

資本コスト・PBRの視点からの株価上昇戦略

～高まるバリュエーション戦略の重要性～

一橋大学大学院経営管理研究科客員教授
ストラテジー・アドバイザーズ 代表取締役社長

藤田 勉



■ 1. 米国のPBRは4.4倍、日本は1.3倍

世界の中で出遅れていた日本株だが、2023年以降本格的な上昇基調にある。世界的な株高、円安など様々な要因があるが、東京証券

〈目次〉

1. 米国のPBRは4.4倍、日本は1.3倍
 2. 米国株のバリュエーション上昇の理由は旺盛な自社株買い
 3. 歴史的に日本のバリュエーションは低下した
 4. 株価や企業価値に対する株主還元の効果
 5. 米国企業の株主還元は自社株買い主体
- 結論：自社株買い中心の株主還元に転換すべき

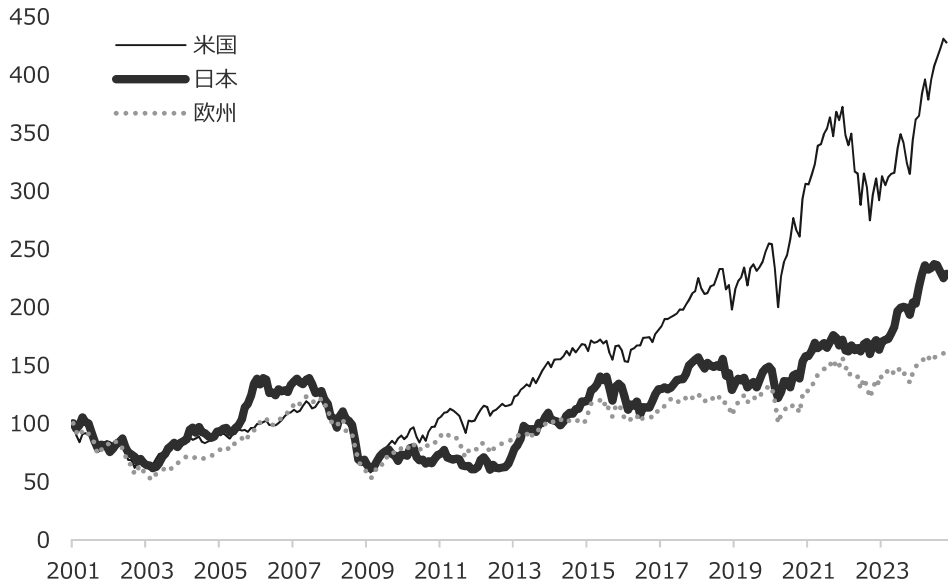
取引所（東証）が上場企業に対して資本コストや株価を意識した経営を要請した影響は大きいと考えられる。とりわけ、株価純資産倍率（PBR）を中心とするバリュエーションと資本コストに着目した点で、東証改革を大いに評価したい。

ただし、日本のPBRは1.3倍と、米国の4.4倍、欧州の1.9倍と比較するとかなり低い（2024年10月末現在、PBRはLTMベース、以下同）。長期的な株価パフォーマンスをみても、米国より劣る（図表1）。これらを総合すると、依然として株価上昇の余地が大きいともいえる。

株価上昇の基本原則は、①企業がキャッシュ・フローを稼ぐ、②それを再投資する、③余資を自社株買い中心に株主還元する、である。つまり、企業が利益を稼ぎ、それを本業に投資し、余った資金は株主に還元するということである。

株価は、ファンダメンタルズとバリュエー

(図表 1) 2001年以降の日米欧の株価の推移



(注) FactSet Market Indices、現地通貨ベース。
(出所) FactSet

シヨンの関数である。ファンダメンタルズ戦略の中核は、企業の利益成長力を高めると同時に、利益の質を高める（確実性、安定性を高める）ことである。同時に、これらを実現すると、バリュエーションが高まる要因にもなる。加えて、自社株買いを中心に大規模な株主還元を長期的に持続することもバリュエーションを高めることにつながる。

株価上昇には、ファンダメンタルズ戦略同様に、バリュエーション戦略も重要である。しかし、多くの日本企業は中期経営計画など熱心にファンダメンタルズ戦略を策定するが、明確なバリュエーション戦略を持つ企業はほとんどみられない。

過去10年間に、日本の株価指数は102.9%

上昇したが、1株当たり純資産（BPS）は95.0%増加した。つまり、株価上昇のほとんどはBPS上昇で説明できる。なお、1株当たり純利益（EPS、今期ファクトセット予想）は2.1倍であり、これも同様である。

一方、米国は、BPSは1.6倍、EPSは1.9倍に増加した。さらに、PBRが2.7倍から4.4倍、PERが18.0倍から24.3倍と上昇した。その結果、株価は2.6倍と日本株を大きく上回る上昇となった。つまり、米国企業はファンダメンタルズの成長に加えて、バリュエーションが上昇したので、株価が大きく上昇したのである。そこで、以下、バリュエーション、特にPBRの視点から、株価上昇のために日本企業が取るべき戦略を検討する。

(図表 2) 先進国のバリュエーション比較

国	時価総額 構成比(%)	ROE(%)	PER(倍)	PBR (10年前、 倍、A)	PBR (直近、 倍、B)	A-B
1 米国	49.3	16.8	24.3	2.7	4.4	1.7
2 スイス	1.8	17.4	18.5	2.6	3.3	0.7
3 オランダ	0.8	11.6	18.0	1.7	2.3	0.6
4 オーストラリア	1.4	11.9	19.1	1.8	2.2	0.4
5 スウェーデン	0.8	11.5	18.4	2.3	2.1	-0.2
6 フランス	2.5	12.3	16.0	1.4	2.0	0.6
7 カナダ	2.4	12.0	17.1	1.8	1.9	0.2
8 英国	2.6	13.2	12.4	1.9	1.7	-0.2
9 ドイツ	1.9	10.7	14.0	1.6	1.5	-0.1
10 日本	5.4	9.0	15.1	1.3	1.3	0.1

(注) 2024年10月末現在。FactSet Market Indices。ROEとPERは今期FactSet予想。
(出所) FactSet

2. 米国株のバリュエーション上昇の理由は旺盛な自社株買い

米国では、成長企業が自社株買いに積極的であり、結果的にこれらのPBRは大きく上昇していることが特徴的である。米国では、マグニフィセント・セブン（エヌビディア、アップル、マイクロソフト、アマゾン、アルファベット、メタ・プラットフォームズ、テスラ）に代表されるように、ファンダメンタルズ戦略が卓越している。同時に、資本政策などバリュエーションを引き上げる戦略にも大いに力を入れている。

時価総額上位企業の多くはPBRが高い。一般的に、日本株はPERの数値がPBRよりも高い。たとえば、ファーストリテイリングのPBRは7.5倍、PERは39.9倍である。しかし、

米国では、PBRがPERよりも高い企業が少なくない。たとえば、エヌビディアのPBRは56.1倍、PER46.6倍である。さらに、巨大企業のPBRが大きく上昇している（図表3）。イーライリリーのPBRは過去10年間で4.1倍から58.2倍に上昇した。

高PBR企業は、成長力と財務レバレッジの視点から分析すると、以下の3つに分類される。

1. 成長力が高いが、財務レバレッジは低い。

エヌビディアは、純利益が過去10年間の67.6倍になった。当然、成長株なのでバリュエーションは高い。一方、株主資本比率は65.4%と、レバレッジは低い。

2. 成長力が高く、かつ財務レバレッジが高い。

アップルの利益成長力が高い。同時に、積極的に自社株買いしており、過去10年間に株主資本は16.7兆円から8.5兆円に減少し、株主

(図表 3) 米国PBR上昇幅上位10社(時価総額上位100社対象)

	(兆円)	10年前PBR(倍)	直近PBR(倍)	増加幅(倍)	時価総額 (2014年10月末)	時価総額 (2024年10月末)
1	ホーム・デポ	11.5	88.5	77.0	19.7	58.7
2	イーライリリー	4.1	58.2	54.0	11.1	118.2
3	エヌビディア	2.5	56.1	53.5	1.6	488.5
4	マスターカード	15.5	62.3	46.8	14.0	69.2
5	アップル	5.3	51.6	46.2	95.0	515.2
6	オラクル	3.7	43.0	39.3	26.0	69.8
7	アッヴィ	19.4	53.1	33.8	15.2	54.0
8	ブラックストーン	5.1	30.0	24.9	2.3	30.5
9	アムジェン	5.1	29.0	24.0	18.5	25.8
10	ADP	5.9	26.0	20.1	5.9	17.7

(注) 2024年10月末現在。1ドル150円で換算。PBRはLTMベース。

(出所) FactSet

資本比率は48.1%から15.6%に低下した(つまり、財務レバレッジが高い)。結果として、PBRは5.3倍から51.6倍に上昇した。

3. 財務レバレッジが著しく高い。

ホーム・デポの高PBRの主たる要因は財務レバレッジの上昇である。過去10年間に、株主還元を累計19.4兆円実施し、株主資本は1.9兆円から1.566億円に減少した。株主資本比率は30.9%から1.4%に低下した。結果として、PBRは11.5倍から88.5倍に上昇した。オラクル、アッヴィも同様である。株主資本比率は、前者が6.2%(PBR43.0倍)、後者が7.7%(53.1倍)である。

3. 歴史的に日本のバリュエーションは低下した

1980年代後半のバブル期のPERは50倍以上、PBRは5倍前後であった(東証市場第一

部、単体)。バブル崩壊で株価が大きく下落したものの、1990年代は平均PBRが1.9倍と現在と比較しても高かった。PBRは2006年(小泉純一郎内閣による郵政解散後に株価急騰)の2.3倍から、2008年リーマン危機を経て、2010年前後には1倍前後まで低下した。2010年代にはやや上昇したものの、PBRは1倍強で推移している。

バリュエーションが大きく低下した理由の一つとして、株式市場のグローバル化に伴う株式保有構成の変化が挙げられる。海外投資家の株式保有構成比は1990年3月末の4.2%から2024年3月末には31.8%に上昇した。2023年の海外投資家の売買構成比は委託売買全体の68%と高い。

一方、銀行の株式保有規制、自己資本規制(バーゼルⅢなど)により、金融機関(信託銀行除く)は政策保有株式を減少させた。市場全体に対するこれらの株式保有構成比は

1986年3月末の39.8%から2024年3月末には6.8%まで低下した。事業会社による株式持ち合いも解消が進んでいる。

バブル崩壊後、日本企業の国際的な地位は大きく低下した。加えて、1990年代までの国内の閉ざされた市場がグローバル化したので、バリュエーションがグローバル水準に収斂したと考えられる。

現在、日本のPBRは主要先進国で最低水準であるが、その理由の一つが産業構造である。世界的に、テクノロジー、ヘルスケアはバリュエーションが高く、自動車、金融、通信はそれが低い傾向がある。日本の時価総額上位企業の多くは後者である。

さらに、同業種でも、欧米企業と比較して日本はバリュエーションが低い。業種別のPBRは、テクノロジーではマイクロソフト11.3倍に対してソニーグループ2.1倍、ヘルスケアではイーライリリー58.2倍、第一三共5.5倍、自動車ではテスラ12.0倍、トヨタ自動車1.0倍、銀行ではJPモルガン・チェース2.0倍、三菱UFJフィナンシャル・グループ0.9倍である。これは、個別企業の成長力、資本戦略（レバレッジなど）に影響されていると考えられる。

■ 4. 株価や企業価値に対する株主還元の効果

株主還元の効果をめぐって、様々な議論がある。その効果に限界があるとする見解とし

て、「理論上、自社株買いなど会計的な手法はキャッシュ・フローを変えないため、企業価値に影響しない」という見方がある（注1）。モジリアニとミラーは「キャッシュ・フローが変わらなければ、企業価値は資本の構成には影響されない」と述べる（注2）。配当無関係命題は、一定の仮定の下では「増配により、株主のインカムゲイン（配当）を増やしても、キャピタルゲイン（値上がり益）の減少を通じて、両者の構成比が変わるのみで、株主が獲得する総合的な損益（企業価値）は変わらない」とする（注3）。

一方、株主還元の効用を認める議論もある。ジェンセンは「株主還元の役割として内部留保を減らすことで、経営者は過剰投資ができず、企業価値を高めることができる」という考え方を示す（注4）。エージェンシー・コストとは、株主が代理人たる経営者に経営を任せることによって生じるコストである。手元資金が余剰にあると、経営者は無駄な投資をするので、株主還元によって保有現金を減らすべきというものである。この他、配当シグナリング効果などがある。これらのいずれが正しいかは、個々の事情によると考えられる。

日本では、個人投資家は配当を求める傾向がある。このため、企業が増配を発表した時点で、株価が短期的に上昇することがあるが、持続性に乏しいことがある。

増配は株価に対して中立要因である場合がある。株価が1,000円であるとしよう。配当が100円であれば、理論上、権利確定日の翌

日に株価は900円に下落する（配当落ち）。株価900円に配当100円を加えると1,000円である。無配であっても1,000円であり、財産価値は変わらない。

さらに、連続して増配している企業は高く評価されることがある。しかし、米国では、S&P500配当貴族指数（S&P500構成銘柄のうち25年間以上連続増配を行う優良大型株で構成）の過去10年間の投資収益率は174.3%と、S&P500の239.5%を大きく下回る。このように、増配だけでは株式市場ではあまり評価されない。

一方、自社株買いは、発行済株式数が減少するので、EPSが増加する。よって、PERが一定であれば、株価は上昇する。

■ 5. 米国企業の株主還元は自社株買い主体

日米企業の株主還元政策は大きく異なる。米国では、配当より自社株買いが重視される。2023年の米国（S&P500）の総還元性向は、86%であり、純利益に占める自社株買いの構成比は49%である。米国の自社株買いの合計額は120兆円と、日本の9兆円よりはるかに大きい。

日本の2023年の株主還元額は、29兆円（配当は年度、自社株買いは暦年ベース）だが、株主還元に占める配当の構成比は70%と、依然として配当中心である。

日本には、株式持ち合いという独特の商習

慣があり、さらにかつては「安定配当」という概念があった。また、自社株買いは2001年に制度化されたため、その歴史は長くない。このため、配当を重視した株主還元の慣習が根強く残っている。

たとえば、日本では、継続的に利益を生む上場企業のほとんどが有配であり、一般に、無配企業は業績不振である。しかし、米国では、無配の大型成長企業が少なくない。アマゾンとテスラは、2023年の株主還元はゼロであり、当然、無配である。さらに、ネットフリックス、アドビなどの株主還元は自社株のみである。

図表5は、米国の過去10年間の発行済株式数減少率上位10社である。いずれも積極的に自社株買いを実施し、株主資本を大きく減少させている。過去10年間に、アップルの株主還元額は119兆円であり、そのうち82%が自社株買いであった（発行済株式数は37%減少）。この間、純利益は2.4倍になったが、株価はそれを大きく上回り8.4倍になった。他にも、ほとんどが株価は大きく上昇しており、自社株買いの株価上昇効果が大きいことを示している。

大型優良企業であっても、自社株買いを大規模に実施した結果、株主資本がマイナスになる例が少なくない。株主資本がマイナスの企業でも、キャッシュ・フローが確保できる限り、企業の存続には支障がない。S&P500構成企業のうち32社、米国時価総額上位100社の中では6社が債務超過である。

(図表 4) 米国無配企業時価総額上位10社

(兆円)	時価総額	純利益	総還元性向	自社株買い構成比
1 アルファベット	315.5	11.1	83.3%	100.0%
2 アマゾン・ドット・コム	293.5	4.6	0.0%	—
3 メタ・プラットフォームズ	215.3	5.9	50.6%	100.0%
4 パークシャー・ハサウェイ	145.8	14.4	9.5%	100.0%
5 テスラ	120.3	2.2	0.0%	—
6 ネットフリックス	48.5	0.8	111.8%	100.0%
7 セールスフォース	41.8	0.6	184.2%	100.0%
8 AMD	35.1	0.1	115.3%	100.0%
9 アドビ	31.6	0.8	81.1%	100.0%
10 サービスナウ	28.8	0.3	31.1%	100.0%

(注) 2024年10月末現在。1ドル150円で換算。
(出所) FactSet

ロウズの発行済株式数は、過去10年間に45%減少した。株主資本は4.0兆円減少し、前期末の株主資本は2.3兆円の債務超過である。過去10年間に株価は4.6倍になった。同様に、HCAが5.1倍、ブックイング・ホールディングスは3.9倍と株価上昇効果は大きい。

東証の上場維持基準では純資産の額が正であることが求められる。一方、ニューヨーク証券取引所の場合、過去30日の平均時価総額5千万ドル以下かつ株主資本5千万ドル以下が上場廃止要件の一つである。ナスダックは、資本基準として1,000万ドル（グローバル・セレクト、グローバル・マーケット）と250万ドル（キャピタル・マーケットの資本基準）の株主資本の維持がある。ただし、①資本基準、②時価総額基準、③総資産/売上基準（キャピタル・マーケットは純利益基準）のうち、いずれか一つを満たせばよい。

■ 結論：自社株買い中心の株主還元に変換すべき

米国では、自社株買い主体の株主還元によって、大型成長企業の株価が大きく上がっている。利益が大きく成長する企業が自社株買いを大規模に実施すれば、バリュエーションが上昇し、株価が大きく上昇するのは当然である。

コラー、フーカート、ウェッセルズ（マッキンゼー）は、「資本コストを上回る資本収益率と企業の売上高成長率によって、企業価値の創造が決まる」（価値創造の基本原則）と述べる（注5）。アルフレッド・マーシャルは「資本収益率-資本コスト」の重要性を指摘した（注6）。これによれば、投下資本利益率（ROIC、税引き後営業利益/投下資本）と加重平均資本コスト（WACC）の差が利益となる。

(図表 5) 米国発行済株式数減少率上位10社(過去10年間)

	(兆円)	発行済株式数 減少率(%)	PBR(倍)	株主資本 (10年前)	株主資本 (直近)	株主還元 10年累計	自社株買い 構成比(%)	株価騰落率 (過去10年、 %)
1	ロウズ	-45.0	株主資本 マイナス	1.8	-2.3	11.4	79.2	357.7
2	オラクル	-39.4	43.0	7.0	1.3	25.0	81.3	329.8
3	HCAヘルスケア	-38.8	株主資本 マイナス	-1.2	-0.3	5.1	90.8	412.1
4	アップル	-37.0	51.6	16.7	8.5	119.4	82.7	736.7
5	ユニオン・パシフィック	-34.3	8.6	3.2	2.2	10.5	65.2	99.3
6	クアルコム	-33.7	7.4	5.9	3.9	13.3	64.2	107.3
7	アプライドマテリアルズ	-30.1	7.9	1.1	2.5	4.7	78.7	722.0
8	ホーム・デポ	-29.9	88.5	1.9	0.2	19.4	58.7	303.8
9	ブックイングHD	-29.0	株主資本 マイナス	1.0	-0.4	5.9	100.0	287.7
10	アムジェン	-29.0	29.0	3.3	0.9	12.4	58.7	97.4

(注) 金融除く時価総額上位100社。2024年10月末時点。PBRはLTMベース。自社株買い、配当はCF計算書数値。1ドル150円で換算。

(出所) FactSet

大規模な自社株買いを実施すると、自己資本比率は低下する。一般に、負債の資本コストは株式のそれよりも低いため、WACCは低下すると考えられる。その結果、ROIC—WACCが増加するため、株価上昇要因になることがある。つまり、自社株買いによって資本コストを下げる場合があるということである(財務状態次第でそうでない場合もある)。

日本では、自社株買いによって、発行済株式数を大きく減らしている企業があるが、多くは成熟企業である。過去10年間の発行済株式数減少率上位はソフトバンクグループ39%、NTT26%、日本郵政22%である(自己株式数を除いたEPS計算ベース)。これらのPBRは1倍前後、あるいはそれ以下とバリュ

エーションが低い。低バリュエーションの成熟企業が自社株買いを実施するのは合理的であるが、利益成長が伴わない限り、株価が大きく上昇することは難しい。

米国と異なり、日本では大型成長株が現金を溜め込んでいる場合が多い。日本を代表する大型成長株の自己資本比率は、キーエンス94.7%、信越化学82.7%、東京エレクトロン71.1%、ファーストリテイリング56.2%である。純現金保有残高上位3社は、任天堂2.2兆円、信越化学1.7兆円、リクルートホールディングス1.1兆円である(2023年度末)。この点が、積極的に自社株買いを実施する米国の大型成長企業との大きな違いである。

ただし、筆者は、単純に「自社株買いを増やすべき」と主張しているわけではない。世

界的にみて、日本企業の規模は小さく、過度な株主還元は企業の縮小均衡策につながりかねない。よって、事業によって創出したキャッシュを成長投資により多く振り向け、企業規模を拡大することが期待される。投資をしてもなお余った資金は、意味なく保有するのではなく、積極的に株主還元することが望ましい。日本企業も、成長ステージにある場合、配当を最小化（場合によっては無配と）し、自社株買い中心の還元にすることが求められるよう。

結論として、株価上昇のための資本戦略として、これまでの配当中心の株主還元から、機動的でかつ積極的な株主還元に移行することが期待される。

ルズ著『企業価値評価 第7版[上] バリュエーションの理論と実践』（ダイヤモンド社、2022年）33～65頁参照。
(注6) Alfred Marshall, Principles of Economics, Volume 1, New York: Macmillan, 1890 p. 142



(注1) Vartika Gupta, David Kohn, Tim Koller and Werner Rehm, “Prime Numbers: The true value of share repurchases”, McKinsey and Company, May 1, 2023

(注2) Franco Modigliani and Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, The American Economic Review Vol. 48, No. 3, June 1958, pp. 261-297.

(注3) Merton H. Miller and Franco Modigliani, “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares”, The Journal of Business, Vol. 34, No. 4, October 1961, pp. 411-433.

(注4) Michael C. Jensen, “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, American Economic Review Vol. 76, No. 2, May 1986, pp. 323-329

(注5) マッキンゼー・アンド・カンパニー、ティム・コラー、マーク・フーカート、デイビット・ウェッセ