

## 【注意喚起】PBR 向上のため分解「PER×ROE」の大いなる誤解

公益財団法人 日本証券経済研究所  
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

東京証券取引所（以下、「東証」）が発出した「PBR1倍割れ改善要請」が注目されている。これは1月31日開催の第7回市場区分の見直しに関するフォローアップ会議で実質的に決定<sup>1</sup>されて公知となり、3月31日に東証がプライムとスタンダード市場の上場企業へ正式に通知した「資本コストや株価を意識した経営の実現要請」<sup>2</sup>のことである。上場各社は株主価値向上（PBR向上）の計画を策定・開示し、少なくとも年に1回の進捗状況の分析・開示が求められることになった。

これを受けてPBRの改善策を論じるレポート・記事が関連業界から多数発行されている。しかし、中には内容が不適切で、意図とは逆の効果をもたらしかねないものもある。本稿は、その一例を紹介し、何が不適切なのか、どのようにすれば適切なPBR改善策になるのかを論じて利用者に注意喚起するものである。

最近、よく目にするのは次の式である。

$$PBR = PER \times ROE \quad \dots \textcircled{1}$$

もちろん、この式は正しい。次のような単純な式変換の結果だからである。

$$PBR = \left( \frac{\text{株価}}{BPS} \right) = \left( \frac{\text{株価}}{EPS} \right) \times \left( \frac{EPS}{BPS} \right) = PER \times ROE \quad \dots \textcircled{2}$$

PBRを高めるにはPERを高めるかROEを高める必要がある。ROEは財務諸表項目から算出できるため経営目標にしやすい。一方、PERは株価を含むため取り扱いが難しいが、「現在の株価は将来の利益を現在価値に直したものに収斂するはず」で「クリーンサープラス関係<sup>3</sup>と定常状態」を仮定すると、次のようになるという主張がある。

$$PER = \frac{1}{r - g} \quad \dots \textcircled{3}$$

ここで、 $r$ は資本コスト（割引率）で $g$ は利益成長率<sup>4</sup>である。

最近、①と③を組み合わせしてPBR改善策を説明している専門資料を複数見かけた<sup>5</sup>。③に関して、IR活動によって $r$ を低下させるか、成長戦略により $g$ を高めることでPERを高められるという。③式が正しいのならその通りである。東証の3月31日通知にある「PBRが1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」という文言とも整合している。

筆者は③式に異を唱える。

<sup>1</sup> 東京証券取引所、「論点整理を踏まえた今後の東証の対応」、2023年1月30日

<sup>2</sup> 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」、2023年3月31日

<sup>3</sup> 貸借対照表の株主帰属持分の変化額が損益計算書上の利益及び資本取引の合計額と一致するという関係

<sup>4</sup> 「定常状態」を仮定すると、 $g$ は利益成長率であると共に配当成長率でもあり純資産成長率でもある。企業が質的には同じまま全ての指標で規模が一定の割合で拡大するということである。

<sup>5</sup> 資産運用会社のポートフォリオ・マネジャーやシンクタンクのコンサルタントの分析レポート、大手金融機関グループの決算概要資料などである。

ファイナンス理論が教えているのは「株価は将来のキャッシュフローあるいは配当を現在価値に直したものに収斂するはず」ということだ。企業価値評価理論はすべてこの前提に立っている。この前提の下では PER は次のようになる（導出は補足説明を参照）。

$$PER = \frac{1 - \frac{g}{ROE}}{r - g} \quad \dots \textcircled{4}$$

この式から分かることは、第一に成長率  $g$  を高めたとしても、それが PER の上昇に結び付くとは限らないということである。第二に PER の中にも ROE の項目があるため、PER と ROE の効果を別々に議論することはできないということである。

第一の点を明らかにすべく④式を変形すると、次の⑤式が得られる。

$$PER = \frac{1}{ROE} \times \left(1 + \frac{ROE - r}{r - g}\right) \quad \dots \textcircled{5}$$

⑤式より、成長率  $g$  の向上は、ROE が資本コスト  $r$  を上回っているときは括弧内の第二項が大きくなるため PER を高めるが、ROE が  $r$  を下回っているときは負の第二項が大きくなるため PER を低めることになる。第二の点、PER と ROE が独立していないことについては、別個に考えるのではなく統合した形で考える方がよい。

$$PBR = PER \times ROE = \frac{1}{ROE} \times \left(1 + \frac{ROE - r}{r - g}\right) \times ROE = 1 + \frac{ROE - r}{r - g} \quad \dots \textcircled{6}$$

⑥式が意味することは、ROE の向上は常に PBR を高めるが、成長率  $g$  の向上が PBR を高めるのは ROE が資本コスト  $r$  より高い場合であるということである。ROE が  $r$  より低い PBR1 倍割れ状態のときに成長を加速したら PBR は低下してしまう。

東証の 3 月 31 日通知を読んだ PBR1 倍割れ企業が「(現行の事業内容のままで) 成長率を高めて PER を高め、PBR を改善しよう」と考えたとしたら、それは不適切であり、逆効果になるということだ<sup>6</sup>。PBR1 倍割れ企業に求められるのは、現行事業の利益率を高めるか、資本コストを上回る利益率の新規事業を行うことである。

#### 【補足説明】：PER 理論式の導出

安定成長を仮定した配当割引モデル(DDM : Dividend Discount Model)によれば、株式価値  $P$  は今期予想配当  $D_1$ 、株式資本コスト  $r$ 、成長率  $g$  を用いて次のように表現される。

$$P = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots = \frac{D_1}{r-g} \quad \dots (1) \text{式}$$

今期予想の純利益  $E_1$  と内部留保  $I_1$ 、株主資本簿価（純資産） $B_0$  の間にクリーンサープラス関係を仮定して(1)式を変形し、 $E_1$  で除すと、PER の理論式を次のようになる。

$$P = \frac{D_1}{r-g} = \frac{E_1 - I_1}{r-g} = \frac{E_1 - gB_0}{r-g} = E_1 \times \frac{1 - g \times \frac{B_0}{E_1}}{r-g} = E_1 \times \frac{1 - \frac{g}{ROE}}{r-g} \quad \dots (2) \text{式}$$

$$PER = \frac{P}{E_1} = \frac{1 - \frac{g}{ROE}}{r-g} = \frac{1}{ROE} \times \frac{ROE - g}{r-g} = \frac{1}{ROE} \times \left(1 + \frac{ROE - r}{r-g}\right) \quad \dots (3) \text{式}$$

<sup>6</sup> 週刊東洋経済 2023.7.15 号の特集「逆襲の銀行」で、ほぼ全社が PBR1 倍割れの銀行向けに東証幹部が「少しでも成長するために、何ができるかを提示してほしい」と「喝破」しているのは適切とは言えない。