

PBR が低いことはなぜ問題なのか ～PBR の本質、決定要因と改善策についての考察～

一橋大学大学院 経営管理研究科 教授 田村俊夫

第1章 はじめに

2023年に入り、東京証券取引所の要請を契機に、日本の上場企業の低 PBR をこれ以上放置できないとの機運が急速に高まっている。2023年1月10日に開催された東証「市場区分の見直しに関するフォローアップ会議」の第6回会議では、「上場会社の資本効率や株価・時価総額への意識向上を促し、改善に向けた取組を促進」するために開示強化を促し、「特に継続的に PBR が1倍を割れている場合など、明らかに改善が必要な会社に対しては、開示を強く要請」する方針が示された。

最終的に2023年3月31日に公表された「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」（以下、「2023年3月東証要請」）では、「プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場企業が ROE 8% 未満、PBR 1倍割れ」の状況を踏まえ、資本コストや株価を意識した経営を実践するために、現状分析→計画策定・開示

図表1：2023年3月東証要請：「現状分析」にあたってのポイント・留意事項

現状分析に用いる指標の例

資本コスト	資本収益性	市場評価
<ul style="list-style-type: none"> WACC（負債・株式の加重平均資本コスト） 株主資本コスト（投資者の期待リターン）など 	<ul style="list-style-type: none"> ROIC（投下資本利益率） ROE（自己資本利益率）など 	<ul style="list-style-type: none"> 株価・時価総額 PBR（株価純資産倍率） PER（株価収益率）など

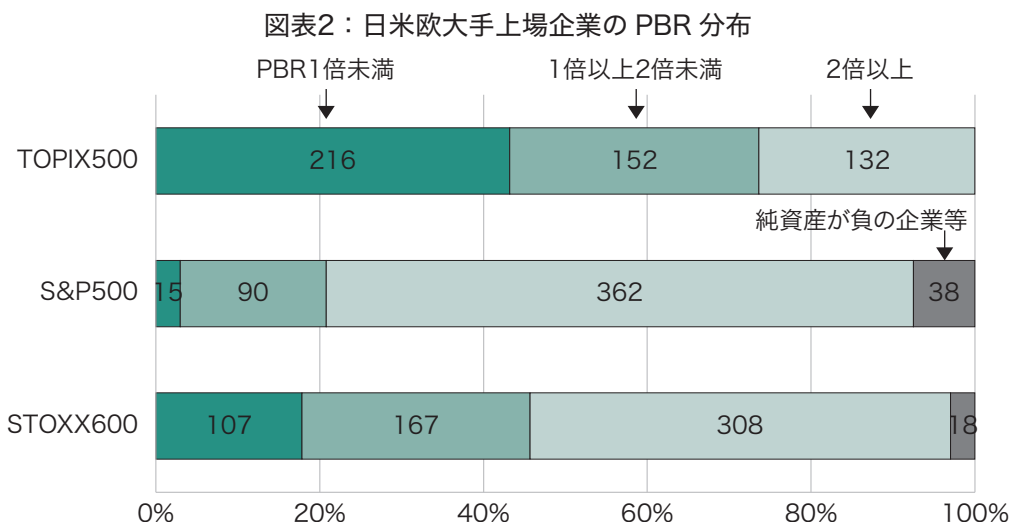
分析・評価の観点とポイント

分析・評価の観点（例）	ポイント
資本コストを上回る資本収益性を達成できているか、達成できていない場合には、その原因	<ul style="list-style-type: none"> 資本収益性の分析・評価にあたっては、WACC との比較で ROIC を、株主資本コストとの比較で ROE を利用することなどが考えられます。 また、全社での分析・評価に加えて、事業セグメントごとに ROIC を算出して、資本収益性の分析・評価を実施することも考えられます。
資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえば PBR が1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因	<ul style="list-style-type: none"> 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。 PBR・PER 等は、時系列の変化や、同業他社との比較などの観点でも、自社の現状について分析・評価することが考えられます。

出所：東証「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」（2023/3/31）より抜粋

→取り組みの実行のサイクルを継続的に実施するよう要請している。対策の出発点となる「現状分析」については、資本コスト（WACC、株主資本コスト等）、資本収益性（ROIC、ROE 等）、市場評価（株価・時価総額、PBR、PER 等）を重要指標として示し、資本収益性が資本コストを上回っているか（ROIC > WACC、ROE > 株主資本コスト）、また、資本収益性が資本コストを上回っていても成長性が評価されずPBRが1倍を切っていないかなどが分析のポイントとして提示されている（図表1）。

この2023年3月東証要請の問題意識の背景にあるのは、欧米企業と比較した日本企業のPBRの際立った低さである。2022年4月の経済産業省作成の資料によれば、日米欧の大手上市企業のPBRの分布は以下のようになっている¹。東京証券取引所のデータ²によれば、2023年6月末のプライム上市企業のPBR（単純平均）は1.2倍であり、2000年7月から2022年3月の期間の東証一部上市企業のPBRの平均値は1.13倍である。これに対して、S&P500の2000年以降のPBRの平均値は約2.8倍であり、足元では4倍を超えている³。



出所：経済産業省「グローバルで勝ち切る企業群の創出について②」第8回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会（2022/4/27）事務局説明資料より筆者作成

このように、日本の上市企業のPBRが米欧企業と比較して平均的には非常に低く、特にPBR1倍未満の企業の比率が高いことは明白であるが、それがなぜ重大な問題と

¹ 経済産業省「グローバルで勝ち切る企業群の創出について②」第8回 産業構造審議会 経済産業政策新機軸部会（2022/4/27）事務局説明資料。ちなみに、S&P500の「純資産が負の企業等」38社には、ボーイング、マクドナルド、フィリップモリス・インターナショナル等の超優良企業が多く含まれている。これらの企業はキャッシュフロー創出力がきわめて高く、多額の株主還元を行っている結果、会計上の簿価純資産がマイナス（債務超過）になっており、PBRが算出できない。資産サイドを時価評価すれば実態的な純資産は大幅にプラスの企業群である。

² 東京証券取引所 HP、「規模別・業種別 PER・PBR」。

³ 出所：<https://www.multpl.com/s-p-500-price-to-book>（2023年7月14日までのデータ）。

されるのであろうか。特に近年では、PBR が低い企業がアクティビスト等による株主提案のターゲットとされるなど、以前のように「株価は市場が決めるものだからコントロールできない」と放置できない状況になりつつある。

以下、本稿では、第Ⅱ章で、PBR が一体何を表す指標であるかを示した上で、PBR の決定要因を、「 $PBR = ROE \times PER$ 」という恒等式からのアプローチと、「 $PBR = 1 + \text{将来の残余利益の現在価値} / \text{簿価純資産}$ 」という残余利益法アプローチの両面から分析する。第Ⅲ章では、第Ⅱ章の分析結果を踏まえて、PBR を引き上げるにはどうすべきか、その方策を示す。

第Ⅱ章 PBR の本質とその決定要因

1. PBR の定義

PBR (Price Book-value Ratio : 簿価純資産倍率)⁴は、株価を BPS (Book Value per Share : 1株当たり純資産額) で割ったものである。BPS は簿価純資産額を直近期末の発行済株式数で割ったものであるが、分子の簿価純資産額からは非支配株主持分を除き、分母の発行済株式数からは自己株式を除く⁵。

もし発行済株式数に変動がなければ、

$$PBR = \frac{\text{株価}}{BPS} = \frac{\text{株価} \times \text{発行済株式数}}{BPS \times \text{発行済株式数}} = \frac{\text{時価総額}}{\text{簿価純資産}}$$

と表せる。但し、ここで「発行済株式数」とは自己株式を除いたものなので、分子の時価総額も「株価×発行済株式数(自己株式を除く)」で計算しなければならない。時価総額算出時の発行済株式数が保有する自己株式を除いたものであることは世界的には常識であるが、日本株については多くのベンダーが自己株式を含む発行済株式数で時価総額を(誤って)計算しており、特に自己株式保有の多い企業については時価総額がかなり過大表示されている⁶ので、注意が必要である⁷。すなわち、(誤って表示

⁴ 海外では「PBR」ではなく「P/B」と表記されることが多い。

⁵ 企業会計審議会「1株当たり当期純利益に関する会計基準の適用指針」。なお、直近期末の発行済株式数と自社株式数は、決算短信2頁で見るのが簡便である。

⁶ 例えば、Google Finance では、トヨタ自動車の2023年7月18日の終値は2,240円、時価総額は36.55兆円と表示されている。これはトヨタ自動車の直近期末(2023年3月末)の「発行済株式数(自己株式を含む)」16,315百万株を基に計算されている。しかしトヨタ自動車は2023年3月末に2,750百万株の自己株式を保有しているため、自己株式を除く発行済株式数は13,565百万株、正しい時価総額は30.39兆円である。もちろん、この誤った時価総額はトヨタ自動車が開示しているものではない。

⁷ 田村(2022a)参照。

されている)「時価総額」が簿価純資産を上回っていても、実際にはPBRが1を下回る場合もあるということである。

このように定義されたPBRは、いったい何を表しているのだろうか。しばしば、「PBRが1未満の場合、時価総額が解散価値(清算価値)を下回っている」といわれることがあるが、これは正しくない。なぜなら財務諸表は「継続企業の前提(ゴーイング・コンサーン)」で作成されており、解散価値(清算価値)は会計上の簿価純資産と必ずしも一致しない(大きく乖離する場合も多い)からである⁸。

PBRの本質的な経済的意味を考える上では、学術的な実証研究で企業価値の(高低を示す)代理変数として頻繁に用いられている「トービンのq」の理解が重要である。

2. PBRとトービンのq⁹

トービンのqはもともとは、後にノーベル経済学賞を受賞したジェームズ・トービンが1969年の論文(Tobin, 1969)で導入した概念であり、資本財の市場価格と再調達価格の比として定義されている。もしトービンのqが1より大きければ、企業は資本財に投資することにより投資額以上の価値が得られる。したがって、トービンのqが高いほど投資することが有利になる。逆にトービンのqが1を下回れば、投資は価値損失につながる。

トービンのqが投資の決定要因となるためには、qは限界的なq(marginal q)でなければならない。すなわち、新規投資を1単位行う場合の市場価格(新規投資の価値の市場評価額)と再調達価格(投資額)の比である。市場価格が内在価値(DCF価値)を反映していれば、限界的なqが1を上回っていることは、新規投資が生み出す将来キャッシュフローの現在価値が投資額を上回っていること、すなわちNPV>0を意味している。

この限界的なqは直接観察することができないので、実証研究では、トービンのqは以下のように「平均のq」として定義されることが多い。但し、平均のqは限界的なqとは必ずしも一致しないことに留意が必要である。

$$\text{トービンの}q = \frac{\text{資本ストックの市場価格}}{\text{資本ストックの再調達価格}} = \frac{\text{時価総額} + \text{負債の時価}}{\text{総資産の再調達価格}}$$

トービンの関心はマクロ経済的な投資の決定要因にあったので、限界的なqこそが本質的に重要な変数であったが、コーポレートファイナンス分野の実証研究では、平

⁸ 会社清算、特に倒産の場合には、たとえ粉飾決算が行われていなくても清算価値が簿価純資産を大きく下回することは珍しくない。逆に、都心立地で工場を操業していた企業が解散する場合、土地売却価格が簿価を大きく上回り、解散価値が簿価純資産を上回ることも考えられる。

⁹ 本節は、田村(2020), 149-151頁の記述を加筆修正したものである。本節の記述に関する参考文献等については田村(2020)参照。

均の q が、個別企業の「企業価値」（が高いか低いか）や「投資機会」（が多いか少ないか）の代理変数として一般的に用いられている。それはなぜだろうか。

平均の q における資本ストックの市場価値は、既に貸借対照表に反映されている既存プロジェクト（“Assets in Place”）の価値と、将来の有利な投資機会（“Growth Option”）から生み出されると期待される価値の和であると考えられる¹⁰。すなわち、

$$\text{資本ストックの市場価格} = \text{既存プロジェクトの価値} + \text{成長オプションの価値}$$

である。いま、ある企業が、独自技術を開発して高い市場シェアを獲得し、すでに高収益を上げているのみならず、今後さらに $NPV > 0$ の豊富な投資機会を有しているとする。この企業の市場価値には、既存事業の価値のみならず、将来の有利な成長期待の価値も含まれているだろう。すなわち、平均の q が高いということは、資本ストックの市場価格（広義の企業価値）が再調達価格を上回っていること、またその企業の成長機会が豊富であることを示唆している¹¹。これが、平均の q が企業価値や投資機会の代理変数として一般的に用いられる理由である。

以上の議論では、分母は資本ストックの「再調達価格」である。しかし、現実には分母の再調達価格は個別企業についてさえ算出することは非常に難しいので、多数のサンプルを扱う実証研究では、便法として総資産の簿価（＝純資産と負債の簿価合計）を用いることが多い。これに対して、分子の市場価格については、純資産の時価（＝株式時価総額）と負債の簿価の合計を用いることが多い。すなわち、

$$\text{トービンの} q = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債簿価} + \text{営業負債簿価}}{\text{総資産簿価} (= \text{簿価純資産} + \text{有利子負債簿価} + \text{営業負債簿価})}$$

である。ここまで簡便化されたトービンの q は、もはや PBR（＝時価総額／簿価純資産）と実質的には同じものである。PBR が 1 を超えていれば簡便法によるトービンの q も 1 を上回り、PBR が 1 を下回れば簡便法によるトービンの q も 1 を下回る。さらに、PBR が上昇（下落）すれば、簡便法によるトービンの q も上昇（下落）する。

したがって、PBR は簡便法によるトービンの q と同様に、企業価値や将来の投資機会を表す指標として有用であるが、本来は分母に再調達原価を使うべきところを簿価で代用しているため、簿価の歪みによる影響を受けることに注意が必要である。例えば、都心の好立地にある昔から保有する簿価の低い土地でホテルを営業している場合、見かけの ROE や PBR は高くなるかもしれないが、実態的な収益力や企業価値を見るためには、土地を時価評価して考える必要がある。また、PBR が 0.7 倍の企業が会計

¹⁰ Berk, et al. (1999) 参照。

¹¹ 但し、個別企業で見れば、将来の投資機会が乏しくても“Asset in Place”が極めて高収益であれば、平均の q が高くなる可能性がある点には留意が必要である。すなわち、平均の q の本質的な意味は企業価値の高低であって、将来の投資機会は企業価値を説明する重要な要因の一つと位置付けられよう。

上の大幅減損を行い簿価純資産が半分になると、計算上はPBRが1.4倍となるが、再調達価格ベースで見れば実態は変わらない。

以上見てきたように、PBRは経済的には（簿価の歪みに留意する必要があるが）企業価値の高低を示す重要かつきわめて有用な指標である。しかし、PBRが低い要因を分析して、その向上策を策定するためには、PBRの具体的な決定要因を探る必要がある。以下では、そのために最も重要な「PBRの2つの顔」について考察したい。

$$\text{第1の顔：PBR} = \text{ROE} \times \text{PER}$$

$$\text{第2の顔：PBR} = 1 + \frac{\text{将来の残余利益の現在価値}}{\text{簿価純資産}}$$

3. PBRの2つの顔（その1）：「PBR = ROE × PER」

まず、ROEとPERについて定義を確認しておこう。ROE（Return on Equity：自己資本利益率）は、「ROE = 当期純利益 ÷ 簿価純資産」と定義される。分子の当期純利益は親会社株主に帰属する分であり、実績ベースないし予想ベースが用いられる。分母の簿価純資産は非支配株主持分を除くベースであり、実績ROEの場合は当期純利益が生み出された期間の期中平均（簡便には期首・期末平均）、予想ROEの場合は直近期末の実績値が用いられる。

PER（Price Earnings Ratio：株価収益率）¹²は、株価をEPS（Earnings per Share：1株当たり当期純利益）で割ったものである。EPSは当期純利益（実績ベースないし予想ベース）を発行済株式数で割ったものであるが、分子の当期純利益は親会社株主に帰属する分であり、分母の発行済株式数からは自己株式を除く（企業会計審議会「1株当たり当期純利益に関する会計基準」）。発行済株式数は、実績PERの場合は当期純利益が生み出された期間の期中平均発行済株式数¹³を用い、予想PERの場合は直近期末の発行済株式数を用いて計算する。

もし発行済株式数に変動がなければ、

$$\text{PER} = \frac{\text{株価}}{\text{EPS}} = \frac{\text{株価} \times \text{発行済株式数}}{\text{EPS} \times \text{発行済株式数}} = \frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}}$$

と表せる（ここでも、発行済株式数は自己株式を除いたものである）。以上から、以

¹² 海外では「PER」ではなく「P/E」と表記されることが多い。

¹³ 期中平均発行済株式数は、決算短信2頁で見るのが簡便である。単に「期中平均株式数」と表示されているが、これは自己株式を除いた期中平均の発行済株式数を示している。

下の関係が成り立つ¹⁴。

$$\text{PBR} = \left[\frac{\text{時価総額}}{\text{簿価純資産}} \right] = \text{ROE} \left[\frac{\text{当期純利益}}{\text{簿価純資産}} \right] \times \text{PER} \left[\frac{\text{時価総額}}{\text{当期純利益}} \right]$$

但し、この関係が成り立つためには、各々 2 カ所ずつ現れる「時価総額」、「簿価純資産」、「当期純利益」が同じ数値でなければならない。「時価総額」は現時点での時価総額で共通であるが、「当期純利益」は ROE と PER で実績ベースか予想ベースかどちらかに統一しなければならない。実績ベースだと PBR と ROE で「簿価純資産」が異なる（PBR は期末時点、ROE は期中平均）ので、予想ベースでそろえるのがよい。すなわち、「実績 PBR = 予想 ROE × 予想 PER」として上式を理解すべきである。

この式から分かることは、PBR が低い原因は、(1) ROE が低いか、(2) PER が低いか（あるいはその両方か）しかないということである。2023年3月東証要請でも、「PBR 1 倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、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る 1 つの目安と考えられます」との記載があるが、ここで「資本収益性」は ROE を、「成長性」に対する投資家の評価は PER を示していると考えられる。

ROE の決定要因

まず、ROE が低い原因について考えてみよう。いま、その他営業外損益や特別損益等を捨象すれば、ROE と ROIC の関係は下図で表される¹⁵。すなわち、ROIC は ROE からレバレッジの影響を取り除いた利益指標といえる。

図表3：ROE と ROIC の関係

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{簿価純資産}} = \frac{\text{税引後営業利益}}{\text{投下資本}} - \frac{\text{税引後金利}}{\text{純有利子負債}}$$

ROIC
レバレッジの影響

↓
↓

出所：筆者作成

この式を変形すると、以下の関係が導かれる¹⁶。ここで、D/E (Debt/Equity) は、純

¹⁴ ここでも簿価純資産は非支配株主持分を除いたベース、当期純利益は親会社株主に帰属する分である。

¹⁵ 純金利以外のその他営業外損益、特別損益、非支配株主に帰属する当期純利益がなければ、「(親会社株主に帰属する) 当期純利益 = (営業利益 - 純金利額) × (1 - 税率) = 営業利益 × (1 - 税率) - 純金利額 × (1 - 税率) = 税引後営業利益 - 税引後金利」となる。

¹⁶ 導出過程は諸種テキストに示されているが、例えば田村 (2017), 112頁参照。なお、この算式は、ROIC と ROE の関係を定性的に理解するために算出したもので、(その他営業外損益や特別損益などの影響を受ける) 実際の企業分析においては実務的な使用価値は乏しい。

有利子負債を簿価純資産で割った数値である。

$$ROE = ROIC + (ROIC - \text{税引後金利率}) \times \frac{D}{E}$$

この式から、ROIC が税引後金利率を上回っていれば、同じ ROIC でもレバレッジ (D/E) が高まるほど ROE は高くなることがわかる。無借金企業 (純有利子負債 = 0) では D/E = 0 のため ROE = ROIC となる。キャッシュリッチ企業 (現預金 > 有利子負債) では純有利子負債がマイナスのため D/E レシオもマイナスとなり、ROE は ROIC を下回る。したがって、いずれの企業もレバレッジを引き上げることで ROE を改善することができる。もちろん、レバレッジはどこまでも高くできるものではないので、ROE を高めることは、適切な目標格付けを維持できるレバレッジ水準のもとで、ROIC をできるだけ高めることに帰着する。

以上より、ROE が低い原因には (1) ROIC が低い場合と (2) 資本構成が歪んでいる (レバレッジが過度に低い) 場合の 2 つがあることが確認できた。いずれも問題であるが、アクティビストや敵対的買収の脅威という点では、資本構成の歪みによる低 PBR の方が遥かに危険度が高い。このことを、以下、図表 4 を使って説明しよう。注目すべきは、同じ低 ROE、PBR 1 倍割れ企業である A 社と D 社であるが、アクティビストや敵対的買収者から見ると A 社は割安であり、D 社は割安でないということである。

図表4：PBR が低いと割安か

		ROIC=7.0%			ROIC=3.2%
		キャッシュ リッチ 企業 (A 社)	無借金 企業 (B 社)	レバレッジ 企業 (C 社)	レバレッジ 企業 (D 社)
B/S	投下資本	1,000	1,000	1,000	1,000
	純有利子負債	(500)	0	500	500
	簿価純資産	1,500	1,000	500	500
	D/E レシオ	-33%	0%	100%	100%
P/L	EBITDA	150	150	150	95
	減価償却費	50	50	50	50
	営業利益	100	100	100	45
	純金利 (2%)	(10)	0	10	10
	税引前利益	110	100	90	35
	税金 (税率30%)	33	30	27	11
	当期純利益	77	70	63	25
財務指標	ROE	5.1%	7.0%	12.6%	4.9%
	ROIC	7.0%	7.0%	7.0%	3.2%
	税引後営業利益	70	70	70	32
バリュエーション	PER	15.0	15.0	15.0	15.0
	時価総額	1,155	1,050	945	368
	純有利子負債	(500)	0	500	500
	企業価値	655	1,050	1,445	868
	PBR	0.77	1.05	1.89	0.74
	EBITDA 倍率	4.4	7.0	9.6	9.1

出所：筆者作成

図表4で、ROIC (= 7%) が等しい、キャッシュリッチ企業 A 社 (D/E = ▲33%)¹⁷、無借金企業 B 社 (D/E = 0%)、レバレッジ企業 C 社 (D/E = 100%) の ROE を比較すると、A 社は5.1%と ROIC を下回り、C 社は12.6%と ROE を上回る。B 社の ROE は ROIC と同じ7.0%である。この時、市場の株価が PER ベース (15倍) で形成されているとすると、A 社、B 社、C 社の PBR は各々、0.77倍、1.05倍、1.89倍である。しかし、アクティビストや敵対的買収者が本当に着目しているのは PBR ではなく EBITDA 倍率である。こちらは各々 4.4倍、7.0倍、9.6倍となっており、A 社は「割安企業」として狙われやすい。

図表4右端の D 社も ROE が4.9%と低く、低 PBR 企業 (0.74倍) であるが、ROE が低い原因は A 社のようなレバレッジの歪みではなく ROIC の低さ (3.2%) である。D 社の EBITDA 倍率は9.1倍もあり、アクティビストや敵対的買収者から見て割安感はない。

すなわち、ROE の低さが資本構成の歪みにある A 社の場合、アクティビストや敵対的買収者は、本業をまったく改善できなくても、巨額配当や自社株買いにより資本構成の歪みを是正するだけで利益を得ることができる。キャッシュリッチ企業が、事業に対する知見の乏しいアクティビスト¹⁸のターゲットになりやすいのは、そのためである。それに対して ROE の低さが ROIC の低さにある場合、PBR の低さは本業が儲かっていないことを反映したものであり、本業の収益性を引き上げないかぎりバリューアップはできない。

例えば、2003年12月にスチールパートナーズが敵対的公開買付けを仕掛けたユシロ化学工業の事例を見てみよう。ユシロ化学の買収提案前の PER は15.2倍程度と普通であったが、PBR は0.6倍と非常に低かった。しかし、スチールパートナーズが本当に目を付けたのは EBITDA 倍率の低さ (3.1倍) であったと思われる。実際にユシロ化学の低 PBR、低 ROE の原因は極端なキャッシュリッチ状態にあった (図表5)。ユシロ化学は敵対的公開買付けに対し巨額配当宣言で対抗したが、その結果、(市場の過剰反応要因も含め) 株価が急騰し、EBITDA 倍率が9.7倍にも達したことから公開買付けは不成立に終わった¹⁹。同様にスチールパートナーズが敵対的公開買付けを行ったソトー (2003年12月) やブルドックソース (2007年5月) も極端なキャッシュリッチ企業であった。

¹⁷ 純有利子負債▲500とは、例えば無借金で現預金が500ある状態のことである。簿価純資産1500のうち事業に投下されているのは1000で、残りの500は現預金となっている。

¹⁸ それに対して、事業に対する知見の豊富なアクティビストは、事業ポートフォリオの再編等により本業の改善余地が大きい企業をターゲットにする傾向が見られる。

¹⁹ 但し、公開買付け前から大量の株式を保有していたスチールパートナーズは、巨額配当宣言による株価急騰で恩恵を受けたのみならず、その後も保有を継続し、危機感を抱いた経営陣が実施した経営改革による更なる株価上昇のメリットも享受した。

図表5：スティーロパートナーズによるユシロ化学工業への敵対的買収

(百万円)

	公開買付 発表前	SPによる 買付価格	ユシロによる 配当増額 発表前	ユシロによる 配当増額 発表後	公開買付 終了時
日付	03/11/28-12/17 終値平均	03/12/19	04/1/14	04/1/20	04/1/26
株価 (円)	855		1,147	1,856	1,760
1株当り買付価格 (円)		1,150			
発行済株式総数 (千株)	14,794				
株主価値	12,649	17,013	16,968	27,457	26,037
純有利子負債	-5,609				
企業価値	7,040	11,404	11,359	21,848	20,428
EBITDA (LTM)	2,243				
EBITDA マルチプル	3.1	5.1	5.1	9.7	9.1
PBR	0.6	0.9	0.8	1.4	1.3
1株当り純資産	1,351.14				
PER	15.2	20.4	20.3	32.9	31.2
1株当り当期利益(EPS)	56.43				

(注) 発行済株式総数は2003/9末現在で自己株式を除く
 貸借対照表関係数値および1株当り純資産は2003/9末現在(連結)、1株当り当期利益は2004/3期予測(03/9中間決算発表時)
 純有利子負債は、有利子負債 - 現預金 - 短期有価証券 + 少数株主持分
 EBITDAは営業利益 + 減価償却費ベース。LTM = Last Twelve Months(過去12ヶ月) = 2003/3期下期実績 + 2004/3期上期実績

出所：筆者作成

しかし、なぜキャッシュリッチ企業は事業の評価額(EBITDA倍率)が低くなりがちなのだろうか。EBITDA倍率の計算では、保有現預金は額面通りの価値があるものとして時価総額から現預金を引いたものを事業の価値(企業価値)と見なしているが、実は、過小評価されているのは、事業そのものではなく保有現預金である可能性が高い。

現在のような低金利環境下では、キャッシュリッチであっても適度なレバレッジがかかっている場合でも、当期純利益やEPSに大きな違いはない。ここで、株価が主にPERベースで決まっているとすると、余剰現預金の価値はほとんど時価総額に反映されないことになる。これは一般投資家の視点からは合理的なバリュエーションである。なぜなら、キャッシュリッチ企業の経営者が余剰現預金を還元せずに保有し続けたり、価値破壊的な投資に回したりすると予想されれば、経営方針に影響を与えることのできない一般投資家にとって余剰現預金は「絵に描いた餅」であり、当期純利益からの一定比率の配当しか還元は期待できないからである。実証研究でも、ガバナンスの弱い企業が保有する現預金の価値は、市場で12~58%ディスカウントして評価されていることが報告されている²⁰。

²⁰ Dittmar & Mahrt-Smith (2007).

ところが、敵対的買収者がそのようなキャッシュリッチ企業を買収すると、市場でディスカウント評価されていた余剰現預金は額面通りの価値を持つ。また、アクティビストが巨額の株主還元を実施させた場合にも、余剰現預金のディスカウントは解消される。これが、キャッシュリッチ企業に代表される資本構成が歪んだ企業が、アクティビストや敵対的買収者の標的になりやすいメカニズムである。結論として、ROEの低い原因にはROICの低さと資本構成の歪みの2つがあり、どちらも問題ではあるが、経営者の判断次第で迅速に是正できる資本構成の歪みの方が、放置するとより危険な状態であるといえる。

PERの決定要因

一般に、PERは投資家による成長性への期待を表しているといわれるが、それは本当だろうか。いま、当期純利益の永久成長率、追加投資（増分ベース）のROE²¹、株主資本コストが一定²²という単純化された前提条件のもとで、PERの理論構造式を導出し、その真偽を確かめてみよう²³。

一般に、キャッシュフロー定率成長モデルでは、株主価値は以下のように表される²⁴。

$$\text{株主価値} = \frac{\text{株主に帰属するキャッシュフロー}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}} = \frac{\text{当期純利益} - \text{再投資額}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}$$

ここで、

$$\text{追加投資のROE} = \frac{\text{当期純利益増加額}}{\text{再投資額}} = \frac{\text{当期純利益} \times \text{成長率}}{\text{再投資額}}$$

なので、

$$\text{再投資額} = \frac{\text{当期純利益} \times \text{成長率}}{\text{追加投資のROE}}$$

²¹ 「増分ベースのROE = 当期純利益増加額 ÷ 簿価純資産増加額」である。以下の単純化された議論では、既存投資（現在の簿価純資産額）に対するリターン（当期純利益）は、減価償却による目減り分を補う維持投資分も含めて、現状のROEが継続することが暗黙の前提になっている。

²² 株主資本コストが一定ということはレバードベータ値が一定ということであり、資本構成（時価ベースのD/E比率）に変動がないことが暗黙の前提となっている。

²³ 以下、理論式導出の詳細は田村（2022b）、補論2参照。

²⁴ ここで「再投資額」とは簿価純資産の純増額のことである。既存の設備資産等の残高を維持するための投資額は、減価償却費を通じて既に当期純利益の計算上差し引かれている。

よって、

$$\text{株主価値} = \text{当期純利益} \times \frac{1 - \frac{\text{成長率}}{\text{追加投資の ROE}}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}$$

となる。これが株主価値の理論構造式²⁵である。両辺を当期純利益で割ると²⁶、以下の PER の理論構造式が得られる。但し、市場株価が内在価値を反映していることを前提としている。

$$\text{PER} = \frac{1 - \frac{\text{成長率}}{\text{追加投資の ROE}}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}$$

成長率がゼロの時には、上式より PER は株主資本コストの逆数となる。成長率が正の場合、この式を成長率で偏微分すると²⁷、以下のことが判明する。

追加投資の ROE > 株主資本コストならば、成長率が高いほど PER は高くなる
 追加投資の ROE = 株主資本コストならば、成長率にかかわらず PER は一定である
 追加投資の ROE < 株主資本コストならば、成長率が高いほど PER は低くなる

これはよく考えてみれば当然のことである。追加投資の ROE が株主資本コストを下回るような投資を行えば株主価値を毀損するので、例えば、豊富な手元現預金を株主に還元せずに、将来資本コストを下回るようなリターンしか生まない価値破壊的な投資や M&A を行うと思われている企業は、たとえ経営陣が売上成長を目標に掲げてても PER は低くなるだろう。

すなわち、PER が高いのは、単なる成長期待でなく、利益を伴った成長（Profitable Growth）の期待を反映しているのである。ここで「利益」とは単に営業利益や当期純利益が増えることでなく、株主資本コストを上回る水準の ROE を達成できるだけの利益を意味している。したがって、資本コストを上回る収益性のないプロジェクトを手掛けて無理に売上・利益の成長を図っても、PER は上昇しないどころかかえって低下するだろう。

この PER の理論構造式を使えば、PBR の理論構造式は簡単に導出できる。

²⁵ 企業価値ベースの理論構造式、すなわちマッキンゼー（2022）でいう「バリュードライバー式」の株主価値版である。

²⁶ 発行済株式数（自己株式を除く）は一定とする。

²⁷ 田村（2022b）、補論 2 参照。

「PBR = 足元の ROE（今期予想ベース）× PER」であるから、

$$\begin{aligned}
 \text{PBR} &= \text{足元の ROE} \times \frac{1 - \frac{\text{成長率}}{\text{追加投資の ROE}}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}} \\
 &= \frac{\text{足元の ROE}}{\text{追加投資の ROE}} \times \frac{\text{追加投資の ROE} - \text{成長率}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}
 \end{aligned}$$

ここで、追加投資の ROE の期待値が足元の ROE 並み²⁸であれば、PBR は下式で表される。

$$\text{PBR} = \frac{\text{追加投資の ROE} - \text{成長率}}{\text{株主資本コスト} - \text{成長率}}$$

いま、追加投資の ROE が足元の ROE 並みとした場合に、ROE と成長率に応じて PER、PBR の理論値がどう変化するかを示すと、下表の通りである。高 PER、高 PBR を実現する秘訣は、株主資本コストをできるだけ上回る ROE を維持しつつ、成長率を高めることである。

図表6：ROE、成長率と PER、PBR の理論値（追加投資の ROE = 足元の ROE の場合）

		PER		
		永久成長率		
		0%	1%	2%
株主資本コスト	4%	12.5	10.7	8.3
	8%	12.5	12.5	12.5
	12%	12.5	13.1	13.9
	20%	12.5	13.6	15.0
	ROE			

		PBR		
		永久成長率		
		0%	1%	2%
株主資本コスト	6%	0.75	0.71	0.67
	8%	1.00	1.00	1.00
	12%	1.50	1.57	1.67
	20%	2.50	2.71	3.00
	ROE			

出所：筆者作成

²⁸ すなわち、足元の ROE が高ければ今後の投資の ROE も高く、足元の ROE が低ければ今後の投資の ROE も低いと市場が予想している場合である。

4. PBR の 2 つの顔 (その2) : 残余利益法から見た PBR²⁹

残余利益とは、簿価純資産から期待される正常利益（株主資本コスト並みの利益）を上回る超過収益を指し、以下の算式で表される。

$$\begin{aligned} \text{残余利益} &= \text{当期純利益} - \text{簿価純資産} \times \text{株主資本コスト} \\ &= \text{簿価純資産} \times (\text{ROE} - \text{株主資本コスト}) \end{aligned}$$

この「ROE - 株主資本コスト」の部分を「エクイティスプレッド」と呼ぶ、ROE が株主資本コストを上回ればエクイティスプレッドはプラスであり、残余利益もプラスとなる³⁰。

残余利益法によれば、株主価値は以下のように表される。ここで、将来の残余利益を現在価値に割り引く割引率は株主資本コストである。

$$\text{株主価値} = \text{簿価純資産} + \text{将来の残余利益の現在価値}$$

市場株価が内在価値を反映していれば、上式左辺の株主価値 = 時価総額である。その時、両辺を簿価純資産で割ると、

$$\text{PBR} = 1 + \frac{\text{将来の残余利益の現在価値}}{\text{簿価純資産}}$$

この式によれば、PBR 1 倍割れは、市場が「将来の残余利益はマイナスである」、すなわち「株主資本コストを下回る ROE しか期待できない」と判断していることを意味する。逆にいえば、PBR を上げるためには、将来の残余利益が大きくプラスになること、すなわち株主資本コストを上回る ROE を生み出すような投資機会を豊富に保有しており、それを実行するつもりであることを市場に納得させることが必要である。

ここでも、前節での「株主資本コストを上回る高い ROE を保ちつつ成長性を高めることが高 PBR を実現するカギである」という結論が支持された。すなわち、PBR の 2 つの顔、「PBR = ROE × PER」と「PBR = 1 + 将来の残余利益の現在価値 / 簿価純資産」は同じ結論を指し示している。これは偶然ではない。なぜなら、この 2 つの表現は、同一のものを異なった角度から表しているにすぎないからである³¹。

²⁹ 残余利益法およびその PBR との関係について、詳しくは田村（2022b）, 102頁以下を参照。

³⁰ なお、ここでの ROE は、追加投資の ROE ではなく既存投資分も含めた各期の平均の ROE であることに注意。

³¹ その一つの証拠として、（やや計算は面倒ではあるが）前節で導いた PBR の理論構造式を「PBR = 1 + 将来の残余利益の現在価値 / 簿価純資産」からも導出することができる。

第三章 PBR を引き上げるにはどうすべきか

1. PBR 引き上げの 2 つのステップ

前章の議論から、PBR の引き上げに必要な要因は明らかである。PBR の第 1 の顔「 $PBR = ROE \times PER$ 」からは、足元の ROE 引き上げと PER の引き上げが重要であり、PER の引き上げには（理論構造式から）将来の追加投資の ROE 期待値の引き上げと成長期待の引き上げが重要であることがわかる。また、PBR の第 2 の顔「 $PBR = 1 + \text{将来の残余利益の現在価値} / \text{簿価純資産}$ 」からは、将来の（平均）ROE 期待値の引き上げと将来の簿価純資産額の引き上げ（成長投資の実行）が重要であることがわかる。ここで、将来の平均 ROE 期待値は足元の ROE と将来の追加投資の ROE の加重平均値であるため、その引き上げには、足元の ROE および将来の追加投資の ROE 期待値の両方の引き上げが重要であることがわかる。

以上を総括すると、PBR 引き上げに必要なのは、足元および将来の追加投資の ROE の引き上げと成長期待の引き上げである。ROE は ROIC とレバレッジで決まるので、ROE 引き上げのためには、資本構成の適正化と ROIC の引き上げが重要である。このうち、資本構成の適正化は、経営者の決断で短期的に実現することが可能であり、かつ一度最適な状態を達成するとそれ以上は価値創造（PBR 引き上げ）の源泉にはならない。これに対して、ROIC と成長期待の引き上げは本業の価値向上そのものに直結する中長期を視野に入れた課題であり、持続的な価値創造の源泉となる。すなわち、PBR の引き上げは、以下の 2 ステップに分けて考えるのがよい。

ステップ 1（短期的・財務面での課題）：資本構成の適正化

ステップ 2（中長期的・事業面での課題）：高 ROIC と成長性の両立

2. ステップ 1 「資本構成の適正化」

資本構成の適正化とは、適度なレバレッジをかけることである。適切なレバレッジの水準は業種によっても異なるが、例えば、目標とする債券格付けから逆算して「純有利子負債が EBITDA の〇倍程度」と設定するのがよいだろう。

株主還元

現状の資本構成が適正レベルからかけ離れている時に、例えばキャッシュリッチ企業が一気に資本構成を適正化する手段としては、適正レベルまでの借入を行ってその借入代わり金と余剰現預金で巨額配当や巨額自社株買いを行う「レバレッジド・リ

キャップ (Leveraged Recapitalization)」が挙げられる³²。そこまでドラステックな手段が取れない場合でも、余剰現預金を原資とした巨額配当・自社株買いを宣言するだけでも効果は大きい³³。さらに穏やかな策としては、配当性向の引き上げや適度な自社株買いも挙げられるが、それでは資本構成の適正化に時間がかかり、その間はアクティビストや敵対的買収のリスクが高止まりすることに注意が必要である。一般には、現状のレバレッジと適正レバレッジとのギャップが大きいほど、大胆な株主還元や積極投資等、より抜本的な手段を講じる必要がある。

図表7では、株主還元によるPBR改善効果の例を示している。現状は株価150円、発行済株式数10億株で時価総額は1,500億円、簿価純資産は2,000億円であり、PBRは0.75倍である。当期純利益は100億円なので、EPSは10円/株であり、PERは15倍である。ここで、通常の配当期待を超えて、余剰現預金150億円を株主還元する。

仮に余剰現預金の価値が100%市場で評価されていたとすると、150億円還元後の時価総額は1,350億円になるはずである。配当で還元した場合には配当落ち後の株価は135円に下落するが、15円の配当があるので配当込みの価値は150円で還元前と変わらない。自社株買いで還元した場合は、自社株買いに応じた株主は現金で1株150円を受け取り、残った株主は株価150円のままなので損得はない。現預金はほとんど利益を生んでいないので、自社株買い後のEPSは上昇するが、PERの低下で相殺される格好となる。なお、配当でも自社株買いでも還元後のROEは上昇するが、PBRは若干低下する³⁴。

しかし、実際には余剰現預金の価値は市場でディスカウント評価されており、株価は基本的にPERベースで形成されているとすると、話は違ってくる。余剰現預金はほとんどEPSに寄与していないので、配当の場合、還元後のEPS低下はわずかであり、株価もほとんど下落しない。そうすると配当込みの価値は上昇する。自社株買いの場合はEPSの上昇がそのまま株価上昇につながる。いずれの場合も、PBRは上昇する。

どちらのシナリオが現実的であろうか。キャッシュリッチ企業等で計算上のEBITDA倍率が低い場合、実際には余剰現預金がディスカウント評価されているものと考えられ、株主還元により少なくとも還元分の余剰現預金の価値が100%評価に変わるので、PER一定シナリオに近くなる可能性が高い。さらに、資本構成の適正化に向けての努力をシグナリングすることにより、将来の追加投資のROEの期待値が上方修正されれば、PERの上昇も想定され得る。

³² 但し、会社法上の分配可能額が確保できることが前提になる。ちなみに、米国会社法では分配可能額の規制が非常に緩いので、日本と比べてレバレッジド・リキャップが行いやすい。

³³ 例えば、ユシロ化学の事例参照。ちなみに、海外では敵対的買収を受けた際の防衛策として、しばしばレバレッジド・リキャップが用いられる。

³⁴ ROEが上昇するのは、簿価純資産の減少(▲150億円)に対して当期純利益の減少(▲1億円)が小さいからである。PBRが低下するのは、もともと時価総額<簿価純資産であるところ、時価総額も簿価純資産も同額(150億円)減少するからである。

図表7：株主還元による PBR 改善効果

前提条件

株主還元を150億円行う 現預金が150億円減少、当期純利益は約1億円減少（税引後利率0.7%）

配当の場合	1株15円を配当
自社株買いの場合	1株150円で1億株を自社株買い

	現状	株主還元後			
		理論的には・・・		PER一定だと・・・	
		配当	自社株買い	配当	自社株買い
発行済株数（自社株を除く）億株	10.0	10.0	9.0	10.0	9.0
当期純利益 億円	100.0	99.0		99.0	
簿価純資産 億円	2,000	1,850		1,850	
ROE	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
EPS 円/株	10.00	9.90	10.99	9.90	10.99
BPS 円/株	200	185	206	185	206
株価 円/株	150.0	135.0	150.0	148.4	164.9
時価総額 億円	1,500	1,350	1,350	1,484	1,484
PER 倍	15.0	13.6	13.6	15.0	15.0
PBR 倍	0.75	0.73	0.73	0.80	0.80
現預金 億円	150	0		0	

株主受取価値

株価	150.0	135.0	150.0	148.4	164.9
受取配当金（1株当たり）		15.0	0.0	15.0	0.0
合計	150.0	150.0	150.0	163.4	164.9

出所：筆者作成

資本構成の適正化の手段としては、株主還元の他に巨額の投資（設備投資や M&A）も考えられるが、そこで注意すべき点は「株主還元を行うくらいならとにかく売上・利益の拡大につながる投資を行おう」という姿勢は、かえって株主価値を低下させてしまう可能性があるということである。有望な（株主資本コストを上回るリターンの見込まれる）投資機会がなければ、やはり株主還元ルートで資本構成を適正化すべきであろう。

政策保有株式³⁵

投資家から見れば、政策保有株式を含む投資有価証券（特に上場株式）は余剰現預金の一形態である。したがって、アクティビストや敵対的買収者は投資有価証券の多くを余剰現預金に加算して「割安度」を判定している可能性が高い。また、投資家はコーポレートガバナンスの面からも政策保有株式を非常に問題視している。これに関して、まず、コーポレートガバナンス・コードが政策保有株式をどのように扱っているかを確認しておこう。

コーポレートガバナンス・コードは、当初の2015年版から原則 1-4 で政策保有株式

³⁵ 政策保有株式に関する以下の議論は、田村（2018）の内容を加筆修正したものである。

について規定していたが、2018年改訂で、政策保有株式に対する懐疑的な姿勢が鮮明になった。改訂後の原則1-4は以下の通りである。

原則1-4. 上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、政策保有株式の縮減に関する方針・考え方など、政策保有に関する方針を開示すべきである。また、毎年、取締役会で個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである。上場会社は、政策保有株式に関する議決権の行使について、適切な対応を確保するための具体的な基準を策定・開示し、その基準に沿った対応を行うべきである。

重要なポイントは、政策保有株式について、従来のコードの「合理性があれば保有しても良い」というスタンスから、「基本的には好ましくないので縮減すべき」とのスタンスに明確に転じたことである。また、政策保有株主が「与党株主」として保有先の経営陣に常に賛成票を投じることにより、保有先の株主価値に則した議決権行使が歪むことに対する警戒感がより強く表れている。

さらに2018年改訂で重要なのは、「保有される側」の問題を明示的に提起したことである。コーポレートガバナンス・コード改訂版では2つの補充原則が新設されている。

補充原則1-4①. 上場会社は、自社の株式を政策保有株式として保有している会社（政策保有株主）からその株式の売却等の意向が示された場合には、取引の縮減を示唆することなどにより、売却等を妨げるべきではない。

補充原則1-4②. 上場会社は、政策保有株主との間で、取引の経済合理性を十分に検証しないまま取引を継続するなど、会社や株主共同の利益を害するような取引を行うべきではない。

すなわち、原則1-4は、政策保有株式を「保有する側」に、保有に伴うメリットが本当にあるのかを問うとともに、無批判な与党株主になることは適切でないとしている。他方で、補充原則1-4①と②は、「保有される側」に、取引メリットの削減等を示唆して売却を妨げてはならず、また保有してもらっているからといって取引に特段の便宜を図ってはならないとしている。政策保有株式を保有していても売却しても本当に取引上の地位に違いがないのであれば、政策保有株式を保有するメリットはどこにあるのだろうか。また、政策保有株式の保有者が与党株主にならないのであれば、保有してもらったメリットはどこにあるのだろうか。原則1-4と補充原則1-4①②をあわせ読めば、もはや政策保有株式の保有が正当化される余地はほとんど残されていないように思われる。

この2018年改訂の背景には、「政策保有株式の保有目的は、取引上の便益供与と与党株主としての議決権の行使をバーターにする不適切なものではないか」という問題意識が存在する。すでに2012年には、日本銀行金融研究所「コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会」³⁶が公表した報告書「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」³⁷において、持合株主の議決権行使に伴う問題点が、以下のように指摘されている。

持合株式の議決権行使に際しては、経営者の保身、会社支配の安定化といった私的利益が強く働き、発行会社（経営者）たる持合先にとって有利な議決権行使を行う見返りとして、当該発行会社が保有する自社の株式については、自社（経営者）にとって有利なかたちでその議決権を行使させるといったことが行われる結果、企業価値に照らして適切な議決権行使が期待できない場合があると考えられる。…また、A 社が B 社に取引上の便益を供与することを条件として A 社に有利なかたちでの議決権行使の働きかけを行い、B 社がこれに応じて議決権を行使したという事実がある場合は、利益供与に該当する可能性もある。

同じく2012年に、法務省の委託調査に基づき公表された「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書」では、以下のように記されている³⁸。

この両者〔株式の持ち合いと Empty Voting〕に共通するのは、株主が株式所有者としての地位に基づく利益…とは異なる利益が存在し、そのために、企業価値の向上と無関係な自らの利益を優先することで、企業価値または他の株主（とりわけ局外株主）の利益を害する危険性が生じるのではないかという問題意識である。…日本法であれば、会社法上の利益供与の禁止（120 条）…といった一般法理を具体的事情に応じて適用していくという形の処理の可能性が否定されているわけではない。

その後、コーポレートガバナンス・コード策定後に、投資家フォーラムがフォローアップ会議に「政策保有株式に関する意見」を提出した³⁹。同意見書では、

³⁶ メンバー：石綿学、井上聡、大杉謙一、加藤貴仁、神作裕之、神田秀樹、後藤元、田中亘、前田庸（座長）、森田果、柳川範之、事務局：日本銀行金融研究所。

³⁷ コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会（2012）。

³⁸ 得津（2012）、1 頁、44-45 頁、□ 内は筆者補足。

³⁹ 投資家フォーラム「政策保有株式に関する意見」（2015 年 9 月 11 日）（スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第 3 回）配布資料（2015 年 11 月 24 日））。

CGコードへの対応という観点からは、政策保有することの経済合理性に焦点が当たりますが、実は政策保有されている側の行動についても考えることが大事だ。…取引先の株式を保有することによって特別な便益を受けているのであれば、「保有されている側」は「保有している側」に過度な便益を与えていることになるのではないか。

との意見を紹介したうえで、以下のように、政策保有株式を削減させ、政策保有株主に対する利益供与を監視すべきであると提言を行っている。

…投資家から見て、問題の本質は、政策保有の継続を前提としてコンプライまたはエクस्पラインすることではない。政策保有は解消すべきという声が、会合の参加者の間では圧倒的であった。…以上を踏まえ、投資家としては、株式の政策保有を行っている企業に対して、政府の新成長戦略で言われる「稼ぐ力」を向上させるために、何らかの行動をお願いしたい。行動とは、まず、今後の政策保有株式の削減の方針を表明する、政策保有株主の地位を濫用した営業活動等が一般株主の利益を損なっていないことを監視する仕組み（例：独立社外者の監視委員会）をつくる、などである。

このような政策保有株式保有に関する疑念が膨らんだ結果、2017年6月の「未来投資戦略2017」では、「株式の政策保有に関する方針の分かりやすい開示と保有の合理性のない政策保有株式の縮減」（115頁）と、政策保有株式の縮減が明記され、さらに2017年12月の「新しい経済政策パッケージ」では、「政策保有株式の縮減に関する方針の明確化及び政策保有株式の縮減・売却に対する「保有させている側」の理解」（3-5頁）と、「保有させている側」の問題が閣議決定文書に登場した。

そして、コーポレートガバナンス・コード改訂のために2017年10月に再開された第11回フォローアップ会議では、初回到海外機関投資家の見解を代表するICGSのワリングメンバーが、以下のように述べて、政策保有株式の縮減を強く訴えている⁴⁰。

この政策保有株式につきましては、日本の経済界において広く行われている慣行ですが、これはICGNの会員にとりましては非常に大きな懸念事項となっております。日本では、ビジネス関係のためには、政策保有株式で持ち合いをやるというのが不可欠であるという考え方が広くとられておりますが、世界の投資家はこれとは全く違う考え方を持っておりまして、どのような懸念が投資家側から表明されているか、ここに幾つか事例を挙げております。政策保有株式のどこが問題

⁴⁰ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第11回）議事録（2017年10月18日）。

だと投資家が考えているか。まず1つ目は、公正な競争が妨げられる。2つ目に、不当な取引制限につながる。3つ目に、株主間の不平等につながる、また、買収防衛策等の不適切な利用につながる、資本管理が非効率になる、取締役会の独立性が妨げられる、また経営に対する牽制がきかなくなるといった懸念が出ております。…

さらに2017年12月に開催された第13回フォローアップ会議では、同じくメンバーである経営共創基盤の富山和彦 CEO が、以下のように発言している⁴¹。

…これ、昔から思っているんですけど、政策保有株式の問題で、保有させる側の企業の問題で言っちゃうと、どうしてもよくわかんないの。今、わかりやすい持ち合いってないんですよ。片持ち型でぐるっと回っているケースが圧倒的に多いでしょ。これ、安定与党株主として株を持ってもらっていることと営業上のメリットというものが対価的に向き合っているとしたら、どう考えても特別利益供与なんです。神田先生もいらっしゃるので、これ、何で特別利益供与にならないのか昔から不思議で、だって、同じでしょ。変な話、総会屋にお金を渡すのと、株式を持ってもらっているから、営業上便宜を払っていますというのって、それって経済的には同じとしか昔から思えなくて、これ、どうなっているのかなと思って。

すなわち、「株式会社は、何人に対しても、株主の権利…の行使に関し、財産上の利益の供与…をしてはならない」という会社法第120条第1項の規定は、与党株主としての総会屋のみならず、政策保有株式にも適用されるのではないかという疑念である。

これらの一連の流れを観察すれば、コーポレートガバナンス・コードの2018年改訂版が、なぜ政策保有株式の縮減を強く促し、またなぜ株式を保有させる側の問題に焦点を当てているのか、その理由は明らかであろう。こうして考えると、「保有する側」にとって経済合理性があり、かつ「保有される側」にとって議決権行使と経済的利益供与のトレードとなっていないような政策保有株式保有の理由を挙げることには困難が伴う。

このような政策保有株式に対する機関投資家の否定的な見方は臨界点に達しつつある。アクティビストによる政策保有株式縮減提案が頻出するのみならず、ISSが2022年から、政策保有株式の保有額が純資産の20%以上の企業につき経営トップである取締役に対して反対を推奨する基準を設けたり（グラスルイスは原則として10%以上で

⁴¹ スチュワードシップ・コード及びコーポレートガバナンス・コードのフォローアップ会議（第13回）議事録（2017年12月21日）。

反対推奨⁴²⁾、野村アセットマネジメント⁴³⁾や三井住友 DS アセットマネジメント⁴⁴⁾が同様の基準を導入するなど、包囲網が狭まってきている観がある。

ISSは政策保有株式に反対する理由を以下のように説明している⁴⁵⁾。

資本の非効率的な配分や資本の空洞化など株式持ち合いに起因する問題は、日本のコーポレートガバナンス上最も大きな問題だと言われている。日本では事業上の関係維持のため、顧客、調達先、借入先などの他の企業の株式を純投資以外の目的で保有する慣習が広く見られる。株式持ち合いのために投入された資本は本業の設備投資、事業買収、配当や自社株式取得などに充当することができず、株式を持ち合う行為は株主の長期的な利益に反する懸念がある。さらに常に会社提案議案に賛成する一方で株主提案には反対するように議決権が行使されるため、市場による規律の低下が懸念される。また、政策保有株式の保有は資本生産性の低下を招くことがある。資本生産性の低さが、数十年にわたる日本の株式投資の収益性の低さに影響しているとも指摘される。

この説明からも明らかなように、「20%」というのはあくまで通過点であって、最終的な目的は政策保有株式の全廃であることは想像に難くない。昨今の情勢変化を踏まえると、上場企業は、資本効率向上の観点からもガバナンスの観点からも政策保有株式の縮減を加速すべきであろう。「相手方の了解を得るのが難しい」という話も聞かれるが、少なくとも政策保有株式が上場株である場合、当該上場企業の大部分はコーポレートガバナンス・コードの補充原則1-4①を「コンプライ」しているはずである。「了解を得るのが難しい」というのは、相手方が宣言にも関わらずコンプライしていないことを示唆しているのであろうか。

3. ステップ2 「高 ROIC と成長性の両立」

資本構成の適正化（ステップ1）は、一度実行したらそれ以上に価値を高める要因にはならない。ここからはPBRを高める王道である企業価値向上（ステップ2）の出番である。海外企業のようにPBR2倍、3倍を目指すためには資本構成の適正化だけ

⁴²⁾ Glass Lewis, “2023 Policy Guidelines – Japan”. 但し、明確な削減目標が開示されている場合、および保有額が純資産の10%以上20%未満であって過去5期の平均ROEが5%超の場合は、反対を控える。

⁴³⁾ 野村アセットマネジメント「[日本企業に対する議決権行使基準]の改訂について」(2022/11/1) [政策保有株式が(一般事業会社で)投下資本の20%を上回る場合、会長・社長等の取締役再任に反対]。

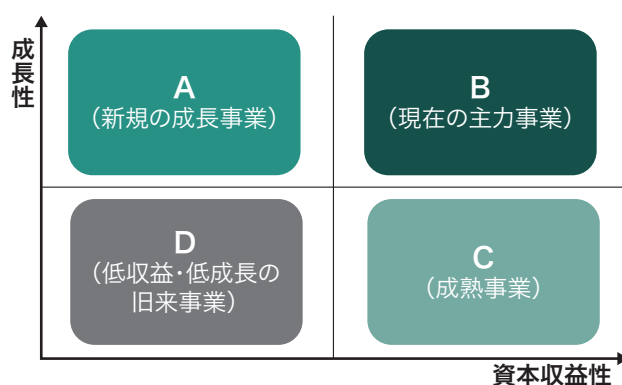
⁴⁴⁾ 三井住友 DS アセットマネジメント「議決権行使判断基準」(2023/1/4) [政策保有株式を純資産の20%程度以上保有している場合、取締役の選任に原則として反対を検討する]。

⁴⁵⁾ ISS「2023年版日本向け議決権行使助言基準」(2023/2/1) 参照。

では難しく、本業の価値向上が必須となる。本業の価値である企業価値を規定する要因は、加重平均資本コスト（WACC）を上回る高い ROIC を維持しつつ成長性を高めていくことである。言い換えれば、 $ROIC > WACC$ であるような有望な投資機会を創出し、そのような投資機会に積極的に投資していくことである。

単年度の ROIC を高めるだけでなく、成長性との組み合わせで企業価値を高めていくことが真の「ROIC 経営」である。本稿では紙幅の都合で ROIC 経営について敷衍する余地がないが、ROIC 経営の理論と実務については、拙稿「ROIC 経営の光と影（前編）：企業価値向上との関係を中心に」（田村，2021a）および「ROIC 経営の光と影（後編）：実務上の論点を中心に」（田村，2021b）を参照されたい。この ROIC と成長性の組み合わせで企業価値を見る考え方は、事業ポートフォリオ戦略にも大いに活用できる。これについては、経済産業省が事業再編研究会の議論を踏まえて2020年7月に策定した「事業再編実務指針」を参照されたい。

図表8：4象限フレームワーク（イメージ）



出所：経済産業省「事業再編実務指針」（2020）

最後に、高い ROIC（→高い ROE）と成長性の組み合わせが、如何に PBR を高めるかを設例で見てみよう（図表9）。第Ⅱ章第3節図表6の設例では成長率が永久に一定としたため低い成長率を採用したが、本設例は今後5年間の成長率引上げに焦点を当てた、より現実的なものである。

本設例では、今後5年間、当期純利益が定率成長し、その後はゼロ成長とする。株主資本コストは8%であり、各ケースの ROE（足元の ROE = 増分 ROE）は一定とする。予測結果は図表9の通りである。まず、PER については、成長率がゼロの時は株主資本コストの逆数である12.5倍となる。また、（増分）ROE が株主資本コストと等しいと、成長は価値を生まないの、成長率にかかわらず、やはり PER は12.5倍となる。これに対して ROE が株主資本コストを上回ると、成長率が高いほど PER は高くなり、その度合いは ROE が高いほど大きくなる。

次に PBR を見ると、ROE が株主資本コストと等しい時には、成長率にかかわらず PBR は1倍である。他方で、PER と異なりゼロ成長の場合でも、ROE が高いほど PBR

は高くなる。なぜなら ROE が高いほど既存資本ストックの価値が高くなるからである。ROE が株主資本コストを上回ると、成長率が高いほど PBR は高くなり、その度合いは ROE が高いほど大きくなるのは PER と同様であるが、「 $PBR = ROE \times PER$ 」の算式からもわかる通り、ROE 上昇のインパクトは PBR の方が PER よりもさらに大きい。

図表9：ROE と成長率が PER、PBR に与える影響

前提条件

株主資本コスト	8.0%	一定（資本構成一定）
ROE	12.0%	増分投資の ROE = 現状の ROE とする
予測期間の成長率	10.0%	
永久成長率	0.0%	残存価値 = 第6期当期純利益 / 株主資本コスト
End-year Convention		ROE = 今期当期純利益 / 前期末簿価純資産
発行済株式数	10億株	

	実績	予測期間					翌期
		0	1	2	3	4	
当期純利益 (A)	100	110	121	133	146	161	161
(伸び率)		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	0.0%
簿価純資産残高	917	1,008	1,109	1,220	1,342	1,342	
ROE		12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
簿価純資産増加額 (B)		92	101	111	122	0	
株主還元額 (A - B)		18	20	22	24	161	161
ディスカウントファクター		1.0800	1.1664	1.2597	1.3605	1.4693	
現在価値		17	17	18	18	110	

残存価値	2,013	(第6期の当期純利益 / 株主資本コスト)
残存価値の現在価値	1,370	(ディスカウントファクターは第5期のものと同じ)
予測期間の株主還元の現在価値合計	179	
株主価値	1,550	億円
株価	155	円 / 株
EPS (予測ベース：第1期)	11.0	円 / 株
BPS (第0期末)	91.7	円 / 株
PER (予測ベース)	14.1	
PBR	1.69	

PER

		ROE				
		8%	10%	12%	15%	20%
成長率	0%	12.5	12.5	12.5	12.5	12.5
	10%	12.5	13.5	14.1	14.7	15.4
	20%	12.5	14.7	16.1	17.6	19.1

PBR

		ROE				
		8%	10%	12%	15%	20%
成長率	0%	1.00	1.25	1.50	1.88	2.50
	10%	1.00	1.35	1.69	2.21	3.07
	20%	1.00	1.47	1.94	2.64	3.81

出所：筆者作成

本設例モデルは非常に簡便化されたものであるが、欧米企業のように PBR 2 倍、3 倍が平均的である状況がどのような ROE と成長率の期待に基づくものか、イメージがつかめるであろう⁴⁶。

現在の PBR への関心の高まりは、主に PBR 1 倍割れの解消に焦点が当たっているが、本来、企業価値の向上は経営の使命であり、企業価値の指標としての PBR を高める経営努力は低 PBR 企業に限られるものではない。PBR が 1 倍の企業は 2 倍を、2 倍の企業は 3 倍を目指し、日本の上場企業の平均 PBR が欧米並みの 2 倍ないし 3 倍に到達すれば、株価も企業価値も上昇するのみならず、(資本生産性の向上と資本ストックの成長を通じて) 日本の GDP にも大きく寄与するであろう。PBR の問題は成長戦略の問題でもあるのである。

⁴⁶ 第 6 期以降の成長率を一律 0% としているため、本設例の PER や PBR は低めに出ていることに留意。

【参考文献】

1. Berk, J., Green, R.C., Naik, V., 1999. Optimal investment, growth options, and security returns. *Journal of Finance* 54, 1553-1607.
2. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., 2007. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 83 (3), 599-634.
3. Tobin, J., 1969. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money, Credit and Banking* 1 (1), 15-29.
4. コーポレート・ガバナンスに関する法律問題研究会, 2012. 「株主利益の観点からの法規整の枠組みの今日的意義」日本銀行金融研究所『金融研究』2012/1.
5. 田村俊夫, 2017. 「企業経営とバリュエーション：企業価値創造の羅針盤」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2017年秋季 vol.45, 106-155頁.
Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31007>.
6. 田村俊夫, 2018. 「エンゲージメント革命は何処へ向かうのか：両コードの改訂と「対話ガイドライン」」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2018年夏季 vol.48, 170-218頁.
Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31005>.
7. 田村俊夫, 2020. 「多角化と経営キャパシティ：一般化された取引コスト理論の観点から」みずほ証券・日本投資環境研究所『資本市場リサーチ』2020年冬季 vol.54, 145-195頁.
Available at: <https://hdl.handle.net/10086/31002>.
8. 田村俊夫, 2021a. 「ROIC 経営の光と影（前編）：企業価値向上との関係を中心に」みずほ証券／日本投資環境研究所『資本市場アップデート』2号85-109頁.
Available at: <https://hdl.handle.net/10086/71519>.
9. 田村俊夫, 2021b. 「ROIC 経営の光と影（後編）：実務上の論点を中心に」みずほ証券／日本投資環境研究所『資本市場アップデート』3号34-59頁. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/72010>.

10. 田村俊夫, 2022a 「日本企業の時価総額は金庫株で「水増し」されている：発行済み株式数は自己株式を除いた実質ベースで把握すべし」 週刊金融財政事情 2022年1月号.
11. 田村俊夫, 2022b. 「収益還元バリュエーション手法の等価性：DCF法と残余利益法・異常利益成長法は同じ価値を導くか」 みずほ証券／日本投資環境研究所 『資本市場アップデート』 6号99-152頁. Available at: <https://hdl.handle.net/10086/73426>.
12. 得津晶, 2013. 「株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点」 商事法務研究会 『株主による議決権行使の在り方に関する会社法上の論点についての調査研究報告書』 (2013年3月).
13. マッキンゼー・アンド・カンパニー, 2022. 『企業価値評価 第7版 [上]』 ダイアモンド社.