

## サステイナブル成長率を考える

石川 博行

(証券アナリストジャーナル編集委員会委員)

### 1. はじめに

「サステイナブル (sustainable)」というキーワードをよく耳にする。「持続可能な」という意味である。古くは、国連の「環境と開発に関する世界委員会 (ブルントラント委員会)」が1987年に公表した“Our Common Future”において、「持続可能な開発 (sustainable development)」という概念が提唱された。環境と開発の共存の重要性を訴えたものである。近年では、“SDGs”が注目されている。「持続可能な開発目標 (Sustainable Development Goals)」の略称であり、2015年の国連サミットで採択されたものである。2030年までに達成すべき17の国際社会共通の目標が掲げられている。

財務分析やバリュエーションの分野でも、このキーワードが登場する。「サステイナブル成長率」がそれである。財務諸表の全ての項目の相互関係 (比率) を維持したまま、もっぱら利益の内部留保による投資だけで長期持続的に達成可能な成長率をいう。(1)~(3)式は、定率成長を仮定した場合の配当割引モデル、残余利益モデル、及びDCF

法であるが、その成長率 (g) として、サステイナブル成長率が用いられることも多い (注1)。

$$\text{株式価値} = \frac{\text{純利益} \times \text{配当性向}}{\text{自己資本コスト} - \text{成長率}} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{株式価値} &= \text{自己資本} \\ &+ \frac{(\text{ROE} - \text{自己資本コスト}) \times \text{自己資本}}{\text{自己資本コスト} - \text{成長率}} \quad (2) \end{aligned}$$

$$\text{企業価値} = \frac{\text{FCF}}{\text{加重平均資本コスト} - \text{成長率}} \quad (3)$$

財務諸表分析の代表的なテキストでも、サステイナブル成長率が「将来の1株当たり利益の成長率を予測する場合の目安となる」(桜井 [2020]、258ページ) と指摘している。本稿では、サステイナブル成長率が本当に将来利益の成長率に関する代理変数として適当であるのかを検討する。

### 2. サステイナブル成長率とは？

簡単な設例を考えよう (注2)。いま、ROA 8%、自己資本800、自己資本比率40%、負債の利率

(注1) 正確には、(1)式~(3)式の成長率は、それぞれ利益、残余利益、フリーキャッシュフロー (FCF) の成長率である。(1)式では配当性向が每期一定と仮定されている。(3)式では、負債価値を含めた企業全体の価値が推定される。なお、簡略化のため、いずれの式も時点を表す記号が省略されている。