

株価指標

はじめに PER、PBR、ROEは3つで1セット

株価指標や財務指標は新しいものが次々に考案され、時代背景・経済状況に応じてもてはやされ、やがて忘れ去られてしまう。そのなかで古典的かつ初歩的な株価指標であるPER（株価収益率）、PBR（株価純資産倍率）はその利用価値は損なわれず、現在においても日本経済新聞に「東証、ジャスダックの投資指標」として毎日掲載されている。

PER・PBRはROE（自己資本比率）とあわせて「3つで1セット」である。3つのうち、どれか2つが決まると残りの1つが自動的に決まってしまう。第一部ではPER・PBRの意味と実務的な解釈、ROEとの関係について解説する。ただし、どんな道具にも出来ること・出来ないこと、正しい使い方・誤った使い方がある。濫用例・誤用例を詳解しながら解説していく。

そのために「未経験者・初心者が陥りがちな勘違い・誤解」の指摘から始めたい。下記の文章はすべて勘違い・誤解である。

【よくある誤解・勘違い】

「業績の良い会社の株を購入した方が投資利回りは高い。」

「業績の低迷している会社の株を購入すべきではない。」

「増収増益ならば株価は上がる（下がない）、

減収減益なら株価は下がる（上がらない）」

「株価が低くなっても経営には影響しない。」

「決算は株価に影響する」

これらが誤解であることをPER，PBRを使って説明できるだろうか。公式を記憶している、株価指標の数値を計算できるだけでは「有効に使える」ことにはならない。勘違い・誤解を解き明かしながら有効な利用法を提示していきたい。

第1章 PER

本章のテーマ

株価指標を学習する方が最初に出会うのがPER（株価収益率）であろう。株価をEPS（1株当たり純利益）で割っただけのものであり、資格試験レベルでは「PERが大きければ割高、小さければ割安と判断する」で終わってしまう。

しかしそれだけの理解では、勘違い・誤解からぬけだすことができない。また、この指標の背景には「株式会社は誰のものか」という問いに対して、旧世代の日本人には受け容れがたい答えが内在されていることも理解しなければならない。

1. EPS（1株当たり純利益）とは

「株式会社の当期純利益は誰のものか」と聞かれたら、読者は何と答えるだろうか。一時、「株式会社は誰のものか」という議論が流行し、「株式会社は公器であり、経営者は全ての利害関係者に配慮しなければならない」という、いかにも日本人好みの主張が散見されたりした。

筆者の経験によれば、この問に対して答えは世代によって2分される。筆者（1950年代生まれ）と同世代以上で、特に上場企業に勤務されている方は「当期純利益は配当に回せば株主のもの、業績連動の賞与として社員に支給すれば社員のもの、未処分利益や内部留保という会計用語があるように処分が決まるまで誰のものでもない、強いて言えば『会社のもの』だ。」(*1)と答える。一方、若い世代、特に法学部出身の新入社員ならば「当期純利益は株主のもの」と身も蓋もない答えが返ってくる（「身も蓋もない」と感じるのは著者が旧世代だからだ）。

(*1)この発想は株式会社に固有のものではなく、長い歴史の中で培われてきた日本における組織運営の特異性らしい。「組織はそこで働く人間のもの（株式会社の場合「会社は社員のもの」）」という慣習は、組織を良い方向に導くこともあれば、周りを巻き込みながら組織を壊滅させる原因ともなりうる。いずれにしても「法的・理論的には誤り」といって無視は出来ない心情である。

さて、どちらが正しいのであろうか。勿論、法的には当期純利益は（配当してもしなくても）全額株主のものである。それどころか当期純利益にとどまらない、会社の資産も負債さえも全て株主のものである（負債に関しては有限責任であるが）。異論反論はあるだろう。しかし少なくともPERという株価指標は「当期純利益は株主のも

の」という主張そのものである。以下は「当期純利益は株主のもの」という立場で議論することになる。

数値例

株式会社A	
損益計算書	
売上	1000 億円
...	
当期純利益	100 億円
株価：	400 円/株
発行済株式総数：	5 億株

A社の株価は 400 円/株で発行済株式総数（株式数）は 5 億株、つまり A社の株式全体では 400 円/株×5 億株＝2000 億円分だけ世の中に存在することになる。これを株式時価総額という。ある資産家Hさんが 2000 億円を投じればA社の株式を 100%取得できる。すると「A社はHさんのもの」になるので当期純利益 100 億円は全額Hさんのものである。Hさんの投資利回りを計算してみよう。HさんはA社株式に 2000 億円投資して 1 年間に 100 億円獲得したのだから、株式投資収益率は

$$100 \text{ 億円} \div 2000 \text{ 億円} = 5\%$$

となる。

一方、普通の個人投資家Nさんは 400 円しかもっていない。しかし 400 円あればA社株式を 1 株だけ購入できる(*1)。Nさんは「たとえ 1 株だけの株主でも株主だ。当期純利益 100 億円のうちいくらかは私のものだ」と主張する。さていくらがNさんの取り分だろう。全体の株式数のうちNさんの保有する株式数に比例させるべきであろう。

$$\text{Nさんの取り分} = \text{当期純利益} 100 \text{ 億円} \times \frac{\text{Nさん所有 } k \text{ の株数 } 1 \text{ 株}}{\text{発行済株式総数 } 5 \text{ 億株}} = 20 \text{ 円}$$

Nさんの投資利回りを計算してみよう。NさんはA社株式に 400 円投資して 1 年間に 20 円獲得したのだから、株式投資収益率は

$$20 \text{ 円} \div 400 \text{ 円} = 5\%$$

となり、Hさんと同じになる。大口投資家も少額投資家も同じ投資利回りが得られる。

これも「株主平等の原則」の1つの表れである(*2)

(*1)現実には最小取引単位が設定されているのが普通であるが、ここでは無視する。

(*2)これを株主の配当請求権と呼ぶ。株主には他に残余財産分配請求権、株主総会における議決権がある。

この式は

$$\frac{\text{当期純利益 } 100\text{億円}}{\text{発行済株式総数 } 5\text{億株}} \times N \text{ さん所有の株数 } 1\text{株} = 20\text{円}$$

と書き改めることが出来る。

この $\frac{\text{当期純利益}}{\text{発行済株式総数}}$ を1株当たり利益(Earning Per Share(Stock),

EPS) と呼ぶ。するとNさんの取り分は

$$\text{EPS} \times N \text{ さん所有の株数 } 1\text{株} = 20\text{円}$$

となり、Nさんの投資利回りは

$$\frac{\text{取り分 } 20\text{円}}{\text{投資額 } 400\text{円}} = \frac{\text{EPS} \times \text{株数}}{\text{株価} \times \text{株数}} = \frac{\text{EPS}}{\text{株価}}$$

と表すことが出来る。そしてこれはNさんもHさんも同じである。よって株式の投資収益率は

$$\text{株式の投資収益率} = \frac{\text{EPS}}{\text{株価}}$$

と表すことが出来る(*1)。

(*1)日本経済新聞ではこれを**株式益回り**として表示している。

2. 業績と株価の関係

A社とB社の当期利益が下記のような状況で、A社の株価が 400 円だったとする。B社の株価は一体いくらになるか考えてみよう。

数値例

株式会社 A		株式会社 B	
損益計算書		損益計算書	
売上	1000 億円	売上	2000 億円
...		...	
当期純利益	100 億円	当期純利益	200 億円
株価	400 円/株	株価	? 円/株
発行済株式総数	5 億株	発行済株式総数	5 億株
EPS	20 円/株	EPS	40 円/株

B社はA社より業績が良いのだから株価は 400 円/株よりも高くなると想像できるだろう。例えば 600 円/株、800 円/株、1000 円/株のケースで考えてみよう。B社の株価いくらで落ち着くだろうか。

	A 社	B 社		
①EPS	20 円/株	40 円/株		
②株 価	400 円/株	600 円/株	800 円/株	1000 円/株
投資収益率 (①÷②)	5.00%	6.66%	5.00%	4.00%
株価の変化	(一定と仮定)	上昇	安定	下落

B社の株価が 600 円/株の場合の投資利回りを計算してみよう。投資利回りは $40 \text{ 円/株} \div 600 \text{ 円/株} = 6.67\%$ になる。この場合、A社とB社を比較するとB社の方が高利回りになるので投資家はB社株式を購入しようとするのでB社の株価は上昇するはずだ (A社の株価は一定と仮定する)。この状況を「B社の株価は割安」という。割安とはB社の株価 600 円/株はA社の株価 400 円/株よりも高いのであるが、投資利回りが高くて有利なことを意味する。

ではB社の株価は 1000 円/株まで上昇するだろうか。株価が 1000 円/株の場合、投資利回りは 40 円/株÷1000 円/株=4.00%になる。この場合、A社とB社を比較するとB社の方が低利回りになるので投資家はB社株式を敬遠するのでB社の株価は下落するだろう。この状況を「B社の株価は割高」という。

B社の株価は 600 円/株なら上昇し 1000 円/株なら下落する。結局 800 円/株に落ち着くだろう。なぜなら 800 円/株になると投資利回りは 5.00%でA社と同レベルになるからだ。「B社はA社の2倍利益があるから株価も2倍」という当たり前の結果になる。

2. P E Rによる表現

著者は投資利回り（株式益回り）を使った説明の方がわかりやすいと考えているのだが、業界では上記の投資利回りの計算の分母分子を逆転して（②÷①）PER(Price Earnings Ratio)として表示する(*1)。

$$PER = \frac{\text{株価}}{EPS}$$

あるいは分母分子に発行済株式総数を乗じて

$$PER = \frac{\text{株式時価総額}}{\text{当期純利益}}$$

とも表現できる。株式益回りは PER の逆数になっている。

$$\text{株式益回り} = \frac{EPS}{\text{株価}} = \frac{1}{PER}$$

(*1) Price は株式の価格を意味する。また分数の読み方に日本語と英語の違いがある。日本では $\frac{1}{3}$

を「3分の1」のように分母を先、分子を後に読むが、英語では分子が先、分母が後である。よっ

て Price Earnings Ratio は $\frac{\text{Price}}{\text{Earnings}}$ を意味する。

	A 社	B 社		
①EPS	20 円/株	40 円/株		
②株 価	400 円/株	600 円/株	800 円/株	1000 円/株
投資収益率 (①÷②)	5.00%	6.66%	5.00%	4.00%
株価の変化	(一定と仮定)	上昇	安定	下落
P E R (②÷①)	20 倍	15 倍	20 倍	25 倍

まとめると

PER が低いと割安で株価が上昇

PER が高いと割高で株価が下落

どんな会社でも PER は同じ

となる。

3. どの株式を買っても同じ投資収益になる

上記の数値例の意味を理解されただろうか。上記の説明通りならば「業績の良い会社の株式を購入しても、業績の劣る会社の株式を購入しても、投資利回りは同じ」ことになる。

このことを明示するために、投資資金 100 万円で A 社株式を買った場合と、B 社株式を買った場合を比較しよう。

	A 社	B 社
①EPS	20 円/株	40 円/株
②株 価	400 円/株	800 円/株
投資収益率 (①÷②)	5.00%	5.00%
100 万円で買える株式数 (100 万円÷株価)	100 万円÷400 円/株 =2500 株	100 万円÷800 円/株 =1250 株
投資した場合の取り分 (EPS×株数)	20 円/株×2500 株 =50,000 円	40 円/株×1250 株 =50,000 円

A社のEPSはB社の半分しかないため、A社の株価はB社の株価の半分である。だからこそ同じ100万円で変える株式数はB社の倍になる。結局どちらに投資しても100万円投資して同じ5万円だけ儲かるので投資収益率は同じ5%なのだ。

PERの根源にはこの期待があり、実務でも受け容れられている。長期的には全ての銘柄のPERが市場全体の平均PERに一致するという期待があるから、日経新聞の主要指標欄に市場全体の平均PERが表示されるのだ。

4. 「株価に折り込み済み」ということ

前節で「全ての銘柄のPERが市場全体の平均PERに一致する」と結論したが、現実にはPERが市場平均を大きく上回る銘柄、下回る銘柄が存在する。本節では現実の個々の銘柄のPERが市場平均と乖離する理由と、そこから導かれる「上場企業の経営責任の過酷さ」について解説する。

数値例

A社が市場平均並みのPER 20 倍なのに、C社はPER 50 倍と大きく上回っている (*1)。

(*1)平成 24 年 5 月 25 日当時、東証 1 部の前期基準 PER の平均が約 20 倍の状況で、前期基準 PER が 100 倍を超えている銘柄が約 70 社あった。

	A 社	C 社
①EPS (前期実績)	20 円/株	20 円/株
②株 価	400 円/株	1,000 円/株
投資収益率 (①÷②)	5.00%	2.00%
前期基準PER (②÷①)	20 倍	50 倍

なぜこのようなことが起きるのだろうか。それを説明するために前期基準 PER と予想 PER の違いを説明しなくてはならない。もう一度 EPS を注意深く考えてみよう。EPS を算定する際に用いたのは損益計算書の当期利益であった。損益計算書は「平成 23 年 4 月 1 日から平成 24 年 3 月 31 日まで」に発生した売上と費用から計算される。重要なのは「いつ公表されるか」である。決算であるから当然に平成 24 年 4 月 1 日

以降に公表される。即ち、決算情報というものは基本的に過去の情報なのである。損益計算書の当期利益から計算した **PER** を前期基準 **PER** と呼ぶ。即ち「当期決算」という誤解を招く表現は使わず「前期実績」と過去の情報に基づく数値であることを明示する名称にしているのだ。

一方、予想 **PER** は確定した過去の決算情報の当期利益ではなく、来期の予想当期純利益に基づいて計算されるのである(*1)。そして「長期的には全ての銘柄の **PER** が市場全体の平均 **PER** に一致する」が成立するのは予想 **PER** であって前期基準 **PER** ではない。現在の株価は過去の情報ではなく、将来の情報によってのみ決定されるからだ(*2)。

(*1)予想当期純利益は決算短信と呼ばれる速報に開示されることになっている。期中実績が予想を上回りそうであれば上方修正、下回りそうであれば下方修正として遅滞なく開示することがルール化されている。

(*2)この性質は極めて重要で後節で解説する。実際、日本経済新聞に掲載されている **PER** は予想 **PER** がメインであって、前期基準はカッコ内表示の参考数値として扱われている。

予想 **PER** と前期基準 **PER** の関係を **C** 社を例に説明しよう。**C** 社の直前決算期の当期純利益から計算した **EPS** (前期基準) は 20 円/株であるが、1 年後の **EPS** (予想) は 50 円/株、即ち 2.5 倍に急成長すると予想されている。

	現在の C 社		1 年後の C 社 (予想)
① 1 株当たり利益	20 円/株	⇒	50 円/株
② 株 価	1,000 円		1,000 円
益回り	2.00%		5.00%
PER (②÷①)	前期基準 PER 50 倍		予想 PER 20 倍

このように現在の株価は前期基準 **PER** が市場と一致するように決定されているのだ。ここで次のような疑問を持つ読者もいるだろう。「**PER** が 20 倍 (市場平均と一致

する) という原則は常に成立すべきではないか」と。即ち、「現在の株価は直前決算期の利益の 20 倍、400 円であるべきで、1 年後に利益の増加に合わせて 1000 円に上昇するほうが合理的ではないか」という意見だ。しかし、現実にはそうはならない。

『こうはならない・・・』

	現在		1 年後
① 1 株当たり利益	20 円/株	⇒	50 円/株
②株 価	400 円 !	⇒	1,000 円
P E R (②÷①)	前期基準 P E R 20 倍		前期基準 P E R 20 倍

その理由は投資家の心理から簡単に説明できる。C 社は「1 年後には株価が 1000 円になる」と予測されている。この C 社株式を現在 400 円で購入できれば確かに大儲けできる。しかし 400 円で購入するためには誰かが C 社株式を 400 円で売ってくれなければならない。1 年後には 1000 円になる株式を 400 円で売却する投資家がいるだろうか。一方、購入する方は 400 円と言わず 800 円で購入しても損はない。ということで現在の株価は上昇し、1 年後の予測株価に近い水準まで上昇するはずだ(*1)。

このように考えてくると「前期基準 P E R よりも予想 P E R が重要である」ことが理解できるだろう。

(*1)このような性質をマルチンゲールと呼ぶ。

C 社の前期基準 P E R が 50 倍だったのは「1 年後には利益が 50 円/株になる」という期待・予想があったからである。実際に 1 年後に予想通り利益が 50 円/株まで増加としたとする。株価は「長期的には P E R は 20 倍」という原則に従えば株価は 1000 円、即ち株価は上昇しない。この状況を「利益が 2.5 倍になることは現在の株価に折り込み済みである」という。

	現在のC社		1年後のC社 (実績)	
① 1株当たり利益	20 円/株	⇒	50 円/株	利益が 2.5 倍でも…
②株 価	1,000 円/株	⇒	1000 円/株	株価は 不変
益回り	2.00%		5.00%	
P E R (②÷①)	50 倍		20 倍	

注) 厳密には1年後には更にその先の予想に基づいて株価が形成される。ここでは解りやすいように「その先の EPS に変化は無い」と仮定した。

補足

懸命な読者は「これまでの説明通りなら全ての銘柄の予想 PER はほぼ同じ数値になるはず」と気がつくはずだ。ところが実際には予想 PER すら銘柄によって大きな差がある。それはなぜか。予想 PER の算定根拠になっている予想 EPS は「1年後の EPS」でしかない。ところが長期的な成長を期待する株主から見ると「1年後の EPS」ではなくもっと長期的に達成されるであろう EPS を念頭に株価を評価しているのである。よって予想 PER も銘柄によってバラツキが生じるのである。

5. 増益でも株価が下がる理由

以上の議論から「増益でも株価が下がる」ケースが説明できる。C社の前期基準 P E R が 50 倍だったのは「1年後には利益が 50 円/株になる」という期待・予想があったからである。ところが1年後になって（増収増益ではあるものの）利益が 40 円/株しか伸びなかったとする。この場合、株価は「長期的には P E R は 20 倍」という原則に従えば株価は 800 円、即ち 1000 円から 20% もダウンすることになる。株価に織り込まれていた「利益が 2.5 倍になる」を下回ったからである。

	現在のC社		1年後のC社 (実績)	
① 1株当たり利益	20 円/株	⇒	40 円/株	利益が 2倍でも…
②株 価	1,000 円/株	⇒	800 円/株	株価は 下がる
益回り	2.00%		5.00%	
P E R (②÷①)	前期基準 P E R 50 倍		前期基準 P E R 20 倍	

注) 厳密には1年後には更にその先の予想に基づいて株価が形成される。ここでは解りやすいように「その先の EPS に変化は無い」と仮定した。

ではC社の株価が 1000 円以上に上昇するのはどういう場合だろうか。それは「折り込み済みの予想 (2.5 倍になる) を上回る」場合である。株価は予想ゲームである。ただし前期比較での増益か否かを予想するのではなく、現在の予想を上回るか下回るかを予想するゲームである。

6. 減益でも株価が上がる理由

同様に「減益でも株価が上がる」ケースが説明できる。D社の前期基準 P E R が 10 倍だったのは「1年後には EPS が 10 円/株まで低下する」という悲観的な予想があるからである。

	A 社	D 社	
①EPS	20 円/株	(前期基準) 20 円/株	(予想) 10 円/株
②株 価	400 円/株	200 円/株	
投資収益率 (①÷②)	5.00%	10.00%	5.00%
P E R (②÷①)	20 倍	前期基準 PER 10 倍	予想 PER 20 倍

1年後、予想通り EPS が 10 円/株まで下がったとする。この場合、株価は「長期的には P E R は 20 倍」という原則に従えば株価は 200 円のまま、前期比で減益になっても株価は下がらない。「利益が 0.5 倍になることは現在の株価に折り込み済み」だったのだ。

	現在の D 社		1 年後の D 社 (実績)	
① 1 株当たり利益	20 円/株	⇒	10 円/株	利益が 減少しても…
② 株 価	200 円/株	⇒	200 円/株	株価は 不変
益回り	10.00%		5.00%	
P E R (②÷①)	10 倍		20 倍	

注) 厳密には 1 年後には更にその先の予想に基づいて株価が形成される。ここでは解りやすいように「その先の EPS に変化は無い」と仮定した。

1 年後になって (減益ではあるものの) EPS が 15 円/株までしか下がらなかったとする。この場合、株価は「長期的には P E R は 20 倍」という原則に従えば株価は 300 円、即ち 200 円から 50% も上昇することになる。株価に織り込まれていた「利益が 0.5 倍になる」を上回ったからである。

	現在		1 年後 (実績)	
① 1 株当たり利益	20 円/株	⇒	15 円/株	利益が 減少しても…
② 株 価	200 円/株	⇒	300 円/株	株価は 上がる
益回り	10%		5%	
P E R (②÷①)	10 倍		20 倍	

注) 厳密には 1 年後には更にその先の予想に基づいて株価が形成される。ここでは解りやすいように「その先の EPS に変化は無い」と仮定した。

7. 上場企業の経営責任

「黒字を確保して、会社を倒産させない」というのは零細企業を含めた全ての経営者の責任である。上場企業の経営責任は、それに「株式時価総額を増大させる（株価を上げる）」責任が追加される。言葉でいうのは簡単であるが、C社の経営者の場合、市場から「C社の来期の利益は現状の2.5倍にできる」とみなされた場合、実際に利益を2.5倍以上にするのが経営責任ということになる。利益の増加が2.5倍未満の場合、経営責任を全うしたとみなされないことを意味する。

かつては「株価は経営と直接的な関係はない」とみなされていたが、現在では日本企業による敵対的買収がめずらしくなくなり、株価が低迷することが重要なビジネスリスクとみなされるようになった。上場企業の経営者にとっては過酷な時代になったと言える。

第2章 P B R

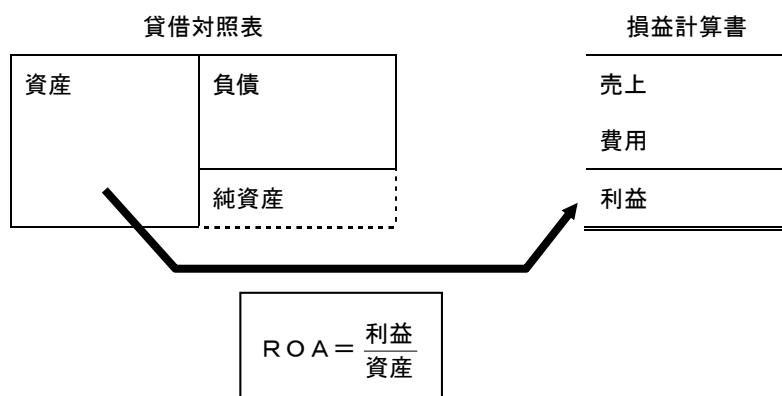
本章のテーマ

前章はP E R（株価収益率）について解説した。P E Rは株価と損益計算書の当期純利益から計算される株価指標である。本章ではもう一つの代表的財務諸表である貸借対照表と株価から計算されるP B Rがテーマとなる。P B Rの発想が示唆するものと、P B Rを通じて株式市場が経営者に発しているメッセージについて解説する。特に「P B Rが1を下回ることの重大さ」を理解して欲しい。

1. 何が企業に利益をもたらすか

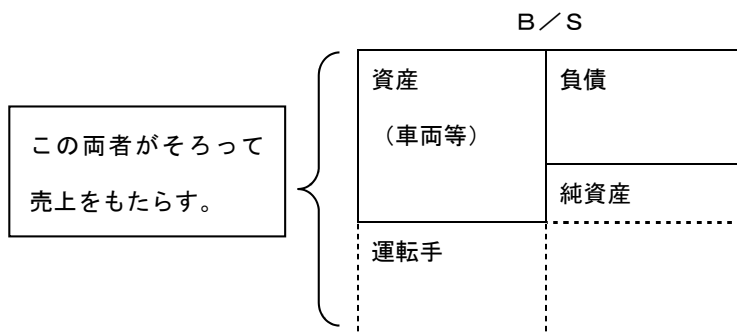
代表的な財務諸表として貸借対照表と損益計算書がある。ここで「何が利益をもたらすか」を考えてみよう。会計学に親しんだ読者の中には「資産が利益をもたらす」と考える人もいるはずだ。いわゆるR O A（資産利益率）という財務比率の発想である。

財務諸表の関係



しかし、本当に資産（だけ）で利益がもたらされるだろうか。タクシー会社を設立するケースで考えてみよう。本社・営業所社屋、営業用車両、燃料の備蓄など「必要な資産」はすべてそろえて、「運転手を一人も雇わないで」営業を開始してみよう。その後の1年後の売上はいくらだろうか。勿論、ゼロである。即ち、資産だけで売上（利益）がもたらされるわけではないのだ。勿論、運転手だけいても営業用車両が無ければやはり売上（利益）は生じない。この両者がそろって初めて売上（利益）がもたらされる。

財務諸表には反映されない経営要素



タクシー会社の場合だけではない。ラーメン屋が繁盛する条件は「美味しい、清潔、安い、評判が良い、立地が良い等」であろう。これらの重要な経営要素も貸借対照表には計上されない。ましてや上場企業の場合、ブランドや技術力・営業力等こそが本当の財産であろう。これらは一切貸借対照表には計上されない。貸借対照表には「客観的に金額で測定できるもの」しか計上できないという原理的な限界があるためだ(*1)。

(*1)会計上「のれん」が計上されることがあり、それは上記の「貸借対照表には計上されない重要な経営要素」のイメージに近い。ただし、それは買収した会社等に由来するものであって本体の「のれん」が計上されることはない。

(*2)取得原価主義が主流の頃の貸借対照表では、資産の含み益(株価の値上がり益等)が「貸借対照表には計上されない要素」として注目されたこともあった。現在の時価主義会計の流れでは、かつての含み益は「貸借対照表に計上する」ようになったのでここでいう「貸借対照表には計上されない重要な経営要素」には該当しない。

2. P B R の意味

会計学がその原理的制約から放棄してしまった「貸借対照表には計上されない経営要素」を強引に金額換算したうえで企業価値を算定したものがある。それが株式時価総額である(*1)。なぜならば、株式100%を買い占めるということは「貸借対照表には計上されない経営要素」を含めて取得できるからである。先ほどのタクシー会社の例で言えば、運転手をそのまま雇用し続けることができるからである(*2)。

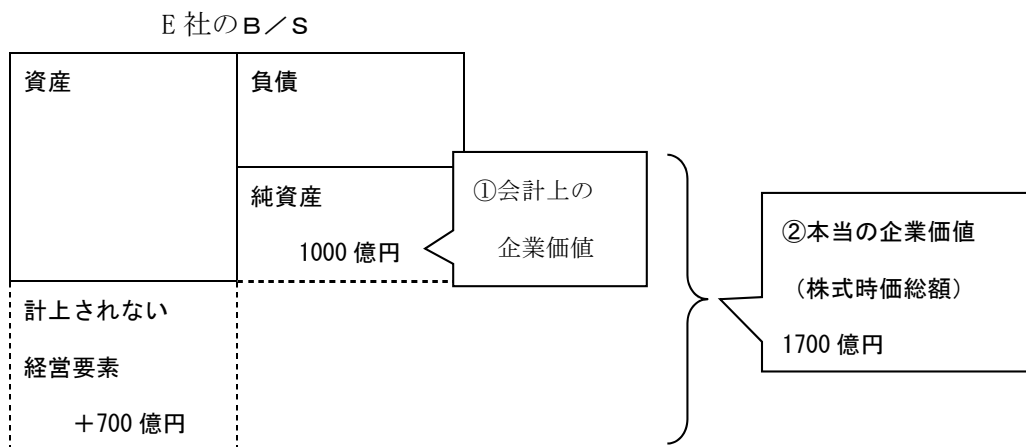
(*1)未公開企業の場合、買収額が該当するであろう。

(*2)ただし必ず取得できる保証はない。株主の交代を従業員が嫌って退社が相次ぐ事態も考えられ、

おいしいラーメンを作れる職人を手に入れないことも起こりうる。

数値例

上場企業 E 社の純資産は 1000 億円、株式時価総額は 1700 億円である。



E 社の場合、株主または買収側が「貸借対照表には計上されない経営要素が 700 億円ある」と認めていることを表す。

PBR (Price Book-Value Ratio(*3)、株価純資産倍率) とは①と②の比率で、

$$\text{PBR} = \frac{\text{②株式時価総額1700億円}}{\text{①純資産1000億円}}$$

で算定される。あるいは分母分子両方を株式数で

割って

$$\text{PBR} = \frac{\text{株価}}{\text{1 株当たり純資産 (BPS)}} \quad (*4)$$

と表記される方が一般的である。

PBR は PER のように「長期的にはどんな会社でも同じになる」株価指標とは違い、株式市場から高く評価されている会社は PBR は大きく、低く評価されている会社は小さくなる。注意が必要なのは PBR は財務的安定性 (倒産のしにくさ) を表すものではない点だ。純資産が大きく (自己資本比率が高く) 倒産しにくくても株式時価総額が少なければ (株価が低ければ) PBR は小さくなる。逆に純資産が小さく (自己資本比率が低く) 倒産しやすくても株式時価総額が大きければ (株価が高ければ) PBR は大きくなる。

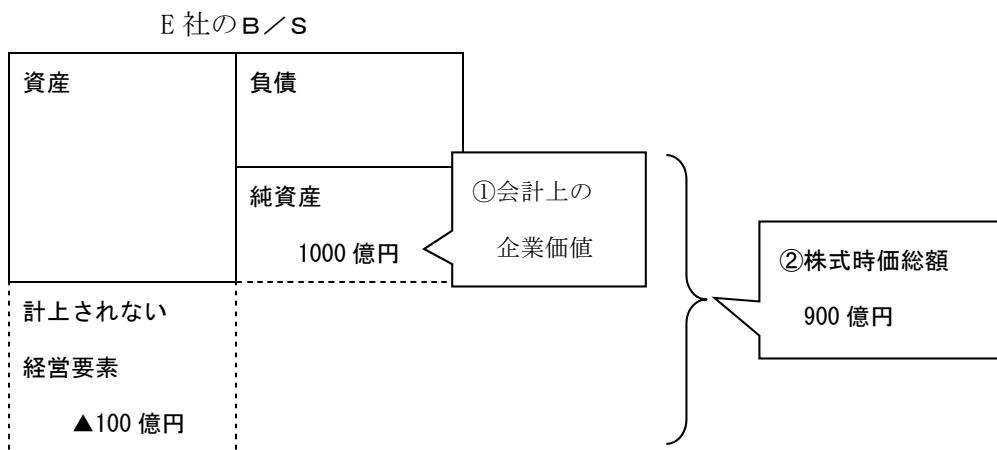
(*3) Book-value という Book とは本ではなく帳簿を意味する。日本語の簿記は明治時代に Book を音訳したものだという説を聞いたことがある。Book-value とは帳簿上の価値、即ち簿価である。何の簿価か、会社全体の簿価である。

(*4) Book-value Per Stock(Share)。 $BPS = \frac{\text{純資産}}{\text{発行済株式総数}}$

3. PBR が 1 を下回ることの危険性

理論的には株式時価総額が純資産を下回る、即ち PBR が 1 を下回る（株価がそこまで低下する）ことは起きにくい。逆に「PBR が 1 を下回る」のは重大な事態である。

先ほどの E 社の純資産が 1000 億円のまま PBR が 0.9 まで低下したと仮定して重大さを説明しよう。PBR が 0.9 とは純資産 1000 億円に対し、株式時価総額が 900 億円であり、「貸借対照表には計上されない経営要素」は▲100 億円となる状況を意味する。



株価が外部要因による過小評価でなければ、E 社は株主から「看板を下ろして会社を解散しろ」と言われているのに等しい。なぜなら株主にとって営業を続けると株式時価総額 900 億円の価値しかないが、解散すると純資産 1000 億円が手に入るからである(*1)。ちなみにこの会社は赤字でもないし、ましてや債務超過状態にもないにもかかわらずである。

もし株価低迷の原因が経営陣にあるとみなされるのなら、格好の敵対的買収のターゲットになる危険性がある。本来 1000 億円以上の価値があるはずのものが 900 億円

で手にはいるのである。買収終了後、経営陣の刷新を図れば 1000 億円以上になるだろうし、万一経営刷新に失敗しても解散すれば 1000 億円が手に入る可能性があるからだ。

平成 24 年 5 月 25 日時点で東証 1 部で PBR が 0.5 を下回っている企業が約 400 社ある。これは「経営者が株主の期待に応えられていない」とみるか、「株価は不当に低い」とみるか、意見の分かれるところである。

(*1)会計上の純資産が 1000 億円あるからと言って解散した場合に現金が 1000 億円残る保証はない。

しかし、時価主義会計が導入されかつ PBR が 0.5 未満になっている場合、この論法は非現実的ではない。例えば競合する会社を買収した上で事実上市場から撤退させれば、買収・解散により損失が出たとしても、少ない負担で大きなマーケット・シェアを獲得する、という戦術も考え得る。

このように「PBR が 1 を下回った場合には解散させる」という選択肢に結びつくので、PBR には PER のような予想 PBR はあまり意味はない。清算価値は「今、解散させるとしたら」という発想であって、「将来解散させたら」ではないからである。日本経済新聞でも前期基準の PBR だけ掲載されている。

4. 株価変動と P B R、P E R

第 1 章で解説したように PER、EPS、株価には以下のような関係がある。

$$\text{株価} = \text{PER} \times \text{EPS}$$

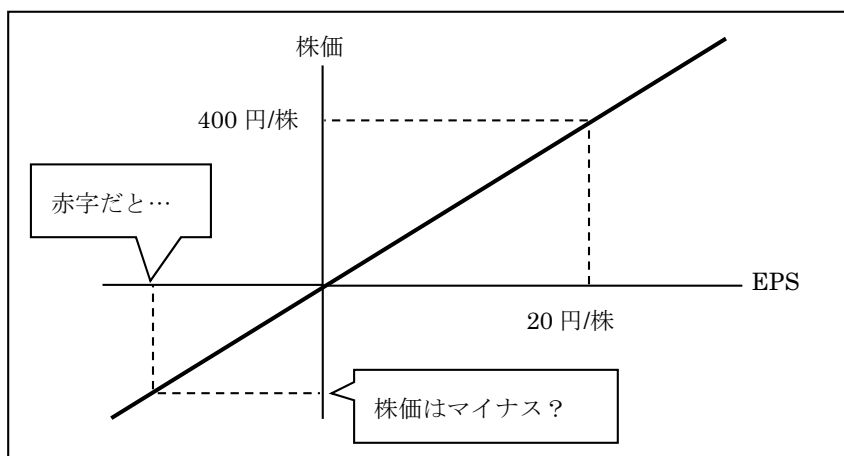
PER は「どの銘柄でも（長期的には）同じ」だからここでは 20 倍で一定としよう (*1)。すると当期純利益（EPS）、純資産（BPS）と株価および PBR には以下の関係がある。

(*1)「PER が一定」とは時間的に変化しないことを意味しない。マクロ要因（長期金利等）によって変化する。ここでは銘柄によらずその時点では共通という意味である。

①当期純利益	0 億円	25 億円	50 億円	100 億円
②純資産	1000 億円	1000 億円	1000 億円	1000 億円
③発行済株式総数：5 億株				
④EPS ①÷③	0 円/株	5 円/株	10 円/株	20 円/株
⑤PER：20 倍				
⑥株価 ④×⑤	0 円/株	100 円/株	200 円/株	400 円/株
⑦BPS ②÷③	200 円/株	200 円/株	200 円/株	200 円/株
⑧PBR ⑥÷⑦	0.0	0.5	1.0	2.0

PBR が 1 を下回る

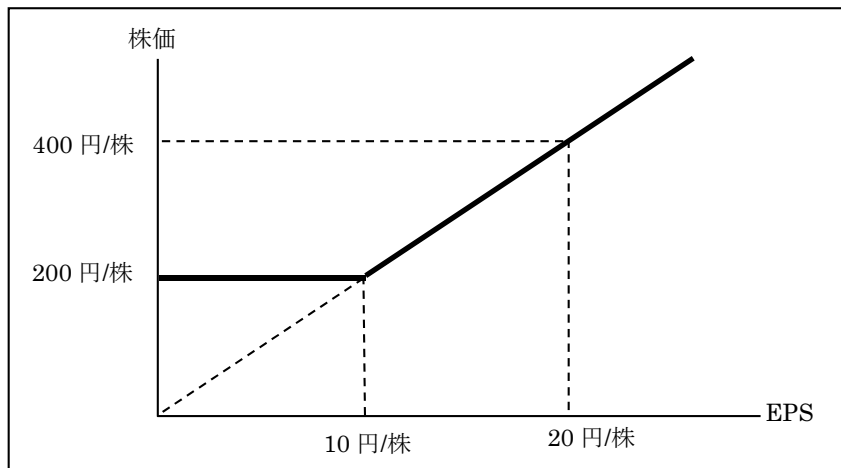
この結果を EPS と株価の関係をグラフにすると下記のように原点を通る直線になる。特に EPS がゼロ（当期利益がゼロ）の場合、株価はゼロになってしまう。さらに言えば、EPS がマイナス（当期損失が発生、いわゆる赤字決算）になれば株価はマイナスということになる。



現実に企業が赤字を計上した場合でも株価がマイナスと言う事態はありえない。また、今は PER のロジックだけを優先したが、「PBR は 1 を下回ることはない」という PBR のロジック、「株式時価総額は純資産 1000 億円を下回らない」から株価は 200 円/株未満にはならないことを導入してみよう。

EPS	0 円/株	5 円/株	10 円/株	20 円/株
PER	∞	40 倍	20 倍	20 倍
株価	200 円/株	200 円/株	200 円/株	400 円/株
PBR	1.0	1.0	1.0	2.0

「PBR は 1」の領域
「PER は一定」の領域



すると PBR が 1 で固定される領域になると PER の数値が大きくなり、市場平均から大きく乖離する。

現実の株式市場をみると PBR を 1 を大きく下回っている企業は多数存在するが、PBR が 1 を下回っている企業の PER は市場平均の大きく上回る傾向が存在する。つまり、PBR = 1 が株価の下限として機能はしていないものの、PER が一定と言うルールから乖離し始めている。即ち、EPS だけで株価が算定されることはなく、株価の下落を抑制する要素として考慮されているとは言えるだろう。

第3章 ROEとの関係

本章のテーマ

PBR、PER、ROEは3つで1組の指標である。これら3つの指標のうち、2つが決まると残りの1つが自動的に決まる。ROE経営という言葉が何を意味するのかを紹介するとともに、ROEと株価の関係を考察する際に陥りやすい罠について警告する。

1. PBR、PER、ROEの関係

平成24年5月25日時点の東京証券取引所1部銘柄の平均PBRは0.91、平均PER（前期基準）は19.13であった。貸借対照表の純資産をB、当期純利益をE、株式時価総額をPとするとPBR、PER、ROEは以下の式で表すことが出来る。

B / S		P / L	
資産	負債	売上	
	純資産 (B)	費用	
		当期純利益 (E)	

株式時価 総額 (P)

$$PER = \frac{P}{E} = 19.31, \quad PBR = \frac{P}{B} = 0.91, \quad ROE = \frac{E}{B} = \frac{PBR}{PER}$$

よって東京証券取引所1部銘柄の平均ROEは $ROE = \frac{0.91}{19.31} = 6.54\%$ と計算で

きる。この関係によりPER、PBR、ROEのうち2つが決まると残りの1つは自動的に決定される関係になる。

2. ROE 経営とは

何が株価を決定するかについては様々な考え方があるが、「株価は ROE が決定する」という発想について紹介する。まず以下の式から出発する。

$$\text{株価} = \frac{\text{株価}}{1 \text{ 株当たり利益}} \times 1 \text{ 株当たり利益} = \text{PER} \times \text{EPS}$$

これは恒等式でどんなケースでも成立する「当たり前」の式で、これだけでは特に意味はない。前述のように「PER はどんな銘柄でも同じ」という仮定が導入されるので「株価は EPS が決定する」ということを示唆する。さらに EPS は何によって決定されるかを以下のように考える。

$$\text{EPS} = 1 \text{ 株当たり純資産} \times \frac{1 \text{ 株当たり利益}}{1 \text{ 株当たり純資産}} = \text{BPS} \times \text{ROE}$$

BPS があまり大きな変化をしない（ほぼ一定）と仮定すると、EPS は ROE が決定することになる。まとめると

$$\text{株価} = \text{PER} \times \text{BPS} \times \text{ROE}$$

となり、「ROE が株価を決定する」ことになる。ROE 経営とは、目標 ROE を設定しそれを実現することを経営責任とする経営である。これは目標とする株価を設定しそれを実現しようとする経営、即ち株主重視の経営を意味する。

ROE 経営が登場する以前は売上高利益率などの製造現場の原価管理を念頭に置いた経営目標を設定し、株価への影響はあまり重視してこなかった。いわゆる「黒字を確保して会社を潰さない」ことが経営責任であるというレベルである。

欧米の株式市場では ROE が最も重要な経営者の評価基準である。欧米の上場企業の目標 ROE は 20% であり、実績の平均値でも 10% を大きく上回っている。もし、10% を下回った場合には経営責任を問われるであろう。これに比べると東証の平均 ROE は「異様に低い」状況にある。株主による監視・要求が欧米市場並みになった場合、日本の上場企業の経営陣への圧力は今以上に大きくなるであろう。

3. ROE 経営の事業部門への影響

「黒字を確保して会社を潰さない」経営から「目標 ROE を設定しそれを実現する」経営に移行した場合、何が起きるだろうか。それは不採算部門だけでなく、低収益部

門への評価が厳しくなることを意味する。これまでは「黒字さえ確保しておけば部門は存続させる」であったが、目標 ROE を設定した場合、低収益部門を廃止し経営資源を高収益部門に集中させるべきではないか、ということが経営課題になる。まさにリストラクチャリング（収益構造の再構築）が全面に出てくる。

このようなことから ROE 経営の弊害も指摘される。現時点では不採算部門あるいは低収益部門であっても、将来には収益の柱になりうる可能性のある事業部門を存続させることに消極的にあり、短期的な ROE の改善ばかりに目を奪われ、長期的な成長力をかえって阻害するのではないかという指摘である。どんな道具（経営目標）も使いようによって有用にも有害にもなりうるということだ。

4. ROE の分解

経営陣が ROE を維持・向上するべく努めるべき理由は述べた。しかし、ROE の変化には、「良い ROE の向上」と、「(悪いとまでは言わないが)あまり褒められない ROE の向上」がある。それを見極めるために ROE をいくつかの要素の積に分解する。

$$\text{ROE} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} = \frac{\text{当期純利益}}{\text{①}} \times \frac{\text{①}}{\text{②}} \times \frac{\text{②}}{\text{自己資本}}$$

①と②に何が入っても上記の式は成立する（恒等式という）。①に売上を、②に資産（総資本とも言う）を代入しよう。すると

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

5. ROE と株価の関係の真実性

これまで「株価は ROE が決定する」という仮説を解説してきたが、筆者はこのモデルに懐疑的である。少なくとも「決算情報から ROE を計算し、理論株価を算定しようとする」のであれば完全に誤りである、と指摘せざるを得ない。なぜなら「現在の株価を決定するのは将来の予測だけであり、株価は過去を顧みない」という説を筆者は支持するからである。

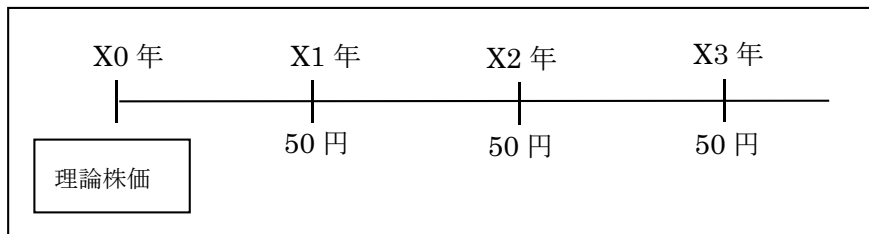
【配当割引モデル】

来期以降の1株当たりの配当金が毎期50円で一定、割引率を10%と仮定しよう。
この場合の配当割引モデルによる理論株価は

$$\text{理論株価} = \frac{\text{予想配当}}{\text{割引率}} = \frac{50\text{円}}{10\%} = 500\text{円}$$

と計算される。

時間関係が重要なので上記の条件を図に表してみよう。現時点をX0年とする。「来期以降の配当が毎期50円で一定」とはX1年以降の配当金が毎期50円で一定を意味する。これらによってX0年時点の理論株価が決定されるというのである。



読者はこの配当割引モデルの根本的な発想に気がついているだろうか。配当割引モデルは「X0年時点の株価は、X1年以降の配当金が決定する」と主張しているのだ。逆に言えば「X0年時点の株価は、X1年より前の状況とは関係がない」ことを意味する。これが前号で紹介した「株価は過去を顧みない」という意味である。

企業の公表する決算情報は全て過去の情報である。よって過去の財務情報から得られるROEから現在の株価について分析を試みるのは（配当割引モデルによれば）原理的に誤りということになる。証券アナリストが決算公表時期に注目するのは決算そのものではない。決算と同時に公表される（翌期の）業績予想である。さらにはその背景となる中期経営計画である。勿論、決算の中にも将来予測に資する情報もあるので無視するわけではないが。

6. 上場企業経営者の勘違い

筆者が「日本の上場企業経営者は配当割引モデルの発想を理解していないのではないか」と感じたのは減損会計導入時の各企業の反応である。少なくない企業が「どう

すれば減損の計上を回避できるか」に苦勞したはずだ。要は「(今期の) 決算の減益要因は回避したい」ということである。しかし、減損計上の本質は将来の費用（損失）の前倒し計上である。減損計上期の減益要因であるが、将来の増益要因である。

もっとも「我が社は減損会計を早期適用した」と胸を張る企業にも、疑念を抱かざるを得ない。減損会計に限らず会計上の損失を認識することと問題が解決することは別である。貸倒引当金を計上しても不良債権の問題が解決しないことと同じである。