要企業の価値付加額を比較したのが図表2である。日本企業の純資産額合計は四八五兆円である。これは投資家が日本の主要企業に託しているリスク資金の総額である。価値毀損を起こしている企業（PBRが一未満の企業）は一八六社あり、毀損額合計は一〇四兆円であった。価値付加企業三三社の価値付加額合計は二七一兆円で、結果、株式時価総額は六五二兆円となっていたのである。欧州企業の場合、純資産額合計は八二一兆円であった。価値毀損企業は八〇社で毀損額合計は一〇一兆円で、毀損額は日本企業とほぼ同じだった。価値付加企業五一社の価値

値付加額合計は一〇二兆円あり、日本企業の約四倍である。米国企業は日欧企業と比べて価値毀損額が非常に小さく、価値付加額が圧倒的に大きい。日本企業は、米国企業とは比べるまでもないが、欧州企業と比べても価値付加力の弱さが顕著である。

四、株主価値向上の理論

日本企業の価値向上が進まないのはなぜか？

この疑問に答えるためには、まず株主価値の決定要因を正しく認識する必要がある。株主価値を説明する理論モデルには様々な手法があるが、正しく使えばどの手法でも結果は同じになる。⁽⁹⁾ 本稿では株主価値Vを次の残余利益モデルを使って説明する。

$$V = BV_0 + \frac{(ROE_1 - r) \times BV_0}{r - g} \quad (1)$$

ここでBVは純資産額（添え字0は直近実績を意味）、ROEは自己資本利益率（添え字1は今期予想を意味）、rは株主資本コスト、gは成長率である。株主価値VはROEがrを上回っていれば純資産額を超え、下回っていれば純資産額未満となる。純資産額を上回っているとき、その超過分が株式市場が認定している企業活動による価値付加額である。ROEが高いほど分子の値が大きくなりVは大きくなる。

株主価値Vの式のうちBVは実績として確定している値で、rは株式市場が企業に求める期待リターンである。経営者がコントロールできるのはROEと成長率の二つだ。⁽¹⁰⁾ 経営者には自社の事業ポートフォリオを効果的に再編し、合理的な投資配分を行って、会社のROEと成長率を高めて株主価値の向上を実現する責務がある。

経営者はROEと成長のどちらの向上を優先す

べきか？

前述の理論式の両辺をBVで割れば、PBRは次のように表現される。⁽¹¹⁾

$$PBR = 1 + \frac{ROE_1 - r}{r - g} \quad (2)$$

ここで二つの経営戦略を検討する。

第一の戦略は成長ペースを維持した状態（gの値が一定）でROEの向上（ΔROE、添え字1は省略）を図るものである。⁽¹²⁾ PBRをROEの関数とみて微分した係数を用いてPBRの変化（ΔPBR）は次の式で表される。

$$\Delta PBR \approx \frac{dPBR(ROE)}{dROE} \Delta ROE = \frac{1}{r - g} \Delta ROE \quad (3)$$

第二の戦略はROEの水準を維持した状態（ROEの値が一定）でgの増加（Δg）を図るものである。⁽¹³⁾ PBRをgの関数とみて微分した係数を用いてPBRの変化（ΔPBR）は次の式で表され

る。

$$\Delta PBR \approx \frac{dPBR(g)}{dg} \Delta g = \frac{(PBR - 1)}{r - g} \Delta g \quad (4)$$

この二つの戦略がPBRに同じ大きさの変化をもたらすのは(3)式と(4)式の右辺が等しいときである。つまり、

$$\Delta ROE \approx (PBR - 1) \Delta g \quad (5)$$

となっているときだ（価値向上等価式⁽¹⁵⁾）。例えばPBRが一・〇五の企業では成長率を1%増やすこととROEを〇・〇五%高めることはほぼ同量の株主価値向上をもたらす。(2)式と合わせて(5)式が意味することをまとめると次のとおり。

・ PBRが一より小さい時、PBRを高めるためには成長率を下げなければならない（成長率を高めるとPBRは低下する）

・ PBRが一のとき成長は無意味である（PBRが一に近接する企業にとって成長戦略はPBR向

上にほとんど役に立たない)

・ PBR が一と二の間るとき ROE 向上と同量の効果を上げるためには ROE 向上分よりも大きな成長率増加が必要になる

・ PBR が二のとき、ROE と成長率の同量の向上が PBR 向上に対して同量の寄与をする

・ PBR が二を超えると、ROE の向上より成長率の増加の方が効果が大きい。PBR が高い企業ほど成長率予想のわずかな変化で株主価値が激変する

つまり、経営者が取るべき戦略は、PBR が一未満の企業は ROE 向上だけであり、PBR が一と二の間の企業は成長より ROE を優先すべきで、PBR が二を超えた企業は成長を優先すべきである、ということだ。もちろん、これは極めて単純化された理論モデルによる示唆で、企業ごとに様々に異なる環境・条件下にあるのでストレー

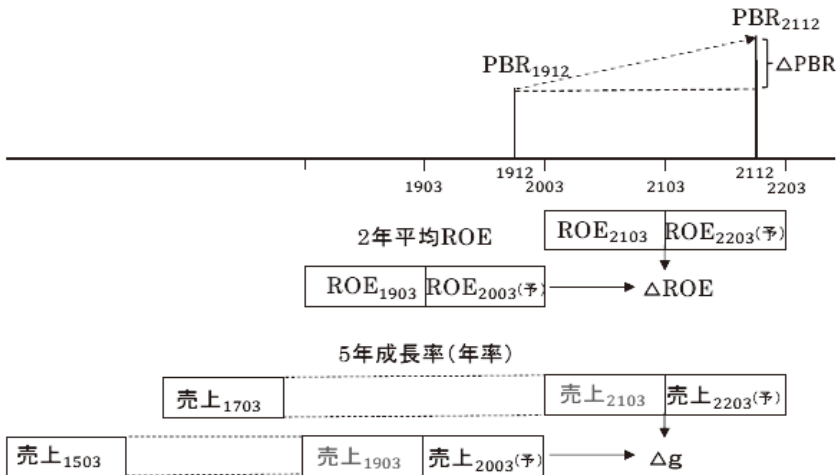
トに適用できないだろう。しかし、単純化されているがゆえに逆に核心をついているともいえる。経営者にはこの価値向上等価式の含意を常に念頭にして事業戦略を練っていただきたい。¹⁶⁾

五、株主価値向上の理論の検証

前節で展開した株主価値向上の理論は実際の株式市場で機能しているのだろうか？

これを確認するために、PBR の変化と成長率および ROE の変化の関係をデータ分析してみた。¹⁷⁾ 本稿のデータ分析では PBR の変化は二年間で計測し、ROE は足元二年間、成長率は足元五年間で計測している。PBR の変化を二年間としたのは、一年間では「変化したとの認識」の現実性が高いとは言えず、ROE と成長率の元データの重複も高いと考えたからである。なお、この間、企

図表3 価値向上要因分析の手法の説明



〔出所〕 筆者作成

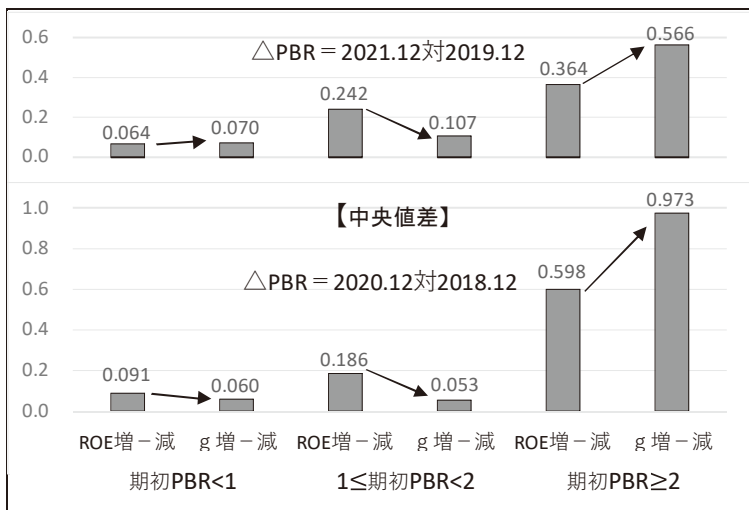
業ごとの株主資本コストは変わらないと仮定している。

分析対象企業は三月決算の主要上場企業とした。具体的には野村證券金融工学研究センターが二〇二一年一月に公表したラッセル／野村日本株インデックスの構成銘柄一五〇〇社のうち二〇一三年と二〇二二年の両方で三月決算であった九七四社とした。データの欠損や異常値の排除により、実際の対象企業は九六一社になっている。

図表3は分析で使用した変数を二〇一九年一月から二〇二一年一二月の期間を対象にして説明したものだ。期初と期末のPBRの差を ΔPBR とした。二〇二一年一二月末時点でのPBRの決定要因となるROEは、二〇二一年三月期の実績値と二〇二二年三月期のQUICKコンセンサス予想値の平均とした。二〇一九年一二月末時点でのPBRの決定要因となるROEも同様に計算し

日本企業の価値向上はなぜ進まないのか～成長じゃない、利益率だよ

図表4 ROEと成長率の変化がPBRの増減に及ぼす影響



〔出所〕 FACTSET データベースから筆者が計算

た上で、この二年間のROEの変化を ΔROE とした。

二〇二一年一二月末時点のPBRのもう一つの決定要因である成長率は、二〇一七年三月期の実績売上高と二〇二二年三月期のQUICKコンセンサス予想売上高で計算した五年間の年率複利成長率とした。二〇一九年一二月末時点でのPBRの決定要因となる成長率も同様に予想を含む五年間で計算した上で、この二つの成長率の差を Δg とした。

図表4はPBRの水準別にデータ分析の結果を要約したものである。上段は二〇一九年一二月から二〇二一年一二月までの ΔPBR の統計である。中央にある二つの棒グラフはPBRが一と二の間にある企業に限定した統計である。 ΔROE が正の企業（ROE増の企業）の ΔPBR の中央値と、 ΔROE が負の企業（ROE減の企業）の ΔPBR の

中央値の差は〇・二四二であった。 Δg が正の企業 (g 増の企業) の ΔPBR の中央値と、 Δg が負の企業 (g 減の企業) の ΔPBR の中央値の差は〇・一〇七であった。つまり、 PBR の増減には、「 ROE が増加したか否か」の方が「成長率が増加したか否か」よりも影響力が大きかったことを意味している。一方、上段の右側の二つの棒グラフを見れば、 PBR が二より大きい企業では、 PBR の増減には「成長率が増加したか否か」の方が「 ROE が増加したか否か」よりも影響力が大きかったことが分かる。異なる期間での統計である下段のグラフも傾向は同じだ。 PBR を向上させるためには、 PBR が一と二の間の企業は ROE 向上を優先し、 PBR が二を超える企業は成長を優先するのが効果的であったことが確認された。これは前節の理論と整合している。

PBR が一より小さい企業では、理論的には g

増企業の方が g 減企業よりも ΔPBR が低い (図表 4 の「 g 増・減」が負になる) ことが期待されるが、そのようにはなっていない。理論は低収益事業をそのまま拡大した場合に対応しているが、実際には低収益事業はそのまま高収益の新規事業投資を始める方が普通だろう。また、 PBR の改善が進まずに一未満の水準に滞留して誤差変動しているだけで、はつきりとした傾向が現れていないのかもしれない。

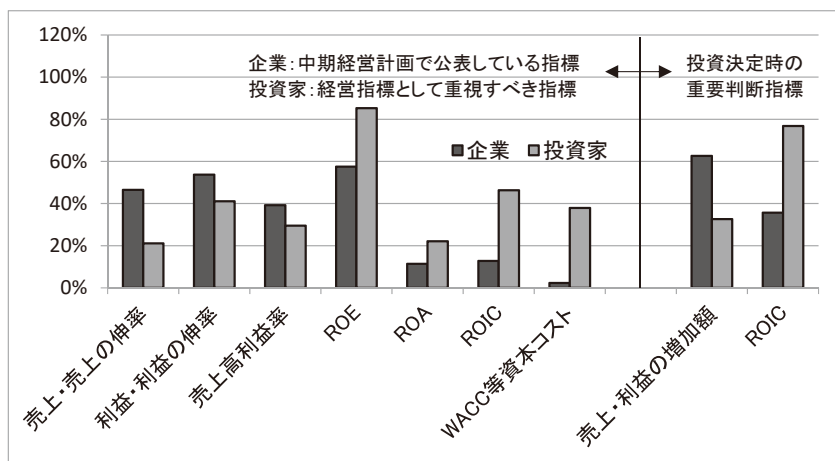
本稿の実証分析におけるデータ欠損企業の扱いや、図表 4 の元になる詳細な統計については巻末に補足資料としてまとめている。

六、成長志向の企業経営戦略

企業が価値向上を目指すための経営戦略は PBR の水準により異なるべきであることが明らかに

日本企業の価値向上はなぜ進まないのか～成長じゃない、利益率だよ

図表5 成長志向の経営者と利益率志向の投資家



〔出所〕 生命保険協会「株式価値向上に向けた取組について」、2021年度調査

なった。PBRが二未満ではROE向上を優先し、二以上であれば成長率を優先するのが効果的である。二〇二一年第四半期のデータでみると東証一部企業のうちPBRが二未満の企業が七五%を占めている。四社のうち三社は成長より利益率向上を優先すべきなのである。日本企業の経営戦略の方向性はこうなっているだろうか。

図表5は生命保険協会が実施した主要な上場企業と機関投資家向けのアンケートの結果である。企業経営の主要指標について中期経営計画で公表している割合とその指標ごとに投資家が重視すべきと考えている割合が表示されている。企業は売上や利益およびその伸び率など規模の拡大・成長に関する指標の公表が多い。ROEの公表も多いが、ROA（総資産利益率）やROIC（投下資産利益率）の公表は少なく、WACC等資本コストに至ってはほとんど公表していない。一方、投

資家が重視するのは、成長ではなくROE、ROICなどの利益率であり、企業には資本コストに対する認識も要求している。投資決定時の重要判断指標でも企業が成長志向であるのに投資家は利益率志向である。図表5は二〇二一年度の調査であるが、ここに示されている企業と投資家の認識ギャップは毎年同じように示されている。

PBRが二以上の企業が四分の三を占める米国企業ならこのような成長志向が理に適っているが、PBRが二未満の企業が四分の三を占める日本企業にとって価値向上で重視すべきなのは利益率の向上である。企業と投資家の認識ギャップは概ね投資家の方に分がある。企業が置かれている環境は様々なので一律の正解はない。しかし、企業は成長志向の経営戦略が本当に自社にとって適切なかを振り返ってみる必要がある。機関投資家との建設的な対話において、この点を中心的な

テーマとして議論すべきであろう。

七、おわりに

企業統治コードの表紙にあるサブタイトルは、お馴染みの「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」である。ここには多くの日本企業にとって成長より重要な利益率向上という言葉がない。このサブタイトルの文言は有識者会議レポートや民間の提言書など影響力のある様々な文書で引用されていて、企業や投資家の潜在意識にサブリミナルに蓄積されている可能性がある。そして、「利益率」という言葉や概念が無意識的に置き去りにされているのではないかと危惧する。

九月に岸田首相がニューヨーク証券取引所講演で「新しい資本主義の特徴は、成長と持続可能性

のツウエイだ」と発言され、成長へのこだわりが示された。¹⁹⁾ 首相を取り巻く新しい資本主義チームに「今の日本経済・企業にとって儲かるようになること、利益率こそ重要だ」という考えがあるのか不安である。日本経済の重大な課題の一つに賃金率の停滞がある。「成長は雇用を生むが、賃金を上げるのは利益率の向上である」ということを肝に銘じる必要があるのではないだろうか。

監督官庁およびインベストメントチェーンを構成する各メンバーは「PBRが低い企業は成長の前にまず利益率の向上が必須である」という共通認識を持っていたきたい。

〔補足〕 図表3および4に関する詳細な説明

三月決算主要企業九七四社のうち、二〇二二年三月期の売上高とROEのQUICKコンセンサス予想値があったのは、それぞれ九五四社と七一

〇社であった。予想値がない企業については売上高とROEのそれぞれについて二〇一七年から二〇二一年までの五年間の実績値を単回帰分析し、その結果に基づいて二〇二二年に外挿した値を予想値とした。二〇二〇年三月期のROEと売上高に関してコンセンサス予想がない場合は同様に過去五年実績値の単回帰分析で外挿した値を予想値とした。このようにして二〇二一年一月と二〇一九年二月のPBRに対応するROEと成長率の値を定めて二時点の間、 ΔROE と Δg を算出した。二〇二一年二月と二〇一九年二月のPBRデータがあり、前述の ΔROE と Δg が計算できた企業のうち、 ΔROE の絶対値が五〇%を超えるなど、明らかな異常データを除外したところ、分析対象企業は九六一社になった。二〇二〇年一月と二〇一八年二月の期間での対象企業数も同じ九六一社であるが、これは偶然であり、二期間の

対象企業がすべて同じということではない。

補足図表は二期間について、期初PBRが一未満、一と二の間、二以上の三つのグループに分けて ΔROE と Δg が ΔPBR に及ぼした影響を確認したものである。図表の右半分は二〇一九年二月から二〇二一年一二月の期間の統計で、三つあるブロックのうち最初のブロックは期初PBR（二〇一九年一二月のPBR）が一未満の企業に関する ΔPBR の統計である。この期間で、 ΔROE が負で Δg が負（ROE減g減）となった企業は一八社あり、 ΔPBR の平均値は▲〇・〇九二、中央値は▲〇・一〇六であった。同様にROE減g増、ROE増g減、ROE増g増の各グループについても企業数、平均値、中央値を計算し表示している。次にROE増のグループ（g減とg増を合わせたグループ）とROE減のグループの企業数、平均値、中央値を計算した。中央値は各々▲〇・〇四

三と▲〇・一〇六であり、この差分を「ROE増ー減」と表記し、値は〇・〇六四となった。これが図表4の上段のグラフの最も左にある棒グラフに対応する。

g増のグループ（ROE減とROE増を合わせたグループ）とg減のグループの企業数、平均値、中央値も計算した。中央値は各々▲〇・〇四三と▲〇・一一二であり、この差分を「g増ー減」と表記し、値は〇・〇七〇となった。これが図表4の上段のグラフの左から二番目にある棒グラフに対応する。

（注）

- (1) 東京証券取引所、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の第一回（二〇二二年七月二九日）資料、「松本メンバ―意見書」によれば「PBR〇・八程度では精算できると思われる」

- (2) 筆者はこの考えに立って何本も論文を執筆してきた。例

日本企業の価値向上はなぜ進まないのか～成長じゃない、利益率だよ

補足図表 ROE と成長率の変化がPBRの増減に及ぼす影響（詳細）

	△PBR＝2020.12v.s.2018.12			△PBR＝2021.12v.s.2019.12		
	企業数	平均値	中央値	企業数	平均値	中央値
期初PBR<1	487	0.014	-0.049	440	-0.051	-0.083
ROE減 g減	297	-0.038	-0.067	181	-0.092	-0.106
ROE減 g増	57	-0.020	-0.051	94	-0.108	-0.127
ROE増 g減	98	0.055	0.000	62	-0.062	-0.078
ROE増 g増	35	0.391	0.078	103	0.017	-0.043
ROE減	354	-0.035	-0.064	275	-0.092	-0.106
ROE増	133	0.144	0.027	165	0.017	-0.043
ROE増－減	－	0.179	0.091	－	0.109	0.064
g減	395	-0.015	-0.058	243	-0.084	-0.112
g増	92	0.137	0.001	197	-0.011	-0.043
g増－減	－	0.152	0.060	－	0.073	0.070
1≤期初PBR<2	303	0.138	-0.009	319	-0.060	-0.166
ROE減 g減	204	0.076	-0.039	135	-0.209	-0.253
ROE減 g増	31	0.066	-0.045	56	-0.118	-0.190
ROE増 g減	36	0.347	0.060	55	0.005	-0.152
ROE増 g増	32	0.362	0.264	73	0.212	0.078
ROE減	235	0.075	-0.041	191	-0.183	-0.236
ROE増	68	0.354	0.145	128	0.123	0.006
ROE増－減	－	0.279	0.186	－	0.306	0.242
g減	240	0.117	-0.031	190	-0.147	-0.210
g増	63	0.217	0.022	129	0.069	-0.103
g増－減	－	0.100	0.053	－	0.216	0.107
期初PBR≥2	171	2.077	0.558	202	-0.144	-0.272
ROE減 g減	97	1.838	0.272	94	-0.660	-0.496
ROE減 g増	13	2.088	1.138	31	0.364	0.284
ROE増 g減	30	0.792	0.345	35	0.289	-0.038
ROE増 g増	31	4.062	1.433	42	0.277	0.175
ROE減	110	1.868	0.336	125	-0.406	-0.369
ROE増	61	2.454	0.934	77	0.282	-0.005
ROE増－減	－	0.586	0.598	－	0.688	0.364
g減	127	1.591	0.335	129	-0.402	-0.390
g増	44	3.479	1.309	73	0.314	0.176
g増－減	－	1.888	0.973	－	0.716	0.566
全企業	961	0.420	-0.018	961	-0.073	-0.117

〔出所〕 FACTSETデータベースから筆者が計算

えば、明田雅昭、「図表で見る日本企業の価値創造（二〇二〇ー二〇二二年）」、日本証券経済研究所、トビックス、二〇二二年三月二十九日。また、川北英隆京都大学名誉教授もこの視点から専門記事を執筆している。例えば、川北英隆、「日本のバリュース株に「本当に値打ちがある」のか」、ニッセイ基礎研究所、年金ストラテジー、二〇二二年六月号

- (3) 企業年金連合会「株主議決権行使基準」、二〇二二年三月一日改定
- (4) 経済産業省・産業構造審議会、経済産業政策新機軸部会、中間整理、令和四年六月一三日
- (5) 東京証券取引所、市場区分の見直しに関するフォローアップ会議の第二回（二〇二二年九月九日）資料、「東証説明資料」の二ページ（前回議論の要約）
- (6) TOPIX500の算出。TOPIXなら五・五%
- (7) 米国株はS&P500で、欧州株はSTOXXEUROPE600の算出。なお、アベノミクス相場期間という視点から二〇二一年一月からの九年間で見ると、日欧米の年率の株価値上がり率は各々九・八%、一四・三%、六・四%である。
- (8) 明田雅昭 [二〇二二・三・二九]
- (9) 『マッキンゼー・アンド・カンパニー著、「企業価値評価バリュエーションの理論と実践第七版」、ダイヤモンド社、

二〇二二年一月二五日」を参照。より厳密には、『明田雅昭、「企業価値評価フレームワーク講義ノート」、CGSAフォーラム二〇一四、二〇一五年三月』を参照

- (10) 正確にはROEと成長率gの間には、配当性向をkとすると $g = (1-k)ROE$ という関係がある。経営者がコントロールできるのはこれら三変数のうちの二つである。

- (11) この式は今期以降、企業が一定の成長率で事業拡大していくことを前提としている。この前提があまりに単純すぎると思うなら、不規則な成長を前提とした次の論文をご参照いただきたい。明田雅昭「二〇二二・三・二九」の補足資料二「付加価値額の理論的な意味」

- (12) $g = (1-k)ROE$ という関係がある中で、gが一定でROEは向上するということは配当性向kを高めることになる。このため株主へのキャッシュフローが増えることになり株主価値が向上する（PBRが向上する）。

- (13) $g = (1-k)ROE$ という関係がある中で、ROEが一定でgは増加することは配当性向kを低めて内部留保を増やし投資を増やして企業規模の拡大ベースを速めることになる。

$$(14) \quad \frac{dPBR(g)}{dg} = \frac{d}{dg} \left(1 + \frac{ROE - r}{r - g} \right)$$

日本企業の価値向上はなぜ進まないのか～成長じゃない、利益率だよ

$$= (ROE - r) \times \frac{d}{dg} \left(\frac{1}{r - g} \right) = (ROE - r) \times \frac{1}{(r - g)^2} \\ = \frac{(ROE - r)}{r - g} \times \frac{1}{r - g} = (PBR - 1) \times \frac{1}{r - g}$$

- (15) この式は次の論文でも紹介されている。明田雅昭、「バリュー・グロースの正体～PBR＝2が持つ特別な意味」、日本証券経済研究所、証券レビュー、二〇二〇年八月号

- (16) IR活動によって資本コストの低減を図ることも価値向上のオプションであるとする場合、ROEとgが一定の状態で、資本コストの変化(Δr)がもたらすPBRの変化(ΔPBR)は次の式になる。

$$\Delta PBR \equiv -\frac{PBR}{r - g} \cdot \Delta r$$

この式から資本コストの低下($\Delta r < 0$)で株主価値は向上するが、その効果はPBRが高いほど大きいことがわかる。この式も織り込むことで価値向上等価式は次のように拡張される。

$$\Delta ROE \equiv (PBR - 1) \Delta g \approx -PBR \Delta r$$

この拡張により、本文で展開した株主価値向上への寄与に関するROE向上とg増加の関係を資本コストの低減も含めたかたちで論じることが可能になる。

- (17) 本節のデータ分析の方法は次の著作から着想を得たものである。マッキンゼー・アンド・カンパニー「二〇二一・

一・二五」の第三章「価値創造の基本原則」(特に図表三・九)

- (18) 明田雅昭「二〇二一・三・二九」で使用したデータから算出

- (19) 日本経済新聞記事、「岸田首相N.Y.証取講演の要旨」、二〇二二年九月二四日

(あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー)