

株式の基本

HCアセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者
加入協会

関東財務局長（金商）第430号
一般社団法人日本投資顧問業協会
日本証券業協会
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2021.06.08

人+産業金融=成長
成長を支える投資の原点へ



概要

株式の投資対象としての根源的意義の再検討

最初から株式へ投資することを前提にしたうえで、資産配分の問題として、その組入れ比率を上げるか、下げるか、という議論をすることに、どれだけの意味があるのでしょうか。必要なことは、株式への投資の意義を本質的に再検討することです。

本来の事業投資としての株式投資

株式という「紙」に投資しているわけではありません。株式を発行している企業の事業が生み出す事業キャッシュフローに投資しているのです。株式投資の根源は、事業投資です。投資対象としての株式の評価や銘柄選択が成り立つのは、その基礎になる事業の評価や選択が成り立つ限りにおいてです。

本源的投資価値としての配当

株式を所有することの本来の意味は、将来にわたる配当を受け取る権利を手に入れることです。株価の上昇があり得るとしたら、それは、将来の配当の期待値が上昇することの結果です。

配当性向と内部留保の効率的再投資

企業経営にとって、今の利益の適正な部分を株主に配当することと同時に、将来の配当余力を大きくするために、即ち成長のために、内部留保した利益を効率的に再投資することが、課題なのです。成長とは、株主の立場からいえば、配当の成長のことです。

内部留保と資本の毀損の可能性

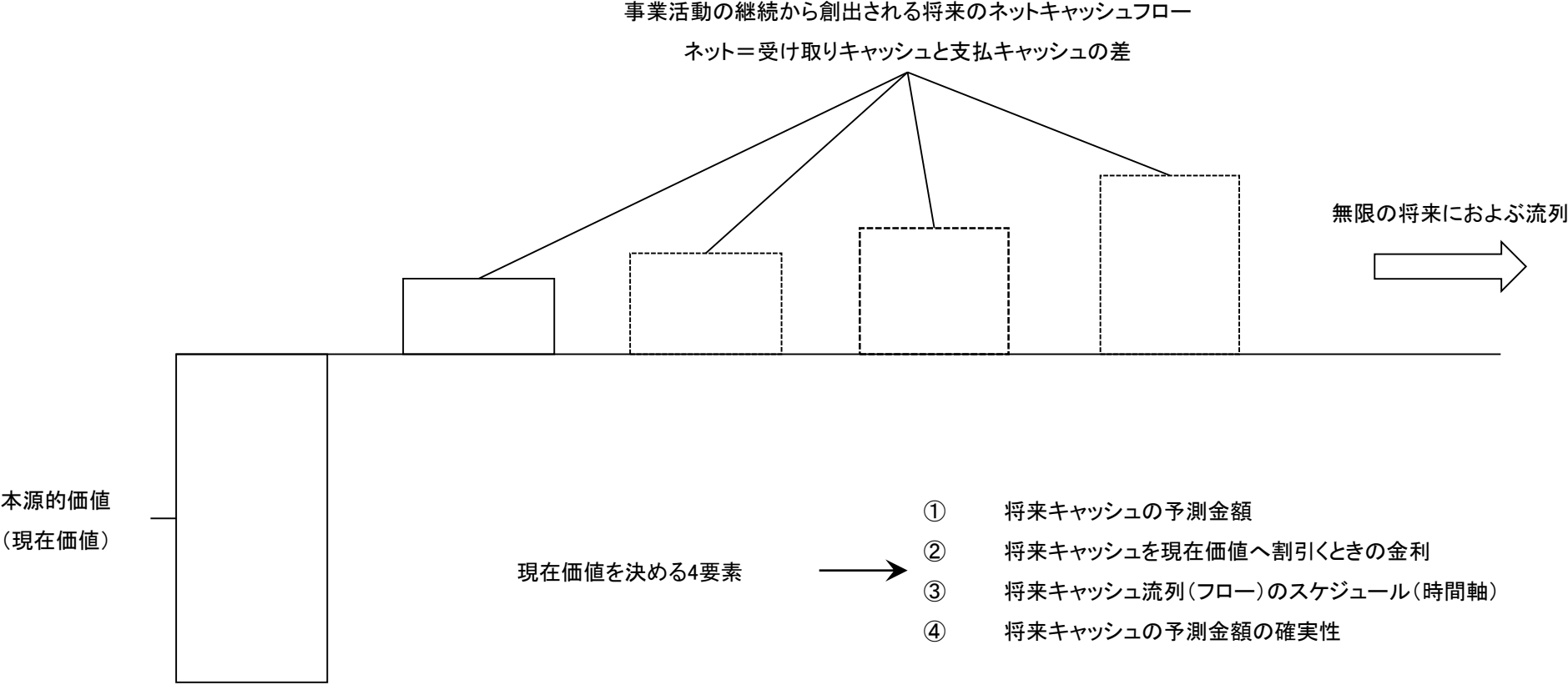
企業の本質として、成長志向があります。しかし、成長のための内部留保は、配当性向を下げるだけでなく、留保資本の投資の非効率や失敗によって、資本を毀損する可能性を伴います。ここに、企業の経営責任の究極の姿があります。この点に関する経営への信頼がなければ、その企業の株式には投資できません。

企業統治と資本構成の意味

資本構成は、貸借対照表の左側に記載されている資産の構成に対応しています。事業の遂行には、事業に必要な資産の保有が不可欠です。企業統治とは、資産の保有を、事業の遂行にとって、必要不可欠の最低限のものに制限し、その資産を保有するための資金の調達について、最適な資本構成を維持することを、経営の責任において、确实ならしめることです。

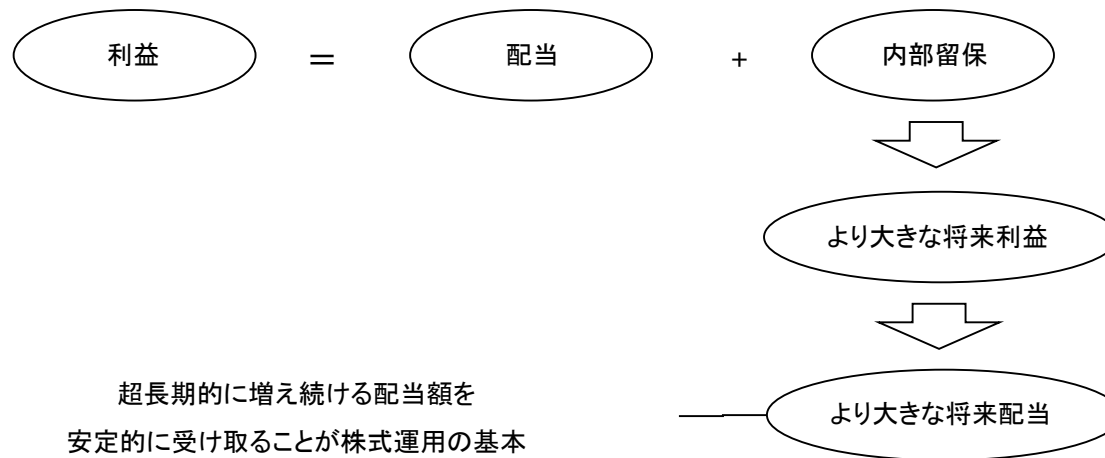
企業の本源的価値の理論的意味

⇒ 企業価値は、企業活動が生み出す将来のネットの事業キャッシュフローの現在価値である。



配当と配当性向

- ⇒ 株主に帰属する利益は配当される。この配当が、株式投資の本質的収益源泉である。
- ⇒ 経営者は、経営裁量により、利益額のうちから配当に振り向ける額を決めることができる。この利益額に対する配当額の比率を、配当性向 (payout ratio ペイアウト率) という。
- ⇒ 配当されないで留保された額は、翌期以降の企業の投資活動に振り向けられる。この留保額を内部留保 (retained earnings) という。利益額 = 配当額 + 内部留保額である。
- ⇒ 一般に、成熟して将来成長力が相対的に低下した企業では、配当性向は上がるはずである。逆に、成長途上で、旺盛な資金需要がある企業では、内部留保を厚くすべきであろう。実際、成長企業では、配当を払わない例も多い。
- ⇒ 内部留保の正当性は、事業への再投資の効率に依存する。内部留保が効率的に投資活用できないならば、もっと明瞭に言えば、将来利益の増大 (即ち、より大きな配当期待) につながらなければ、配当性向を高めるべきだということになる。



配当の現在価値としての株式の価値

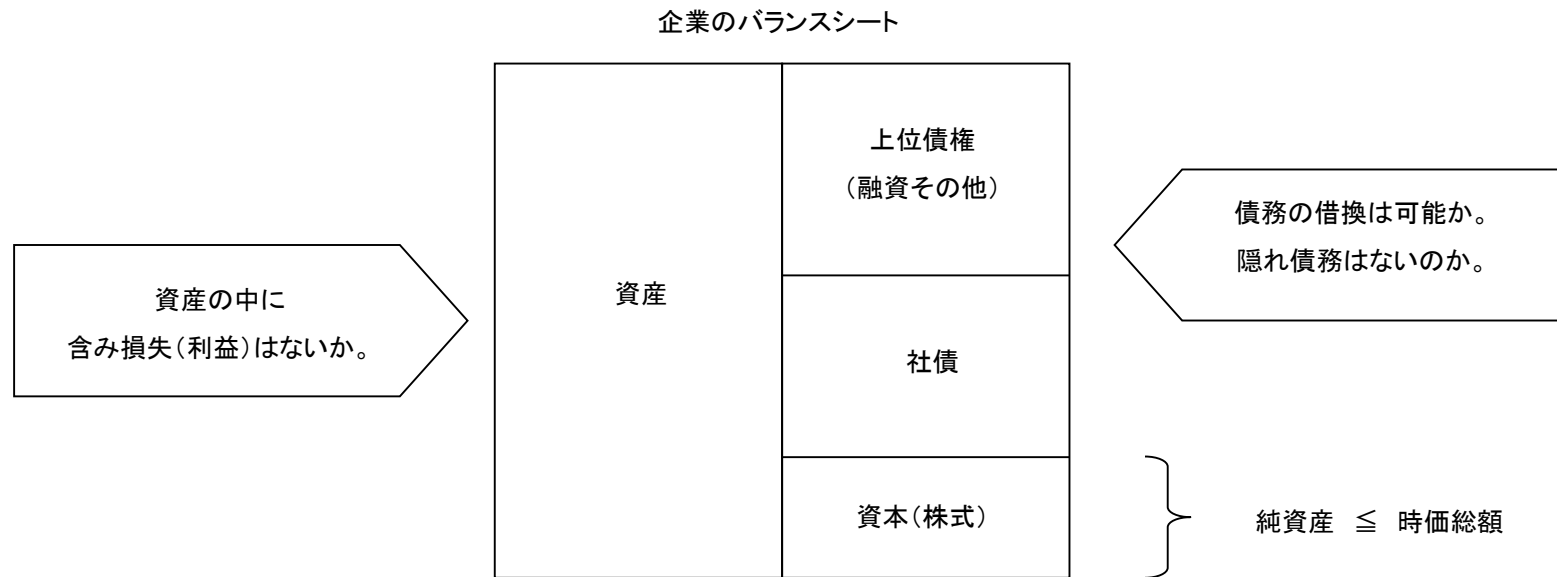
- ⇒ 継続企業として考えるならば、企業の株主に対する責任は、超長期的に配当を増やし続けることである。
- ⇒ 内部留保の目的は、効率的再投資を通じて利益を増やすこと、そして最終的には、配当を高めることに帰着するはずである。
- ⇒ したがって、理論的には、株式の価値は、将来配当の無限流列の現在価値になるはずである。この考え方を、配当割引モデル(dividend discount model)という。
- ⇒ いま、配当性向を将来にわたって一定にすると、株式に投資することの期待収益率は、現在の配当利回りと配当の伸率の合計値になる。このとき、配当の伸率は、将来利益の伸率と同じである。一方、利益の伸率は、内部留保された金額の企業内部における再投資収益率に、内部留保率をかけたものである。

$$\begin{aligned}\text{株式の期待収益率} &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の配当の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{将来の利益の伸率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times \text{内部留保率} \\ &= \text{現在の配当利回り} + \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}\text{現在株価} &= \frac{\text{現在配当額}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})} \\ &= \frac{\text{現在利益} \times \text{配当性向}}{\text{割引率} - \text{企業の内部留保資金の投資効率(収益率)} \times (1 - \text{配当性向})}\end{aligned}$$

企業の清算価値と純資産

- ⇒ 理論的には、ある企業の株式の時価総額は、その企業の純資産(資本勘定)以上でなければならない。純資産は清算価値でもあるので、企業の時価総額は、理論的には、継続企業基準では、純資産を上回り、非継続(清算)となっても、純資産を下回り得ないということである。
- ⇒ 時価総額を純資産で除した値を、純資産倍率(price to book ratio PBR)というが、通常は、PBRは1以上であるはずである。
- ⇒ しかし、現実には、PBR 1以下の銘柄は、少なからず存在する。これが、割安な状態なのかは、重要な投資判断である(割安性指標)。一方、PBRが1を大きく越えるということは、継続企業としての成長期待を反映しているとみられる(成長性指標)。



議決権と企業統治

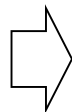
- ⇒ 株式投資は、企業経営者に対する信頼が基礎になっている。その信頼が裏切られない限り、積極的な議決権の行使は、想定されていない。
- ⇒ 株主と経営者の対立は、不毛である。相互信頼に基づく、建設的な協力関係の構築が、本来の投資である。
- ⇒ 一方、信頼が裏切られたとき、議決権の行使は、投資家としての権利を守るための最後の手段となる。しかし、これは、普通の事態ではない。

市場から評価されない経営行動の例

成功を疑問視される買収(多角化)
(本業との相乗効果、規模の経済の有無など)

本来の優れた収益性を損なう効率性の低さ
(資産・資本の利用効率の低さなど)

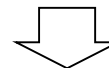
株主として積極的に議決権を行使する投資行動
⇒アクティビズム



市場から期待される経営行動の例

買収(多角化)の案件の解消
統合効果を成功に導いた経営手腕

資産・資本の構造的改善
(不要なものの圧縮と利用度を高める事業創造)



経営者は適切な時期で適切な判断・行動をするはずだ、という
経営への信頼に立脚した投資判断が、もしも裏切られたら？

- 本セミナーは、資本市場における種々の投資対象や投資に関する概念等について解説・検討を行うものであり、当社が行う金融商品取引業の内容に関する情報提供及び関連する特定の金融商品等の勧誘を行うものではありません。
- 本資料中のいかなる内容も将来の投資成果及び将来の市況環境の変動等を保証するものではありません。
- 本資料の著作権その他知的財産権は当社に帰属し、当社の事前の許可なく、本資料を第三者に交付することや記載された内容を転用することは固く禁じます。