

いかに日本株の バリュエーションを高めるか

歴史的視点からのコーポレートガバナンス改革の諸問題(4)



一橋大学大学院 経営管理研究科 客員教授 **藤田 勉**

1. バリュエーションが低い 日本株

東京証券取引所が、2023年3月に「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」を公表したのをきっかけに、上場企業の株価に対する認識が高まっている。日本株のバリュエーションや資本収益性(例:自己資本利益率、ROE)、そして株価上昇率は、国際的に低い。

1980年代、90年代は、日本株のバリュエー

〈目次〉

1. バリュエーションが低い日本株
2. 日本株のバリュエーションの歴史
3. 拡大する日米のバリュエーション格差
4. 米国の経営者の高額な株式報酬
5. 日本株のバリュエーションを上昇させる条件

ションは高い水準であった。2000年代でも、米国よりもバリュエーションが高い時期があった。しかし、2010年以降、日本株の相対的なバリュエーションは大きく低下して、現在に至る。そこで、日本株のバリュエーションの歴史と現状を分析し、今後を展望する。

バリュエーションの評価指標は数多い。資本市場の参加者が頻繁に用いるのが乗数(マルチプル)アプローチである。株価と財務数値との倍率比較で、現在の株価が割高か割安かを判断する。例としては、株価収益率(PER、1株当たり(予想)当期純利益/株価)、株価純資産倍率(PBR、1株当たり純資産(BPS)/株価)、株価売上高倍率(PSR)、株価キャッシュ・フロー倍率(PCFR)等が挙げられる。

これらの中で、代表的なものはPERとPBRである。それぞれに長所と短所がある。PERはその企業の収益力や成長力と株価との関係を表す指標である。PERは多くの要因に左右され、金利の変動など企業がコントロールで

(図表1) 主要先進国のバリュエーション

(%)	時価総額 構成比	ROE	PER (倍)	PBR (倍)	株価騰落率 (過去5年)
米国	46.1	18.0	20.9	3.8	46.5
スイス	2.0	17.4	17.9	3.3	28.8
英国	2.9	14.3	11.1	1.6	-6.1
フランス	3.1	13.4	14.9	2.2	26.7
オーストラリア	1.5	12.4	16.2	2.0	10.9
スウェーデン	0.8	12.3	14.2	1.8	15.3
カナダ	2.3	12.1	14.4	1.7	20.4
オランダ	1.0	11.8	16.9	2.3	14.6
ドイツ	2.1	11.4	12.0	1.5	-4.7
日本	5.8	8.8	15.4	1.3	2.6

(注) FactSet Market Indices。ROE、PERは今期FactSet予想、2023年8月末時点。

(出所) QUICK FactSet

きないものもあれば、企業のリスク、成長性、投資収益率などにも影響される^(注1)。利益に対して株価が上昇するとPERは上昇するが、一方で、株価以上に利益が減少してもPERは上昇する。つまり、PERは、その企業が成長する時も、業績が悪化する時も、上昇することがある。

その点、PBRは成長性を表すものではないが、特に、歴史的な株価水準を示す指標として有効である場合がある。そこで、以下はPBRを主たるバリュエーションの指標として用いる。

2. 日本株のバリュエーションの歴史

日本株の平均PER（東証一部単体ベース、月次）は、1980年代前半27.7倍（1981年以降）

であり、それほど高くなかった。1984年に銀行株が急上昇したため、全体のPERを押し上げた。それまでは、大手行の株価は人為的に同じ価格に操作されていたものが自由化され、海外投資家の買いが株価を押し上げた。バブル前のPBRは2倍前後であった。

1985年からバブルが始まり、PBRは1989年12月のピーク5.4倍まで上昇した。1980年代後半のPERは平均53.2倍であり、米国は10倍台前半とは大きな差があった。平成元年の経済企画庁の年次経済報告の分析によると、①日米金利差（日本の金利が低い）、②日本の株式持ち合い、③日本企業の含み資産、が要因として挙げられる^(注2)。

1990年代のバブル崩壊後も、日本のバリュエーションは比較的高かった。利益水準が低下し、PERは1990年代前半51.7倍、同後半76.6倍（マイナスはゼロとしてカウント）と、

(図表2) 日本のPBRの推移(東証一部、月次)



(注) 2022年4月以降はプライム市場。

(出所) 日本取引所グループ

高かった。ただし、平均PBRは1.9倍であり、現在の1.7倍（東証プライム単体）と同程度である。この時期は、世界的にITバブルがあったため、バリュエーションが高まった時期があった。

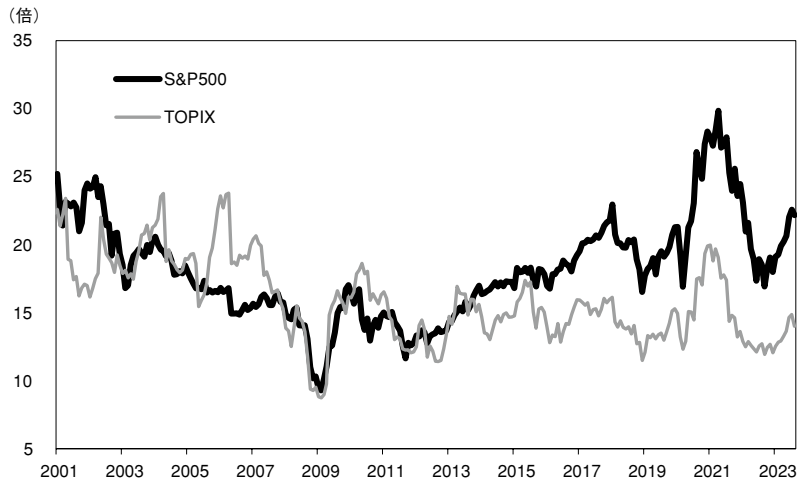
日本株のPERが本格的に低下したのが、ITバブルが崩壊した2000年以降のことである。2000年代は日本株のバリュエーションが世界標準に近づいたが、同時に、世界的にバリュエーションが低下した時期でもあった。2000年代以降、日本株のバリュエーションが大きく低下した理由は、①それまでが過度に高すぎた、②日本企業の国際競争力が相対的に劣化した、③株式保有構造が大きく変化した、からである。

日本の株式保有構成比は、長期的に大きく変化した。1990年代以降、銀行を中心とする

金融機関の株式保有比率が低下した。金融機関（信託銀行除く）は、自己資本規制、銀行株式保有規制、ガバナンス等の影響により、政策保有株式を減少させている（1985年度の39.8%から2022年度7.0%）。その一方で、外国人の保有比率は、1989年度末の4.2%から2022年度末の30.1%と大きく上昇した。そして、事業法人は、持ち合い解消は進んでいるものの、自社株買いの影響で、株式保有比率の低下は緩やかであり、依然として水準は高い（19.6%）。

米国では、2000年にITバブルが崩壊し、その後、エンロン事件、米国同時多発テロ、アフガン戦争、イラク戦争と事件が頻発した。さらに、2008年にリーマン危機があったため、2000年代の米国株（S&P500）は24.1%下落した。2008年のリーマン危機は、大恐慌より

(図表3) 日米PERの推移 (月次、LTMベース)



(注) LTM=過去12ヵ月。

(出所) QUICK FactSet

も規模が小さいものの、戦後最大の世界的な経済危機となった。

米国 (S&P500) のPBRは、ITバブル時に1999年12月末には5.9倍に達した。その後、バブルが崩壊し、3倍台前後で推移していたが、リーマン危機を契機に、2009年2月末の1.5倍まで低下した。

この時期は、再度、日本株のバリュエーション (PER) が上昇した。不良債権処理が2000年代前半に終わり、3つの過剰 (負債、人員、設備) も概ね解消した。2005年には、小泉純一郎内閣が郵政解散で圧勝し、それを好感して、海外投資家が年間10.3兆円買い越し、TOPIXは43.5%上昇した。

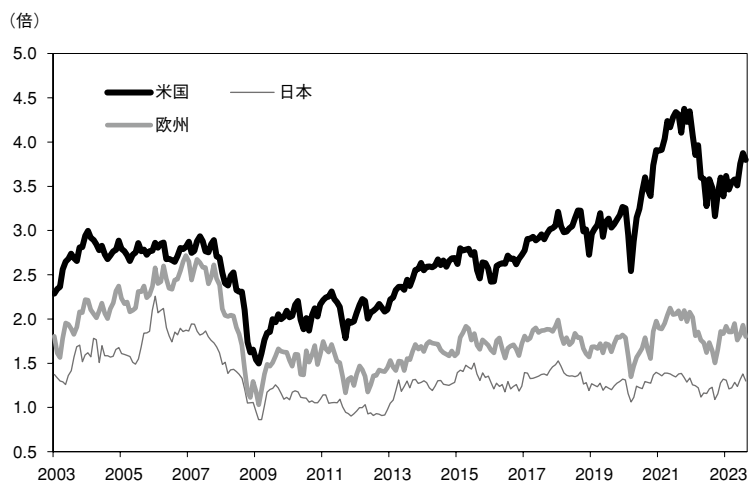
3. 拡大する日米のバリュエーション格差

2010年代以降は、バリュエーションが上昇する米国に対して、日本のそれは低迷した。日本の平均PBR (東証一部、単体ベース、月次) は、2000年代が1.3倍、2010年代が1.3倍であった。

過去10年間 (2023年8月末、以下同) に、米国 (FactSet Market Indices、以下、欧州、日本も同様) のBPSは58.2%増、PBRは2.4倍から3.8倍に上昇した (指数は153.4%上昇)。つまり、PBRの上昇は、株価上昇の貢献度が大きい。

欧州は、同期間に、BPSが11.4%増、PBRは1.5倍から1.8倍に上昇した (指数は30.2%

(図表 4) 日米欧PBRの推移 (月次、LTMベース)



(注) 指数はFactSet Market Indices。LTM=過去12ヵ月。

(出所) QUICK FactSet

(図表 5) 米国時価総額上位10社のバリュエーション

銘柄	時価総額 (兆円)	PBR (倍)	PER (倍)	ROE (%)	過去5年間		
					自社株買い 累計額 (兆円)	株主資本比率 (%)	株価騰落率 (5年、%)
1 アップル	411.2	59.1	31.0	175.5	54.2	14.5	230.1
2 マイクロソフト	340.9	11.8	29.8	38.8	17.5	50.1	191.8
3 アルファベット	241.4	6.8	24.0	23.6	23.5	70.1	121.1
4 アマゾン・ドット・コム	198.2	9.7	63.5	-1.9	0.8	31.6	37.1
5 エヌビディア	170.7	55.1	46.3	17.9	1.6	53.7	603.4
6 テスラ	114.7	18.3	76.9	33.6	0.0	55.0	1,183.3
7 バークシャー・ハサウェイ	110.0	1.7	21.7	-4.7	9.2	50.7	72.6
8 メタ・プラットフォームズ	106.6	6.2	22.1	18.5	13.4	66.8	68.4
9 イーライ・リリー	73.7	49.4	57.7	63.6	1.7	22.5	424.6
10 ビザ	70.1	15.3	28.3	40.0	6.2	42.0	67.3

(注) 2023年8月末時点。1ドル140円で換算。PERは、FactSet今期予想。

(出所) QUICK FactSet

上昇)。米国同様、株価上昇の貢献度が大きい。

2010年代以降、日本のPBRは1倍前後で推移している。過去10年間に、日本のPBRは36.7%増加し、PBRは1.2倍から1.3倍とわずかに上昇した (指数は45.4%上昇)。

PBRが2倍以上の米国企業 (S&P500) は全体の67.6%を占める。日本企業 (TOPIX500) が30.4%、欧州 (ストックス欧州600指数) が51.7%である。PBRが1倍未満の米国企業は、11.1%を占めるに過ぎない。それに対し、

(図表 6) 米国CEO報酬額上位10名 (2022年度)

(10億円)	CEO	報酬総額	株式報酬構成比
1 アルファベット	サンダー・ピチャイ	31.6	96%
2 ライブ・ネイション	マイケル・ラビーノ	19.5	84%
3 オラクル	サフラ・エイダ・キャッツ	19.3	0%
4 ダラー・ツリー	リチャード・W・ドライリング	19.1	0%
5 アップル	ティム・クック	13.9	83%
6 ネットフリックス	グレゴリー・K・ピーターズ、セオドア・A・サランドス	11.0	0%
7 AIG	ピーター・S・ザフィーノ	10.5	83%
8 レナー	ジョン・ジャッフェ、スチュアート・A・ミラー	9.1	71%
9 ブロードコム	ホック・E・タン	8.5	89%
10 マイクロソフト	サティア・ナデラ	7.7	77%

(注) 1ドル140円で換算。

(出所) QUICK FactSet、各社資料

日本企業は37.0%を占める（欧州企業は22.0%）。1倍以上2倍未満の場合、日本は32.6%、米国は21.3%、欧州は26.3%である。

米国の時価総額上位の多くがIT、ヘルスケアなどバリュエーションの高い企業で構成される。アップル、エヌビディアはPBRが50倍を超えている（今期FactSet予想）。これらはバリュエーションが高い理由として、成長力が高いということもあるが、積極的な自社株買いの影響も大きいと考えられる。

■ 4. 米国の経営者の高額な株式報酬

米国では、経営者の報酬が株式とリンクしているため、積極的に自社株買いをしている。アップルの自社株買い累計額は85兆円（2023年6月末時点）である。過去10年間（2012年9月期から2022年9月期）に、株主資本比率

は67.1%から14.4%に低下した。同期間に、BPS29.3%減少し、PBRは5.3倍から47.3倍に上昇した。そして、株価は5.8倍になった。

ティム・クックCEOの2022年の報酬139億円であり、株式報酬116億円（全体の83%）である。クックは2011年にCEOに就任したが、2022年までの12年間の報酬の合計は935億円、そのうち、株式報酬は758億円（同81%）であった。このように、アップルのCEOは株価を上昇させる金銭的動機が発生している。

アルファベットのサンダー・ピチャイCEOの2022年の316億円の報酬のうち、株式報酬は96%を占める。ピチャイCEOが就任した2015年以降の累積報酬は、1,153億円であり、そのうち、株式報酬は1,110億円（同96%）であった。

アマゾン・ドット・コムのアンドリュー・ジャシーCEOの報酬額は、2022年に1.8億円

(図表7) 日本の時価総額上位10社のバリュエーション

銘柄	PBR (倍)	PER (倍)	ROE (%)	自己資本比率 (%)
1 トヨタ自動車	1.1	9.8	9.0	38.1
2 ソニーグループ	2.1	16.0	13.0	22.6
3 NTT	1.6	11.1	14.4	33.2
4 MUFG	0.8	10.3	6.5	4.5
5 キーエンス	5.8	39.9	15.6	93.5
6 ファーストリテイリング	6.1	39.2	20.4	49.1
7 三菱商事	1.2	10.4	15.8	36.4
8 東京エレクトロン	6.5	32.7	32.0	69.2
9 KDDI	1.8	13.2	13.4	43.0
10 ソフトバンクグループ	1.0	61.1	-11.1	19.6

(注) PERはFactSet予想。2023年8月末時点。

(出所) QUICK FactSet

であり、株式報酬はない。2021年には、298億円のうち、99.7%が株式報酬であった。CEO就任に伴い、譲渡制限株式を付与された。

これらの企業は利益の成長力が高く、かつ高水準のキャッシュ・フローがあるという共通点がある。このため、巨額の自社株買い、株価上昇、CEOの高額報酬は持続性がある。このように、米国の高いバリュエーションの一因が経営者のインセンティブ設計であると考えられる。

5. 日本株のバリュエーションを上昇させる条件

一方で、日本株のバリュエーションが低い理由として、成長力や収益力が相対的に低いことが挙げられる。時価総額上位企業のバリュエーションは、キーエンス、ファーストリ

テイリング、東京エレクトロンを例外として、低いものが多い。

東証上場データ取得可能企業3,768社のPBRの中央値は1.1倍である（平均は2.2倍、直近四半期BPSベース、マイナス含む）。しかし、これを0.1倍刻みで分解すると、最多値は0.7倍台（全体の7.8%）、次いで、0.9倍台（同6.4%）、0.6倍台（同6.1%）の順となる。全体の45.8%がPBR1倍未満である。

時価総額が小さい企業が多いのも、特徴的である。時価総額3,000億円以上の企業は全体の10.2%、同1,000億円以上は同20.6%にとどまる。同100億円以下の企業は同36.8%、同50億円以下の企業は同20.8%である。このように、バリュエーションが低く、規模が小さい上場企業が多いのが特徴である。

業績が比較的好調であっても、株価が不振であるため、バリュエーションが大きく低下する例がある。ホンダは、過去10年間（2023

年8月末時点、月次)にBPSが146.2%増加したが、株価上昇率が32.7%にとどまった。結果としてPBRは1.2倍から0.6倍に低下した(BPS、PBRはLTMベース)。

バリュエーションを上げるための手段の一つは、経営者の株価上昇に対する動機を高めることである。その手段として、第一に、経営者報酬を引き上げ、かつ株式報酬の構成比を高めることがある。代表的な企業の経営者報酬(2023年3月期)は、ソニーグループの吉田憲一郎代表執行役会長CEOが20.8億円、東京エレクトロンの河合利樹社長が14.2億円、トヨタ自動車の豊田章夫会長が10.0億円である(出所:東京商工リサーチ)。

第二に、企業買収、アクティビスト活動を活発化することである。日本企業の成長力の低い理由の一つとして、1業種当たりの参入企業数が多いことがある。よって、経営統合や企業買収を増加させて、参入企業数を減らすことが必要である。

経営者がその気になれば、株価を上げることはそれほど難しくない。2023年に、世界最大級のアクティビスト・ファンドであるエリオット・マネジメント(米国)が大日本印刷の株式を取得し、第5位の株主になった。大日本印刷は、過去10年間の平均PBRは0.7倍(月次LTMベース)、平均ROEは3.7%(年度ベース)と低水準であり、多くの政策保有株、不動産を保有している。

これに対応して、大日本印刷は、中期経営計画では、ROE10%、PBR1倍を目標とし

て掲げた。さらに、政策保有株の削減、約3,000億円の自社株買いの計画も発表した。これらを好感し、今年1月の安値から3月の高値まで株価は66.6%上昇した。

同様に、株主還元策強化を発表した凸版印刷の株価も最大で102.5%上昇した(9月13日時点)。同社の過去10年間の平均PBRは0.6倍、平均ROEは4.8%であった。

これら以外にも、アクティビスト・ファンドが介入したのを契機に、経営改革に乗り出した企業は数多い。バリューアクト・キャピタルが投資したセブン&アイ・ホールディングスは、百貨店事業を売却するなど、大きな改革を実施した。同社の株価は2020年の安値から2023年の高値まで125.3%上昇した。

日本では、敵対的買収、非友好的買収、アクティビズムが相対的に少なく、規模も小さい。2012~2021年のTOBのうち、米国では同意なきTOBが16.6%、競合的TOBが7.0%であるが(全体で584件)、日本では同意なきTOBが3.8%、競合的TOBが3.2%しかない(全体で476件)^(注3)。

米国では1990年代までは、敵対的買収が多かった。しかし、2000年代に入って、非友好的買収が増加した。しかし、ガバナンスの発展と判例の蓄積とともに、敵対的買収は、無秩序な乗っ取り合戦から、秩序ある経営権の争奪戦に変化した。1980年代に独立取締役の登用が進み、敵対的買収に発展する前に、株主の立場に立って取締役や経営者が買収者と交渉をするようになった。

その結果、敵対的買収の多くは、競合的買収へと変化した。たとえば、友好的買収に合意した被買収会社に対して第三者が買収提案し、被買収会社は当初の買収契約を破棄して、第三者と友好的買収に合意するという例が少なくない。

アクティビズムの影響も大きい。米国では、2010年代に、アクティビストがアップル、マイクロソフト、アドビなど巨大テクノロジー企業の株式を買い付け、経営改革を迫った。その結果、これらの業績や株価は大きく成長した。

経済産業省は、2023年8月に企業買収における行動指針を公表した^(注4)。近年、日本において、対象会社の経営陣や取締役会の同意を得ずに行われるM&Aの件数が増加している。指針では、同意なき買収への対応方針や対抗措置への賛否を巡って、株主総会における株主の合理的な意思を確認することが基本となると述べる。敵対的買収や非友好的買収が増加しそうである。

結論として、日本株のバリュエーションを高めるために最も有効であるのは、米国同様、企業の成長力を高め、その上、十分な自社株買いを実施することである。さらに、①経営者の報酬を大きくし、かつ株式報酬の構成比を増やす、②M&Aはアクティビズムを活発化させる、ことも有効であると考えられる。

(注1) Pablo Fernandez, "Price to Earnings Ratio, Value to Book Ratio and Growth", Posted on

February 12, 2013, Last revised on May 4, 2023m
Available at SSRN : <https://ssrn.com/abstract=2212373> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2212373>

(注2) 経済企画庁「第1章 昭和63年度の経済の動き 第1節 昭和63年度経済の特徴」[平成元年年次経済報告—平成経済の門出と日本経済の新しい潮流—] (1989年8月8日)

(注3) 経済産業省「事務局説明資料」(公正な買収の在り方に関する研究会(第1回)資料4、2022年11月18日)

(注4) 経済産業省「企業買収における行動指針—企業価値の向上と株主利益の確保に向けて—」(2023年8月31日)

