



Watney オンライン講義

第 12 回 — 株主価値創造と PBR との関係, これまでの日本企業とこれからの日本企業

村宮 克彦

大阪大学大学院経済学研究科



会計上の組換貸借対照表と価値、時価

- 今回の講義は、価値と時価が等しいと考えて、話を進めていこう。

会計上の組換貸借対照表		組換貸借対照表（価値）		組換貸借対照表（時価）	
事業の話	債権者の話	事業の話	債権者の話	事業の話	債権者の話
純事業資産 1,500,000	純金融負債 700,000	事業価値 3,620,000	債権者価値 700,000	エンタープライズ・バリュー 3,620,000	純負債時価 700,000
	株主の話 株主資本 800,000		株主の話 株主価値 2,920,000		株主の話 株式時価総額 (株価×発行済株式数) 2,920,000

- この企業の発行済株式数は 1,000 株でした。1 株当たりで、上の 3 つの組換貸借対照表を作成し直すと、

1 株当たりベースの組換貸借対照表

会計上の組換貸借対照表		組換貸借対照表 (価値)		組換貸借対照表 (時価)	
事業の話	債権者の話	事業の話	債権者の話	事業の話	債権者の話
1株当たり 純事業資産 1,500	1株当たり 純金融負債 700	1株当たり 事業価値 3,620	1株当たり 債権者価値 700	1株当たり エンタープライズ・バリュー 3,620	1株当たり 純負債時価 700
	株主の話		株主の話		株主の話
	1株当たり 株主資本 800		1株当たり 株主価値 2,920		1株当たり 株価 2,920

- 株価と1株当たり株主資本 (Book-value Per Share: BPS) との比は、Price-to-Book Ratio (PBR, ぴーびーあーる) と呼ばれ、株式市場では重要な意味を持つ。この企業の今日の PBR は、

$$\text{今日の PBR} = \frac{\text{今日の株価}}{\text{今日の1株当たり株主資本 (BPS)}}$$

- PBR は1株当たりの株主資本に対して、その何倍の株価が付いているかを示す尺度であることから、単位は (倍) である。

この企業のように株主価値を創造している企業の PBR は？

$$\text{当該企業の PBR} = \frac{\overbrace{\text{今日の株価}}^{2,920}}{\underbrace{\text{今日のBPS}}_{800}} = 3.65 \text{ (倍)}$$

- 残余利益モデルをベースに、どのような企業の PBR が高くなるか、そしてベンチマークは一体何倍かを考えてみよう。

残余利益が一定の成長率で増加すると期待されるケース

$$\underbrace{\text{今日の株主価値}}_{\text{価値} = \text{時価なら株式時価総額}} = \text{今日の株主資本} + \frac{(1 \text{ 期先の期待 ROE} - R_E) \times \text{今日の株主資本}}{R_E - \text{成長率}}$$

1株当たりで考えてみよう

今日の1株当たり株主価値 = 今日のBPS

価値 = 時価なら株価

$$+ \frac{(1 \text{ 期先の期待 ROE} - R_E) \times \text{今日のBPS}}{R_E - \text{成長率}}$$

ただし、 R_E は株主が期待しているリターン（企業にとっては株式資本コスト）を表す。

上の式の両辺を今日のBPSで割ると

$$\underbrace{\left(\frac{\text{今日の株価}}{\text{今日のBPS}} \right)}_{\text{今日のPBR}} = 1 + \frac{1 \text{ 期先の期待 ROE} - R_E}{R_E - \text{成長率}}$$

第 2 項の分子に注目してみると…

1 期先の期待 ROE $- R_E \equiv$ 1 期先の期待エクイティ・スプレッド

PBR と株主価値創造, 期待エクイティ・スプレッドとの関係

- 1 期先の期待エクイティ・スプレッドが正 (i.e., 株主が期待するリターンよりも将来の ROE が高いと期待される企業) \iff 株主価値創造企業 \iff PBR $>$ 1

- この企業の 1 期先の期待 ROE は, 前回求めたように,

$$\text{1 期先の期待 ROE} = \frac{\text{1 期先の期待当期純利益}}{\text{今日の株主資本}} = \frac{219,000}{800,000} = 27.375\%$$

- 株主の期待リターン (企業にとっては株式資本コスト) は 7.5% でしたね。したがって,

$$\text{1 期先の期待エクイティ・スプレッド} = \underbrace{\text{1 期先の期待 ROE}}_{27.375\%} - \underbrace{R_E}_{7.5\%} = 19.875\%$$

- この企業の成長率は0%でしたから、

$$\text{今日時点の PBR} = 1 + \frac{\text{1期先の期待エクイティ・スプレッド } 19.875\%}{\underbrace{\text{1期先の期待 ROE} - R_E}_{\underbrace{R_E}_{7.5\%} - \underbrace{\text{成長率}}_{0\%}}} = 3.65 \text{ (倍)}$$

- この企業とは対照的に、株主の期待リターン（企業にとっては株式資本コスト）7.5%を下回るROE6%しか期待できない企業であれば（すなわち、1期先の期待エクイティ・スプレッドは-1.5%とゼロより低い企業を想定すると）、

$$\text{今日時点の PBR} = 1 + \frac{\text{1期先の期待エクイティ・スプレッド } -1.5\%}{\underbrace{\text{1期先の期待 ROE} - R_E}_{\underbrace{R_E}_{7.5\%} - \underbrace{\text{成長率}}_{0\%}}} = 0.8 \text{ (倍)}$$

PBRと株主価値創造、期待エクイティ・スプレッドとの関係

- 1期先の期待エクイティ・スプレッドが負（i.e., 株主が期待するリターンよりもROEが低いと期待される企業） \iff 株主価値毀損企業 \iff PBR < 1

ここまでの議論をまとめると — 価値と時価が等しい限り

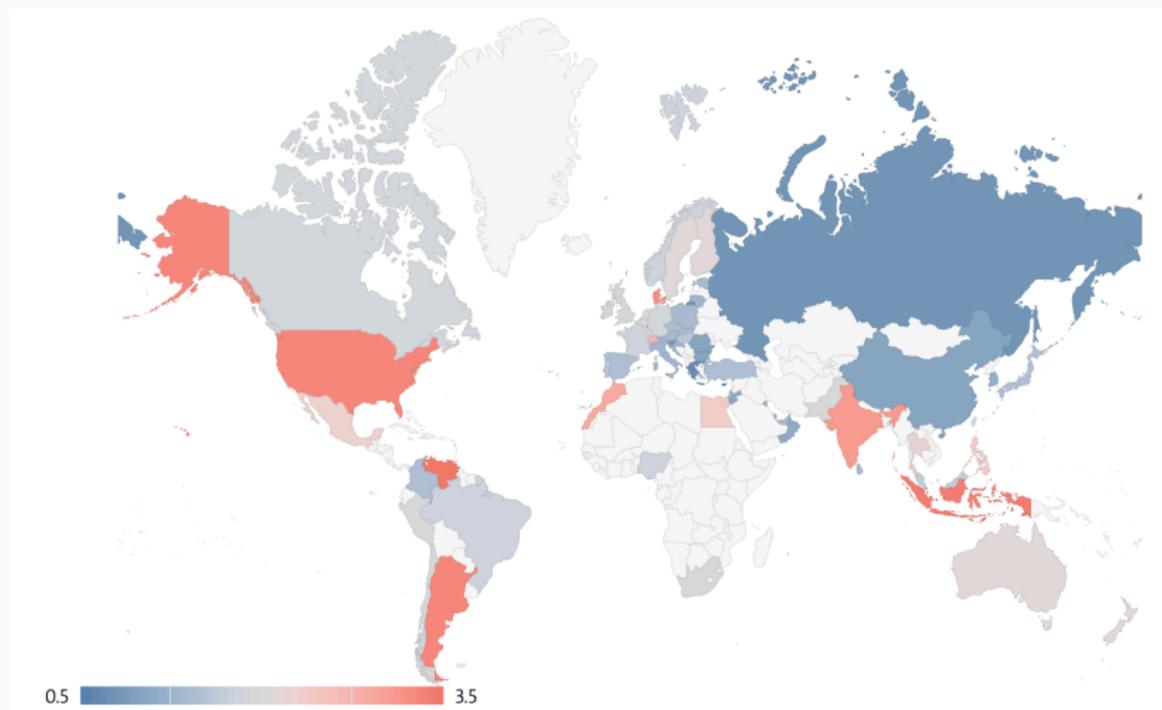
株主価値創造企業



株主価値毀損企業



PBR の低い日本

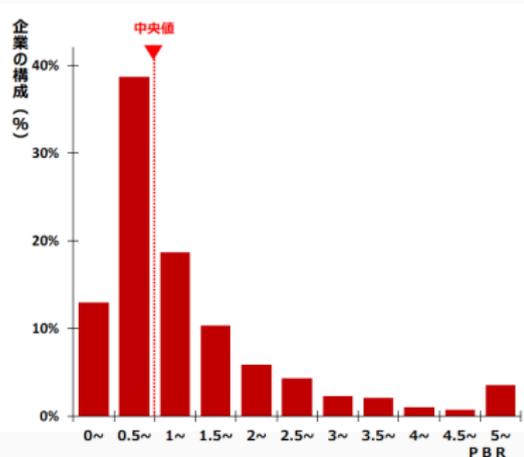


出所: Star Capital

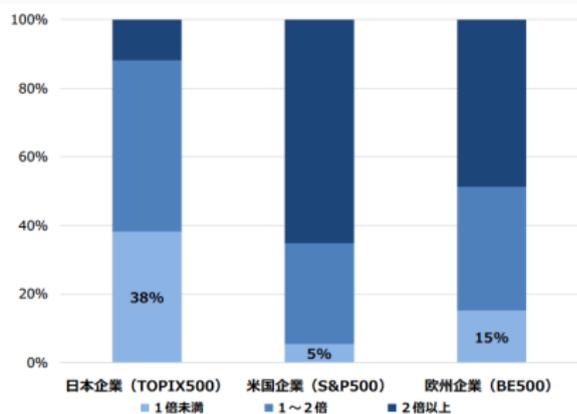
(<http://www.starcapital.de/research/stockmarketvaluation>)

日本企業の PBR の分布, 欧米企業との比較

日本企業のPBRの分布



PBRの国際比較



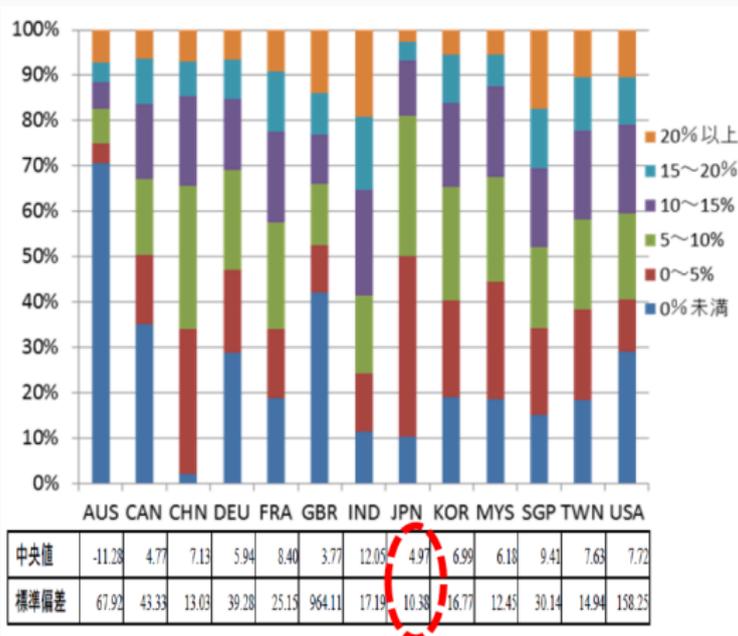
出所：持続的成長に向けた長期投資（ESG・無形資産投資）研究会報告書（伊藤レポート2.0），p.33

企業の役割は価値創造のはず、しかし現実には…

- 日本企業の PBR の中央値は 0.98，これは半数以上の企業の PBR が 1 を下回っており，株主価値毀損企業であることを示唆。
- TOPIX500 を構成する銘柄でさえ，欧米企業に比べると PBR が低位に集中しており，かつ，PBR が 1 未満の企業が約 4 割。

その原因は、低い ROE

ROEの国際比較



出所：伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」, p. 37

- 日本企業の ROE は、**低位に集中**。

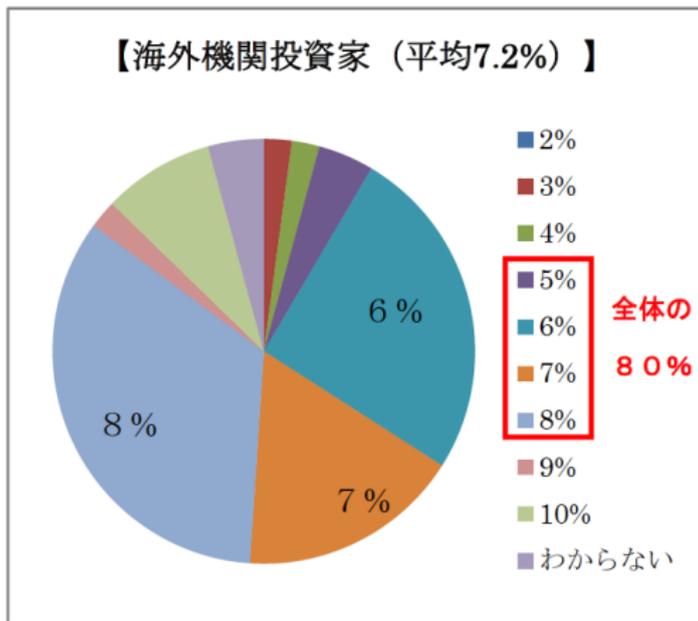
- 2014年8月6日、一橋大学・伊藤邦雄教授が座長となり、「持続的成長への競争力とインセンティブ-企業と投資家の望ましい関係構築-」プロジェクトの最終報告書（通称、伊藤レポート）が公表された。

重要な提言 — 資本コストを上回る ROE を、そして資本効率革命を

- 長期的に期待リターンを上回る利益を生む企業こそが価値創造企業であることを日本の経営陣は再認識し、理解を深めるべきである。本プロジェクトでは、グローバルな機関投資家が日本企業に期待するリターンの平均が7%超との調査結果が示された。これによれば、ROEが8%を超える水準で約9割のグローバル投資家が想定する期待リターンを上回ることになる。個々の企業の期待リターンの水準は異なるが、**グローバルな投資家と対話をする際の最低ラインとして8%を上回るROEを達成すること**に各企業はコミットすべきである。

なぜ、8%以上のROEが求められるのか？

海外機関投資家が日本株に求める期待リターン
(企業にとっては株式資本コスト)



出所：伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」、p. 44

- 海外の機関投資家の**期待リターン（企業にとっては株式資本コスト）は7.2%**であることが判明。株主価値創造の源泉は、株式資本コストを上回るROEをあげることであるから、切りの良い整数8%をベンチマークとして、その8%を上回るROEを目指すべきとした
- 加えて、日本企業の平均的な姿として、**ROEが8%を超えればPBRが1倍を上回る傾向**にあり（株主価値創造企業）、ROEが8%を達成できなければPBRが1倍を下回る傾向にある（株主価値毀損企業）というエビデンスに基づいて。



(注) ROEとPBRは2013年3月決算期で、連結ベースの自己資本1兆円以上の会社を対象に算出。

ROE8% さえ達成すれば良いのか？

- 日本の平均的な企業に対して、株主（海外機関投資家）が期待しているリターンが約 8% という話。

期待リターンの背後にリスクがあることを思い出そう！

- リスクの高い企業に対しては、ハイリスク・ハイリターンの原則により、株主は（8% よりも）高いリターンを期待する。
- そうした企業が目指すべき ROE は、当然 8% ではなく、株主が期待するリターン（企業にとっては株式資本コスト）である。
- 伊藤レポートの含意は、株主価値向上に向けて、**株式資本コストを上回る ROE を目指そう**ということ。

伊藤レポート前後における経営指標の変化

【質問】 下記に挙げる経営指標について、下記の問いにご回答ください。

・伊藤レポート前後における経営指標の重要度の変化について、各指標ごとに該当するもの1つに○印をご記入ください。

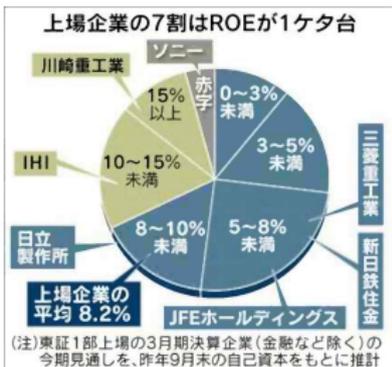


出所：伊藤 (2017), p. 19

日立・三菱重がROE目標

10%超、市場の声にこたえる

資本効率を重視する経営が国内の上場企業で広がっている。日立製作所と三菱重工業は、限られた元手でどれだけ利益を稼げるかを示す自己資本利益率（ROE）を経営目標に導入する。同社とも利益は過去最高の水準だが、大規模な設備が必要のため資本効率は低くなりがちだ。株式市場が重視するROEを取り入れて稼ぐ力を一段と高め、日本企業の平均を上回る10%超を目指す。



資本効率 一段と重視

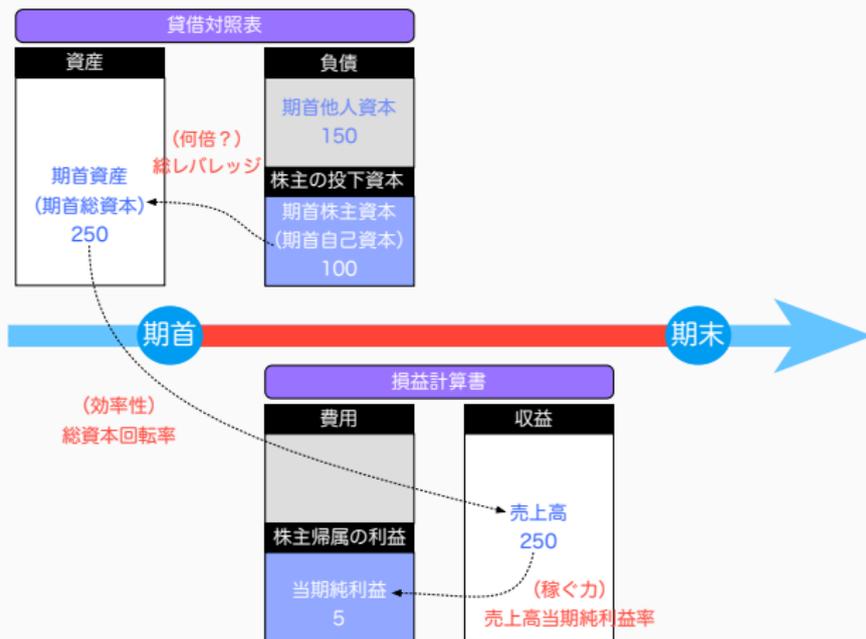
資本効率を高めるには利益を増やすか、株主への配分を増やして自己資本を抑制することが有効だ。不振事業を縮小して利益率の高い事業に集中したり、高いシエラを獲得して製品の価格決定権を握ったりすれば稼ぐ力が向上する。

日立は2017年3月期から3年間の中期経営計画で初めてROEを経営指標に取り入れる。15年3月期は約9%の見通しで、10%超を目標とすることを検討する。

▼自己資本利益率（ROE） 英語の Return On Equityの頭文字をとって「R・O・E」と呼ぶ。最終的なものである純利益を自己資本で割って計算し、自己資本10億円で純利益1億円なら10%になる。海外投資家が重視し数値が高いほど効率的な経営とされる。利益を増やすと配当や自社株買いで自己資本を減らすと向上する。

出所: 日本経済新聞 (2015年3月17日付)

日本企業の ROE が低い原因は？— デュポン・システムを前提として



ROE の 3 分解

- アメリカのデュポン社が、ROE を次スライドのように 3 分解して、経営管理に利用していたことから、この 3 分解のことを **デュポン・システム** という。

$$\underbrace{\left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{期首株主資本}}\right)}_{\text{ROE (\%)}} = \underbrace{\left(\frac{\text{期首総資本}}{\text{期首株主資本}}\right)}_{\text{総レバレッジ (倍)}} \times \underbrace{\left(\frac{\text{売上高}}{\text{期首総資本}}\right)}_{\text{総資本回転率 (回)}} \times \underbrace{\left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}}\right)}_{\text{売上高当期純利益率 (\%)}}$$

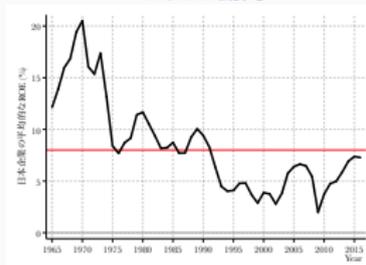
		ROE	利益率	回転率	レバレッジ
日本	製造業	4.6%	3.7%	0.92	2.32
	非製造業	6.3%	4.0%	1.01	2.80
	合計	5.3%	3.8%	0.96	2.51
米国	製造業	28.9%	11.6%	0.86	2.47
	非製造業	17.6%	9.7%	1.03	2.88
	合計	22.6%	10.5%	0.96	2.69
欧州	製造業	15.2%	9.2%	0.80	2.58
	非製造業	14.8%	8.6%	0.93	3.08
	合計	15.0%	8.9%	0.87	2.86

出所：伊藤レポート「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト「最終報告書」, p. 37

- 日本企業の ROE が、欧米企業のそれに比べて、相対的に低い。
- 総資本回転率や総レバレッジは、欧米企業と比べて遜色がないため、ROE が低迷している原因は、「稼ぐ力」を表す売上高当期純利益率 (Return On Sales; ROS) が低いことに起因することが分かる。

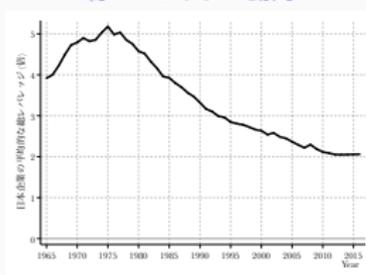
ROE8% は相当に高い目標、多くの企業が達成していくためには？

ROEの動向

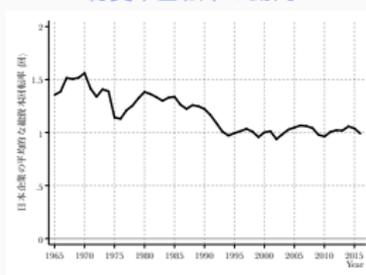


伊藤レポートの
ベンチマーク (8%)

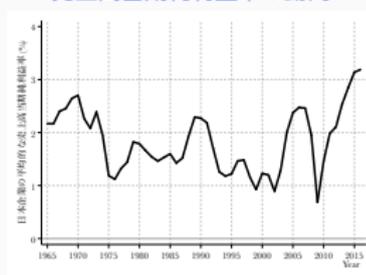
総レバレッジの動向



総資本回転率の動向



売上高当期純利益率の動向

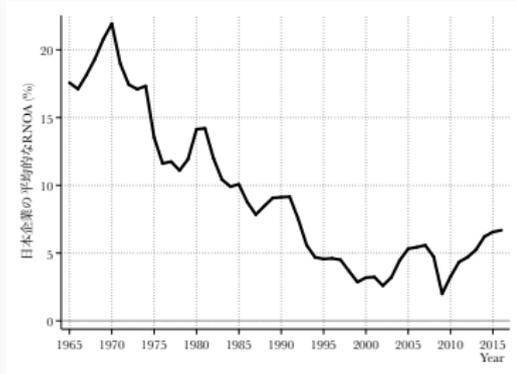


- 稼ぐ力たる売上高当期純利益率を高め、株主から期待される ROE を高め、持続的に価値向上を目指していくことが大切。

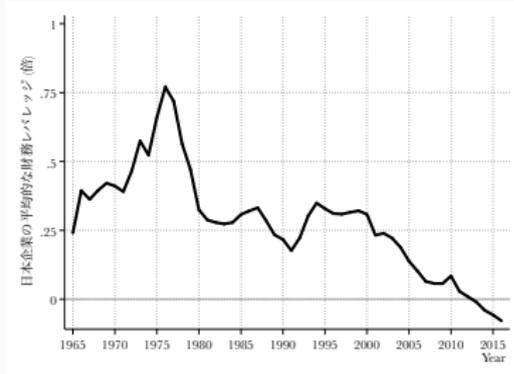
第8回で学習したもう1つの分解方法から学ぶこと

$$\underbrace{\left(\frac{\text{当期純利益}}{\text{期首株主資本}} \right)}_{\text{ROE (\%)}} = \underbrace{\left(\frac{\text{事業利益}}{\text{期首純事業資産}} \right)}_{\text{事業のリターン RNOA (\%)}} + \underbrace{\left(\frac{\text{期首純金融負債}}{\text{期首株主資本}} \right)}_{\text{財務レバレッジ (倍)}} \times \underbrace{\left(\left(\frac{\text{事業利益}}{\text{期首純事業資産}} \right) - \left(\frac{\text{純金融費用}}{\text{期首純金融負債}} \right) \right)}_{\text{事業スプレッド (\%)}}$$

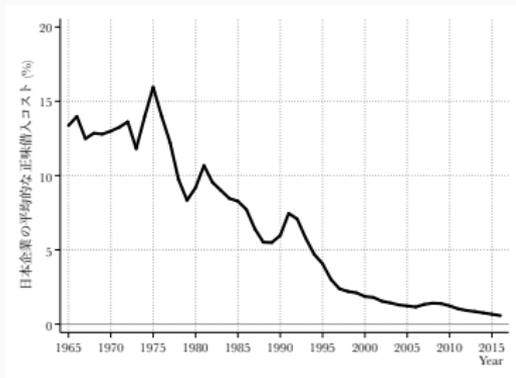
RNOAの動向



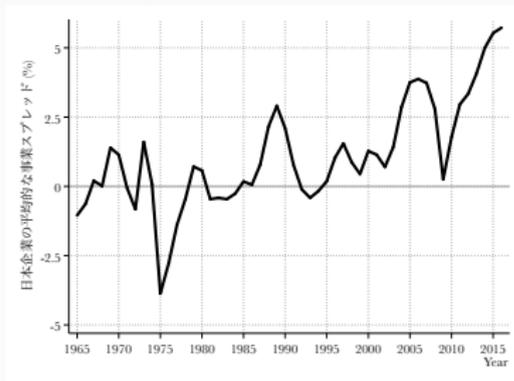
財務レバレッジの動向



NBCの動向



事業スプレッドの動向



- 平均的な企業では、右辺第2項の影響はほとんど無くなってきている。
- ROE を上げるためには、**事業のリターンたる RNOA を高めることが肝要**。良いものへ事業投資を行い、少ない純事業資産から多くの事業利益が生み出していくような経営が大切