

東京証券取引所による PBR1 倍割れ改善要求に対する株式市場の反応

山田康市^a 加賀仁^b 丸山さくら^c 宮内瑞季^d 中西智也^e 七五三野龍^f

要約

本論文は、今年 3 月に発表された東京証券取引所（東証）による PBR1 倍割れ企業に対する改善要請がその後の株価にどのような影響を与えたのか分析する。分析は、3 月末に決算を迎えたプライム市場上場企業（金融業を除く）を対象に、第 1 四半期決算の発表が行われる直前の 6 月までのデータを使って行われ、この期間、PBR1 倍割れの企業の株価上昇率が 1 倍を超える企業の株価上昇率を統計的に有意に上回っていることをみつけている。さらに、PBR を ROE 要因と PER 要因に分解したところ、本決算の情報が発表された後の 5 月と 6 月の株価上昇率は、高 ROE の PBR1 倍割れ企業においてその他のグループの株価成長率を統計的に有意に上回っていることもみつけた。この株価上昇により、高 ROE の PBR1 倍割れ企業の約 29%が PBR1 倍を回復しており、現時点では短期的な結果ではあるものの、PBR1 倍割れという状況に企業経営者と投資家の両サイドが注目を集めたという点で東証の狙いどおりである。

JEL 分類番号： G14, G40, G11

キーワード： ROE, PER, 投資家の反応, 本決算

^a 武蔵大学経済学部金融学科 3 年 s1213123@st.musashi.ac.jp

^b 武蔵大学経済学部金融学科 3 年 s1213132@st.musashi.ac.jp

^c 武蔵大学経済学部金融学科 3 年 s1213108@st.musashi.ac.jp

^d 武蔵大学経済学部金融学科 3 年 s1213109@st.musashi.ac.jp

^e 武蔵大学経済学部金融学科 3 年 s1213079@st.musashi.ac.jp

^f 武蔵大学経済学部金融学科 3 年 s1213057@st.musashi.ac.jp

1. はじめに

個人投資家にとって来年は金融庁が推し進める新しい NISA がスタートするが、とりわけ現役の大学生を含む若者にとってはたいへん興味深い制度である。すでに、現行の NISA のもと非課税枠を有効に利用しながら自らのライフプランを真剣に考える学生も増えている。NISA では個別株式も投資対象となっているが、一般的に“長期投資”“リスク許容度”などを考えると、制度の柱の 1 つである「つみたて投資枠」、すなわち「長期の積立・分散投資に適した一定の投資信託」の利用も視野に入ってくるであろう。この場合の投資信託はインデックスファンドが中心となることは、現在の NISA をみても明らかである。

そこで個人投資家として一番気になるのは、国内株式で構成されたインデックスファンド（代表的な指数として TOPIX）が“長期的に”魅力的な投資対象となる得るのか？という点である。1989 年末のピークをその後 30 年という長期に渡ってその数字を超えることができない指数は果して魅力的であろうか？最近ではこのピークに近づきつつあるが、逆に学生の立場からすると、これから定年まで約 30 年、過去の 30 年を繰り返すことは無いのか不安である。したがって、3 月に東京証券取引所（以下、「東証」とよぶ。）から発表された PBR1 倍割れ改善要請は、株式市場を新しいステージに移行させ、これから長期投資を検討する特に若い世代への強力なアピールとなるかもしれない（東京証券取引所上場部 (2023) 参照のこと）。

本論文では、今回の東証の要求が日本の株式市場の新しいステージの幕開けとなるのかについて検証する。タイミング的にも 3 月決算の多い日本企業にとって 3 月末に出された改善策の開示要請は、直後に控える本決算発表とともに今後の経営見通しの発表にも気を使わざるを得ず、投資家の大きな注目が集まると予想する。そこで、決算発表でもっとも注目される指標の 1 つである最終利益情報の影響を考慮しながら PBR1 倍割れ企業に対する投資家の反応を分析することとする（先行研究として、宮川 (2014)、桜井 (2016)、中村 (2023) など参照のこと）。

2. 分析方法

PBR（株価純資産倍率）は、時価総額を簿価（純資産額）で割った指標である。したがって、PBR を高めるには分子である時価、すなわち株価（1 株当たり時価）を上げるか、分母である簿価を下げればよい。さらに利益をとおしてこの効果を考察するために PBR を以下の 2 つの要因に分解する。

$$PBR = \frac{P}{BPS} = \frac{EPS}{BPS} \times \frac{P}{EPS} = ROE \times PER \quad (1)$$

ここで、ROE は自己資本当期利益率（return on equity）であり 1 株当たり利益（EPS）を

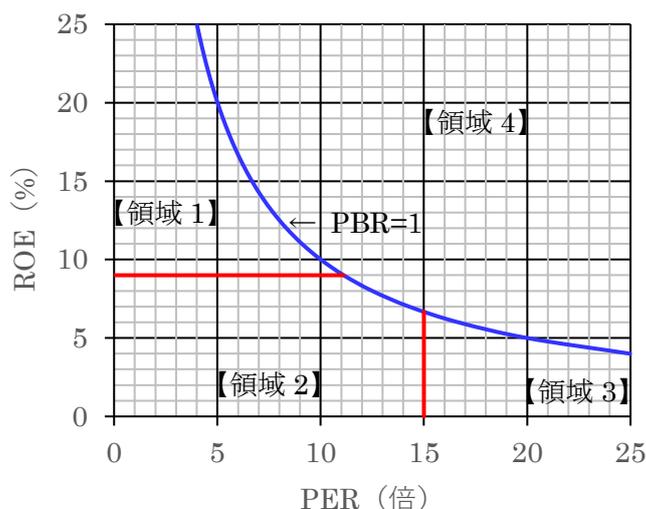
1株当たり簿価（BPS）で割ったもの、PERは株価収益率（price earnings ratio）であり株価を一株当たり利益で割ったものである。このような分解により、PBRを企業経営で最も重要な利益指標をとおして評価することができる。たとえば、ある低PBR企業について、ROEが相対的に低いのであれば経営戦略の見直しなどによりより高い利益率をもたらす企業経営に転換する必要がある。一方、PERが相対的に低いのであれば積極的なIR活動をとおして投資家の関心を引きつける必要がある。このように同じ低PBR企業でもROEとPERの位置によってとるべき戦略が異なる。そして今回の東証によるPBR1倍割れ企業に関するアナウンスは、とりわけ低PBR企業の中でも低PER企業（すなわち高ROE企業）の株価を短期的に押し上げる効果が予想される。そこで、本論文では次の2つの仮説を設定する。

【仮説1】 東証のアナウンス後、低PBR企業の株価成長率は高PBR企業の株価成長率を上回る。

【仮説2】 東証のアナウンス後、低PBR企業のなかでも低PER企業&高ROE企業の株価成長率が低ROE企業の株価成長率を上回る。

この2つの仮説を図で確認する。図1は、PBR1倍企業のROE（縦軸；%）とPER（横軸；倍）の関係を表している。図中右下がりの曲線がPBR1倍を表している。図のとおり全体を4つの領域に分けている。【領域1】、【領域2】、【領域3】はPBR1倍割れの状況であるが、さらにそれぞれを、“低PER&高ROE”、“低PER&低ROE”、“高PER&低ROE”に分割している。それぞれの閾値は、ROEを9%、PERを15倍と設定した¹。【領域4】は

図1. PBRの分解と領域定義



¹ それぞれ慣例で使用する水準と各領域に入る企業数のバランスを考慮して設定した。閾値の変更は結果に大きな影響を与えないことは確認済みである。

PBR1 倍以上の状況を表している。これより、仮説 1 では、【領域 1】、【領域 2】、【領域 3】の企業の株価上昇率が【領域 4】の企業の株価上昇率を上回ることを予想し、仮説 2 では、【領域 1】、【領域 2】、【領域 3】の中でも【領域 1】の株価成長率が最も高いことを予想している。

使用するデータは以下のとおりである。今年 3 月に発表された東証による PBR1 倍割れ改善要請がその後の株価にどのような影響を与えたのか考察するため、東証プライム市場上場の 3 月決算企業（金融は除く）を対象とし、株価変動は 3 月末と 6 月末で計測する。この期間を設定した理由は、7 月から始まる第 1 四半期決算発表の影響を避けるためである。逆に、本決算の発表は 4 月末から始まること、また株主総会が 6 月末に多いことを考慮して、3 月末から 4 月末と 4 月末から 6 月末に期間を分けた考察も行う。また、ROE と PER の極端な値の影響を排除するため、それぞれデータの上下 20 個を除外している。データは武蔵大学図書館所蔵の eol を使用している。

3. 分析結果

表 1 は、仮説 1 についての分析結果を表している。東証の説明によると、2022 年 7 月 1 日現在、プライム市場上場銘柄 1,837 社の半数が PBR1 倍割れの状況となっている。2023 年 3 月末時点（3 月 30 日が権利落ち日）で計測した本論文の分析対象企業については 58% が PBR1 倍割れとなっている。

表 1. PBR と株価成長率（平均超過率）

| 領域 | 【1～3】 | 【4】 | 【1～3】 - 【4】 |
|---------------|---------|---------|-------------|
| | PBR1倍未満 | PBR1倍以上 | 差 |
| 企業数 | 562 | 412 | |
| 平均(%) | 1.18 | -1.62 | 2.80 |
| (<i>t</i> 値) | (1.90) | (-1.77) | (2.62) |

表中の平均値は、全銘柄の 3 か月平均株価変化率に対する超過変化率の平均値を表している。統計的に 5%水準で有意ではないものの、PBR1 倍割れの企業群の平均変化率は正、PBR1 倍以上の企業群の平均変化率は負の値となっており、この期間では相対的に PBR1 倍割れの企業の株価上昇率が高かったことを表している。そして、表の一番右の列のとおり、その差は 3 か月で 2.8%であり、統計的に有意であることから仮説 1 は支持される。

表 2 は、PBR1 倍割れの企業群を 3 つの領域に分けた結果を表している。パネル A は、表 1 の結果に対応している。表 1 のとおり全体としては正の超過変化率であったが、領域別にみると、領域 1 と領域 2 が正の値、領域 3 が負の値と大きな違いがある。すなわち、

PER が 15 倍を超える（ROE は 6.67%以下）企業の株価は 3 か月で相対的に約 4%下落する²。

一方、PER が 15 倍を下回る企業の株価は ROE の水準に関わりなく相対的に約 2.5%上昇する。なぜ ROE の水準に対して差がみられないのか？これについては、株価変化率の計測を 3 月基準にしていることが影響している可能性がある。すなわち、ROE 計算に使用されている 2023 年度決算の数値は、4 月末以降、とりわけゴールデンウィーク以降に集中する決算短信の公表でようやく確定する。したがって、実際に多くの企業の ROE の数値を確認できるのは 5 月に入ってからとなる。そこで、パネル B とパネル C は期間を 2 つに分けて計測している。

表2. PBR1倍割れ企業の要因別株価成長率（平均超過率）

| 領域 | 【1】 | 【2】 | 【3】 | 【1】 - 【2】 | 【1】 - 【3】 |
|----------------|---------|---------|----------|-----------|-----------|
| | ROE9%以上 | 【1,3】以外 | PER15倍以上 | 差 | 差 |
| 企業数 | 136 | 313 | 113 | | |
| パネルA. 4～6月（通期） | | | | | |
| 平均(%) | 2.42 | 2.50 | -3.95 | -0.08 | 6.37 |
| (<i>t</i> 値) | (1.76) | (3.23) | (-2.76) | (-0.05) | (3.19) |
| パネルB. 4月 | | | | | |
| 平均(%) | -0.54 | 1.69 | 0.21 | -2.23 | -0.75 |
| (<i>t</i> 値) | (-1.18) | (5.39) | (0.45) | (-3.96) | (-1.14) |
| パネルC. 5～6月 | | | | | |
| 平均(%) | 2.92 | 1.27 | -1.94 | 1.66 | 4.87 |
| (<i>t</i> 値) | (4.75) | (3.77) | (-3.73) | (2.54) | (5.89) |

パネル B のとおり、低 PBR 企業で注目されたのは低 ROE、かつ低 PER の企業群【領域 2】である。この領域は明らかに PBR1 倍割れの企業が含まれる。表中には示されていないが、過去 5 年間連続して PBR1 倍割れの企業を集計した結果、143 社が対象となり、そのうちの 71%が【領域 2】に位置することをみつけた。これより、東証の要請が発表された直後には、このような万年 1 倍割れ企業に投資家の注目が集まった可能性がある。しかし、パネル C のとおり、決算発表が進むにつれ、投資家は好業績企業に注目するようになり、相

² 表中では示されていないが、PBR1 倍以上、かつ PER15 倍以上の企業群の株価も相対的に 3.2%下落している。PBR1 倍割れの企業の方が大きな下落となる理由については、PER の割高感以外に、東証が指摘している“資本コストを上回る資本収益性を達成していない”ことへの失望感が含まれている可能性がある。この分析は今後の課題とする。

対的な株価変化率も【領域 1】が全領域の中でもっとも高くなっている。この結果は桜井(2016)の結果と整合的である。なお、表中には示されていないが、PBR1 倍以上で ROE が 9%を超えた企業群の 5~6 月の相対的な株価変化率は-1.22%であり、PBR1 倍割れ企業群との差は統計的に有意な 4.15%である。以上より、今回の東証の要請は、東証が掲げていた目標の 1 つである“成長性が投資者から十分評価されていない”ことの改善という点では重要な役割を果たしたと考えることができる。

4. まとめ

8/22 の日本経済新聞に「有報に PBR 記載企業、5 年で過去最多 東証改善要請受け」という記事が掲載された。このように今回の東証による要請は、企業経営者に対する大きなメッセージとなり、また本論文の分析結果からそのメッセージに対して株式市場も今のところ、すなわち“短期的”ではあるが、“強く”そして“正常に”反応しているようである。では、東証の要請がなかったこれまではなぜ企業経営者も投資家も PBR1 倍割れを放置していたのであろうか？過去の市場構造、経営者行動、投資家行動を分析することが次の課題である。

本論文の分析は短期的な効果の計測であり、主に経営が順調な高 ROE 企業の株価上昇を確認した。しかし、長期的にみると東証の要請が成功するためには、低 ROE 企業の PBR 改善が不可欠である。東証が指摘しているように、これら企業は資本コストを上回る資本収益性を達成していない可能性がある。今後は、資本コストと PBR の関係についても分析する必要がある。

引用文献

- 桜井貴憲, 2016. PBR の絶対的水準を基軸とした投資戦略における予想利益情報の利用とその投資成果. 同志社商学, 68, 73-105.
- 東京証券取引所上場部, 2023. 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 (2023 年 3 月 31 日).
- 中村昌宏, 2023. PBR 水準別にみた自社株買いと株価の関係. 大和総研レポート.
- 宮川壽夫, 2014. ROE 重視は日本の企業価値を拡大するのか. 資本市場 352, 22-31.