

経営学会学生論文

理論株価算定に基づく企業特性の分析

～堺化学工業株式会社をケーススタディとして～



大阪公立大学商学部

宮川研究室

市川純也	木村和慶
小島理功	佐久間優歩
丹羽眞優	山本花怜

論文要旨

本稿では、堺化学工業株式会社（以下同社）をケーススタディとして、理論株価算定に基づく企業特性の分析を行った。我々は FCF の予測において、過去の実績値のみを参考にした弱気シナリオと新中期経営計画の達成を前提とした強気シナリオの 2 つを作成した。各シナリオに基づき、DCF 法で理論株価算定を行った結果、弱気シナリオに基づく理論株価は市場株価と大きな差はなかった一方で、強気シナリオに基づく理論株価は市場株価と大きく乖離していた。このことから、同社の市場株価には新中期経営計画による業績向上が織り込まれていない可能性があると考えた。

我々は同社が市場から低く評価されている理由を、ROE と株主資本コストの比較や、マトリクス分析による同業他社との比較を通じて考察した。結果として、新中期経営計画の達成に対する投資家の期待が低いことや同社の業績予測の難易度が高いことが要因に挙げられた。これらの要因から、同社は市場株価が理論株価よりもディスカウントされやすいという特性があると結論づけた。

目 次

1. はじめに
2. 将来フリーキャッシュフロー予測
 - 2.1 企業概要
 - 2.2 売上高及び営業利益の予測
 - 2.3 減価償却費、設備投資額、運転資本増加額の予測
 - 2.4 将来 FCF の算定
3. 理論株価算定
 - 3.1 資本コストの算定
 - 3.2 DCF 法を用いた理論株価算定
 - 3.3 RIM を用いた理論株価算定
4. 株価特性の分析
 - 4.1 ROE と株主資本コストの比較
 - 4.2 マトリクス分析
 - 4.3 市場評価の分析
5. まとめ

1. はじめに

本研究は、堺化学工業株式会社（以下、同社）について、株価形成における特性を明らかにすることを目的とする。理論株価と市場株価（2024 年 11 月末時点）の差異を検討することで、同社の株価形成における特性を考察する。分析対象企業として、同じく化学メーカーである以下の 5 社を選定する。石原産業株式会社（以下、石原産業）、株式会社クレハ（以下、クレハ）、株式会社 ADEKA（以下、ADEKA）、第一稀元素化学工業株式会社（以下、第一稀元素化学工業）、荒川化学工業株式会社（以下、荒川化学工業）の計 5 社である。

本研究では、弱気シナリオと強気シナリオの 2 つの業績予測をもとに、割引キャッシュフローモデル(DCF 法：Discount Cash Flow)を用いて理論株価を算定する。また、補完的手法として残余利益モデル(RIM：Residual Income Model)を活用した理論株価を算定する。

理論株価と市場株価の比較分析の結果、弱気シナリオに基づく理論株価は市場株価と近似している一方で、強気シナリオや RIM で算定した理論株価は市場株価と大きく乖離していることが分かった。この乖離の要因を様々な視点から検討する。

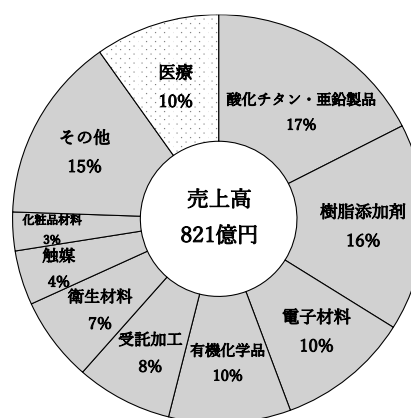
本論文の構成は以下の通りである。2 章では弱気シナリオと強気シナリオに基づく将来フリーキャッシュフロー(FCF：Free Cash Flow)の算出を行う。3 章では資本資産価格モデル(CAPM：Capital Asset Pricing Model)を用いて資本コストを算定するとともに理論株価を算定し、市場株価と比較する。4 章にて理論株価と市場株価の乖離要因を考察し、5 章で結果の総括を示す。

2. 将来フリーキャッシュフロー予測

2.1. 企業概要

同社は東証プライム市場に上場する化学メーカーである。セグメントは「化学事業」と「医療事業」の 2 つに分かれており、売上高の 9 割を化学事業が占めている。化学事業の中でもさらに「成長」「安定」「効率化検討」の 3 つに分類される。成長事業には「電子材料」「化粧品材料」、安定事業には「衛生材料」「有機化学品」「受託加工」、

図表 1：2024 年 3 月期の事業別売上高構成比



出所：同社の第 129 期有価証券報告書より筆者作成

効率化検討事業には「酸化チタン・亜鉛製品」「樹脂添加剤」「触媒」が含まれる。2025 年 3 月期から始まる新中期経営計画『変革・BEYOND2030』では、2030 年を見据えた変革ステージの 3 年間で位置づけ、2027 年 3 月期に営業利益 90 億円、ROE 8%の達成を目指し、以下の 3 つの変革を行う。

- 「①高付加価値品へのシフトを企図した事業ポートフォリオの入れ替え
 - ②資本コストを上回る ROE の達成・PBR の改善
 - ③マテリアリティ推進による経営基盤の再構築・非財務面の取り組み加速
- (堺化学工業株式会社, 2024)」

2.2. 売上高及び営業利益の予測

同社の企業価値を算定するにあたり、今後 5 年間の将来 FCF を算出する。本論文において、FCF は (2-1 式) を用いて算出する。

$$\text{FCF} = \text{営業利益} \times (1 - \text{法人税率}) + \text{減価償却費} - \text{設備投資額} - \text{運転資本増加額} \quad (2-1 \text{ 式})$$

本節では、弱気シナリオと強気シナリオの 2 つのシナリオを用いて、今後 5 年間の売上高及び営業利益の予測を行う。弱気シナリオとは、過去と同様の成長スピードで今後も業績が成長することを仮定したシナリオである。売上高の予測には、2022 年 3 月期から 2024 年 3 月期にかけての売上高の年平均成長率を前年比の売上高成長率として使用する。また、営業利益の予測に関しては、2022 年 3 月期から 2024 年 3 月期にかけての営業利益率の平均値を各年の営業利益率として使用する。この売上高成長率と営業利益率を各事業に適用し、全事業合計の売上高及び営業利益を算出する。

一方、強気シナリオとは、同社の発表した新中期経営計画を達成し、その後もさらに成長することを仮定したシナリオである。この新中期経営計画において同社は 2027 年 3 月期に 90 億円の営業利益を目指している。そこで同社の目標値を参考に、事業ごとの今後 5 年間の業績を予測し、全事業合計の売上高及び営業利益を算出する。なお、本論文では紙幅の都合上、事業ごとの詳細な業績予測結果は割愛する。

それぞれのシナリオで予測された売上高及び営業利益は以下の通りである。

図表 2：売上高及び営業利益予測

(百万円)	2024/3	弱気シナリオ					強気シナリオ				
		2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
売上高	82,105	83,481	85,122	87,033	89,224	91,704	88,499	99,659	97,825	99,024	100,001
営業利益	2,933	4,828	4,804	4,791	4,789	4,798	5,494	8,172	9,025	7,901	7,508
営業利益率	3.57%	5.78%	5.64%	5.50%	5.37%	5.23%	6.21%	8.20%	9.23%	7.98%	7.51%

出所：筆者作成

注：2024 年 3 月期は同社の第 129 期有価証券報告書より抜粋、2025 年 3 月期以降はシナリオに基づき筆者予測

2.3. 減価償却費、設備投資額、運転資本増加額の予測

本節では、減価償却費、設備投資額、運転資本増加額の予測を行う。

今後 5 年間の減価償却費は、弱気シナリオでは、2024 年 3 月期の売上高減価償却費率である 5.30%を各年の売上高に乗じて算出する。一方、強気シナリオでは、過去 10 年間の実績値を参考にし、4,000 百万円とする。

今後 5 年間の設備投資額は、弱気シナリオでは、2024 年 3 月期の売上高設備投資比率である 4.90%を各年の売上高に乗じて算出する。一方、強気シナリオでは、同社が今後 3 年間で 20,000 百万円規模の設備投資を発表していることをもとに、2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期の設備投資額を算出する。2028 年 3 月期と 2029 年 3 月期に関しては、過去 10 年間の実績値を参考にし、4,000 百万円とする。

今後 5 年間の運転資本増加額に関しては、まず運転資本を予測し、それを前年と比較することで、運転資本増加額を算出する。弱気シナリオにおける運転資本は、2024 年 3 月期の運転資本回転率である 59.98%を各年の売上高に乗じて算出する。一方、強気シナリオでは、同社がキャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC：Cash Conversion Cycle)の改善に伴って、今後3年間で7,000 百万円の運転資本を減少させると発表していることをもとに、2025 年 3 月期から 2027 年 3 月期の運転資本増加額を算出する。2028 年 3 月期と 2029 年 3 月期に関しては、前年までの改善を受けて増加額を 0 円とする。

2.4. 将来 FCF の算定

本節では、(2-1 式) を用いて弱気シナリオと強気シナリオ両者における将来 FCF の算定を行う。まず、法人税率を 30%と設定し、営業利益に乗じることで、税引き後営業利益を算出する。そして、前節で算出した減価償却費、設備投資額、運転資本増加額を用いて両シナリオの今後 5 年間の将来 FCF を算出する。

最終的に算出された両シナリオにおける将来 FCF は図表 3 の通りである。弱気シナリオでは、営業利益は増加するものの、それを上回る設備投資額と運転資本の増加が見込まれる。そのため、FCF は減少していくと予測する。一方で、強気シナリオでは、2027 年 3 月期に新中期経営計画で掲げられた営業利益 9,000 百万円を達成するものの、2028 年 3 月期以降は FCF が減少していくと予測する。

図表 3：将来 FCF 予測

(百万円)	2024/3	弱気シナリオ					強気シナリオ				
		2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3
営業利益	2,933	4,828	4,804	4,791	4,789	4,798	5,494	8,172	9,025	7,901	7,508
(-)税金	1,088	1,448	1,441	1,437	1,437	1,439	1,648	2,452	2,707	2,370	2,252
(+)減価償却費	4,354	4,427	4,514	4,615	4,732	4,863	4,000	4,000	4,000	4,000	4,000
(-)設備投資額	4,024	4,092	4,172	4,266	4,373	4,495	8,500	6,500	5,000	4,000	4,000
(-)運転資本増加額	181	825	984	1,147	1,314	1,488	-1,000	-3,000	-3,000	0	0
FCF	1,994	2,889	2,720	2,557	2,397	2,239	346	6,220	8,317	5,530	5,255

出所：筆者作成

注：2024 年 3 月期は同社の第 129 期有価証券報告書より抜粋、2025 年 3 月期以降はシナリオに基づき筆者予測

3. 理論株価算定

3.1. 資本コストの算定

本論文では、加重平均資本コスト(WACC：Weighted Average Cost of Capital)を使用して理論株価を算定する。WACC は株主資本コストと負債コストを加重平均することで算定される。株主資本コストは株式による資金調達をする際に見込まれるコストであり、負債コストとは負債による資金調達をする際に見込まれているコストである。

株主資本コスト(r_e)は、Sharpe (1964) 及び Lintner (1965) らによって提案された CAPM 理論を用いて算定する。CAPM 理論を用いると株主資本コストは (3-1 式) より算定される。

$$r_e = \beta(r_m - r_f) + r_f \quad (3-1 \text{ 式})$$

$$\beta = \frac{\text{市場全体の収益率と個別企業の収益率の共分散}}{\text{市場全体の収益率の分散}} \quad (3-2 \text{ 式})$$

β とは市場全体に対する個別銘柄の感応度合いを表すものであり、(3-2 式) より算出される。本論文では、市場全体の収益率に TOPIX を使用する。2024 年 11 月時点における過去 60 ヶ月の TOPIX 月次収益率と同社株価の月次収益率をもとに計算した結果、同社の β

値は 0.88 となる。また、市場の期待利回り(r_m)は市場全体の期待リターンを指す。本論文では、過去 74 年間の TOPIX 年次株価をもとに TOPIX の平均成長率を計算した結果、 r_m は 6.52%となる。無リスク利子率(r_f)はリスクが極めて低い商品から得られる利回りを指す。本論文では、2024 年 11 月末時点の日本国債 10 年物利回りを採用し、 r_f には 1.06%を適用する。これらの数値を (3-1 式) に代入すると、 r_e は 5.85%と算定される。

続いて、負債コスト(r_d)は (3-3 式) より算定される。

$$r_d = \frac{\text{支払利息}}{\text{有利子負債(期中平均)}} \quad (3-3 \text{ 式})$$

2024 年 3 月期の支払利息額 116 百万円、2024 年 3 月期中平均有利子負債額 24,340 百万円を (3-3 式) に代入すると、 r_d は 0.48%と算定される。

r_e 、 r_d が算定されたため、最後に WACC の算定を行う。WACC は (3-4 式) から算定される。

$$\text{WACC} (\%) = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} \times (1 - \text{法人税率}) \quad (3-4 \text{ 式})$$

弱気シナリオでは 2024 年 3 月期の自己資本額(E)及び有利子負債額(D)を用いる。2024 年 3 月期の自己資本額 77,423 百万円、有利子負債額 27,038 百万円を (3-4 式) に代入した結果、弱気シナリオにおける WACC は 4.38%と算定される。

一方、強気シナリオでは、同社が今後 3 年間で 8,000 百万円の株主還元を行うと発表していることを踏まえ、自己資本額は 8,000 百万円減額した 69,423 百万円とし、有利子負債額は変わらないものとする。これらを同じく (3-4 式) に代入した結果、強気シナリオにおける WACC は 4.25%と算定される。

3.2. DCF 法を用いた理論株価算定

本節では、DCF 法を用いて同社の理論株価の算定を行う。DCF 法とは、企業が将来獲得すると予想される FCF を資本コストで割り引くことで企業の現在価値(PV)を算定する手法である。PV の算定は (3-5 式) を用いる。

$$PV = \frac{FCF_1}{1+r_{wacc}} + \frac{FCF_2}{(1+r_{wacc})^2} + \frac{FCF_3}{(1+r_{wacc})^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r_{wacc})^n} = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t} \quad (3-5 \text{ 式})$$

本論文では 5 年間の FCF の予測を行うため、6 年目以降は 5 年目の FCF が一定の割合で

成長していくと仮定し、5年目における FCF の割引現在価値を算定する。この時の割引現在価値を継続価値と呼び、(3-6 式) から算定される。

$$\text{継続価値} = \frac{\text{FCF}_5(1+g)}{(WACC-g)} \quad (3-6 \text{ 式})$$

本論文では、成長率(g)を 0%として算定する。同社の継続価値は弱気シナリオでは 51,171 百万円、強気シナリオでは、123,662 百万円と算定される。

続いて、算定された継続価値をもとに同社の事業価値を算定する。事業価値とは企業が純粋に事業のみで獲得したキャッシュの割引現在価値のことであり、(3-7 式) より算定される。継続価値を 5 年目の FCF に加えて、5 年間の各年の FCF を WACC で割り引くことで同社の事業価値が算定される。

$$\text{事業価値} = \frac{\text{FCF}_1}{1+r_{wacc}} + \frac{\text{FCF}_2}{(1+r_{wacc})^2} + \frac{\text{FCF}_3}{(1+r_{wacc})^3} + \frac{\text{FCF}_4}{(1+r_{wacc})^4} + \frac{\text{FCF}_5 + \text{継続価値}}{(1+r_{wacc})^5} \quad (3-7 \text{ 式})$$

同社の事業価値は弱気シナリオでは 52,648 百万円、強気シナリオでは 122,776 百万円と算定される。

次に株主価値を算定する。株主価値は、上記で算定した事業価値に非事業価値を加えたものから株主以外の価値を引いたものであり、(3-8 式) より算定される。

$$\begin{aligned} \text{株主価値} &= [\text{事業価値} + (\text{有価証券} + \text{現預金} + \text{想定決済資金})] \\ &\quad - \text{有利子負債} - \text{非支配株主持分} \quad (3-8 \text{ 式}) \end{aligned}$$

弱気シナリオでは、有価証券、現預金、有利子負債、非支配株主持分について、それぞれの 2024 年 3 月期の実績値である 6,206 百万円、16,590 百万円、27,038 百万円、1,074 百万円を使用する。また、想定決済資金は 2024 年 3 月期の売上高の 0.5 ヶ月分である 3,421 百万円を使用する。一方、強気シナリオでは、同社の発表を踏まえ、8,000 百万円の株主還元が行われると仮定する。CCC の改善により、7,000 百万円のキャッシュインが見込まれるため、残りの 1,000 百万円を現預金で賄う。そのため、現預金のみ 1,000 百万円減少させ、15,900 百万円とする。これらをもとに算定された株主価値は弱気シナリオで 43,911 百万円、強気シナリオで 113,039 百万円となる。

最後に理論株価の算定を行う。理論株価は、(3-9 式) より算定される。算定した株主価値を、自己株式を除いた同社の発行済株式数である 16,210,684 株 (2024 年 3 月期) で割

ることで、DCF 法による理論株価が算定される。

$$\text{理論株価} = \frac{\text{株主価値}}{\text{発行済株式数（自己株式除く）}} \quad (3-9 \text{ 式})$$

その結果、DCF 法を用いた同社の理論株価は、弱気シナリオでは 2,709 円となり、市場株価 2,551 円との大きな差は見られなかった。一方で、強気シナリオでは、同社の理論株価は 6,973 円となり、市場株価との間に大きな乖離が見られた。

3.3. RIM を用いた理論株価算定

前述の DCF 法による理論株価の算定に加え、補完的手法として RIM を用いて、別の観点からも理論株価を算定する。RIM は、Edwards, E.O. et al. (1961) によって考案され、近年 Ohlson (1995) が実践適用へと発展させたことにより、学会で大きな注目を集めるようになってきている。近年 RIM が注目を集めているのは、予測の信頼性が高いとされているからだ。RIM による理論株価の算定に必要なのは将来の利益である。桜井 (2024) によると、利益はキャッシュフローに比べて期間的な変動性が小さいため、その分だけ予測の信頼性が高まるとしており、数ある株価算定モデルの中でも優位性が高いと考えられている。

本論文において、RIM による理論株価の算定は、当期純利益が每期一定であり、当期純利益が全て配当に回される仮定のもと、モデルを単純化した (3-10 式) を用いて理論株価を算出する。

$$V_0 = B_0 + \frac{B_0(\text{ROE}-r_e)}{r_e} \quad P_0 = \frac{V_0}{\text{発行済株式数}} \quad (3-10 \text{ 式})$$

V_0 は株主価値、 B_0 は期首自己資本、 r_e は株主資本コスト、 P_0 は理論株価を表す。RIM による株価は、算定された株主価値を発行済株式数で割ることで算定される。

本節では、強気シナリオにおける理論株価の補完的手法として RIM を用いるため、株価算定に必要となる自己資本利益率(ROE : Return on Equity)には、強気シナリオと同様に新中期経営計画における目標値である 8%を使用する。また、同社の株主資本コストは 5.85% (2024 年 11 月末時点)、期首自己資本額は 74,357 百万円 (2024 年 3 月期)、自己株式を除く発行済株式数は 16,210,684 株 (2024 年 3 月期) である。これらの数値を (3-10 式) に代入した結果、新中期経営計画目標 ROE である 8%を達成した場合の理論株価は 6,278 円と算定される。つまり自己資本額や株主資本コストが一定の仮定のもとで、新中期経営

計画の目標 ROE を達成すると、理論株価は 6,278 円までの上昇が見込める。

RIM を用いて算定された理論株価 6,278 円は、DCF 法を用いて算定された 6,973 円と近似する金額であることから、強気シナリオの仮定同様に同社が新中期経営計画を達成すれば、大きく株価を上昇させる余地があることが理論的に示された。しかしながら、同社の市場株価は 2,551 円と大きな乖離がみられることから、同社の新中期経営計画による改革が市場株価に織り込まれていない可能性が浮上する。

4. 株価特性の分析

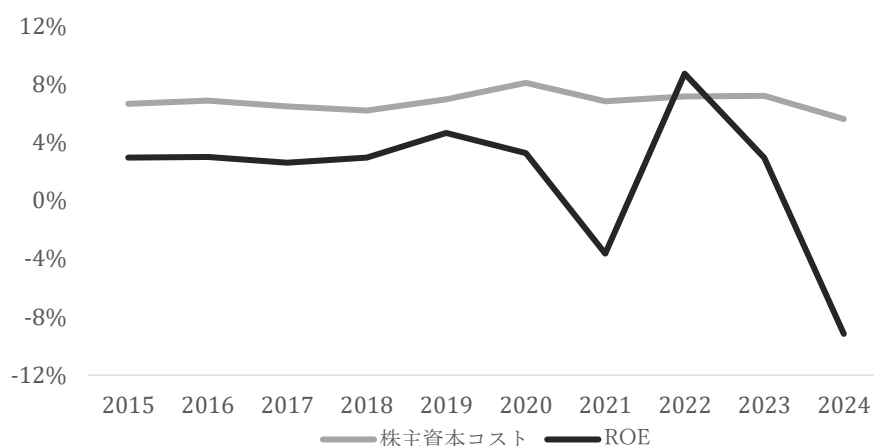
本章では、前章までの理論株価算定結果に基づき、同社の新中期経営計画による改革が市場株価に織り込まれていない可能性について検討する。なお、本章において必要な財務データは、各企業の決算短信及び日経 NEEDS-Financial QUEST より入手している。

4.1. ROE と株主資本コストの比較

図表 4 は同社の ROE と株主資本コストの推移を示したものである。株主資本コストは企業からみれば株式発行による資金調達に伴うコストであり、投資家からみれば出資するリスクに応じて企業に要求する期待リターンを指す。近年、経済産業省による伊藤レポートや、東証による資本コストや株価を意識した経営の要請があったことを受け、国内では資本コストを重視した経営への意識が高まっている。ROE がここまで注目される理由は、ROE の向上が企業価値の向上に直結すると考えられているからだ。RIM によれば、ROE が株主資本コストを上回った場合、その超過した分が残余利益として新たに株主価値が創造される。一方で、ROE が株主資本コストを下回る場合は、その不足分が株主価値を毀損することを意味する。このため、企業が株主資本コストを上回る ROE を達成できていない場合、企業は資本を効率的に運用できていないと投資家から評価される可能性が高い。

しかし、図表 4 から明らかなように、同社の ROE は過去 10 年間に於いて 2022 年を例外として一貫して株主資本コストを下回っている。この状況は、同社が株主資本コストを上回る ROE を達成できておらず、投資家からの期待に応えられていないことを意味する。同社における ROE の低迷は、投資家からの信頼低下を招いている可能性があり、ROE 向上に向けた取り組みが求められる。

図表 4：過去 10 年間にける ROE と株主資本コストの比較



出所：日経 NEEDS-Financial QUEST より筆者作成

4.2. マトリクス分析

PBR は、時価総額を自己資本で割ることで算出されるが、分母と分子に当期純利益を掛け合わせることで、ROE と PER の積として表すことができる。そのため、図表 5 のように縦軸を PBR、横軸を PER としたマトリクス上に各企業をプロットすると、原点を通る直線の傾きが ROE を示すことになる。なお、本分析では各企業の第 1 四半期決算短信より 2025 年 3 月期予測当期純利益を用いて算出した PER 及び ROE を使用する。ROE 8% を点線で示したところ、ROE 8% を達成している企業は ADEKA のみである。

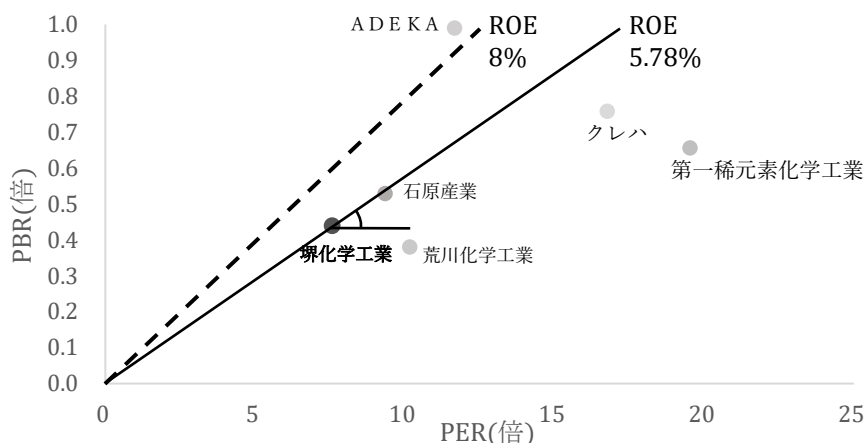
マトリクス上にプロットした結果、同業他社は大きく 2 つのグループに分類された。一方は、PER と PBR がともに高いマトリクス右上の企業群であり、もう一方は PER と PBR がともに低い左下の企業群である。同社は後者の左下の企業群に属している。

このマトリクスを通して、以下の 2 点が明らかとなった。1 つ目は、同社の予測 ROE である 5.78% は同業他社の中で 2 番目に高い水準にあるということだ。同社は 2025 年 3 月期に大幅な当期純利益の増加を見込んでおり、予測 ROE は同業他社と比較しても高くなっている。2 つ目は、横軸である PER でみると同業他社と比較して最も低い水準にあるということだ。PER は時価総額が予測当期純利益の何倍であるかを表す指標であり、今後の利益成長の期待が高い企業ほど高い値をとる。しかし、同社の PER は同業他社と比較しても最も低い水準となっており、利益成長に対して投資家からの期待が低くなっている可能性を示唆している。

以上 2 点を踏まえて分析すると、同社は高い予測 ROE 5.78% を示しているにも関わらず、

PER が低い水準であることから同社の ROE は持続性が乏しく、現状の水準を維持することは難しいと市場が判断している可能性があるといえる。これはひとつの推測にすぎないが、この分析を通して同社は市場から低く評価されていることが分かる。

図表 5：ROE のマトリクス分析



出所：日経 NEEDS-Financial QUEST より筆者作成

注：当期純利益のみ各企業の 2025 年 3 月期第 1 四半期決算短信から抜粋

4.3. 市場評価の分析

本節では、これまでの分析に基づき、同社が同業他社と比較して市場から低く評価されている要因を、2つの観点から分析する。

同社の市場評価が低い要因の 1 つは、新中期経営計画の達成に対して投資家の期待が低下していることである。この期待低下の背景には、歴代の中期経営計画が未達に終わっていることが挙げられる。同社は、前中期経営計画である『SAKAINNOVATION 2023』が未達に終わっており、さらにそれ以前の中期経営計画も概ね未達成の状況にある。そのため、投資家は同社の今後の業績に対して不安を抱いている可能性があり、この新中期経営計画の達成に対する期待の低下が市場評価を押し下げる一因となっていると考えられる。

同社の市場評価を低下させるもう 1 つの要因は、投資家にとって同社の業績を予測する難易度が高いことである。同社は多岐にわたる事業を展開しており、事業ポートフォリオが複雑な状況にある。このため、事業領域の少ない企業と比較すると、同社の業績分析は複雑で難易度が高い。それに関わらず、開示されるセグメント情報が「化学事業」と「医療事業」の 2 つに限定されているため、投資家にとって同社の詳細な事業内容を把握することが困難である。さらに、同社は中間体を中心に製造する B to B メーカーであるため、

投資家が最終製品を具体的にイメージしにくい。このことも、同社の業績予測を難しくする要因となっている。加えて、同社の事業の多くは景気動向に収益が大きく左右されやすいという特性を有している。このため、景気の先行きが不透明な状況下では、将来の利益成長を見通すことが一層困難となる。

これらの要因が複合的に影響し、投資家にとって同社への投資リスクが高くなり、結果として市場評価が低下している可能性があると考えられる。

5. まとめ

本論文は、堺化学工業株式会社をケーススタディとして、株価形成における特性を明らかにしてきた。2章で算出した予測 FCF を用いて、3章では弱気シナリオ・強気シナリオそれぞれの理論株価を算定した。過去の実績値のみを参考に算定した弱気シナリオでは、同社の理論株価は 2,709 円となり、市場株価の 2,551 円と大きな差は見られなかった。一方で、新中期経営計画の達成を前提とした強気シナリオでは同社の理論株価は 6,973 円と算定された。また、補完的手法として RIM を用いて算出した理論株価は 6,278 円となった。強気シナリオ、RIM の両方で算定された理論株価には市場株価との大きな乖離が見られた。この結果から、同社の市場株価には新中期経営計画の変革による業績向上が織り込まれていない可能性があると考え、その要因を 4章で考察した。

4章では、同社が市場から低く評価されている理由を明らかにするため、ROE と株主資本コストの比較や、マトリクス分析による同業他社との比較を通して、同社の市場評価を分析した。その結果、投資家による同社の成長期待が低下していると考察した。

そのような現状となっている要因として、新中期経営計画の達成に対する投資家の期待が低いことや、同社の業績予測の難易度が高いことが挙げられた。これらの要因により、投資家にとって同社の投資リスクが高まる傾向にあり、理論株価よりもディスカウントされやすいという特性があると結論づけた。

参考文献

- 荒川化学工業株式会社 (2024) 『2025 年 3 月期 第 1 四半期決算短信』.
- 石原産業株式会社 (2024) 『2025 年 3 月期 第 1 四半期決算短信』.
- 株式会社 ADEKA (2024) 『2025 年 3 月期 第 1 四半期決算短信』.
- 株式会社クレハ (2024) 『2025 年 3 月期 第 1 四半期決算短信』.

株式会社東京証券取引所（2023）『資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について』.

経済産業省（2014）『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト(伊藤レポート)』.

堺化学工業株式会社（2019）『SAKAINNOVATION2023（中期経営計画 2019-2023 年度）』.

堺化学工業株式会社（2024）『新中期経営計画「変革・BEYOND2030」（2025 年 3 月期～2027 年 3 月期）』.

堺化学工業株式会社（2024）『有価証券報告書』.

堺化学工業株式会社（2024）『2025 年 3 月期 第 1 四半期決算短信』.

桜井久勝（2024）『財務諸表分析（第 9 版）』中央経済社.

第一稀元素化学工業株式会社（2024）『2025 年 3 月期 第 1 四半期決算短信』.

Edwards, E. O., & P.W. Bell (1961). The Theory and Measurement of Business Income. University of California Press. （伏見多美雄, 藤森三男 訳『意思決定と利潤計算』日本生産性本部, 1964 年）.

Lintner, J. (1965). The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets. The Review of Economics and Statistics, 47(1), 13-37.

Ohlson, J. A. (Spring 1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. Contemporary Accounting Research, 11(2), 661-687.

Sharpe, W. F. (1964). Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 19(1), 425-442.