

資本コスト・セミナー
2013年11月29日 @ 如水会館

10分でわかる資本コスト

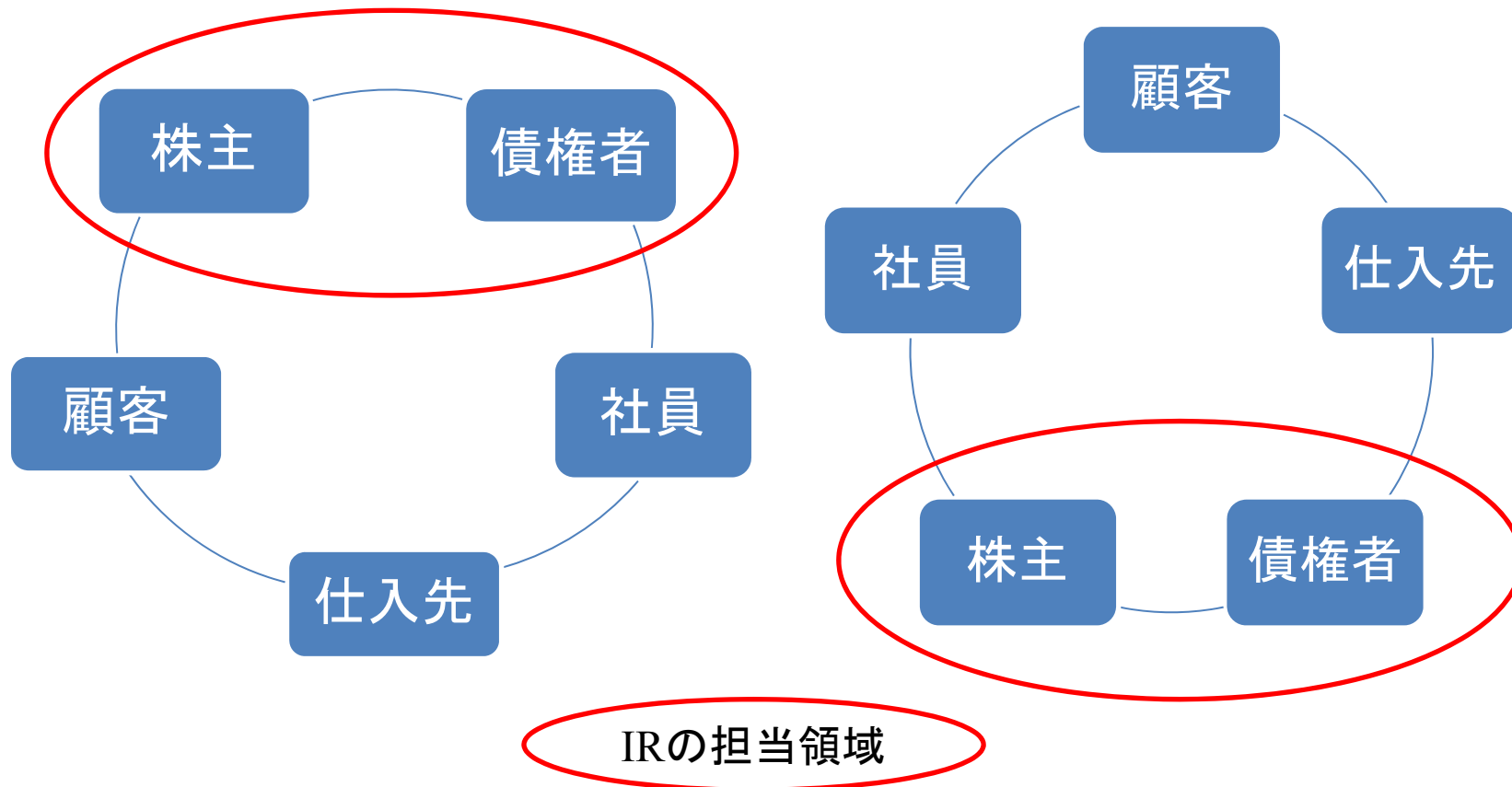
外国人投資家に日本企業の価値を説明する枠組み

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン
代表取締役社長 山口 勝業
博士(経済学)/CFA/CMA

会社は誰のものか？

株式会社は株主のもの！

お客様は神様です！
雇用を守るのも大事です！



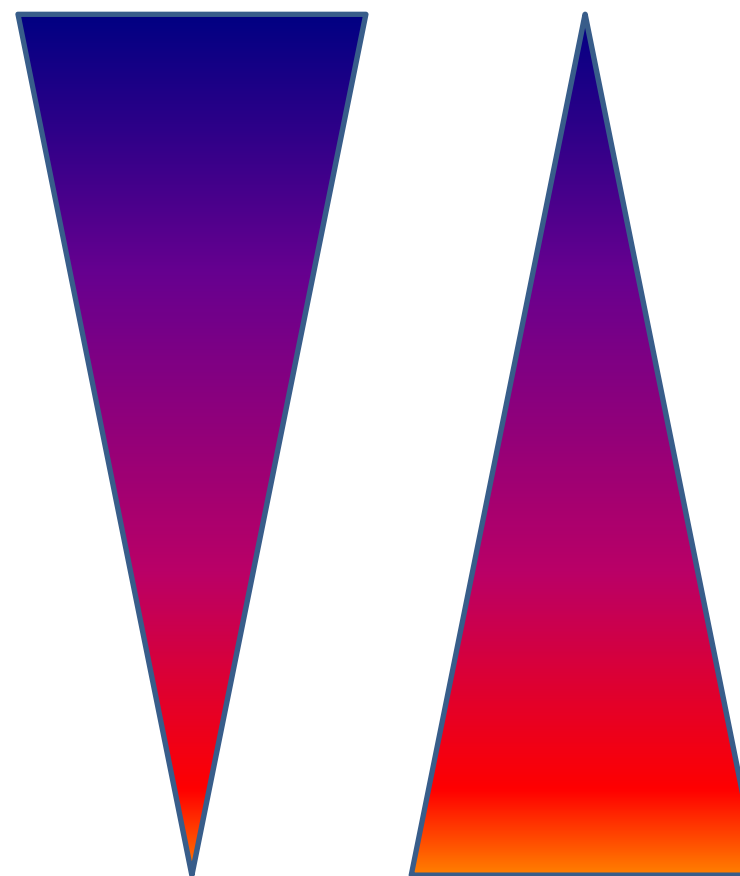
優先度とリスク負担

【損益計算書】

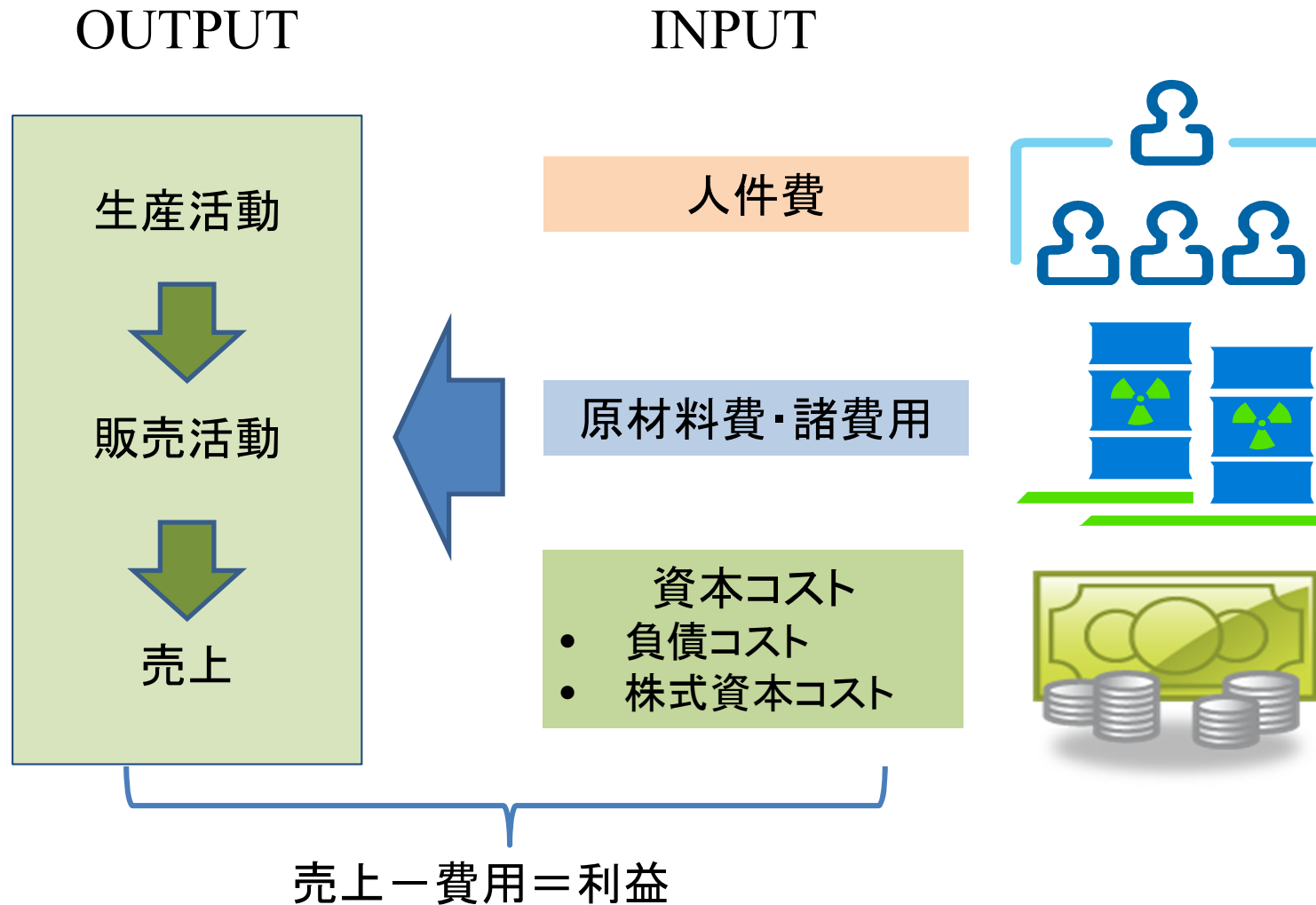
売上高	顧客
売上原価	仕入先
粗利益	
販売費一般管理費	社員
営業利益	
営業外損益	債権者
経常利益	
特別損益	
税引前当期利益	
法人税等	
税引後当期利益	株主

優先度

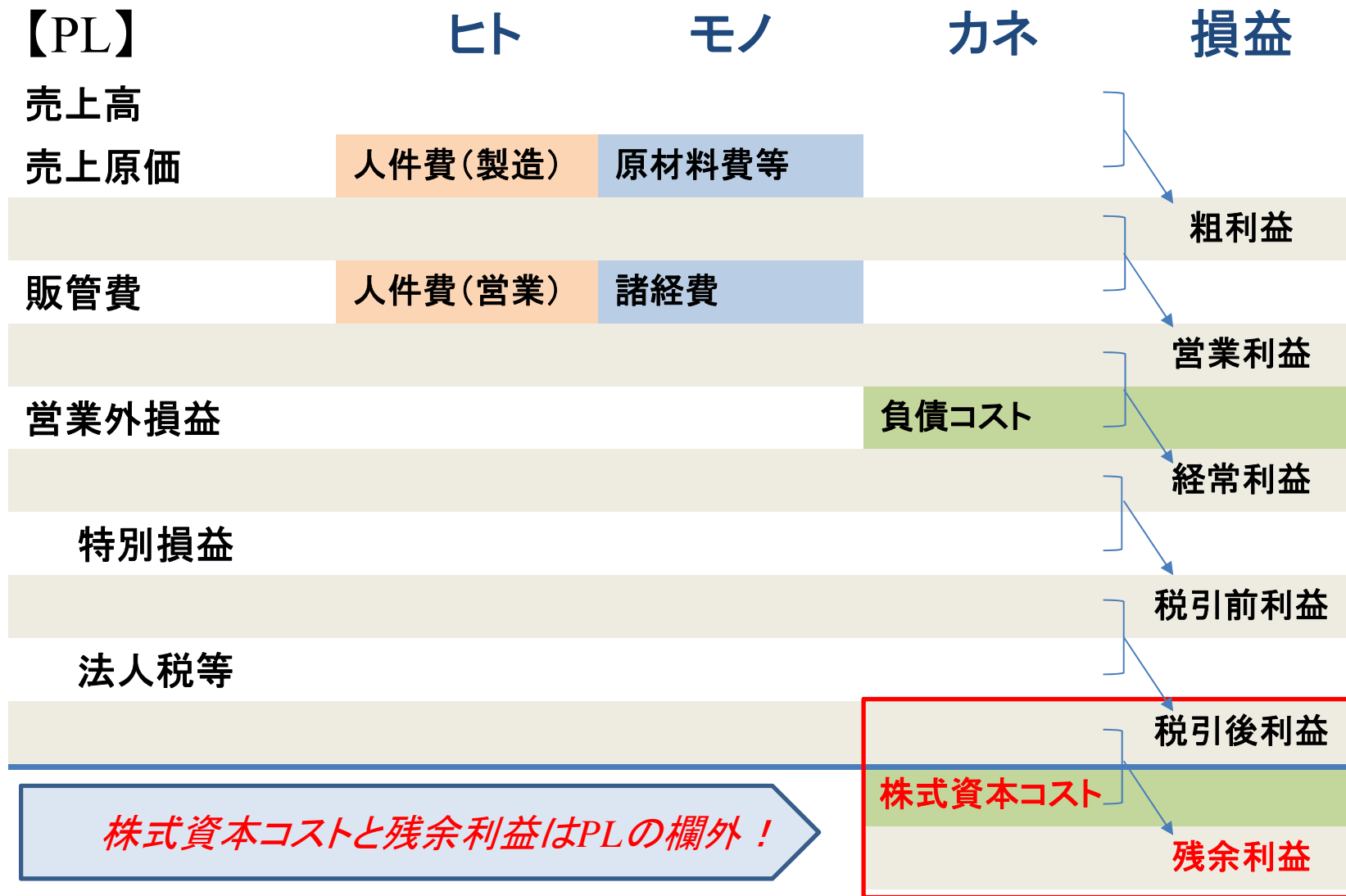
リスク負担



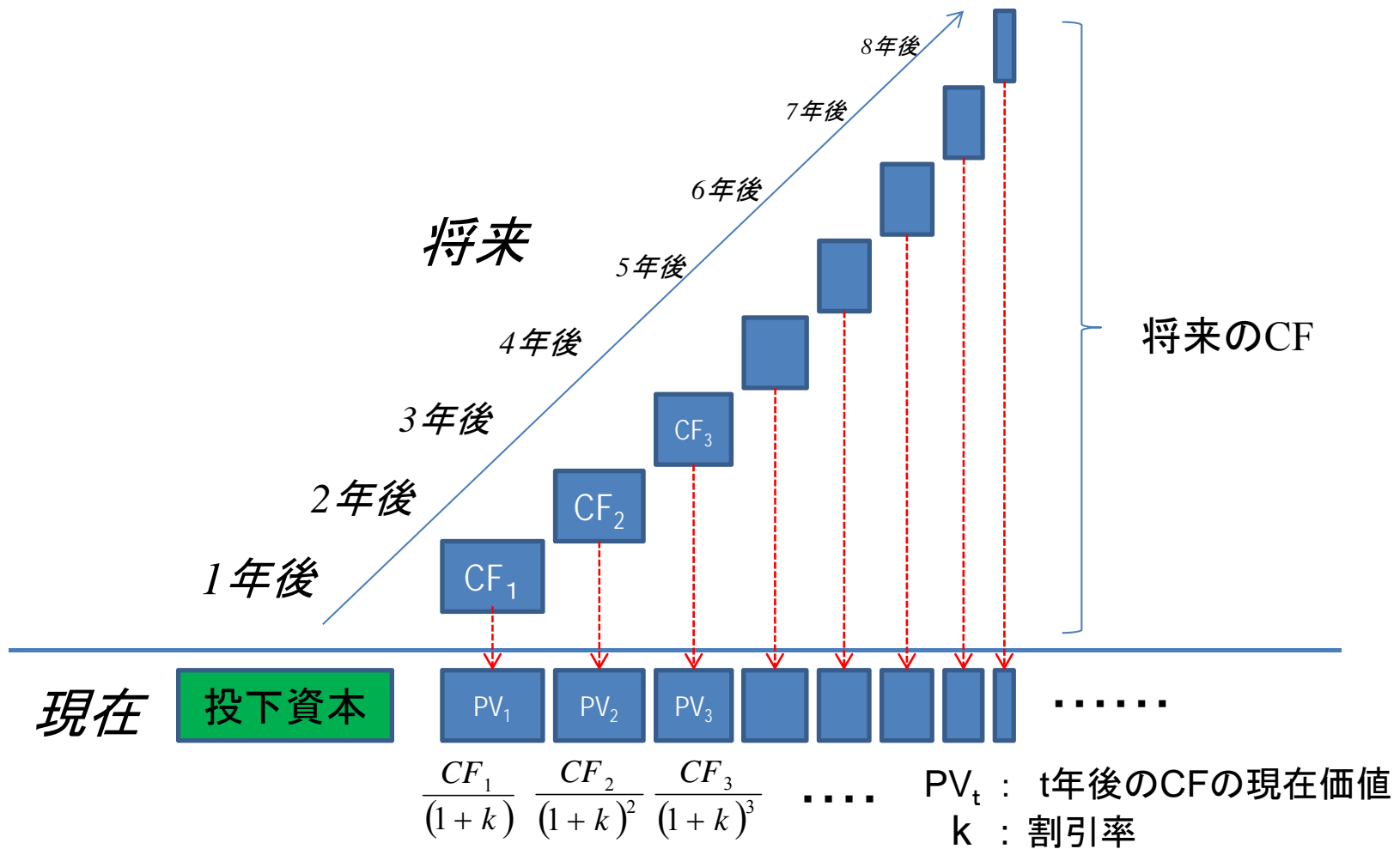
企業経営に必要なのは ヒト・モノ・カネ



ヒト・モノ・カネのコストはPLのどこに表示？



DCF法：将来CF(利益)を割り引いて現在価値で評価



株式の価値 = 自己資本 + 残余利益の現在価値

【計算方法その1】

残余利益モデル

$$PV_E = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{\overbrace{(NI_t - k_E \cdot B_{t-1})}^{\text{残余利益}}}{(1 + k_E)^t}$$

株式の
現在価値
(時価)

現在の
自己資本
(簿価)

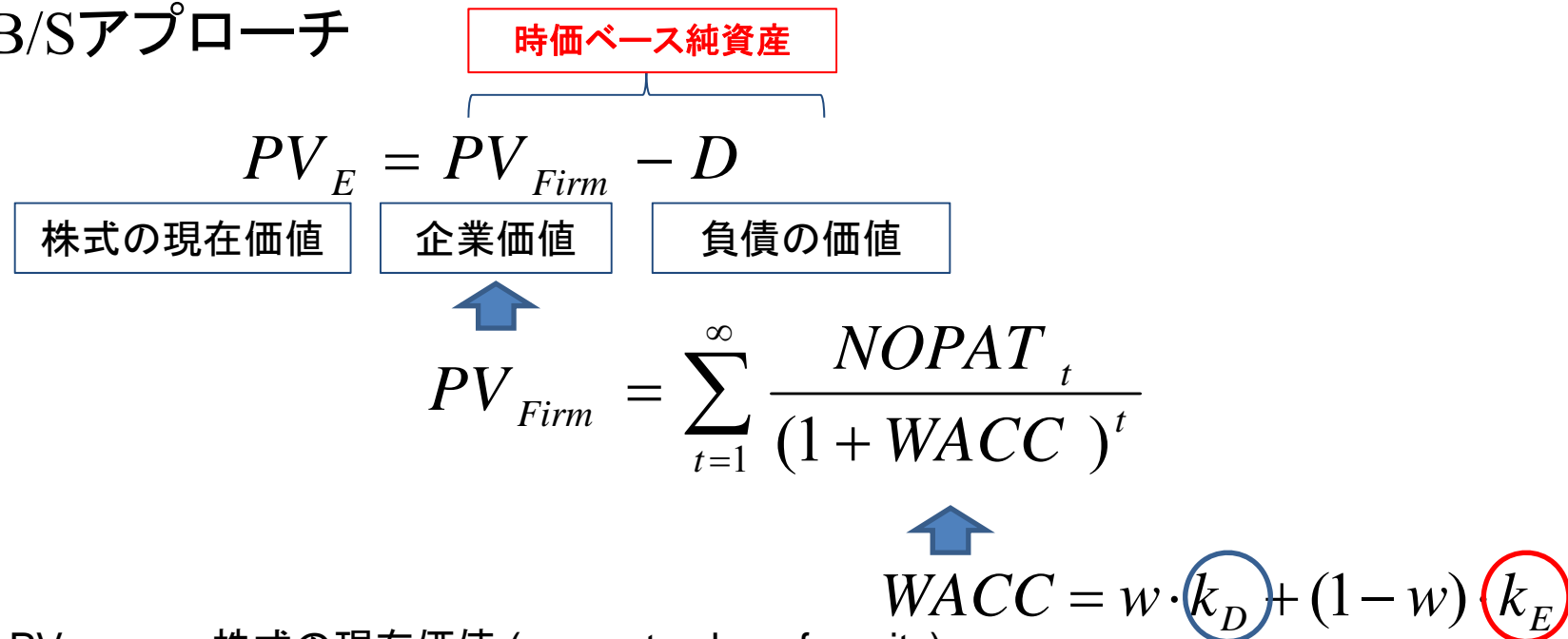
将来の残余利益の
現在価値
(時価)

- PV_E : 株式の現在価値 (present value of equity)
 B_t : t期末の自己資本の簿価 (book value)
 NI_t : t期の税引後当期利益 (net income)
 k_E : 株式資本コスト (cost of equity capital)

株式の価値 = 企業価値 - 負債の価値

【計算方法その2】

B/Sアプローチ



- PV_E : 株式の現在価値 (present value of equity)
- PV_{Firm} : 企業の現在価値 (present value of firm)
- $NOPAT_t$: t期の税引後営業利益 (net operating profit after tax) = 営業利益 × (1 - 税率)
- WACC : 加重平均資本コスト (weighted average cost of capital)
- k_D : 負債資本コスト (cost of debt capital)
- k_E : 株式資本コスト (cost of equity capital)
- w : 負債比率

WACCの3変数をいかに推計するか？

$$WACC = w \cdot k_D + (1 - w) \cdot k_E$$

【変動要因】

	w	k _D	k _E
固有 要因	財務政策	償還期間	β
		信用格付け	企業規模(サイズ)
市場 要因		金利の期間構造	安全資産利子率
		信用スプレッド	株式リスク・プレミアム
			サイズ・プレミアム

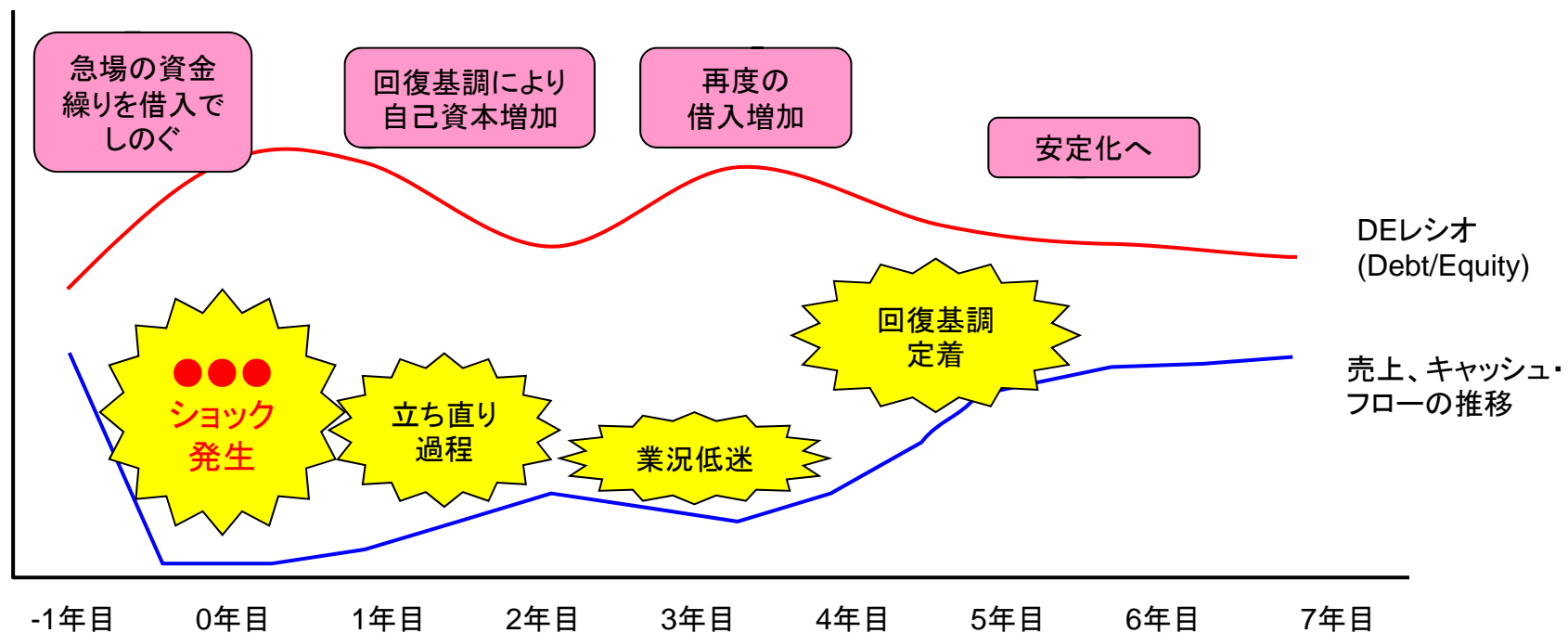


クレジット・プライシング
コーポレーション

イボットソン・アソシエイツ
・ジャパン

企業のダイナミズム

- ・ 企業は常に変化している。
- ・ WACCの3変数は企業のどの局面を捉えて推計すればよいのか？
- ・ 各局面における企業の姿の正しい把握と投資家への情報提供が重要。

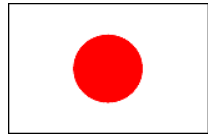


資本提供者の視点

資本の種類	プレイヤー	視点	評価法
株主資本	株式トレーダー	目前の変化	チャート、マルチプル他
	長期投資家	企業価値	DCF法
負債	債券トレーダー	目前の変化	気配値、CDSプレミアム他
	機関投資家、銀行	長期的な返済能力	格付

- IRの対象となる長期投資家は 赤枠内のプレイヤー
- 機関投資家のなかでも外人投資家が増えている
- 外国人投資家の視点は違うのか？

日米の株価形成の違い ……株式資本コストは？

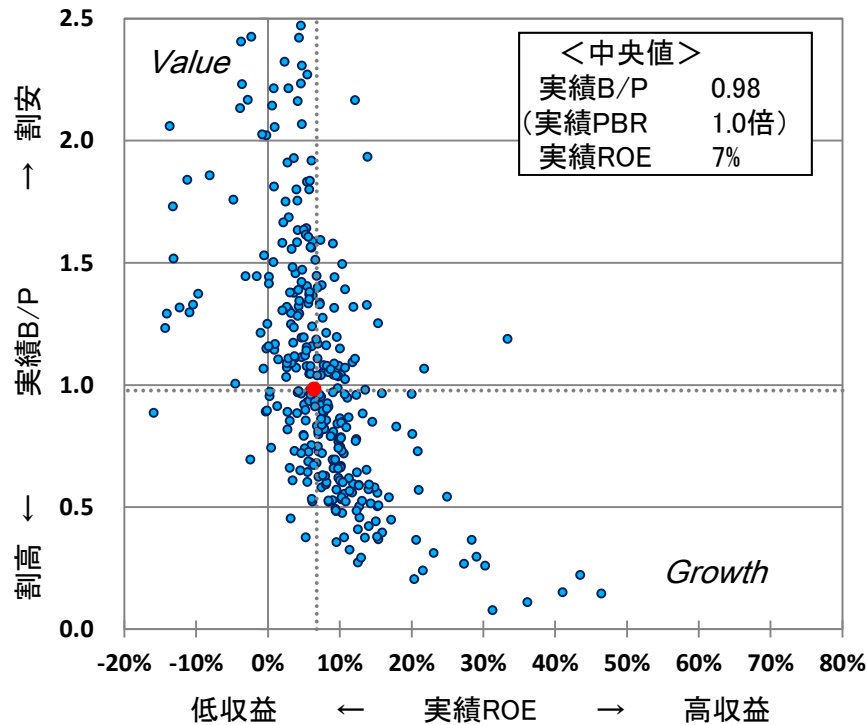


低いROE、低いP/B
(Value株)

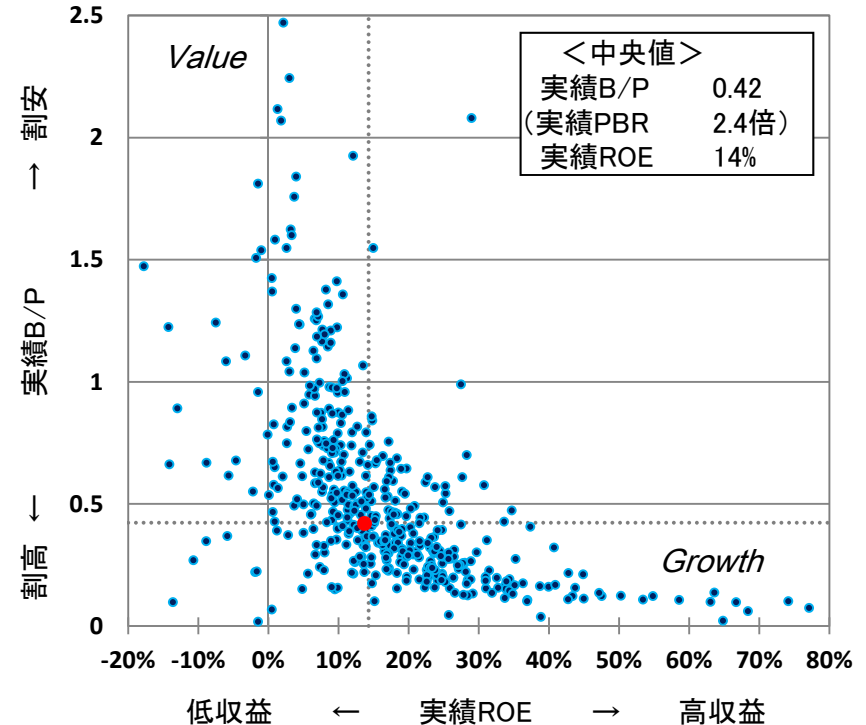


高いROE、高いP/B
(Growth株)

日本(ラッセル野村大型指数の構成銘柄)



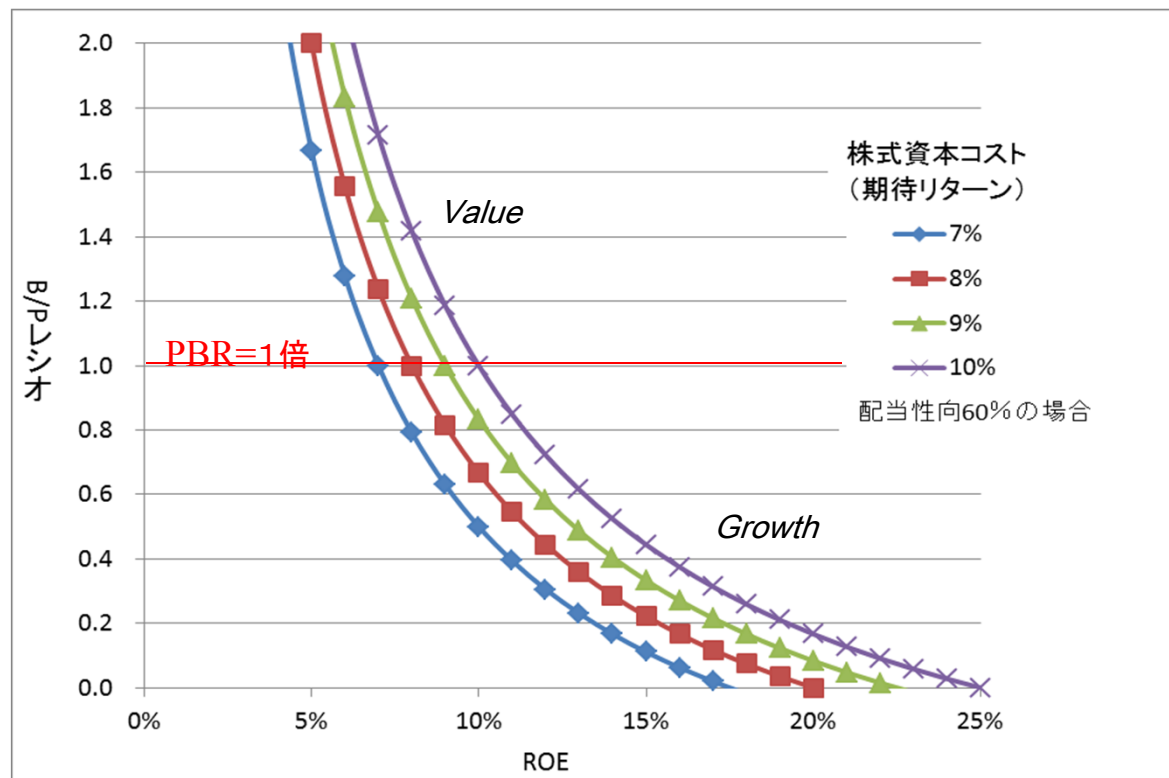
米国(S&P500の構成銘柄)



＜出所＞野村証券HP、Bloombergを元に作成 2012年11月末時点

ROEとB/Pのトレードオフ 株式資本コストの理論値

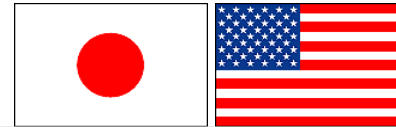
- GrowthとValueはトレードオフ。割安な高収益・成長企業はない。
- ROEの水準に応じて、資本コスト(期待リターン)が銘柄間で一定になるように、株価(B/Pレシオ)が調整される。



$$\text{株式資本コスト} = [1 - \text{配当性向} \times (1 - \text{B/P})] \times \text{ROE}$$

日米で株式資本コストは(実質で)ほとんど同じ!?

2012年11月時点での推計例



			日本	米国
安全資産利子率	①	長期国債利回り	0.7%	1.6%
	②	インフレ率	-0.3%	2.1%
	③ = ① - ②	実質金利	1.0%	-0.5%
ファンダメンタル指標	④	ROE	7%	14%
	⑤	配当性向 (推定値)	0.30	0.60
株価指標	⑥	B/Pレシオ	0.98	0.42
	⑦ = 1/⑥	株価純資産倍率	1.02	2.38
(注) 数値は2012年11月末時点。ただし配当性向は長期的な推計値				
名目ベース推計値	⑧	株式資本コスト	7.0%	9.1%
	⑨ = ⑧ - ①	株式リスク・プレミアム	6.3%	7.5%
実質ベース推計値	⑩ = ⑧ - ②	株式資本コスト	7.3%	7.0%
	⑪ = ⑩ - ③	株式リスク・プレミアム	6.3%	7.5%

米国は過去20年の平均配当性向は35%。自社株取得(推計)を加算して60~70%と推定

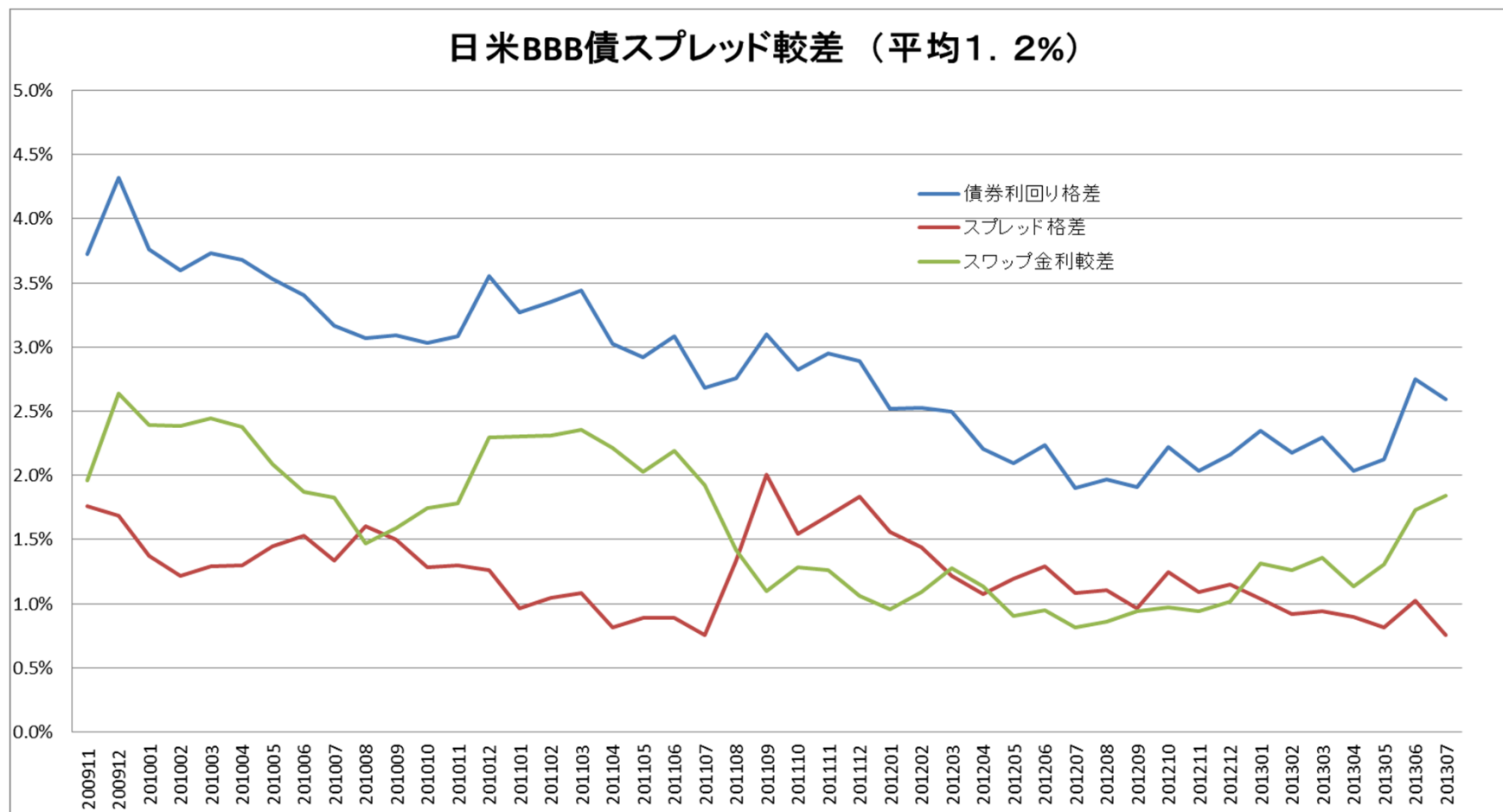
株式資本コスト = 株式の期待リターン

推計式はサプライサイド型(T-Model)から次式で導出 $株式資本コスト = [1 - 配当性向 \times (1 - B/P)] \times ROE$

詳細は 山口勝業『日本経済のリスク・プレミアム』東洋経済新報社、2007. p.163-173

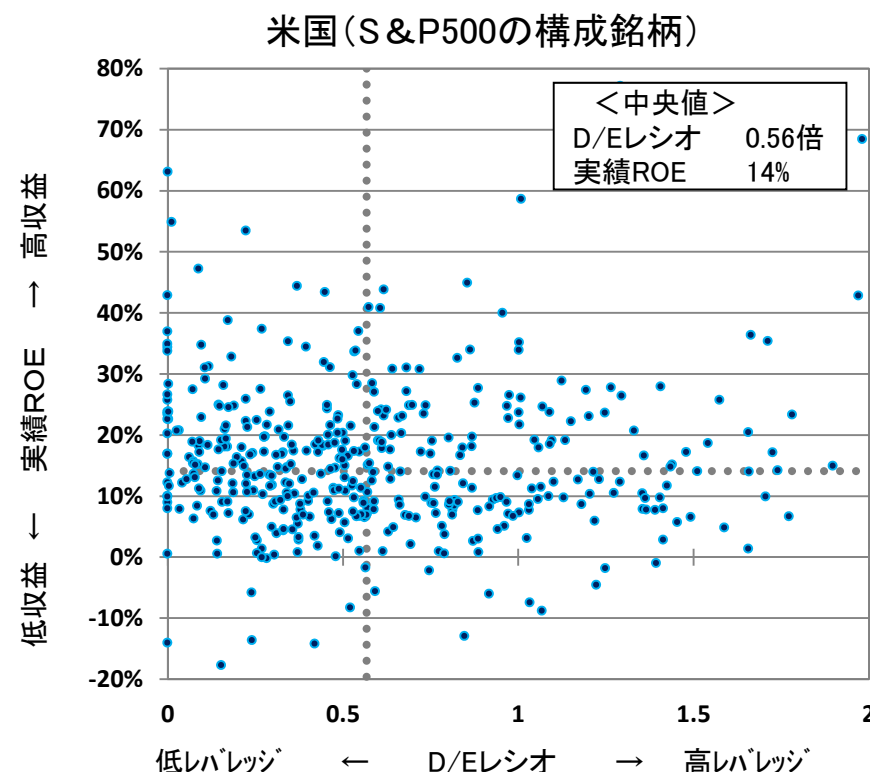
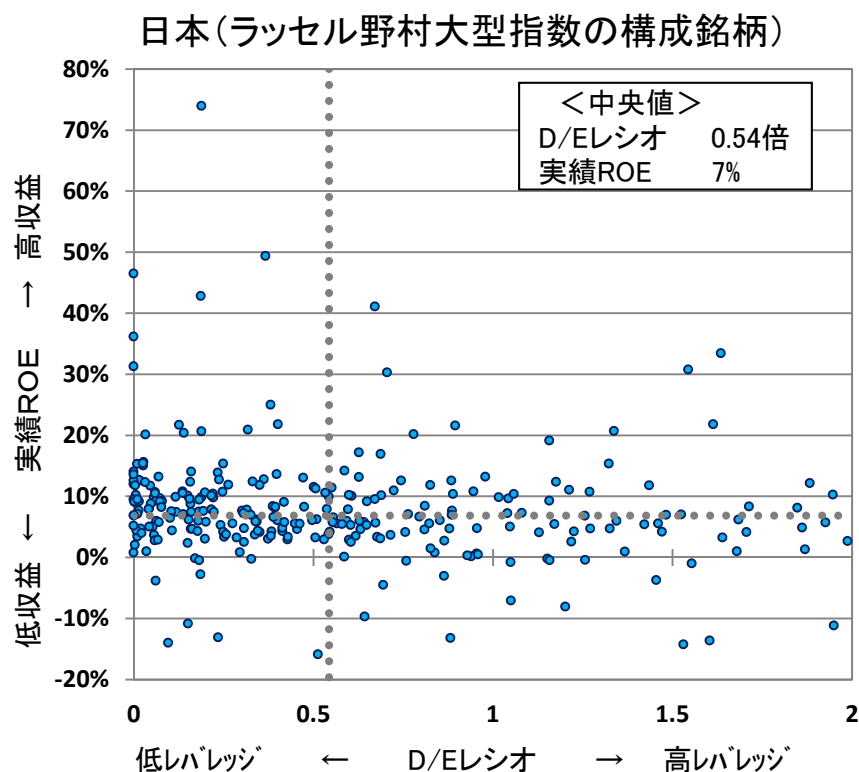
日米で負債コストも(実質で)ほとんど同じ？

インフレ率較差を調整すると、ほとんど同じか日本のほうが低い!?



資本と負債の構成はほぼ同じ！

D/Eレシオの比較 日本 0.54 ≒ 米国 0.56



＜出所＞野村証券HP、Bloombergを元に作成。2012年11月末時点。

まとめ

- 1) 企業価値評価はDCF法が世界共通のスタンダード
- 2) 2つのアプローチ
 - 残余利益モデル 株式資本コストで残余利益を割引
 - B/Sアプローチ 税引後営業利益(NOPAT)をWACCで割引
- 3) ROEとB/Pのトレードオフの背後にある株式資本コスト
 - ROEが上昇するとB/Pレシオ(株価)は低下(上昇)する
 - ただし(他の条件が一定ならば)株式資本コストは変わらない
- 4) 日本と米国の資本コストは見かけほど違わない!?
 - 負債資本コスト・・・インフレ率、金利水準の違い
 - 株式資本コスト・・・ROEの水準を反映したP/B
 - D/Eレシオ ... 分布範囲は広いが中央値はほぼ同じ

<注意事項>

- ◆ 当資料は情報提供を目的として、イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社および株式会社クレジット・プライシング・コーポレーションが作成したものであり、いかなる投資の推奨・勧誘を目的としたものではありません。
- ◆ 当資料は、各種の信頼できる情報に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- ◆ 当資料はイボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社および株式会社クレジット・プライシング・コーポレーションの著作物です。イボットソン・アソシエイツ・ジャパン株式会社と株式会社クレジット・プライシング・コーポレーションの承諾なしの利用、複製等は損害賠償、著作権法の罰則の対象となります。