

## 減少した上場企業の純資産

前回は日経平均採用企業の利益と時価総額を合計して、「日経平均株式会社」の PER と EPS を求める方法を紹介した。前期に多額の損失を出した資源関連企業の今期業績が回復すること等により、結果的に今期予想 EPS は 9%程度の増益となり、金額としては 1200 円程度になることを示した。PER15 倍で評価して 1 万 8000 円がフェアバリューだろう。

詳細は今後のレポートで述べていくが、6 月は波乱材料に満ちている。利上げ観測が高まる FOMC の結果は 15 日、すなわち日本時間 16 日未明に判る。その 16 日は日銀の金融政策決定会合だ。果たして追加緩和の有無、そしてその内容はどうなるだろう。米国 FRB が利上げし、日銀が追加緩和に動けばドル円相場は 115 円程度まで円安が進んでもおかしくない。まさに 6.16 は X デーだ。日本株ロング（買い持ち）の投資家の立場から見た「吉」と出れば、日経平均は上述した 1 万 8000 円に向けた上昇が期待できる。

しかし、その 1 週間後に EU 離脱を問う英国の国民投票がある。言うまでもなく、今年最大のリスクイベントである。このリスクイベントが日米の金融当局の政策決定に影響を及ぼす可能性がある。万が一に備えて、次回 7 月にアクションを先送るかもしれないが、むしろ FRB はこのタイミングで利上げしてしまいたいと思うかもしれない。他方、日銀は、英国が EU 離脱を選択し市場が大混乱に陥る（当然、超円高・株暴落となるだろう）場合に備えて、追加緩和のカードを温存したいと思っても不思議ではない。

BREXIT（英国の EU 離脱）となった場合、世界の金融資本市場は大混乱に陥り、リスク回避の円高が進む。日経平均は 1 万 4500 円程度まで売られるだろう。前回 2 月の急落時は、日経平均は 1 万 5000 円割れで止まったが、そこが PBR1 倍の水準だったからだ。言い換えれば、当時、市場が参照していた日経平均の 1 株当たり純資産は 1 万 5000 円で、それが下値の目途となった。現在、日経平均の 1 株当たり純資産は 1 万 4700 円に減少してしまった。よって、今度下値模索の展開となったときには、1 万 5000 円はサポートラインにならない。

この1株当たり純資産1万4700円という値は、PER⇒EPS同様、PBRから逆算した値であり、そのPBRは前回同様、「日経平均株式会社」という持ち株会社があるかのように、日経平均採用225社の純資産を合計し、時価総額合計を割って算出した。(厳密には合併で誕生したばかりのコンコルディアFGを除く224社の合計)

2015年度の「日経平均株式会社」は前の期(2014年度)に比べ純資産を約9兆円減らした。その内訳を見てみよう。

財務会計基準機構が管掌する「有価証券報告書の作成要領」の最新版によれば、日本基準の財務諸表の連結貸借対照表「純資産の部」の勘定科目は以下の通り。

純資産の部  
株主資本  
  資本金  
  資本剰余金  
  利益剰余金  
  自己株式  
株主資本合計  
その他の包括利益累計額  
  その他有価証券評価差額金  
  繰延ヘッジ損益  
  土地再評価差額金  
  為替換算調整額  
  退職給付に係る調整累計額  
  .....  
その他の包括利益累計額合計  
新株予約権  
非支配株主持分  
純資産合計

大項目は、「株主資本」、「その他包括利益累計額」、「新株予約権」、「非支配株主持分」の4つだ。ちなみに「自己資本」とは、「純資産」から「新株予約権」、「非支配株主持分」を除いたもの、と定義される。ROE(自己資本利益率)だとか、金融機関の自己資本比率だとか、「自己資本」という言葉がこれだけ使用されながらも、バランスシートの勘定科目に「自己資本」という科目はないのである。

さらに言うと、日経新聞などで記載されるPBR=株価純資産倍率は株価を自己資本で割ったものである。よって、重要なのは自己資本であり、「新株予約権」、「非支配株主持分」の変動を見てもごく僅かなので、我々が注目すべきは「株主資本」と「その他包括利益累計額」の変化だということがわかる。

2015年度の「日経平均株式会社」は「株主資本」を7兆円増やしたが、「その他包括利益累計額」が15兆円減少したため、トータルで純資産を減らしてしまった。「その他包括利益累計額」減少15兆円の内訳は主に、有価証券の評価損5.5兆円、為替換算調整勘定5.5兆円、退職給付に係る累計額1.8兆円である。年金債務調整額は4000億円程度のマイナス寄与だった。

為替換算調整勘定とは在外子会社の円換算した時価評価額が反映される。ざっくり言えば、株安や円高で保有する有価証券や在外子会社の評価損が膨らんだことが、この「その他包括利益累計額」減少15兆円という格好で純資産のマイナスに寄与したわけである。

	前連結会計年度 (平成27年3月31日)	当連結会計年度 (平成28年3月31日)	差分
純資産の部			
株主資本	220兆	227兆	+7兆
その他の包括利益累計額	39兆	24兆	-15兆
新株予約権	745億	750億	±0
非支配株主持分	24兆	23兆	-1兆
純資産合計	284兆	275兆	-9兆

ここで「前期に稼いだ当期利益はどこにいったのか？」という疑問を持たれる読者もいるだろう。前期、「日経平均株式会社」は19兆円の利益を稼いだ。だが、配当の支払いが7兆円、自社株買いに4兆円使った結果、8兆円しか利益剰余金が増加しなかった。4兆円自社株買いをしたうち3兆円償却した。残りは「自己株式△××円」というマイナスの勘定科目が1兆円増加。合計で「株主資本」は7兆円しか増えず、「その他包括利益累計額」減少15兆円を吸収しきれなかったのである。

こう見てくると、純資産(自己資本)の減少は、株価や為替の変動によるものに加えて、配当や自社株買いなど株主還元によっても起こり得るという「当たり前の事実」に気付かされる。

コーポレートガバナンス強化の流れで企業の株主還元姿勢が強まり、増配や自社株買いが増えている。それは ROE を高めることにつながる。しかし、それが必ずしも企業価値を高めることにはならない。いろいろなケースを指摘することができるが、いちばん単純でわかりやすい例は純資産が減少するという事実だ。PBR というバリュエーション尺度は割高になり、仮に PBR が下値目途となるなら、その水準は切り下がるということだ。



#### ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号  
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会