

(年金運用)：「投資家にとっての赤字企業」は PBR1 倍割れが当然

日本の株式市場では PBR（株価純資産倍率、時価総額／純資産）の 1 倍割れが続き、企業の解散価値以下での株式購入が可能である。しかし、企業の解散は現実的ではない。企業の収益力が低く、調達資金のコストを下回っているため、投資家は PBR1 倍割れを無視している。

PBR1 倍割れについて確認すると、株価が 1 株当たり純資産以下で取引されていることと等しい。このため、株式のバーゲンセールだと、一般的には理解されている。会計情報が正しい価値を表示しているのなら、株式の価値は純資産に等しいからである。このため、企業が今すぐにも解散してくれるのなら、PBR1 倍割れの株式を買うことで利益が得られるはずだ。

とはいえ、黒字企業の解散は現実的にはありえない。赤字企業といえども、簡単には解散しない。そこで、PBR1 倍割れの株式に投資をして儲けられる可能性があるとするれば、企業買収ということになる。投資後、純資産と同額で買収してもらったとしても、十分である。しかし、日本市場では、上場企業に対する企業買収は活発でない。以上の結果、PBR1 倍割れといえども、そのバーゲンセールに乗じて確実に投資収益を得ることは至難となる。

とはいえ、PBR1 倍割れが長期的な観点から「株価が安値圏に売り込まれた」ことを意味しているのなら、とりあえずその株式を買うことで、いずれ利益が得られそうだと思う。そこで、PBR が 1 倍を割ることが、投資家が非合理的に行動した結果なのか（たとえば、実態以上に企業業績を悲観して株式を大量に売却した結果なのか）、それとも企業経営に問題があるために生じるのか、この点を簡単なモデルを用いて検証してみた。

図表 1： 投下資本 100 当たりの株価(成長なし)

企業	A	B	C
事業利益率(税引き後、%)	3.0	10.0	5.0
資本コスト(%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率(%)	0.0	0.0	0.0
企業価値	60.0	200.0	100.0

注1: 税引後の利益のすべてを配当するとして計算した。

注2: 資本構成を株主資本だけと仮定したため、企業価値＝株価である。

図表 1 がこの検証結果である。ここでは、事業資産が稼ぐ利益（税引き後、すなわち政府に税を分配した残り）の率が資本コスト（ここでは負債がないとしているため、株式投資家が要求する利益率と同じ）を下回る企業（A 社）、上回る企業（B 社）、同じ企業（C 社）について、理論上の企業価値（負債がないので株式価値と同じ）を計算している。なお、事業のために投下した資本は 100 であり、その後の成長（投下資本の増加）がないとして計算した。

計算の結果は、事業利益率（税引き後、以下同じ）が資本コストを下回る A 社の企業価値＝株価は 60、PBR は 1 を下回る。事業利益率が資本コストを上回る B 社の株価は 200、PBR は 1 を上回る。事業利益率と資本コストが等しい C 社の株価は 100、PBR はちょうど 1 である。つまり、PBR1 倍割れは必ずしも株式のバーゲンセールを意味していない。企業の事業効率が低く、

投資家にとって実質赤字（事業利益率<資本コスト）の場合も、PBR1 倍割れになる。

PBR1 倍割れの理由をもう少し考えてみたい。A 社の場合、投下した 100 の資本は事業資産に姿を変え、その事業資産は 60 の価値しかないと市場が評価するわけだが、その時価 60 で事業利益率を評価し直してみよう。そうすると、A 社の税引き後の事業利益は 3 であるわけだから、事業利益率は 5%だとわかる。つまり、投下資本を時価評価した後の事業利益率は、資本コストと等しい。これは、B 社の場合にも当てはまる。つまり、事業利益率が資本コストと等しくなるように、市場が投下資本の時価を値付けすることになる。

通常、企業は成長するものと考えられている。そこで、成長のために企業が税引き後事業利益＝当期純利益の一部を内部留保すると想定しよう。このとき、図表 1 の 3 つの企業において、企業価値＝株価はどのように変化するだろうか。

図表 2: 投下資本 100 当たりの株価(成長あり)

企業	A	B	C
事業利益率(税引き後、%)	3.0	10.0	5.0
資本コスト(%)	5.0	5.0	5.0
内部成長率(%)	1.2	4.0	2.0
企業価値	47.4	600.0	100.0

注1: 税引後の利益の40%を内部留保し、新規投資に充当するとした。

注2: 事業利益率は変化しないと仮定した。

注3: 資本構成を株主資本だけと仮定したため、企業価値＝株価である。

図表 2 が、企業が成長を試みる場合の株価である。事業利益率と資本コストは図表 1 と同じである。配当性向を 60%とし、残りの 40%を内部留保して、それを当初と同じ利益率の事業に再投資すると想定した。この結果、投下資本が増え、事業利益も増える。しかし、図表 2 からわかるように、株価が上昇するかどうかは、事業利益率と資本コストの大小関係を反映してまちまちである。確認しておく、A 社は下落、B 社は上昇、C 社は変化なしである。

言い換えれば、事業利益率が資本コストを下回っているのなら、成長を試みることは株価にマイナスの影響しかもたらさない。当期純利益のすべて配当することが望ましい。さらに言えば、効率の悪い事業を縮小し、浮いた資金を配当もしくは自己株式の取得によって株主に還元することが一層望ましい。このことは、PBR1 倍割れの企業が即刻解散するのなら、株主にメリットが生じることと本質的に同じである。

さらに、事業利益率が資本コストを下回っている状況において、その企業が増資を行えば、株価はどう変化するのか。内部留保によって成長を試みるケースと同じ結果がもたらされる。内部留保による成長か、増資による成長かを市場は区分しないからである。

長期間、PBR が 1 倍を割れている企業は、それが市場の警告を意味していないのかどうか、急いでチェックすべきだろう。PBR が 1 倍割れでない企業にとっても、常に事業利益率と資本コストの大小関係に注意を払い、株価の低迷を招かない努力が求められる。

(京都大学経営管理大学院 川北 英隆)