

2024年2月22日

【注意喚起】PBR向上のため分解「PER×ROE」の大いなる誤解—数値例

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

本稿は昨年7月に公表した前著『【注意喚起】PBR向上のため分解「PER×ROE」の大いなる誤解』¹の理解を深めるための数値例を提示するものである。

株主価値を決める要因は株主資本利益率（ROE）、成長率（ g ）、株主資本コスト（ r ）の3つである。一定率で成長する企業を仮定すると株価純資産倍率PBRは次のようになる。

$$PBR = \frac{ROE - g}{r - g} = 1 + \frac{ROE - r}{r - g} \quad \dots \textcircled{1}$$

この式に基づいて、前著で強調したのは以下の内容であった。

『PBR 1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。PBR 1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』

PBR 1倍割れ企業に対して成長を求めることには慎重になる必要がある。なお、①式は企業が新株を発行せずに自ら稼ぎ出して内部留保した資金だけで成長することを前提としている。その場合の成長率（ g ）は内部成長率とも呼ばれ、株主資本利益率（ROE）との間には配当性向（ k ）を介して次の関係がある。

$$g = (1 - k) \times ROE \quad \dots \textcircled{2}$$

企業の成長は、稼いだ利益のうちどれだけを配当せずに内部留保に充てるかという経営判断によって調整される。②式も使いながら①式に従って経営戦略ごとにPBRがどのように変化するかを数値例で確認しよう。

前提とする企業はROEが5%で配当性向が40%とする。②式により成長率は3%である。投資家が求める期待リターン（株主資本コスト）は7%であるとしよう。①式に3要因の数値を代入してこの企業のPBRは0.50倍と計算される。自己資本が1000億円であれば、株式時価総額は $1000 \times 0.5 = 500$ 億円であり、市場付加価値は $500 - 1000 = \blacktriangle 500$ 億円である。投資家が拠出したリスク資金1000億円の価値毀損が生じているのである。

以下では、このPBR 1倍割れ企業で経営意思決定が行われ、それが投資家に認識されることでPBR、株式時価総額、市場付加価値額に生じる変化を6つのケースで試算した。

¹ 拙著、日本証券経済研究所、トピックス、2023年7月18日。なお、この拙著および本稿のタイトルで「…向上のため分解」は、本来は「…向上のための分解」とすべきであった。

	現状	(1) そのまま 1年経過	経営の意思決定				
			(2) 成長 加速	(3) ROE増加 成長不変	(4) ROE増加 成長加速	(5) 還元強化 成長減速	(6) 資本コスト 低下
株式価値の源泉3要因の前提							
ROE	5%	5%	5%	6%	6%	5%	5%
(配当性向k)	40%	40%	30%	50%	40%	60%	40%
成長率g	3%	3%	3.5%	3%	3.6%	2%	3%
株主資本コスト	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%
PBR(株価純資産倍率)	0.500	0.500	0.429	0.750	0.706	0.600	0.667
株式価値と市場付加価値(億円)							
自己資本	1000	1030	1000	1000	1000	1000	1000
株式時価総額	500	515	429	750	706	600	667
市場付加価値額	-500	-515	-571	-250	-294	-400	-333
<参考>PER(株価収益率)	10.0	10.0	8.6	12.5	11.8	12.0	13.3

[出所] 筆者作成

【ケース1】：そのまま1年経過

事業形態・内容が何も変わらないまま、つまり ROE の改善や成長率の変更を行わずに自然体で1年経過したとする。PBR は変わらないが、3%成長した結果、自己資本は1030億円に、株式時価総額は515億円に拡大し、価値毀損額も515億円にと3%拡大する。

【ケース2】：成長加速

ROE は5%のままだが黒字であるし、ほぼ0%金利の定期預金より相当高いと認識している。投資家や取引所からの成長要請に応えるために配当性向を30%に下げ、内部留保額を増やし、既存事業の成長率を3.5%へ加速することを決断した。例年以上に企業規模が拡大しその分雇用の増加も見込まれる。近隣社会や自治体からは感謝されるだろう。しかし、ROE が変わらないままの成長加速だから、PBR は0.429と悪化し、株式時価総額は500億円から429億円に低下し価値毀損額は571億円に拡大する。

【ケース3】：ROE 増加&成長不変

既存事業の運営を改善し ROE が6%に高まる見込みとなった。しかし、従来からの成長率を超えて成長するほどの市場開拓や新製品開発はできないので成長率は変えたくない。そこで、株主への利益還元を増やすこととして配当性向を50%に高めることを決定。成長率は3%のままである。この経営戦略では PBR は0.750に上昇し、株式時価総額は750億円と1.5倍になり、価値毀損額も250億円に減少する。

このケースでは、成長率と株主資本コストが変わらないままで配当総額が1.5倍になる(5%×40%→6%×50%)から、株式時価総額が1.5倍になるのは当然である。

【ケース4】：ROE 増加&成長加速

既存事業の運営を改善し ROE が6%に高まる見込みとなった。株主への利益還元は従来からの方針通り配当性向40%を維持することを決定。このため成長率は3.6%に加速す

ることになる。ROEの向上はPBRを高めるが、PBR1未満企業の成長加速はPBR低下をもたらす。両方の効果を合わせてPBRは0.706と向上するが、ケース3の0.750よりは低い。株式時価総額は706億円と改善し、価値毀損額は294億円に減少する。

【ケース5】：還元強化&成長減速

既存事業の利益率改善は難しくROEは5%のまま、株主資本コストの7%を下回ったままである。投資家からの利益還元要請が強いため、配当を増やすべく配当性向を60%に高めることを決定。内部留保する資金が減少するため成長率は2%に低下する見込み。このときPBRは0.600と改善し、株式時価総額は600億円に増加、価値毀損額は400億円に減少する。成長率3%のときと比べて毎年の価値毀損額の減少が見込まれるのである。

【ケース6】：資本コスト低下

ROEと成長率は変わらないのだが、自社の活動が投資家に十分に理解されていないと思い、IRを積極化することを決定。これにより株主資本コストが6%に低下すればPBRは0.667に向上し、株式時価総額は667億円に上昇して価値毀損額は333億円に減少する。

「成長率を高めることにより株式時価総額やPBRが向上する」という議論があるが、PBR1倍割れ企業の場合は必ずしもそうはならない。6つのケースのうち、(2)では成長率を高めることでPBRが低下し、(5)では成長率を低めることでPBRが上昇している。

表には参考としてPER（株価収益率）も記載した。PERの理論式は次のようになる²。

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

ケースの(2)と(5)では、PERと成長率の関係もPBRと同じく巷間言われている関係とは逆になっていることが分かる。

このような単純な理論と数値例の有効性について疑問をもつ人もいるかもしれない。しかし、単純な理論であるがゆえに核心をついていることがある。筆者が行った企業統治改革期間（2015年～2023年）での分析では、期間中に常時PBR1倍割れであった企業が成長を加速させた結果としてPBRが低下する現象が起きていたことが確認されている³。

本稿ではPBR1倍割れ企業を対象にして経営戦略の違いによる価値毀損の改善・悪化の様子を数値例で示した。ROEが株主資本コストを上回っているPBR1倍超え企業にも同様な数値シミュレーションが可能である。PBR1倍超え企業では、成長率の増加は、ROEの増加や株主資本コストの低下と同じく常にPBR向上要因となるが、それぞれの効果の程度は異なる⁴。是非、自ら数値シミュレーションを試みてご確認いただきたい。

² 拙著[2023.7.18]の④式

³ 拙著、「日本企業の低い市場付加価値と統治改革の進展～合理的に反応している株式市場」、日本証券経済研究所、証券レビュー2023年12月号

⁴ 拙著、「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」、日本証券経済研究所、証券レビュー2022年12月号。この（注16）にある価値向上等価式を参照