

市場付加価値指標としてのPBRへの理解を深める ～東証要請の資本コスト経営実現に向けて

明 田 雅 昭

一、はじめに

東京証券取引所（以下、「東証」）は本年一月三〇日に上場企業に対して「資本コストや株価を意識した経営」を求めることを決定した。これは上場企業の半数以上がPBR一割れの価値毀損状況にあり、コーポレートガバナンスコード（以下、「企業統治コード」）が長年求めてきた中長期的な企業価値の向上が一向に進まないことへの苛立ちと危機感に基づくものである。この要請は「PBR

R一割れ改善要請」として国内外で認知され、今やPBRは業界流行語となっている。日本株は三月以降上げ足を速め一九八〇年代後半の水準を回復しつつあるが、東証要請は今回上昇の主たる要因の一つと言われている。

本稿はPBRの理解促進を目的としたものである。二節では東証要請が行われた背景・経緯を説明する。三節ではPBR（株式時価総額÷純資産）とほぼ同義で、より重要な市場付加価値（株式時価総額－純資産）が投資家のどのような株式評価を反映したものを解説する。四節ではPBR

Rに関する通説や風説の理解の仕方について私見を述べる。五節では、低PBR対策として注目されている自社株買いがPBRおよび株価に及ぼす影響を財務シミュレーションで確認し、安易な自社株買いは株主利益に反する結果を生みかねないことを注意喚起する。

二、東証の資本コスト経営要請

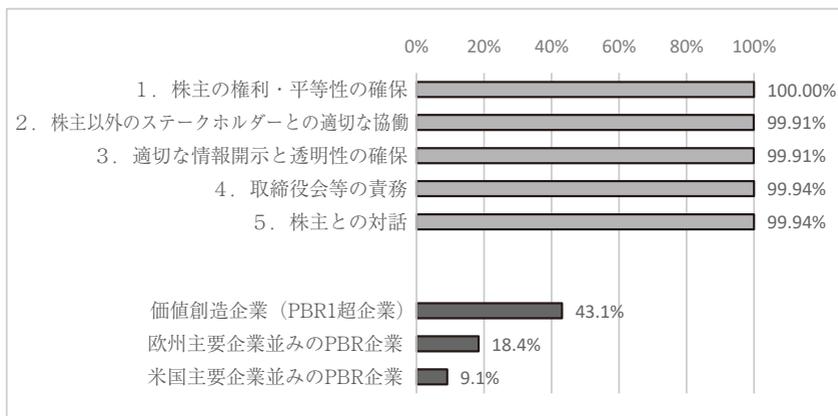
二〇二二年後半に入ってにわかにPBR（株価純資産倍率）への注目が高まった。PBRはPER（株価収益率）と共に株価の割安度を判断するための指標として有名だが、PBR一割れが株式の市場価値が純資産を下回ること、価値の毀損を意味することから企業による付加価値状況を計る指標として注目されたのである。

二〇一五年に定められた企業統治コードが目指

したのは「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上」である。このために企業のガバナンス改善・向上のための具体的なコードを策定し、東証の上場規則として、上場企業に実施か実施しない場合は説明（Comply or Explain）を求めたのである。

二度目の改訂を終えた二〇二二年版⁽¹⁾では、五つの「基本原則」の下に三一の「原則」と四七の「補充原則」から構成される計八三のコードになった。プライム・スタンダード上場企業のコード実施率は極めて高い⁽²⁾。実施率が最も低いのは「原則一——④議決権電子行使を可能とするための環境作り」の五三・八%で、六〇%未満が二つ、六〇%台が四つ、七〇%台が八つであり、他はすべて八〇%以上である。図表1に示すように基本原則レベルでみると実施率はほぼ百%だ。一方、純資産を超える株式価値が認められている企

図表 1 企業統治コード基本原則の実施率と企業の価値創造



(注1) PBR算出時点は2022年12月末

(注2) 欧州主要企業並みのPBR企業 = EUROSTOXX600企業のPBR中央値を上回るPBRを持つ企業

(注3) 米国主要企業並みのPBR企業 = S&P500企業のPBR中央値を上回るPBRを持つ企業

〔出所〕 東証上場会社コーポレートガバナンス白書2023とFACTSETデータベースから筆者計算

業（価値創造企業、PBR一超企業）は四三・一％しかない。⁽³⁾ 欧州主要企業のPBR中央値二・〇を超える企業は一八・四％で、米国主要企業のPBR中央値三・三〇を超える企業はわずか九・一％である。「企業価値向上以外はすべて達成された企業統治コード」と揶揄する声さえ聞かえてくる現状である。

二〇二二年四月に実施された東証の市場区分変更も企業価値向上を促す施策の一つであった。東証は七月から市場区分の見直しに関するフォローアップ会議を始めた。当初は上場維持基準未適合企業の救済措置（経過措置）の終了期限が焦点であったが、二〇二五年三月から順次終了することを決めた後、議論は「中長期的な企業価値向上に向けた取組の動機付け」に移った。その結果を受けて東証は本年一月三〇日に企業向けに四つの「具体的な対応」の要請を発表した。⁽⁴⁾ 最も注目さ

図表2 東証の1月30日要請と企業統治コード

○資本コストや株価への意識改革・リテラシー向上【具体的な対応】

経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請

＞継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請

※コーポレートガバナンス・コード原則5-2の趣旨を踏まえたプリンシプルベースの対応として、上場会社に通知

○企業統治コード原則5-2【経営戦略や経営計画の策定・公表】

経営戦略や経営計画の策定・公表に当たっては、自社の資本コストを的確に把握した上で、収益計画や資本政策の基本的な方針を示すとともに、収益力・資本効率等に関する目標を提示し、その実現のために、事業ポートフォリオの見直しや、設備投資・研究開発投資・人的資本への投資等を含む経営資源の配分等に関し具体的に何を実行するのかについて、株主に分かりやすい言葉・論理で明確に説明を行うべきである。

〔出所〕 東京証券取引所

れたのは図表2にある「資本コストや株価への意識改革・リテラシー向上」である。PBR一割れ企業を強く意識して、経営者や取締役会に企業価値向上に向けた具体的な取組を策定し、その進捗状況などの開示を求めたのである。取組の手法として企業統治コード原則5-2を引き合いにして、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握して投資や経営資源の配分を通じて事業ポートフォリオの再編を計画・実行することを求めた。筆者は原則5-2こそが企業統治コードの核心であると考える。⁽⁵⁾ この原則の実施率は七七・六％（プライム企業に限定すると九〇・四％）であるが、生命保険協会やIR協議会のアンケートをみる限り、資本コストを把握している上場企業は五百社に達していない。⁽⁶⁾ 原則5-2は実質を伴わない形式的実施の典型例ではないかと思う。

東証の具体的な対応要請が明らかになった後、

PBRへの注目が一気に高まった。メディアでの注目度も高く、自社株買いや増配などPBR向上策を公表する企業が相次ぐ状態になった。この要請は意見募集期間を経て三月三十一日に正式にブライム・スタンダード市場の全上場企業向けに通知されている。⁽⁷⁾

三、市場付加価値は何を表しているのか

PBRは株式時価総額を純資産で除したものであるが、形を変えて株式時価総額から純資産を引いた額こそが重要であると筆者は考える。これは市場付加価値と呼ばれる。市場付加価値の正か負かがPBRの一超か一割れかに対応する。株式の価値は、その企業が生み出す将来キャッシュフロー(CF)のうち株主に帰属する分を株主資本

コストで現在価値割引して合計したものである。株式価値の算出方法は様々に変形することができ、どの方法でも正しく使えば結果は同じになる。本稿では企業統治コード原則五―二と親和性が高いエコノミックプロフィット法を説明する。

図表3をご覧ください。投資家は、拠出資金を原資にして企業が実施している事業に対して、その事業のリスクに見合った最低限の利益率を求め、それが加重平均資本コスト(r_w , WACC)である。その事業を行うのに使用されている資産を投下資産(IC)という。投資家が企業に求める最低限の利益額は、 $r_w \times IC$ である。企業が実際に稼いだ税引後営業利益(NOPAT)とこの最低限の利益の差額をエコノミックプロフィット(EP)と呼ぶ。EPが正なら事業は価値を創造しており、負なら価値を毀損していると見なされる。

図表3 市場付加価値の意味

エコノミックプロフィット: $EP_t = NOPAT_t - r_w \times IC_{t-1} = IC_{t-1} \times (ROIC_t - r_w)$

$NOPAT_t$: 税引後営業利益、 IC_{t-1} : 期初投下資産、

r_w : 加重平均資本コスト、 $ROIC_t$: 投下資産利益率

市場付加価値 = 株式時価総額 (MV_0) - 純資産 (B_0)

$$= \omega_1 \left(\frac{EP_1}{r_w} \right) + \omega_2 \left(\frac{EP_2}{r_w} \right) + \dots + \omega_N \left(\frac{EP_N}{r_w} \right) + \omega_{N+1} \left(\frac{EP_{N+1}}{r_w - g} \right)$$

ただし、 $\omega_t = \frac{r_w}{(1+r_w)^t}$ ($t = 1 \sim N$)、 $\omega_{N+1} = \frac{1}{(1+r_w)^N}$ である

WACC r_w	毎期の ω_t (N=10)											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	合計	
5%	4.8%	4.5%	4.3%	4.1%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.2%	3.1%	61.4%	100.0%
8%	7.4%	6.9%	6.4%	5.9%	5.4%	5.0%	4.7%	4.3%	4.0%	3.7%	46.3%	100.0%

〔出所〕 マッキンゼー・アンド・カンパニー著「企業価値評価第7版」を参考にして筆者作成

将来のある年の事業形態と財政状況を予想し、そこで生み出されるEPを見積もる。この事業は固定的で変化がなく毎年同じEPを永久に生み出すとした場合、この事業の価値はいくらか。簡単な計算により EP/r_w であることが分かる⁽⁸⁾。予想されるEPは年ごとにばらついた金額になるが、一定年数を経過した後(N+1年後)は、落ちついて EP_{N+1} となり、その後は一定の割合gで成長すると仮定する。

このような状況を想定すると、市場付加価値は将来の毎年の事業価値の加重平均値になる。加重平均に用いる年ごとのウエイト ω_t は r_w から計算される。図表3には具体的な年別ウエイトをN=1として r_w が5%の場合と8%の場合の値を掲載した。個々の投資家がこのようなイメージを明確に持ち合わせているとは思われないが、各投資家が持っている断片的な情報を突き合わせた結果、投

資家総体（つまり株式市場）としては当該企業の各年の事業価値を年ごとに加重平均したものとして市場付加価値が形成されると考えられる。

東証上場企業の場合、多くは複数の事業セグメントを有している。その場合、セグメントごとに異なる r_w を前提にして将来の各年の事業価値を推計し、その年別加重平均として当該セグメントの付加価値が推計される。各セグメントについてこのような推計を行い合計したものが、その企業全体の市場付加価値になる。⁹⁾このフレームワークが東証が一月三〇日に求めた「自社の資本コストと資本収益性を的確に把握」した上で行う「事業ポートフォリオ」の評価であり、「経営資源の配分」を適切に行って価値創造事業の強化、価値毀損事業のテコ入れあるいは売却を行うことで企業としての市場付加価値を高めることである。

四、PBRに関する通説と風説

PBRが注目される中、この指標の特性について言及される機会も増えてきた。そうした説明の中で誤解されやすいものも増えている。本節ではそのような通説や風説をいくつか取り上げて正確な理解を促すべく解説を試みる。

PBR一割れは成長性が評価されていない

東証の三月三十一日通知の中に「PBR一割れは、成長性が投資者から十分に評価されていない可能性がある」という趣旨の記述がある。この表現は分析レポートや経済メディア報道でもよく引用されている。しかし、図表3で説明したように負の市場付加価値（PBR一割れ）は、その企業の事業が将来各年において平均的に価値毀損を起

こすとみなされている結果だ。¹¹⁾ 株主還元を抑えて投資を行い現行の事業形態のまま成長を高めれば、負の市場付加価値が拡大しPBRは一層低下する。これらの企業に求められるのは成長ではなく、現行事業の利益率の改善や高利益率の新規事業の開拓により企業全体の利益率を高めることである。

高ROEなのにPBR一割れはおかしい

図表3では市場付加価値を貸借対照表の借方(資産)側から説明したが、貸方(資本)側から説明することもできる。図表3の市場付加価値はROICをROEに、ICをBに、 r_w を株主資本コスト r_c に置き換えても、全く同じ結果が得られる。この形式は残余利益モデルと呼ばれている。仮にROEが足元で一五%ありこの好調な業績が数年期待できるとしても、市場付加価値を決

めるのははるかに長い将来の平均的なエクイティスプレッド(ROE $-r_c$)水準の期待である。将来三年にわたって高ROEが期待されても市場付加価値に対する寄与は二〇%程度¹²⁾でしかない。企業は自社の超長期にわたるROE水準が投資家にとって評価されているかを認識する必要がある。

なお、研究開発費は価値評価分析の観点からは無形資産に計上した方が適切であるにも関わらず、会計上の費用と見なされて投下資産および純資産が低くなっていることがある。この場合はROEが実態より過大評価になる。このような観点から高ROEが実態を表しているのか見直す必要もある¹³⁾。

PBR一超えに時間がかかるか

株価が短時間で急騰する光景はよく目にする。企業が戦略的な対応に成功すれば短時間でPBR

一超えが可能なことについて異論は少ないのではないか。株価の急騰とその水準維持のためには三つの条件が必要だと筆者は考える。第一に企業にCFが増加する説得力のあるストーリーがある（企業価値向上と整合的かつ実現性がある経営計画）、第二にそれが投資家に十分に伝わっている（適切かつ効果的なIR実施）、第三に直近実績で企業経営がその軌道に乗っていることが確認される、ということである。これが満たされれば、経営計画の終了時期まで待たずに目標の企業価値向上はすぐに達成されるだろう。⁴⁴

PBR一超え部分は非財務価値

純資産は財務諸表項目であるが市場付加価値は財務諸表に対応する項目がない。このため市場付加価値は知的資本、人的資本、社会・関係資本などの非財務価値を表しているという考えがある。

これでは会計的に把握できる有形・無形資産に対応する純資産の価値は簿価と同じことになってしまふ。確かに最近の企業ではCF生成のために非財務項目の役割が高まっているだろう。しかし、CFは財務項目と非財務項目が複雑に絡み合っており、分割して説明できるものではない。このように分割して考えるのは企業買収の際に、買収額のうち有形・無形資産に振り分けられない部分をのれんとして計上する会計処理の発想があるのかもしれない。

五、自社株買いとPBRおよび株式価値

経済メディアの報道やアナリストレポートを見ると、自社株買いは株価を高めPBR向上に寄与するとの期待が溢れている。この期待は筋が通っ

図表4 金融資産を使った自社株買いシミュレーション

【想定】 事業資産2,000億円、金融資産500億円、借入金ゼロの企業が100億円の金融資産を使って自社株買いを実施する

事業ROIC(税前)	【ケース1】			【ケース2】		
	12.0%			8.0%		
	実施前	変化	実施後	実施前	変化	実施後
EPS(円)	35.0	増加	35.7	23.8	増加	24.6
BPS(円)	500	低下	493	500	増加	502
ROE	7.00%	増加	7.23%	4.76%	増加	4.90%
株価(円)	740.0	不変	740.0	460.0	不変	460.0
PER(倍)	21.1	低下	20.7	19.3	低下	18.7
PBR(倍)	1.480	増加	1.500	0.920	低下	0.917
市場付加価値	1,200	不変	1,200	-200	不変	-200

(注) 詳細な前提は巻末の補足資料を参照のこと

(出所) 井手・高橋著「経営財務入門第4版」を参考にして筆者計算

ているのだろうか。企業財務の教科書¹⁵⁾に則って、自社株買いがPBRと株価をどのように変化させ、株式価値にどのように影響するのか確認する。

自社株買いの原資を新たに負債発行で調達するという方法もあるが、より現実在即しているのは保有している金融資産を原資とする方法である。

ここでは貸借対照表の借方が事業資産二千億円と金融資産五百億円で構成され、貸方は株主資本(純資産)二千五百億円と負債資本ゼロの企業を想定する。発行済株式数は五億株とする。この事業の割引率(資本コスト)は六%で成長率は二%とし、金融資産の利回りは二%、法人税率は三〇%とする。図表4は百億円の金融資産を使って自社株買いを行った場合の効果を、事業資産の税前ROICが一二%の場合(ケース一)と八%(ケース二)の場合で検証した結果である。

ケース一は典型的な教科書ケースで、PBRが一を超える正常企業である。自社株買い公表前の株価は七四〇円で、PBRは一・四八であった。

保有金融資産を使って百億円の自社株買い実施後にはEPSは三五・〇円から三五・七円に、ROEは七・〇%から七・二%へと高まる。これは自社株買いにより発行済株式数が〇・一三五億株減少し、株主資本も百億円減少したためである（計算プロセスおよび各段階での指標数値は巻末の補足図表1を参照のこと）。PBRも一・四八から一・五〇に高まる。ところが一株当たりの株価は七四〇円と変わっていない。最も重要な評価指標である市場付加価値も自社株実施前と後で変化はなく一二〇〇億円のままである。

ケース二は標準的な教科書では取り扱っていないPBR一割れ企業の例である。ここでは税前ROICが八%としているので、税引後ROICは

五・六%となつて資本コストの六%を下回っている。このため事業資産が価値毀損を起こしており、金融資産も含めた会社のPBRは〇・九二〇と一割れしている。この状態で百億円の自社株買いを行うと、株価が四六〇円と低いため買い戻される株式は〇・二一七億株となつてケース一より多い。自社株買いによりEPSとROEが増えるのはケース一と同じであるが、PBRは〇・九一七へと低下している。これは価値毀損状態の事業資産と価値維持の金融資産⁶⁾の割合が、自社株買いによつて前者の方が高まった結果である。株価および市場付加価値は自社株買いの公表前と後とで変化していない点はケース一と同じである。なお、両ケースとも自社株買いによりEPSは増加しているのに株価が変化しないためPERは低下する。

株価と市場付加価値がケース一でもケース二で

も自社株買いにより変化しないのは、自社株買いそのものは企業の事業資産が生み出す価値に何ら変化をもたらしていないためである。

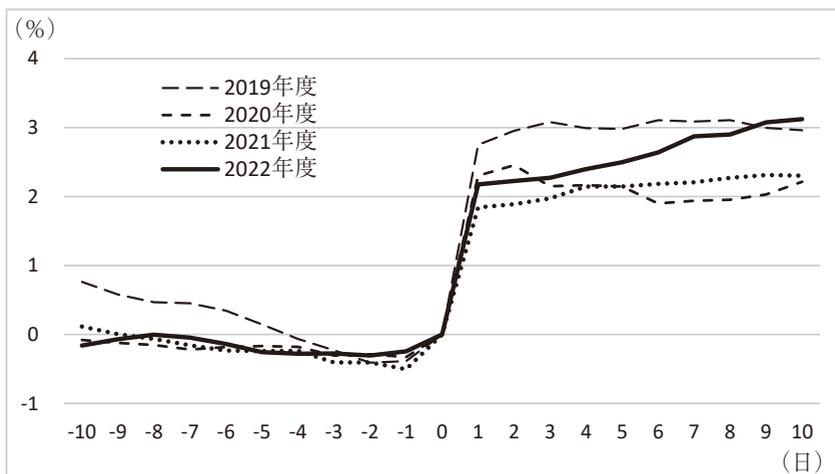
自社株買いはPBRやPERを変化させるとしてもそれだけでは株価および市場付加価値に影響を与えないことが理論的に確認できた。それは、なぜ経済メディアやアナリストは自社株買いによる株価上昇を期待するのか。それは実際に(平均的には)株価上昇が起きているからである。なぜ株価は上昇するのだろうか。

企業活動の実情について、当然ながら経営者は投資家より詳しく把握している。そこで、情報劣位にある投資家は自社株買い実施の決定を経営者からの肯定的なシグナルと解釈する傾向がある。つまり、将来のCFが投資と債務返済のために十分確保できているという経営者の自信の表れではないか、経営者が余剰現金を低収益事業に投じな

いという意思表示ではないか、経営者は自社株式が過小評価されていると考えているのではない¹⁴⁾か、などと解釈する。自社株買い実施公表前と比べて、これらの解釈が投資家に企業のCF予想の上方修正や不確実性の低下を期待させ、その結果、株価が上昇するのだろうか。海外の学術論文によれば、公開市場取引での小規模な自己株式取得プログラム発表日に株価は二〜三%上昇している¹⁵⁾。

実証的根拠はないが、筆者には日本での自社株買い公表が、今まで株式市場に無頓着であった経営者が資本政策と株式価値向上の必要性に目覚めたというシグナルと解釈されている側面もあるように思える。自社株買い公表による日本企業の株価の上昇は最近の業界調査レポートでも報告されている。図表5は森下千鶴「二〇二三」から引用したもののだが、二〇二二年度にあったTOPIX構成企業七〇社の自社株買い公表の翌日には平

図表5 自社株買い公表と株価の反応



(注) 自社株買いの設定日を0日として対TOPIX累積超過収益率の単純平均
 【出所】 森下千鶴 [2023]

均で約二%の対TOPIX超過リターンが生じ、その後も二〜三%で推移している。この傾向は過去三年度でも同様であった。二〇二二年度では「株主還元」を理由としていた場合は、さらに〇・五%ほど上乘せになっていた。中村昌宏「二〇二三」によれば、株式相場が比較的落ち着いていた二〇一八、二〇二一、二〇二二年度では、自社株買い実施企業と未実施企業の株価上昇率には約二・五%の差があったという。

前述のシミュレーションでは、自社株買いがあっても企業が行う事業には何ら影響しないとしていた。自社株買いの公表により、事業ROICの期待値が一・〇四倍になるとしてみよう。⁽²⁾ ケース一では一二・〇%から一二・四八%に、ケース二では八・〇%から八・三二%に高まるとした。シミュレーションしてみると、理論株価は、それぞれ七七三・六円、四八二・四円となり、四・

五%、四・九%の上昇となった。このため買い戻される株式数は〇・一二九、〇・二〇七億株に減っている。BPSやPBR、市場付加価値などの変化については巻末の補足図表2をご覧いただきたい。

自社株買いだけでは株価上昇は起きず、同時に事業の価値向上を期待させる必要があることが明らかになった。中村昌宏「二〇二三」によればPBR一割れ企業ほど株価上昇率が高いとのことだ。低PBR企業ほど事業価値向上の余地が大きく、投資家は経営者の覚醒と本気の対応に期待する度合いが大きいのではないかと思う。しかし、時の経過と共に、そのような期待は空振りであり単に自社株買いをしただけだったと投資家が判断したらどうなるか。PBRや市場付加価値は「事業ROIの予想に影響しない形での自社株買い」実施後の水準に戻るが、株価は若干下落した

状態に落ち着く。株価が下落するのは、自社株買い公表時に結果的に割高な水準で自社株買い取引が行われるため、自社株買いに応じた株主が企業から余分な利益を受け取るためである。これは企業ひいては自社株買いに応じなかった株主が余分な損失を被ったことになる。ケース一の例では七四〇円で取引すべきところを七七三・六円で取引したため、その利益流出により、株価は最終的に七三九・一円になっている。各指標値の詳細は巻末の補足図表3をご覧いただきたい。

本節の分析に基づき、自社株買いを実施する場合の重要な留意点は次のとおりである。自社株買いは事業資産の価値向上策とセットにして公表すべきで、それは投資家に事業価値向上を期待させるものでなければならない。そして、経営者は実際の行動でその期待に伝えていく必要がある。その期待が消滅してしまうようなら株価は下落し、

自社株買いに応じなかった株主に損失を与えることとなる点を強く認識すべきである。

六、おわりに

東証要請以来、PBRを高める方策として自社株買いへの注目が高まっている。自社株買いはPBRを高めるかもしれないが、それだけでは株価や市場付加価値を高めることにはならない。東証が求めているのは資本コスト・資本収益性を意識した経営資源の配分による企業価値の向上である(図表2)。これこそがPBR向上策の王道であり、投資家が求めているのも同じはずだ。自社株買いは否定されないものの主たる対策にはなりえないことを忘れてはならない。

取引所が企業に株価上昇を求めるのは異常であるが、上場企業の半分以上がPBR一割れ状態に

ある事態はもつと異常である。企業価値の向上は株主だけでなくすべてのステークホルダーにとつての恩恵になるはずだ。そして、企業統治コードの前文にもあるように「ひいては経済全体の発展に寄与することとなる」必要がある。

「補足」 自社株買いシミュレーション

図表4の結果を得るための計算プロセスを補足図表1に示した。灰色セルの数値は前提値として与えたもので、灰色セル以外は計算値である。

「前提・利率」にある項目の数値は自社株買い実施後でも実施前と同じとしている。なお、本稿で使用した前提値では対象企業の借入金はゼロになっているが、この補足図表ではゼロでない場合も対応できる作りになっている。本稿では借入利率の前提値は使用されていない。損益計算書以降の計算項目の中で分かりにくいものだけ説明する。

- ・ 必要投資額 \parallel 事業資産 \times 事業成長率
- ・ 配当可能額 \parallel 税引後営業利益 $-$ 必要投資額
- ・ 事業価値 \parallel 配当可能額 \div (事業割引率 $-$ 事業成長率)

- ・ 負債節税効果 \parallel 税率 \times 借入金
- ・ 企業価値 \parallel 事業価値 $+$ 金融資産価値 $+$ 負債節税効果

- ・ 株式価値 \parallel 企業価値 $-$ 借入金
- ・ 株価 \parallel 株式価値 \div 発行済株式数
- ・ 自社株買い株式数 \parallel 自社株買いに使われる金融資産の金額 \div 株価
- ・ 市場付加価値 \parallel 企業価値 $-$ 借入金 $-$ 株主資本

補足図表2は自社株買い公表時に事業ROICの予想が変化した場合に図表4がどのように変化するかを示したものである。これも補足図表1を用いて計算しているが、自社株買い株式数の計算に使う株価は実施後に計算される株価と一致する

よう収束計算を行っている。補足図表3は、補足図表2の状態から事業ROICが元の水準に戻ってしまった後、図表4がどのようになるかを示したものである。なお、補足図表3で買い戻される株式数は補足図表1の○・一三五および○・二一七億株ではなく、補足図表2の○・一二九および○・二〇七億株である。

市場付加価値指標としてのPBRへの理解を深める～東証要請の資本コスト経営実現に向けて

補足図表1 金融資産を使った自社株買いシミュレーション

	【ケース1】			【ケース2】		
前提：利率	実施前	変化	実施後	実施前	変化	実施後
事業成長率	2.0%			2.0%		
事業ROIC (税前)	12.0%			8.0%		
事業割引率	6.0%			6.0%		
金融資産利回り	2.0%			2.0%		
借入利率	3.0%			3.0%		
税率	30.0%			30.0%		
前提：貸借対照表 (億円、億株)	実施前	変化	実施後	実施前	変化	実施後
金融資産	500	-100	400	500	-100	400
事業資産	2,000		2,000	2,000		2,000
総資産	2,500		2,400	2,500		2,400
借入金	0		0	0		0
株主資本	2,500		2,400	2,500		2,400
総資本	2,500		2,400	2,500		2,400
発行済株式数	5.00	-0.135	4.86	5.00	-0.217	4.78
計算：損益計算書						
営業利益	240		240	160		160
受取利息	10		8	10		8
支払利息	0		0	0		0
税金	-75.0		-74.4	-51.0		-50.4
税引利益	175.0		173.6	119.0		117.6
EPS (円)	35.00	増加	35.68	23.80	増加	24.59
BPS (円)	500.00	低下	493.33	500.00	増加	501.82
ROE	7.00%	増加	7.23%	4.76%	増加	4.90%
計算：株式価値評価						
税引後営業利益	168.0		168.0	112.0		112.0
必要投資額	40.0		40.0	40.0		40.0
配当可能額	128.0		128.0	72.0		72.0
企業価値	3,700		3,600	2,300		2,200
事業価値	3,200		3,200	1,800		1,800
金融資産価値	500		400	500		400
負債節税効果	0		0	0		0
株式価値	3,700		3,600	2,300		2,200
株価 (円)	740.0	不変	740.0	460.0	不変	460.0
PER (倍)	21.14	低下	20.74	19.33	低下	18.71
PBR (倍)	1.480	増加	1.500	0.920	低下	0.917
市場付加価値	1,200	不変	1,200	-200	不変	-200

(注) 灰色セルは入力値、他はすべて計算値

〔出所〕 井手・高橋著「経営財務入門第4版」を参考にして筆者計算

補足図表2 金融資産を使った自社株買いシミュレーション

【想定】 事業資産2,000億円、金融資産500億円、借入金ゼロの企業が100億円の金融資産を使って自社株買いを実施し、ROICの期待値が1.04倍に上昇する

事業 ROIC(税前)	【ケース1】			【ケース2】		
	12.0%		12.48%	8.0%		8.32%
	実施前	変化	実施後	実施前	変化	実施後
EPS (円)	35.0	増加	37.0	23.8	増加	25.5
BPS (円)	500	低下	493	500	増加	501
ROE	7.00%	増加	7.51%	4.76%	増加	5.09%
株価 (円)	740.0	増加	773.6	460.0	増加	482.4
PER (倍)	21.1	低下	20.9	19.3	低下	18.9
PBR (倍)	1.480	増加	1.570	0.920	増加	0.963
市場付加価値	1,200	増加	1,368	-200	増加	-88

〔出所〕 井手・高橋著「経営財務入門第4版」を参考にして筆者計算

補足図表3 金融資産を使った自社株買いシミュレーション

【想定】 事業資産2,000億円、金融資産500億円、借入金ゼロの企業が100億円の金融資産を使って自社株買いを実施し、ROICの期待値が1.04倍に上昇する。その後、ROICの期待値はもとに戻る

事業ROIC(税前)	【ケース1】			【ケース2】		
	12.0%		12.00%	8.0%		8.00%
	実施前	変化	実施後	実施前	変化	実施後
EPS (円)	35.0	増加	35.6	23.8	増加	24.5
BPS (円)	500	低下	493	500	増加	501
ROE	7.00%	増加	7.23%	4.76%	増加	4.90%
株価 (円)	740.0	低下	739.1	460.0	低下	459.0
PER (倍)	21.1	低下	20.7	19.3	低下	18.7
PBR (倍)	1.480	増加	1.500	0.920	低下	0.917
市場付加価値	1,200	不変	1,200	-200	不変	-200

〔出所〕 井手・高橋著「経営財務入門第4版」を参考にして筆者計算

(注)

- (1) 東京証券取引所、「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」、二〇二二年六月一日
- (2) 東京証券取引所、「東証上場会社 コーポレート・ガバナンス白書二〇二三」、二〇二三年三月
- (3) 二〇二三年六月末では四八・二％に改善しているが、まだ過半数に達していない。
- (4) 東京証券取引所、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」、二〇二三年一月三〇日
- (5) 明田雅昭、「企業統治ダブルコードの核心」資本コストの意味と活用」、日本証券経済研究所、トピックス、平成三〇年七月四日
- (6) 次の拙論文の図表1を参照のこと。「企業のための資本コスト試算マニュアル」CAPM編Ver.1.0」、日本証券経済研究所、トピックス、二〇二〇年六月二四日。この論文のデータはやや古いが、本年四月に発行された生命保険協会の二〇二二年度版アンケートでも傾向は変わっていない。
- (7) 東京証券取引所、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」、二〇二三年三月三一日
- (8)
$$\frac{EP}{1+r_w} + \frac{EP}{(1+r_w)^2} + \frac{EP}{(1+r_w)^3} + \dots = \frac{EP}{r_w}$$

- (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』の第十九章「事業単位ごとの企業価値評価」はEPによる評価ではないが、本稿三節の考えに基づいて市場付加価値を考える際に大いに役に立つものとなる。

- (10) 正確には「資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、PBRが一倍を割れているなど十分な水準に達していない場合には、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆されます」

- (11) 将来予想の全期間で一定成長を仮定すると、

$$PBR = 1 + \frac{ROIC - r_w}{r_w - g}$$

となる。ROICが資本コスト(r_w)を下回っているとき、右辺第二項の分子はマイナスであるためPBRは一割れになる。この状態でそのまま成長率 g を高めれば一割れの度合いは一層大きくなるのが分かる。

- (12) 図表3にある下段の表で、三年目までのウェイトの累積合計は、資本コストが五％の場合で二三・六％、八％の場合で二〇・六％である。

- (13) 「企業価値評価第七版」の第二章「キャピタルライتنا事業の価値評価」を参照

- (14) 『明田雅昭、「東証再編」プライム基準未適合企業の通信

簿二二〇七〜今のところ再編の効果は限定的」、『日本証券
経済研究所、トビックス、二〇二二年八月一五日』の【補
足資料】「市場が適合計画書を信認したら株価が直ちに上昇
する理由」も参考になろう。

(15) 『井手正介・高橋文郎、「経営財務入門 第四版」、日本経
済新聞社、二〇〇九年四月二〇日』の第三章「価値の還
元―配当政策と自社株買戻し」

(16) 金融資産の価値は貸借対照表計上額と同じである。つま
り、保有金融資産は価値毀損も起こさず価値創造も起こさ
ないということである。これは現金だけでなく保有有価証
券でも同じことである。

(17) Q U I C K短観の二〇二三年五月調査によれば企業の六
〇％以上が自社の株価水準は適正ではなく安いと考えてい
る（製造業では六四％、非製造業では六一％、金融機関で
は六七％）。

(18) この段落の内容は主に「企業価値評価 第七版」の第三
章「資本構成および配当、自己株式の取得」に基づく。

(19) 森下千鶴、「二〇二二年度自社株買い動向〜自己株式の取
得を行う理由と株価の関係〜」、ニッセイ基礎研究所、基礎
研レター、二〇二三年五月一〇日

(20) 中村昌宏、「P B R水準別にみた自社株買いと株価の関
係」、大和総研、金融・証券市場・資金調達、二〇二三年五

月二二日

(21) 森下千鶴氏からご提供いただいた情報によれば、図表5
で上位二五パーセントの累積超過収益率は発表翌日に
約四％上昇し、その後は四〜六％で推移していた。本文で
事業R O I Cが一・〇四倍に増加すると想定したのは、株
価の上昇率が上位二五パーセント程度になるようにし
たためである。この場を借りて情報提供していただいた森
下千鶴氏に御礼申し上げます。

（あけだ よしあき・当研究所特任リサーチ・フェロー）