

独立系 IR コンサルティング会社として数多くの企業のサポートをしているフィナンテックは、全米 IR 協議会 (NIRI) に加盟する唯一の日本企業です。企業において IR 活動を行う皆様や証券業界関係者の皆様に対して、常に最新の情報をご提供してまいります。

1. IR レポート「財務指標について」

企業の株主に対する利益配分指標として株主資本配当率 (DOE) が徐々に利用されるようになってきております。この目標値を公表する企業も徐々に増えてきています。また大口機関投資家である生命保険会社が加盟する生命保険協会が長期投資家としてこの指標を重視する方向であることが報道されています。そこでこの DOE、それに投資家の重視する指標として定着した ROE、さらにそのベンチマークとなる株主資本コストなどについてご説明します。

(1)DOE (Dividend on Equity 株主資本配当率)

$$\begin{aligned}
 &= 1 \text{ 株当り配当} && / && 1 \text{ 株当り株主資本} \\
 &= \text{配当性向} && \times && \text{株主資本利益率 ROE} \\
 &= (1 \text{ 株当り配当} / 1 \text{ 株当り当期純利益}) && \times && (1 \text{ 株当り当期純利益} / 1 \text{ 株当り株主資本})
 \end{aligned}$$

この公式から分かるように、DOE は配当性向あるいは ROE を高めることにより、またその両方の組み合わせにより向上します。

(2)ROE の目標値は株主資本コスト

ROE は投資家のリターンを見る主要な指標として定着してきました。しかし ROE がどれくらいあれば良いのか、という点についてはあまり議論されることがないようです。株主から見た ROE の (最低限の) 期待値については、個別企業の株主資本コストと考えられます。

$$\text{株主資本コスト} = \text{リスクフリーレート} + (\text{株式リスクプレミアム} \times \text{個別株ベータ})$$

- ・ リスクフリーレートは中期の国債金利を用いる。
- ・ 株式リスクプレミアムは、株式全体の国債に対するリスクプレミアム。長期的な統計では 5%程度と言われる。
- ・ 個別株ベータは、株式市場平均に対する個別銘柄の感応度。市場平均の変化 1%に対して、個別銘柄が何%変化するかを、数ヶ月~数年の期間の実績から推定する。
- ・ 個別銘柄のベータ値はブルームバーグなどが提示している。

例

5年物国債金利 1%、株式リスクプレミアム 5%、ベータ 1.3 とすると、株主資本コストは、 $1\% + (5\% \times 1.3) = 7.5\%$ となります。これがこの銘柄を保有する投資家の期待利回りと考えられます。従ってこれが ROE の最低目標値となります。

株主資本コストは投資家にとってリスクを考慮した上での個別株式に対する期待利回りです。そして、これに対する実績を示すのが ROE です。ROE は業績と資本政策 (資本構成) を反映します。DOE は資本政策の中でも配当政策 (利益還元政策) に強い焦点をあてたものと考えられます。

予想 ROE が株主資本コストを上回ることができない (成長性が低い) が、しかし毎年安定した利益・キャッシュフローを生むという状態で、安定しているような企業は、配当を増額するか、自社株買いを実施することを検討すべきです。安定高額配当や自社株買いを継続することで株価のボラティリティが減少すると期待できます。そうするとベータが低下し、その結果株主資本コストも低下し、ROE がこれを上回る状態となれば投資家の要求を満たすことになります。

一方、予想 ROE が株主資本コストを既に上回る、あるいは今後高めていくことで上回ることができると合理的に見込まれる成長企業は、配当(増配)するよりは再投資することで、株主利益を高めていくことができます。

例

実績 1 株当り株主資本 100、実績 1 株当り当期純利益 10、ROE10%、株主資本コスト 7.5%は不変と想定
 100%配当の場合：来期の 1 株当り当期純利益も $100 \times 10\% = 10$ さらに $\{ + (10 \times 7.5\%) \}$ が期待できる他の銘柄に投資したリターン (0.75) があり、合計 10.75

50%配当の場合：来期の 1 株当り当期純利益は $(100+5) \times 10\% = 10.5$ さらに $\{ + (5 \times 7.5\%) \}$ が期待できる他の銘柄に投資したリターン (0.375) があり、合計 10.875

0%配当の場合：来期の 1 株当り当期純利益は $(100+10) \times 10\% = 11.0$

実績 1 株当り株主資本 100、実績 1 株当り当期純利益 5、ROE5%、株主資本コスト 7.5%は不変と想定
 100%配当の場合：来期の 1 株当り当期純利益も $100 \times 5\% = 5$ さらに $\{ + (5 \times 7.5\%) \}$ が期待できる他の銘柄に投資したリターン (0.375) があり、合計 5.375

50%配当の場合：来期の 1 株当り当期純利益は $(100+2.5) \times 5\% = 5.125$ さらに $\{ + (2.5 \times 7.5\%) \}$ が期待できる他の銘柄に投資したリターン (0.1875) があり合計 5.3125

0%配当の場合：来期の 1 株当り当期純利益は $(100+5) \times 5\% = 5.25$

(3)資本コスト

資本コストは株主資本コストと有利子負債コストの加重平均です。企業の調達コストの最適化、最適な財務構造を考える上で考慮すべきものです。

例

総資本 100、株主資本 40、有利子負債 60、株主資本コスト 7.5%、有利子負債コスト 2.5%

実績資本コストは

$$7.5\% \times (40 / 100) + 2.5\% \times (60 / 100) = 3\% + 1.5\% = 4.5\%$$

株主資本コスト(株主の要求するリターン)は株式リスクプレミアムを含み、一般に有利子負債コスト(ローンの出し手の要求するコスト)よりも高くなります。従って 100%株主資本という資本構成よりも有利子負債を活用したほうが資本コストは低下します。しかし有利子負債の比率が上昇するにつれて、金利など固定的な費用負担、さらに金利上昇への耐久力も低下し、信用力の低下で有利子負債コストは上昇していきます。さらに企業のリスク増加に伴い株主資本コストも増加すると考えられます。財務健全性を保ちながら資本コストを最適化する株主資本と有利子負債のバランスを検討していく必要があります。

企業価値算出を行う際の DCF 法の割引率は資本コストが用いられます。フリーキャッシュフローを資本コストで割引いたものが企業価値であり、ここから有利子負債を引いたものが株主にとっての企業価値となります。これと時価総額が一致していれば株価はフェアバリューと言えます。

(4)EBITDA

純粋な機関投資家は PER を重視しながら、さらに DCF なども利用して企業価値を評価しています。一方で、短期思考、M&A などイベントを利用してのハイリターンを目指すファンドなどは直近の EBITDA 倍率が何倍までなら買える、という観点を重視しています。

EBITDA = Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

利払前・税前・償却前利益。営業キャッシュフローに近いものです。Amortizationは無形資産の償却ですが、以前はこの単語があまりピンと来ない感じがありました。しかし最近のM&Aの活発化でのれん代を計上する企業が増えており、この償却も損益に大きな影響を与えるようになり、この単語もなじみが出てきました。

EBITDA重視は言い換えれば短期のキャッシュフロー重視です。借入を利用した買収を行い、その後に資産効率を高めて何年で借入返済が可能か、エクイティ部分は同業他社などストラテジックバイヤーへの売却、あるいはIPOにより何年で回収することができるか。そういった観点で投資判断を行うのでEBITDA重視となります。時価総額と有利子負債を合計したものが企業価値であり、この企業価値が直近のEBITDAの何倍であるか、というのがM&Aの観点からの重要な指標となります。個々の企業の置かれた状況により適正なEBITDA倍率は異なりますが、ある程度の安定性のある上場企業の場合7~8倍程度で考えることが一般的なようです。言い換えれば7~8年で回収可能なキャッシュフローがあれば買収の価値があるということになります。

上場企業においては、こうした投資家の観点を理解し、現状の自社の資本コストやDOEの把握と中期的な目標を設定していくことが必要です。投資家の期待値を知り、適確な目標設定を行った上で、これを実現する経営戦略の策定が重要であると考えます。

以上

(株)フィナンテック IRコンサルタント CFA協会認定証券アナリスト 深井浩史)

お問合せ：(株)フィナンテック e-mail info@finantec-net.com 電話 03-3560-5444 (代表) FAX 03-3560-5445

過去のレビューは、<http://www.irstreet.com/j/index.jsp> に掲載しております。