

# 株主資本利益率(ROE)と株式の評価

## —ROEバリュエーションモデルによるフェアバリューの算定—

大 和 総 研

投資調査部 投資調査課

主任 高 野 真

(日本証券アナリスト協会検定会員)

### 目 次

- |               |              |
|---------------|--------------|
| 1. はじめに       | 5. 過去の株価の検証  |
| 2. 株式の価値と投資尺度 | 6. 現在の株価水準   |
| 3. ROEと一般金利   | 7. 問題点の整理と考察 |
| 4. 株価モデル      | 8. ま と め     |

「株主の投下元本である株主資本が、一般金利に比較してどの程度の水準であるのか」との観点から株式評価を行うと、株価＝株主資本＋超過収益価値となる。この基本モデルに、米国で用いられているH-Modelの考え方を応用して現在の株価水準を検討すると、92年6月現在で16,500円前後2,000円程度が日経平均の理論値と算定される。

## 1. はじめに

企業が達成しなければならない収益率としての資本コストが、欧米諸国に比して異常に低いことが取り上げられている。資本コストが低いこと自体は、それを原資として、より効率的な投資を行う限りにおいて批判されることではない。問題なのはより高い収益を生むプロジェクトに投資されるべき株主資本が採算に合わないプロジェクト・投資に回された場合である。自

己資本の効率性を示す尺度としての自己資本利益率(ROE)は、92年度推定で東証1部上場平均約4.8%である。これは一般金利程度である。この数字が平均値であることを考えれば、その約半数の会社はROEが一般金利以下である。これは言い換えれば株主にとって株式に投資するより定期預金にお金を回した方が効率的であることを示している。

ここでは、この点を考慮し株主資本(純資産)の効率運用の観点から株価の算定を試みた。すなわち従来のキャッシュ・フローをベースにし

高野 真(たかの まこと) 早稲田大学大学院理工学研究科修士課程修了後大和証券に入社。大和証券経済研究所(現大和総研)、米国現法大和セキュリティズトラスト出向を経て本年4月より現職。

















期債利回りをそのまま用いた。具体的には、1974年以前は利付き電債利回り、それ以降は上場国債利回りをを用いる。

#### 企業の成長期間AとB

式(3)では、企業の当面の成長期間Aと安定成長までの期間Bを用いている。この数値は各企業ごとに丹念な財務分析を行って決定されるべきである。しかし、日経平均採用銘柄すべてにこの分析を行うことは難しく、恣意的にならざるを得ない。したがってここでは、一律にA=5年、B=10年とした。A=5年としたのは、成長率は過去のデータから求めているが、その適用年度は5年がせいぜいであり、それ以降は収益構造がかなり変化すると考えられる。Bは単純にAの2倍とした。実際の成長率をみればA=7年、B=15年とした方が現実的かもしれないが、A・Bを延ばせば延ばすほど算定株価が高くなる傾向がある。したがって、株価算定を保守的にする意味でもA、Bを5、10年とした。またここでも重要なのは、株主が過去のデータから成長率を予想する場合どの程度のタイムホライズンを考えているかがポイントである。やはり5年がひとつの目安になるであろう。

これまで述べてきた基礎項目を用いて1970~1992年の期間で、日経平均採用銘柄の株価を各年度ごとに求めてみた。

ただし、株価や各項目が異常値になる場合は計算対象から除いた。対象銘柄は、日経平均採用銘柄のうち、NTT・金融を除く210銘柄である。株価は1970年3月から年次で今年3月まで1銘柄につき23の株価を時系列的に算出した。

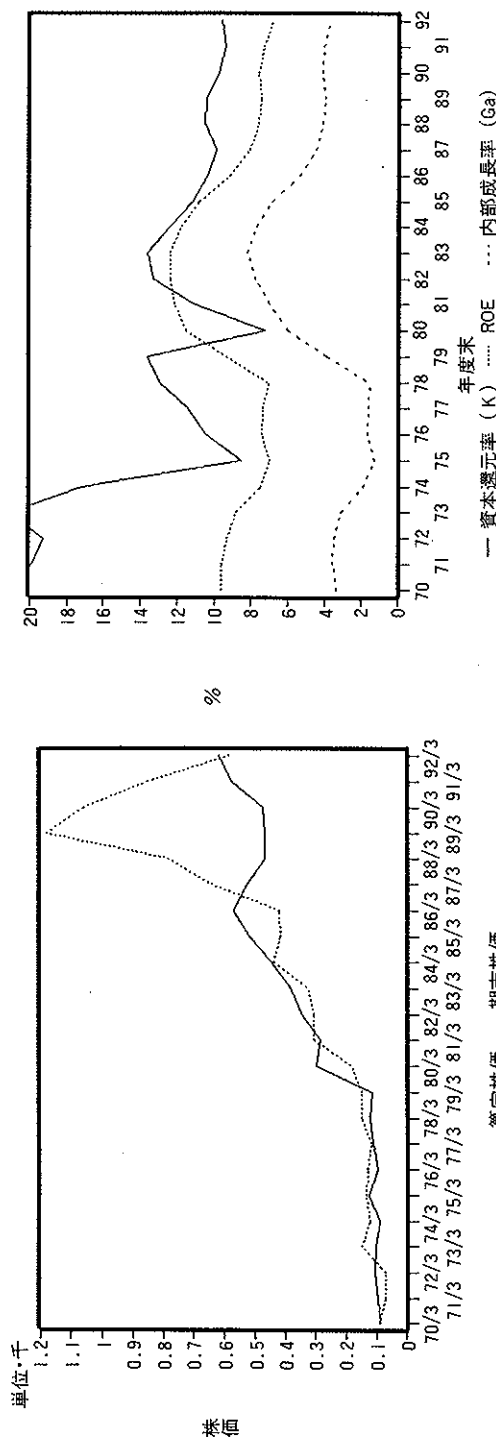
#### (2) 株価評価例

図-1は、東芝の算定株価と期末株価およびその計算基礎となる項目を時系列的にグラフ化したものである。東芝の算定株価を見るとその株価トレンドは大きく3つの期間に分けることが出来る(図-1左下)。1970年~1979年の低成長期、その後87年まで続く高成長期、最後が1988年から現在までの期間である。

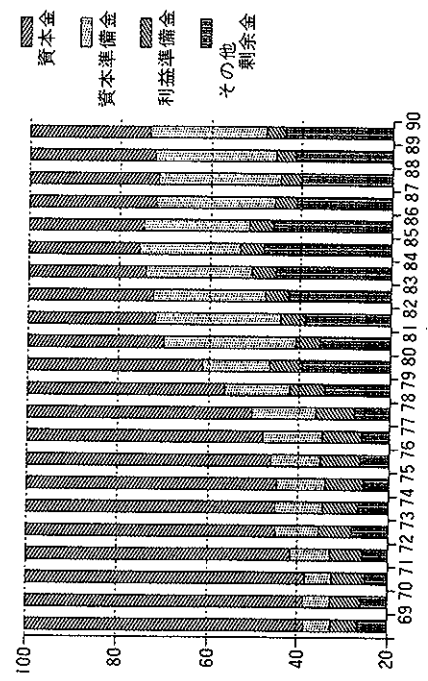
まず1970年~1979年までの10年間でほとんど算定株価は上昇していない。この期間におけるROEの推移は安定的ではあるものの、その水準は徐々に下降している(図-1右上)。純資産はわずかながら増加しているが(図-1左下)、純資産内の資本構成はこの間あまり変化していない(図-1右下)。したがって、東芝の収益構造により算定株価がこの間大きく変動する要素はなく、算定株価の変化は主に資本還元率のふれに依存する。

しかし、第2次オイルショック後東芝の収益構造が大きく変化した。ROEが7%台から一気に12%台まで上昇し、純資産額も急上昇した。この間の純資産の構成比の推移をみれば、81年に資本金が急増、すなわち大量のファイナンスを行っていることがわかる。これは2億株の公募(408円)による増資であった。しかしその後の構成比の推移は、ファイナンスにより増加した[資本金+資本準備金]の比率が徐々に低下し、逆に利益により増加した[利益準備金+その他剰余金]の比率が増加し、わずか3年間でファイナンス以前の状態に戻っている。これは東芝のファイナンスが効率的に行われ、高い収益を生む投資に調達資金が振り向けられた結果

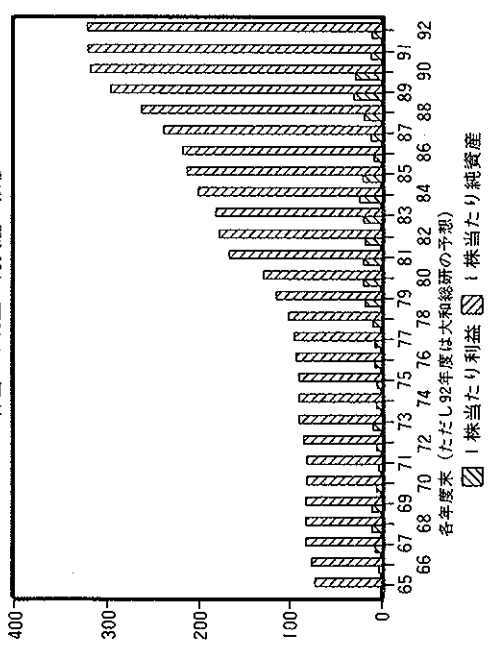
図一 東芝の算定株価と基礎データ



東芝の資本構成の推移

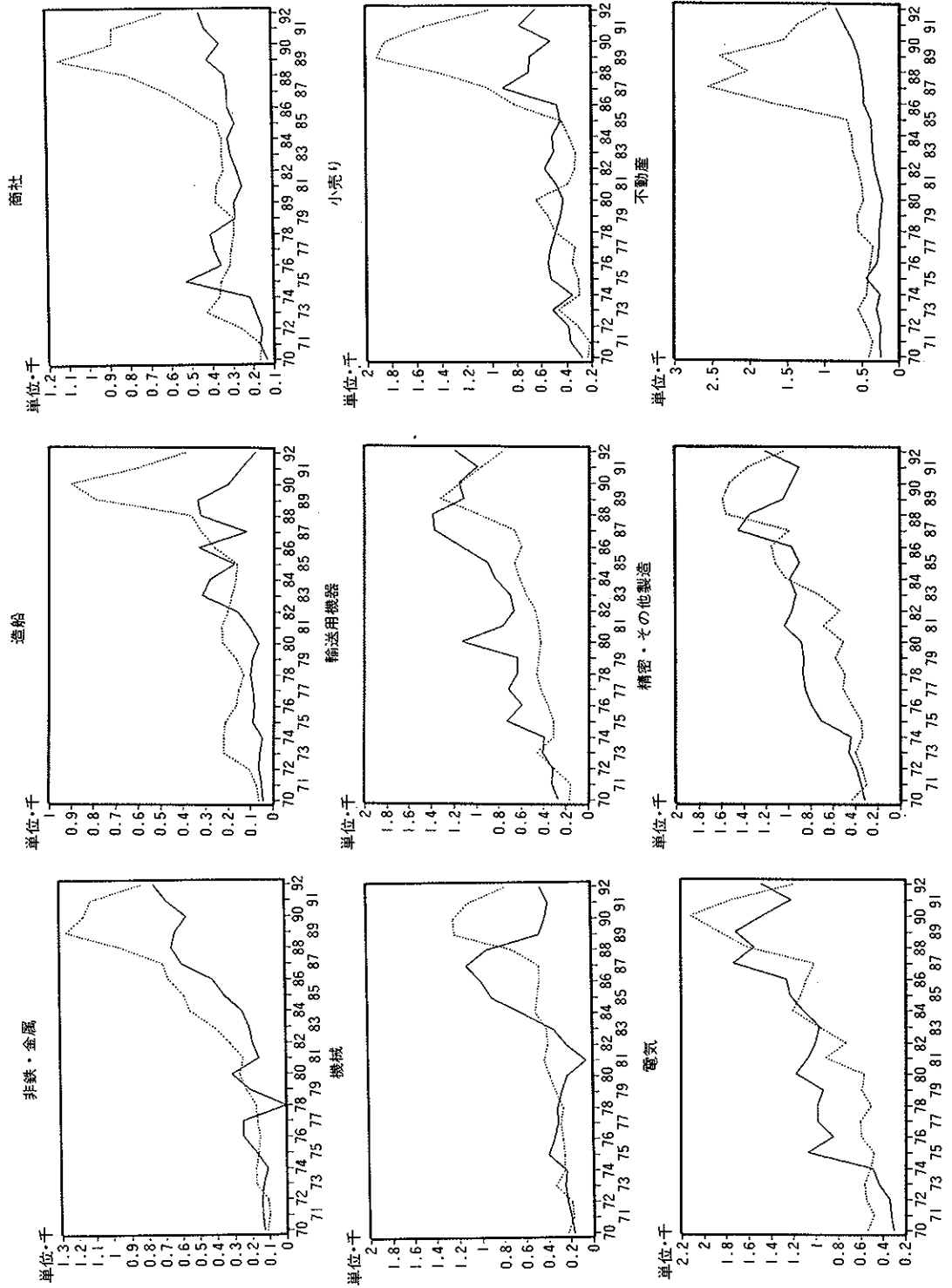


株当たり利益と純資産の推移



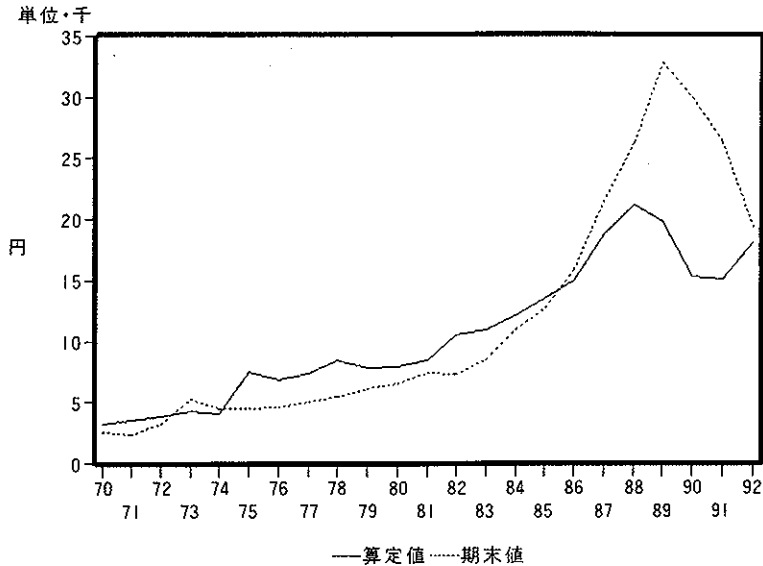








図一 4 日経平均の算定値と実際値  
個別算定株価積み上げによる計算値



日経平均と実際の日経平均を比較したのが図一 4 である。

1973年まで計算上の日経平均とほぼ同じ水準であった日経平均は、1974年から1986年までは、算定値に比べ割安水準である。ただし、1975年に算定値は急激に上昇しており、実際値との乖離が大きい。これは明らかに資本還元率の影響である。つまり、それまで資本還元率算定に用いたマーケットの期待投資収益率16%を1975年から急に9%に変更したためである。したがって、これはテクニカルな要因によるものである。

1974年から86年まで日経平均が割安になっているのは日経平均全体、すなわちマーケットが割安であったとは一概にはいえない。図一 2 の1980年のパターンをみると、電気、輸送用機械(自動車)、精密の株価がファンダメンタルバリュエーションに対してかなり割安である。したがって、日経平均が割安を示すのはこれら特定の業種の

影響であるとも考えることができる。

1986年以降は実際の日経平均が上昇を続けるなかで割高に転じている。さらに算定値が1988年にピークを迎え、その後反転したにもかかわらず、日経平均は1989年まで上昇を続けている。一方で90年以降の高金利政策は算定株価にダイレクトに反映されており、その水準は16,000円割れの水準まで下がっている。その後は金利低下を反映し92年3月では18,000円前後まで回復している。この時点で理論値と実際値との乖離が縮小している。

## 6. 現在の株価水準

### 日経平均の水準

これまで過去の株価について株価モデルを用いて分析してきたが、いくつかの興味深い結果







