

長期データから見る 日本企業の資本効率と株主価値との関係



大阪公立大学大学院経営学研究科 教授

宮川 壽夫

1. 本稿の問題意識と目的

本年3月末、東京証券取引所（以下、東証）より「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」と題する通知文が上場企業に対して送られるとともに、その内容が公表された。「自社の資本コストや資本収益性を的確に把握」して「その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価」するなどを求めたものだが、背景として「ROE 8%未満、PBR 1倍

割れ」の状態にある企業が「プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割」存在するとの課題を東証が具体的に言及した点には、対象となる企業だけでなく、メディアからの大きな注目を集めたようだ。

日本企業のROEの低さやPBR 1倍割れという問題はこれまでも指摘されてきたことだが、今回の東証の動きをきっかけにROEとPBRの関係という論点にことさらの関心が集まり、各メディアは連日のように大きく取り上げている。実際、「PBRの上昇」を今年の株主総会で早々に掲げた企業も現れ、その方策としてROEの改善や株主還元の強化といったものが株式市場で歓迎されているとの報道が今なお勢いを衰えない（注1）。東証の資料には「自社株買いや増配のみの対応」などを期待しないとの慎重な記載があるが、株式市場やメディアは過敏に反応するようだ。

本稿ではこのような現状の中で、ファイナンス論の視点から改めて株主価値の概念をわ

〈目次〉

1. 本稿の問題意識と目的
2. 株主価値拡大のメカニズムと会計指標の関係
3. 日本企業の資本利益率の長期推移
4. PBRとROEの因果関係
5. おわりに

かりやすく提示し、ROEなど会計指標との関係について整理を行う。株主価値の拡大は一朝一夕に行われるのではなく、個別企業のステージによってさまざまな経路をたどりながら実現されるものと考えられる。本稿の目的は、株主価値拡大を目指す企業が会計指標を測度として追うことの実務的な難しさについて検討し、異なる視点を提供することにある。第2章では株主価値拡大のメカニズムと会計数値との関係を提示し、第3章では日本企業の資本利益率を中心にマクロの状況をアップデートする。第4章ではROEとPBRの因果関係について論じ、第5章では今後の企業開示へのアイデアを提供して結語とする。

■ 2. 株主価値拡大のメカニズムと会計指標の関係

株主価値は企業が将来獲得する予想キャッシュフローを資本コストで割り引いた現在価値をいう。価値は将来予想に基づくことと、予想の対象は会計利益ではなくキャッシュフローにあるという点が重要だ。予想は市場によって形成され、投資家はリスクに見合う正当なリターンを求めて行動する。もしもすべての投資家が利用できる情報をコストをかけずに市場に反映することができれば、最大化された株主価値が均衡点として市場で観測されることになる。

資本コストを上回るキャッシュフローの獲得が予想されると株主価値が拡大する。資本

コストは企業が行う事業のリスクに対応すると考えられているため、同じリスク・リターンを持つ他の企業との間に何らかの差別化が認められると株主価値は均衡点を離れ、拡大することになる。通常その差別化は企業の競争優位がもたらすというのが戦略論の知見だ。

戦略上の競争優位は結果として売上や利益といった会計数値に現れる可能性が高い。しかし、企業の競争優位は個別企業のステージによってさまざまな経路をたどって確立される。事業マーケットが成長していれば売上の拡大がまず優先され、シェアを獲得したのちにフローの利益拡大が起きるだろうし、あるいは成熟した段階で企業はストックの利益にこだわるようになるかもしれない。成長ベクトルに応じて企業の戦略が異なることはアンゾフやアーカーの成長マトリクスなどで言われてきたことだ（Ansoff [1957] 等）。

会計指標を用いれば経営管理や評価は実務上も容易となる。そこに、ROEが資本コストを上回ったとき株主価値が拡大するという発想がある。これは残余利益モデルという数理モデルを展開して得られる帰結で、配当割引モデルを出発点としたものだ。配当割引モデルは1959年にゴードンが提唱した株主価値の原理的モデルで、企業は永久に存続すると仮定し、株主が毎年配当というキャッシュを受け取り続けることを前提として株主価値が説明される（Gordon [1959]）。分子には株主が受け取る将来の配当を置き、分母にはリスクを表す割引率（資本コスト）を置いて計算される。

ところが、ゴードンがこのモデルを発表した当時、リスク概念はまだ明らかにされていない。現在使われている資本コストはゴードンの論文の後、ウィリアム・シャープによる論文(Sharp [1964])以降に解明されたもので、1960年代後半に完成したCAPM (Capital Asset Pricing Model) 理論を根拠としている。シャープらがリスク概念の数学的定式化に成功したことによって、ようやく株主価値の計算に用いるための適切な割引率、要するに資本コストが明らかになったわけだ。つまり、「企業価値を高めるためには資本コストを意識した経営を」とはよく言われるのだが、実は資本コストはもともと企業価値を計算するために最初から準備されたものではない。資本コストは投資家にとって最適なポートフォリオとはなにかという問いを1期間の平均分散モデルを主体に明らかにしたポートフォリオ理論から導出されたものに過ぎない。

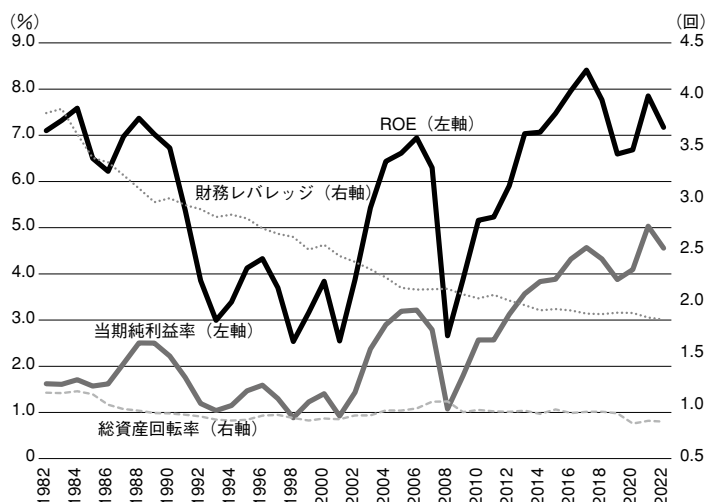
実はここに資本コストをROEに代替して実務で応用することのむずかしさが潜んでいる。株主価値は企業が永久に存続することを前提にした長期の概念(多期間モデル)であるにもかかわらず、そこで使用する肝心の資本コストは、時点1で投資したものが時点2で回収されることを前提とした短期の概念(一期間モデル)だからだ。現実の経営における株主価値拡大の意思決定は長期的視点で行われるはずだが、そこで考慮されるリスクと期待されるリターンは理論的には短期モデルを使用するという不突合が生じる。

ROEはもちろん1期間の短期指標なので、ROEなど資本利益率の数値目標掲げる企業の現場が、実際には戸惑いを隠せない点がここにある。サステナブルな長期的経営を標榜しつつ1期間の会計数値を目標にするのだから実務上の違和感があっても仕方がない。しかも、ROEは過去の実績だが、資本コストは将来の予想なので、この点に限って言えば比較や代替は不可能だ(注2)。これはファイナンス理論の体系の中で語られてきた株主価値(時価)という複雑な概念を会計数値(簿価)に代替させて単純化してしまったことによる。似たようなことがPBRの評価にも起きる。分子の株主価値は将来キャッシュフローの割引現在価値だが、分母の純資産は会計の規則に基づいて記録された簿価だ。PBRはもともと株価水準を測る目安に過ぎないので、そもそも分母と分子の間には比較すべき因果関係がない。理屈は正しいのだが、実務上の目的関数を誤りやすいという難点がある。

■ 3. 日本企業の資本利益率の長期推移

本章では日本企業のROEとPBRの長期データを取り上げ、マクロ的視点から日本企業がさらにROEやPBRを高めることの現状での難しさを指摘する(注3)。本稿執筆時現在、日経平均株価は3万円台を超えて推移し、バブル期と言われる1989年の最高値を30数年ぶりに目指す展開が期待されているようだ。果

(図表1) 日本企業のROE三分解の推移 (東証プライム市場・東証一部上場企業)



(注) 対象はデータ取得が可能な東京証券取引所1部・プライム市場に上場する企業(金融除く)。各年の中央値を採用し、上下0.5%を異常値として削除した。
 (出所) 日経NEEDS-Financial Qestより筆者が加工。

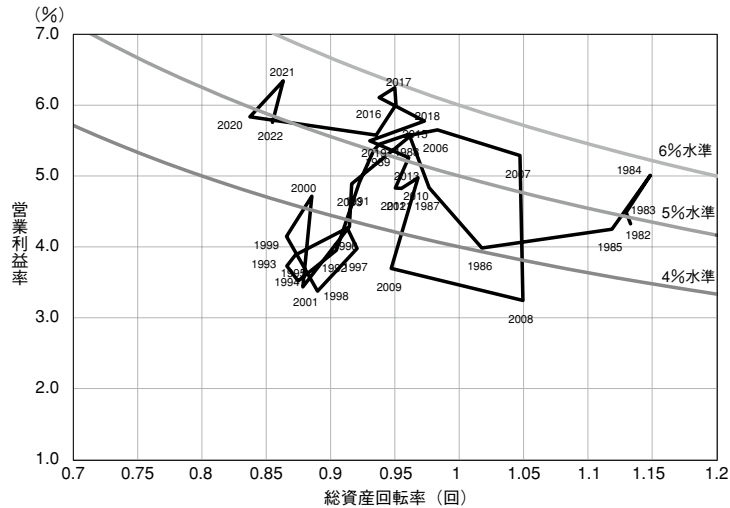
たして日本企業のROEやPBRも同様に改善しているのだろうか。まずは1982年度以降40年間のデータを採り、資本利益率の要素分析とその推移を観察する。

図表1は東証プライム市場上場企業(2021年以前は東証一部)のサンプルを用いて、ROEおよび当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの推移をみている(注4)。長期にわたって日本企業の財務レバレッジは一貫して低下トレンドをたどっており、財務スラック(financial slack: 財務的余裕)を高める傾向が観察される。総資産回転率はほぼ1回転前後を維持しながらもわずかながら低下トレンドにあり、直近3年間は1回転を割ったままとされている。一方、利益率はROEのトレンドとほぼ平行に推移して

いることがわかる。

そこで、より本業に近い利益率に着目するため図表2では、縦軸に営業利益率、横軸に総資産回転率をとって各年のROAをプロットし、直線で結んで時系列の動きを明らかにした。さらにROA4%ラインから6%ラインまでの等高線を加えている。ROAは利益率と回転率の積なので、この等高線上にある時はROAの水準が同じだが、利益率と回転率の違いによってプロット位置が異なる。たとえば、日本企業のROE水準は1984年度と2017年度の二度にわたって6%ラインにチャレンジしているが、2017年度が左上に位置しているということは、1984年度に比べて回転率が悪化した。利益率改善によってROAの水準が維持されたと判断できる。1980年代から2020年代

(図表 2) 日本企業のROA時系列推移 (東証プライム市場・東証一部上場企業)



(注) 対象はデータ取得が可能な東京証券取引所1部・プライム市場に上場する企業(金融除く)。各年の中央値を採用、上下0.5%を異常値として削除した。
 (出所) 日経NEEDS-Financial Qestより筆者が加工。

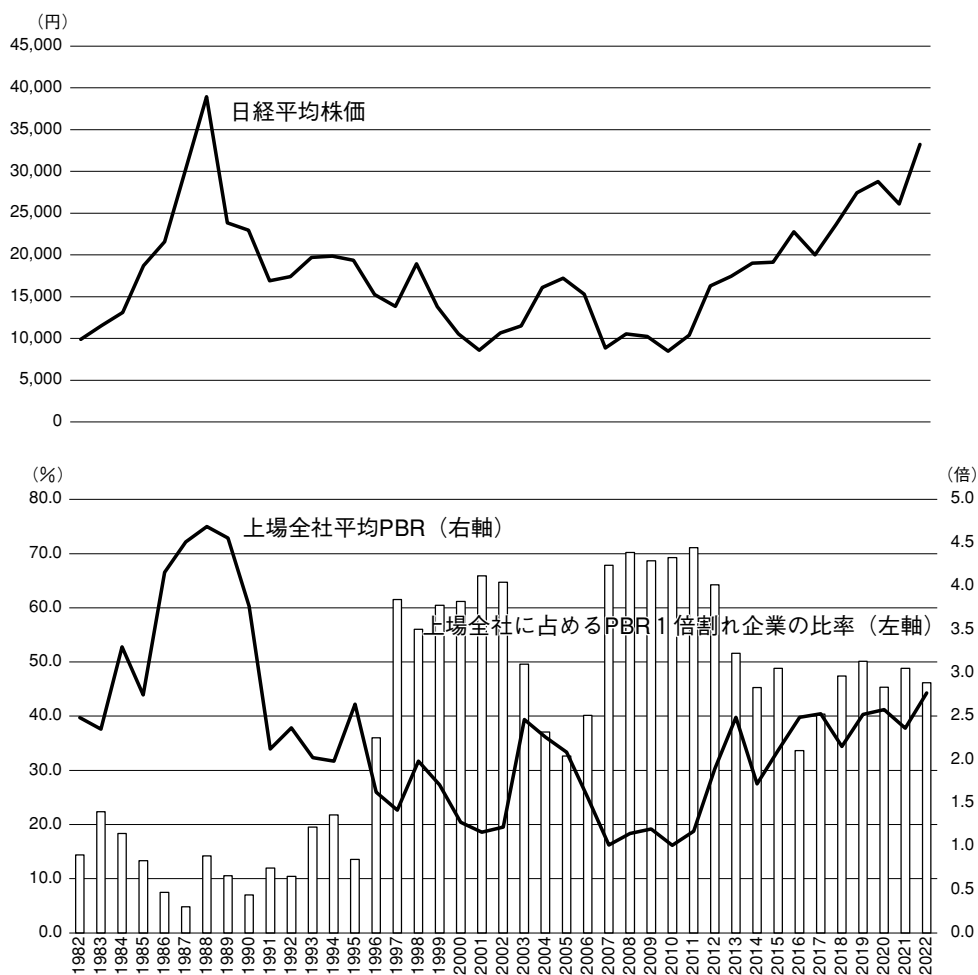
までプロットは徐々に左に移動する。同時にその間、結んだ直線が常に大きく上下運動を繰り返している。つまり40年間にわたって回転率は緩やかに悪化した、利益率が大きく動く中でROAが変化してきたことが明らかだ。また、平均的な日本企業にとってROA 6%が大きな壁になっているように思われる。

以上はあくまで日本企業をマクロで観察した傾向であって各企業の事情は前章で述べたとおりミクロで異なる。各企業がこれらを見て、自社の数値が平均と比べて慶賀すべきものなのか、憤嘆すべきものなのか、そこまでの判断はできない。ROEやROAといった資本利益率は必ずしも高ければそれでいいという指標ではないからだ。利益の額を貸借対照表の資本を分母にして計算されるので、産業

特性や財務特性が影響を与える。ただ、日本企業の平均的な姿として、資本効率を改善するという目的において、財務戦略を工夫したり資産のリストラを行う余地は引き続きあるものの、それ以上に利益率という本業のビジネスモデルへの対応がより重要だという示唆は少なくとも得られる。各企業も図表2のような分析を個別に行うことは難しいことではない。自社の願望とは関係なく、ひとつの現実として傾向を推し量ることが可能だ。もしも資本効率が低いという現実直面しているのであれば、まず自社事業の競争優位を再検討する必要がある。

PBRについて図表3で見ておく。こちらは全上場企業をサンプルに、1982年度からPBRの平均値を折れ線グラフに、PBR 1倍割れ企

(図表3) 日経平均と日本企業のPBR (上場全社)



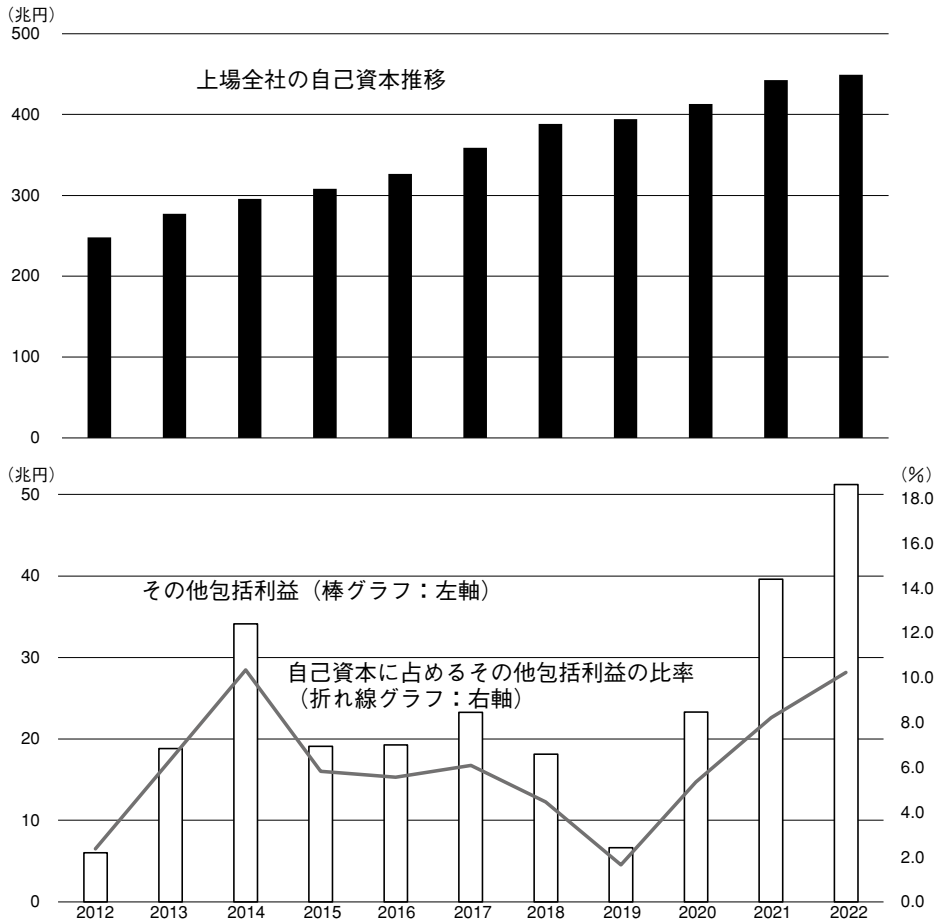
(注) 対象はデータ取得が可能な上場企業全社、各年の算術平均を採用。

(出所) 日経NEEDS-Financial Questより筆者が加工。

業の比率を棒グラフにし、参考までに日経平均株価の推移を重ねている^(注5)。80~90年代前半まではPBR 1倍割れ企業はほとんどなかったが、90年後半からは半数近くかそれ以上の企業が恒常的にPBR1倍に届いていないことがわかる。

PBRにことさら1倍という基準を設けて、単純にそれを下回っている企業数の比率を観察することにどれほどの意味があるかには注意が必要だ。しかし、図表3には小さからぬ発見がある。まず、直近10年を見ると、株価が3倍近く上昇したにもかかわらず、平均

(図表4) 直近10年間の自己資本の推移と自己資本に占めるその他包括利益の割合(上場全社)

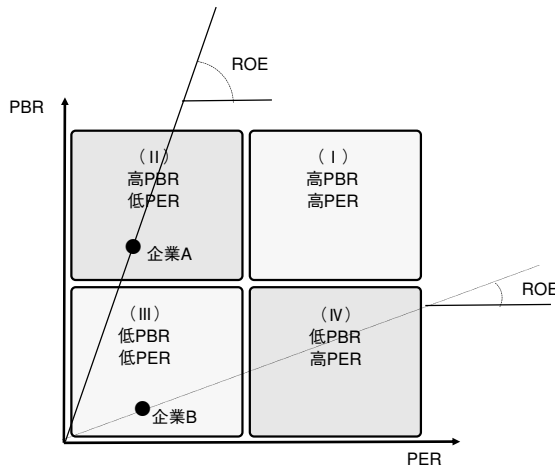


PBRの上昇は鈍い。この背景にはPBRの分母である純資産が蓄積されたことを考える必要がある。純資産の増加要因には利益剰余金の蓄積もあるだろうが、為替換算調整勘定の資本化を考慮しないわけにはいかないだろう。特に直近の10年間は円安が進み、日本企業が保有する海外資産が、株高、円安で純資産を膨らませている可能性が大きい。

そのことを表したのが図表4だ。直近10年

間で上場企業の自己資本は着実に積み上がってきたが、同時にその他包括利益も毎年計上されている。特に自己資本に占めるその他包括利益の割合は直近で10%を超えている。つまり、日本企業の海外戦略が拡大し、円安・株高局面で包括利益の影響が大きくなったために(そのこと自体は評価すべきことなのだが) PBRは思ったより改善しにくい構造になっている可能性がある。また、PBR 1倍割れ

(図表5) PBRとPERのマトリクス



企業の比率が依然として多いのは、海外資産拡大の恩恵を受ける企業とそうでない企業との二極化が起きていると推し量ることができる。

以上のことから言えるのは、かつてはあまり変動しないと考えられていた自己資本も現在はボラティルであるとするならば、ROEの絶対値を単純な尺度に使うことは難しいという示唆だ。資本収益性よりも重要なのは、本業の利益率を改善することにある。今のうちに本業のマージンを拡大してバッファを維持しておかないと、ようやく上昇してきたROE水準を維持することはいずれできなくなる。さらに問題となるのはROE水準を維持しようとしてリキャップや自己株式取得といった財務戦略に依存するようになってしまうことだ。ROEを改善してPBRを上昇させるという単純な発想で一律に企業を評価することはむしろかしくなっている。

■ 4. PBRとROEの因果関係

そもそもROEが改善するとPBRは上昇するのだろうか。その根拠とされているのはPBRの分母と分子に当期純利益をたすき掛けにして分解した $PBR = ROE \times PER$ という単純な恒等式である。もしもPBRがROEとPERの積で表せるなら、図表5のように縦軸にPBR、横軸にPERを取った原点を通る直線の傾きがROEとなる。たしかに直線の傾きが大きくなると(ROEが高くなると)PBRは高くなり、直線の傾きが小さくなるとその逆になる。

二軸で考えるとすれば、企業はいずれもPBRの縦軸とPERの横軸の中に分散して点在しているの、図表5のように(Ⅰ)高PBRで高PER、(Ⅱ)高PBRで低PER、(Ⅲ)低PBRで低PER、(Ⅳ)低PBRで高PER、とい

う四象限の相対的なグループに分けることができるだろう^(注6)。たとえば、図表5のⅡグループに位置する企業AとⅢグループに位置する企業BはPERが同じなのにPBRで差がついている。それはROEの差によるものだと考えることができる。

しかし、同じ傾きの直線上に位置している企業は同じ値のROEを持つこととなるので、企業AはROEが変わらないままPBRが低下してⅡグループからⅢグループに直線上を滑り落ちる可能性があるし、企業BはROEが変わらないままPBRが上昇してⅢグループからⅣグループへと直線上を移動する可能性がある。原点を通る直線はいくらでも引くことができるので、ROEが変わらないのにⅢグループからⅠグループに「昇格」する企業もあるし、ROEが改善したのにⅠグループからⅢグループに「降格」する企業も存在することになる^(注7)。

そもそも $PBR = ROE \times PER$ という関係は二軸の恒等式に過ぎない。つまり、どのような数値を入れても成り立つPBRの定義式である。理屈では成り立つのだが、実証面で言えば、ROEの変化のみがPBRの変化を説明できるとは限らない。果たしてPBR一倍割れを回避するという結果が、ROEを改善するという原因によって引き起こされるかどうか、つまり両者が因果関係にあるかとなると、その実証はかなり難しいと言えるだろう。

ただし、図表5のような企業の評価は市場関係者の間では伝統的に行われてきた。たと

えば、PBRは高く、PERは低いが、ROEが高い第二象限の企業群は、PERが低いのでフローの利益に対する成長期待は低いものの資本効率は高いというわけなので、現状の事業が安定的な利益を維持すると期待されている企業群だ。すなわち成熟企業がこの象限に来ることが多い。

また、PBRは低く、PERは高いが、ROEが低い第四象限は、PERの高さに注目すれば、将来利益が伸びて高いPERを説明することになる成長企業との推測が可能だ。しかし、資本効率は悪いので、たとえば新規事業を立ち上げて先行投資の負担が大きくなっている企業かもしれないし、あるいは現在リストラ中で投資の回収を待っている可能性もあるだろう。PBRとPER、ROEの関係は企業それぞれ独自の状況や置かれている立場、ステージなどによって異なり、その位置づけを推測する目安としては有効だ。つまり、必ずしもすべての企業がROEを改善すれば一律にPBRが上昇するとは限らない。

■ 5. おわりに

会計数値は使い勝手がいいものの、株価水準や経営成果といった本来さまざまな変数によって成り立っている複雑なテーマを過度に単純化してしまう恐れがある。単純化とは本来あるべき変数をひたすら減らすことを意味する。目標とする定量的な指標は必要ではあるものの、企業で働く人にとって、あるいは

その企業の株主になる人にとってなぜその指標が重要なのか、その目標を達成したならなにが起きるのか、単純化するのではなく、わかりやすく説明することの方が今後はより大事になるのではないだろうか。複雑な変数を減らして単純化することとわかりやすい説明をすることは異なる。

企業と投資家との対話という点でむしろ求められることは、単純化された定量的な目標数値の開示よりも、豊富な言葉を尽くして企業が伝える定性的な情報のわかりやすさと説得力だ。なぜならどのような環境においても企業の競争優位は他社との差別化にしかないからだ。企業の競争優位は共通に並べられた数値を比較して現れてくるものではない。もちろん資本コストは大事なのだが、結局のところ株主価値は将来キャッシュの予見可能性にかかっている。キャッシュを稼ぐために企業がどこでリスクをとり、どのような独創的な戦略を実行できるかが株主価値拡大の鍵になる。このことは東証の開示要請とも矛盾はしないところだろう。

一方、株主還元を厚くしても、資本構成を変化させても株主価値に影響を与えないことはMM理論が主張するところだ。配当を多く支払おうが、自己株取得を増やそうが、あるいは資本構成を変えようが、その結果、本業のビジネスモデルが変わるわけでもなければ、その企業の競争優位が高まるわけでもない。キャッシュを生む競争力のある資産へ投資を行い、キャッシュを生まない無駄な資産への投資を

やめることが株主価値拡大の要諦に他ならないというのがMM理論が示唆することである。

仮に東証プライム市場上場企業のすべてが「PBR 1 倍割れ」を回避する日が来たとしても、個別の企業にとってなにか明るい明日が開けるわけではない。あくまで企業は自社が直面している外部環境に応じて、その時々適切な目標を設定しなければならない。そして、その目標は自社の成長ステージによって変化して然るべきだ。それらを判断して決定することは経営者に課せられた役割である。

〔参考文献〕

- ・宮川壽夫 [2016], 『企業価値の神秘～コーポレートファイナンス理論の思考回路』, 中央経済社
- ・宮川壽夫 [2022], 『新解釈コーポレートファイナンス理論～企業価値を拡大すべきって本当ですか?』, ダイヤモンド社
- ・宮川壽夫 [2023], 「ファイナンス理論からみたPBRとROEの関係」, 『企業会計』 Vol. 75-8, 中央経済社
- ・Ansoff, I., [1957] “Strategies for Diversification”, Harvard Business Review, Vol. 35 Issue 5, Sep-Oct 1957, pp. 113-124
- ・Gordon, M.J. [1959] “Dividends, Earnings, and Stock Prices”, The Review of Economics and Statistics, pp. 99-105.
- ・Franco Modigliani and Merton Howard Miller, [1958], “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, American Economic Review’, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- ・Sharpe, W.F. (1964) “Capital asset price : A theory of market equilibrium under conditions of risk”, Journal of Finance (19), pp. 425-442.

(注1) 日本経済新聞「PBR 1 倍割れ企業、改善急ぐ、シチズンなど自社株買い」(2023年4月4日)、同紙「凸版印刷17年ぶり高値、還元強化への好感続く」(2023年5月26日)、同紙「パナソニックHD『PBR 2～3 倍目標』株主総会で楠見社長」(2023年6月26日)など。

(注2) 以上のことは宮川 [2022] と宮川 [2023] を参照されたい。

(注3) よく上場企業の平均ROEと言われるが、上場全社のデータを採ってもその数は大きく、分布が広い。最大値と最小値は大きくかけ離れており、そのまま平均値をとってしまうと異常値も大きくなる。本章の各指標は上下0.5%を異常値として取り除いた上で中央値を採取した。なお本章のデータセット構築においては本学宮川研究室の大学院生原田春貴君の貢献に負うところが大きい。

(注4) ROEはデュボン分解により当期純利益率(収益性)、総資産回転率(効率性)、財務レバレッジ(財政状態)という三つのファクターに分けられる。また、

ROAは事業利益率と総資産回転率に分解される。

$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

$$ROA = \frac{\text{事業利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

(注5) PBRはどの時点の株価を採るかによって異なるが、図表4はより保守的に捉えるため、各年度末の純資産で翌期1年間の月末平均株価を除いて計算した。ただし、直近のPBRのみ2023年6月末日の株価終値を用いている。

(注6) 図表5の詳細については宮川 [2016] を参照されたい。

(注7) 現実には起こりにくい想定ではある。株式市場全体がクラッシュして割引率が極端に高まるなど個別企業の事情とは関知しないケースも考えられるだろう。

