

2017年5月31日

第9章 株式評価

担当：馬場

本章の目的は、株式を評価する方法を学ぶことである。初めに配当割引モデルについて学ぶ、次に配当割引モデルの問題点を回避するための2種類の代替的手法である総還元モデルとフリーキャッシュフロー評価モデルについて学ぶ。さらに、配当キャッシュフロー法の簡便法として類似企業評価法を学ぶ。しかし、どの株式評価手法を使ったとしても株価に対する最終的な答えを示す方法はないということを把握したうえで、情報と競争、株価の関係を見る。

9.1 配当割引モデル

- 1) 保有期間が1年の投資家

$$P_0 = \frac{Div_1 + P_1}{1 + r_E}$$

- 2) 配当利回り、キャピタルゲイン、トータルリターン

$$r_E = \frac{Div_1 + P_1}{P_0} - 1 = \underbrace{\frac{Div_1}{P_0}}_{\text{配当利回り}} + \underbrace{\frac{P_1 - P_0}{P_0}}_{\text{キャピタルゲインレート}}$$

トータルリターン

- 3) 保有期間が複数年の投資家

$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2 + P_2}{(1 + r_E)^2}$$

- 4) 配当割引モデル

$$P_0 = \frac{Div_1}{1 + r_E} + \frac{Div_2}{(1 + r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1 + r_E)^N} + \frac{P_N}{(1 + r_E)^N}$$

9.2 配当割引モデルの適用

- 1) 一定配当成長モデル

$$P_0 = \frac{Div_1}{r_E - g}$$

2) 配当に対する投資・成長

- 企業の配当性向

$$Div_t = \underbrace{\frac{\text{利益}_t}{\text{発行済株式総数}_t}}_{1 \text{ 株当たり利益}_t} \times \text{配当性向}_t$$

- 配当を増加させる要因
 - ① 利益(当期純利益)を増加させる
 - ② 配当性向を上げる
 - ③ 発行済株式数を減少させる

3) 一定長期成長率のもとでの配当割引モデル

$$P_0 = \frac{Div_1}{1+r_E} + \frac{Div_2}{(1+r_E)^2} + \dots + \frac{Div_N}{(1+r_E)^N} + \frac{1}{(1+r_E)^N} \left(\frac{Div_{N+1}}{r_E - g} \right)$$

9.3 総還元モデルとフリーキャッシュフロー評価モデル

負債政策と自社株買いは経営者の意思決定に委ねられているため、配当割引モデルではそれらを確実に予想することは困難である。これらの問題を回避するための代替的手法が総還元モデルと割引フリーキャッシュフロー評価である

1) 自社株買い(自己株式取得)と総還元モデル

- 自社株買いが配当割引モデルに与える影響
 - ① 自社株買いに使用する現金が多いほど、配当支払に利用できる現金は減少する
 - ② 自社株買いにより発行済株式数が減少するため 1 株当たりの利益と配当は増加する
- 総還元モデル

$$P_0 = \frac{PV(\text{将来の配当総額、および自社株買総額})}{(\text{発行済株式総数})_0}$$

2) 割引フリーキャッシュフローモデル

- 営業価値評価
割引フリーキャッシュフローモデル：現在の企業の営業価値

$$V_0 = PV(\text{企業の将来フリーキャッシュフロー})$$

営業価値から株価を推定する

$$P_0 = \frac{V_0 + \text{現金}_0 - \text{負債}_0}{\text{発行済株式総額}_0}$$

- モデルの実装
加重平均資本コスト(WACC)
：すべての投資家に支払わなければならない資本コストの平均値

$$V_0 = \frac{FCF_1}{1+r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1+r_{wacc})^2} + \dots + \frac{FCF_N+V_N}{(1+r_{wacc})^N}$$

長期成長率 g_{FCF} で一定成長すると推定される場合

$$V_N = \frac{FCF_{N+1}}{r_{wacc}-g_{FCF}} = \left(\frac{1+g_{FCF}}{r_{wacc}-g_{FCF}} \right) \times FCF_N$$

9.4 類似企業にもとづく評価

類似企業評価法

：企業のキャッシュフローを直接的に評価するのではなく、その類似企業かよく似たキャッシュフローを生みだすものと期待される投資の価値にもとづいて評価される

1) 評価倍率：特定の値と企業の規模の測定結果との比

- 株価収益率(P/E レシオ・PER)

$$\text{フォワード P/E} = \frac{P_0}{EPS_1} = \frac{Div_1/EPS_1}{r_E-g} = \frac{\text{配当性向}}{r_E-g}$$

- 営業価値倍率

$$\frac{V_0}{EBITDA_1} = \frac{FCF_1/EBITDA_1}{r_{wacc}-g_{FCF}}$$

2) 倍率法の限界

欠点：企業間の重要な格差を考慮できない

別の限界：業界内の他の類似企業と相対的な企業価値に関する情報が提供されるだけ

3) 割引キャッシュフロー法との比較

- ① 倍率法は割引キャッシュフロー法の簡便法と言える
- ② 実際の企業の現実の株価にもとづく評価ができる
- ③ 企業の収益性や資本コスト、将来成長の可能性など、企業固有の情報は盛り込めない

9.5 情報、競争および株価

1) 競争と効率的市場

効率的市場仮説：投資家間の競争が正の NPV をもつすべての取引機会を解消するという考え方

- 公的情報、かつ解釈が容易な情報

報道や財務諸表、企業のプレスリリース、他の公的なデータソースによる情報

- 私的情報、あるいは解釈が困難な情報
企業の従業員、競合企業、供給業者、または顧客から収集した情報
公的に利用できるが専門知識が必要な情報
- 2) 投資家と経営者への教訓
 - 投資家にとっての重要性
どのような場合においても NPV が正の取引機会を見いだすことは難しいが、評価モデルに従って公正に株式の価格がつけられているのであれば、投資リスクに見合うだけの将来キャッシュフローが得られることは期待できる
 - 経営者にとっての重要性
 - ① NPV とフリーキャッシュフローへの集中
 - ② 会計上の錯覚の回避
 - ③ 投資を支持するための金融取引

コメンテーターへのクイズ

- 1) 株式評価は投資期間には依存しないということを保有期間が1年の投資家と複数年の投資家で比較しながら説明してください。
- 2) 総還元モデルとフリーキャッシュフロー評価モデルについて説明してください。
- 3) 倍率法の特徴を割引キャッシュフロー法と比較しながら説明してください。

コメント

株式評価はいくつかの方法を組み合わせても最終的な答えを示せないということが実務で使う場合に難しいと感じた。