

会計学とファイナンスのはざまで —事業資産PBRの考察—

中 野 誠

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

1. はじめに

会計学とファイナンスは共通する要素が多い。一方、相違点も少なくない。長年、会計学とファイナンスの交錯する領域で研究を続ける中でも、そのような場面を数多く経験してきた。ごく最近の話題としては、PBRが1倍未満の上場企業に対して東京証券取引所から「お願い」という形で要請があったのは記憶に新しい。P (Price) は市場価格、B (Book Value) は帳簿価額であるから、PBRにはファイナンスと会計学の思考要素が凝縮して表現されていると言っても過言ではない。

本稿では、「事業資産PBR」という概念を紹介しつつ、会計思考とファイナンス・センスの交錯する領域について理解を深めることにしたい。

2. 高PBR企業のケース：Hermès

世界のラグジュアリーブランド市場は堅調に成長している。上場している主要なプレーヤーを株式時価総額の順に並べると、LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy)、L'Oréal、Hermès (以下、エルメス)、Christian Diorとなる。直近の株式時価総額は、それぞれ約62兆円、33兆円、29兆円、21兆円と巨額である。マルチプルも高水準にある。PERは25倍から61倍、PBRは7.8倍から16.5倍である。株価低迷に悩んでいる多く

の日本企業からすれば、うらやましいほどの高評価である。

この中でPBRが16.5倍と最上位にあるエルメスに注目してみたい。同社は1837年に馬具工房として設立されたフランスを代表するラグジュアリーブランドである。皮革製品を中心として、香水、ジュエリー、時計、プレタポルテを専門に扱っている。エルメスのネクタイ、ケリーバッグ、バーキンを愛用している読者諸氏もいるかもしれない。

PBRが16.5倍などと聞くと、「レバレッジを効かせて、純資産簿価が薄いからではないか？」と推測される読者も多いことだろう。だが、エルメスの株主資本比率は71%である。売上高営業利益率は41.5%、売上高当期純利益率は29.0%と高水準にあり、ROEも30%を超えている。株式時価総額は29兆円であり、トヨタ自動車と同規模、ソニーやキーエンスの約2倍である。現預金も1.3兆円を蓄えている。健全な財務基盤を維持する真つ当な高収益企業である(図表1)。

なぜ、エルメスのPBRは16.5倍と高水準なのだろうか。いくつかの要因を挙げることができる。ブランド力に支えられた模倣困難性が生む持続的競争優位、高利益率である。ブランド力の源泉は、垂直統合モデルにある。生産設備の自社所有と自