

京都大学経営管理大学院 砂川伸幸教授とレイヤーズ・コンサルティングによる ワーキングペーパー「資本コストのPBR調整—資本コストや株価を意識した経営 の深化—」が公開

簿価ベースのROE・ROICと、時価ベースで捉えられる投資家の期待収益率のギャップに着目し、
PBRに応じた資本コスト調整の考え方を提示

株式会社レイヤーズ・コンサルティング（東京都品川区、代表取締役 CEO：杉野 尚志、以下：レイヤーズ）、は、京都大学経営管理大学院 砂川伸幸教授と共同執筆した**ワーキングペーパー「資本コストの PBR 調整—資本コストや株価を意識した経営の深化—」**が、京都大学経営管理大学院の共同研究・産学連携に関するワーキングペーパーとして、2026 年 8 月 21 日（金）に同大学院ホームページで公開されたことをお知らせします。

本稿は、東京証券取引所による「資本コストや株価を意識した経営」の要請以降、企業による資本コスト、ROE、ROIC 等の開示・目標設定が進む一方で、時価を基準に投資判断を行う投資家の期待収益率と、簿価を基準に算定される企業の ROE・ROIC を単純に比較することには、PBR の水準に起因する乖離が生じ得るとの問題意識から、**資本コストを経営に活用する際の論点を整理**したものです。

ワーキングペーパーでは、PBR が 1 倍を上回る企業を念頭に、株主資本コストや WACC を時価と簿価の差を踏まえて調整する考え方を説明し、仮想企業の数値例を用いて、簿価ベースの ROE・ROIC の目標水準を検討する方法を示しています。さらに、東証プライム市場およびスタンダード市場の上場企業を対象とした分析を行い、調整前の株主資本コストの平均値が 6.91%であるのに対し、PBR 調整後は約 10%となる結果を示しています。

■本ワーキングペーパーの主な論点

- ◆ 資本コストや ROE・ROIC を比較・ベンチマークする際に、時価ベースの投資家の期待と簿価ベースの企業指標との関係を考慮する必要性
- ◆ 仮想企業の数値例による、PBR 調整の計算方法と中期・長期の目標設定への活用方法
- ◆ 日本企業のデータ分析を通じた、PBR 調整前後の株主資本コスト・WACC の水準および分布の比較

■本稿の意義

資本コストや株価を意識した経営を実践するうえでは、**資本コストを算定するだけでなく、どの資本利益率と、どのような基準で比較するのかを明確にすることが重要**です。本稿は、PBR を手がかりに、企業価値向上に向けた ROE・ROIC の目標設定や資本効率経営を検討する際の新たな論点を提示するものです。

■コメント

京都大学 経営管理大学院 教授 砂川伸幸氏



資本コストや株価を意識した経営が当たり前になった今日、企業は簿価ベースの経営指標だけでなく、時価ベース・株価ベースの指標を意識する必要があります。コーポレートファイナンスにおける資本コストは、株価（PBR）を高めるために必要な収益率です。PBR が 1.0 を上回る企業が更なる高みを目指すためには、ROE のベンチマークを「株主資本コスト（CAPM）×PBR」（PBR 調整した資本コスト）にすることが求められます。大橋氏との共著であるワーキングペーパーでは、数値例や実際のデータを用いた分析を通じて、資本コストの PBR 調整について説明しました。このペーパーが日本企業の更なる企業価値の向上に結びつくことを期待しております。

株式会社レイヤーズ・コンサルティング 経営管理事業部 シニアマネージャー 大橋 遊



ROE・ROIC と資本コストの分母が簿価と時価で異なるという点は、これまで記事や書籍で十分に説明されておらず、生成 AI に尋ねても当初は必ずしも明確な整理が得られない論点でした。今回、砂川先生のお力添えもいただき、ファイナンス理論を踏まえて整理することができました。今回の手法で資本コストを補正すると、多くの企業で想定より高い収益性が求められると思います。その期待に応えるためには、キャピタルアロケーションと成長投資の実現に取り組む必要があります。

■ワーキングペーパー概要

タイトル：「資本コストの PBR 調整—資本コストや株価を意識した経営の深化—」

著者：大橋 遊（株式会社レイヤーズ・コンサルティング）／砂川 伸幸（京都大学経営管理大学院 教授）

公開日：2026 年 8 月 21 日（金）

公開先：京都大学経営管理大学院 共同研究・産学連携 ワーキングペーパー掲載ページ

URL：<https://www.gsm.kyoto-u.ac.jp/collaborative-research/crba/finding-working-paper/>

※本ワーキングペーパーの内容は、公開時点の原稿に基づくものです。分析対象、データ、計算方法等の詳細は、ワーキングペーパー本文をご覧ください。

■京都大学 経営管理大学院 教授 砂川伸幸氏 プロフィール

証券会社勤務、神戸大学教授などを経て、2016 年より京都大学経営管理大学院・経済学部教授。専門はファイナンスと企業経営。著書、学術論文多数。近著に『ゼミナール コーポレートファイナンス』（日本経済新聞出版）、「ESG と経営財務」（週刊経営財務連載）などがある。日本価値創造 ERM 学会評議員、日本証券アナリスト協会試験委員、上場企業の社外取締役、MBO 等の第三者委員会委員などを務める。博士（経営学）。

■株式会社レイヤーズ・コンサルティング 経営管理事業部 シニアマネージャー 大橋 遊 プロフィール

2015 年に神戸大学 大学院にてコーポレート・ファイナンスで修士号を取得。その後株式会社レイヤーズ・コンサルティングにて、大手コンビニチェーン、大手インフラ企業の投資マネジメント構築や大手食品メーカー、大手建設材メーカー等の ROIC 制度の導入など、経営管理制度の制度設計からシステム開発に従事。コンサルタントとして活動する傍ら、コーポレート・ファイナンス、ESG 領域等の研究を実施。

■株式会社レイヤーズ・コンサルティングについて

1983 年に創業した 555 名のコンサルタントを有する日本発の独立系コンサルティング会社です。私たちは自らが「戦う創造集団」として、オープンイノベーションの実現や社内常識の打破を通じて、お客様が激しい環境変化の中、勝ち残るためのパワーエンジンとしてご支援することを使命としております。

経営管理制度の構築・導入、会計システム再構築、人事経理業務改革、人事・タレントマネジメントシステム構築、人事制度設計、原価企画、原価管理、製品開発プロセス開発、事業戦略再構築、新規事業開発、デジタルトランスフォーメーション推進などの幅広い領域で、国内有力企業約 500 社に対し、約 1,000 プロジェクトのコンサルティングサービスを提供しております。

URL : <https://www.layers.co.jp/>

社名：株式会社レイヤーズ・コンサルティング

所在地：東京都品川区上大崎 3-1-1 目黒セントラルスクエア

設立：1983 年 12 月

代表：代表取締役 CEO 杉野 尚志

コンサルティング領域：

1. 経営管理（会計）
2. 事業戦略（新規事業・M&A）・マーケティング
3. サプライチェーン（設計、生産、物流）
4. ヒューマンリソース（組織・人事）
5. A I ・ D X ・ E R P （情報）
6. ビジネスプロセスアウトソーシング（BPO）

本件に関するお問い合わせ

株式会社レイヤーズ・コンサルティング マーケティング部 TEL：03-5791-1189