

## 株式投資の基礎編

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  
一般社団法人投資信託協会

<https://www.fromhc.com>

2024.11.05

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



## 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現金創造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。

## 資本コスト

企業が商品を製作し、それが顧客のもとに届けられて、そこに顧客が価値を見出すとき、商品の価値が創造されるわけですが、商品価値の創造に至るまでには、原材料費から販売管理費や金利に至るまで、多種多様な費用、片仮名でいえばコストが発生しています。これらのコストの総額と商品の販売額の総額の差が資本利潤になりますが、実は、資本利潤も、資本の利用に要するコストです。資本は、一時的な損失を吸収するものとして、重要な経営資源なのであって、企業は、投資家から資本を調達していることに対して、資本利潤、即ち、資本の利用料を投資家に還元しなければならず、故に、資本利潤は資本コストと呼ばれるわけです。

## 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いれることです。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

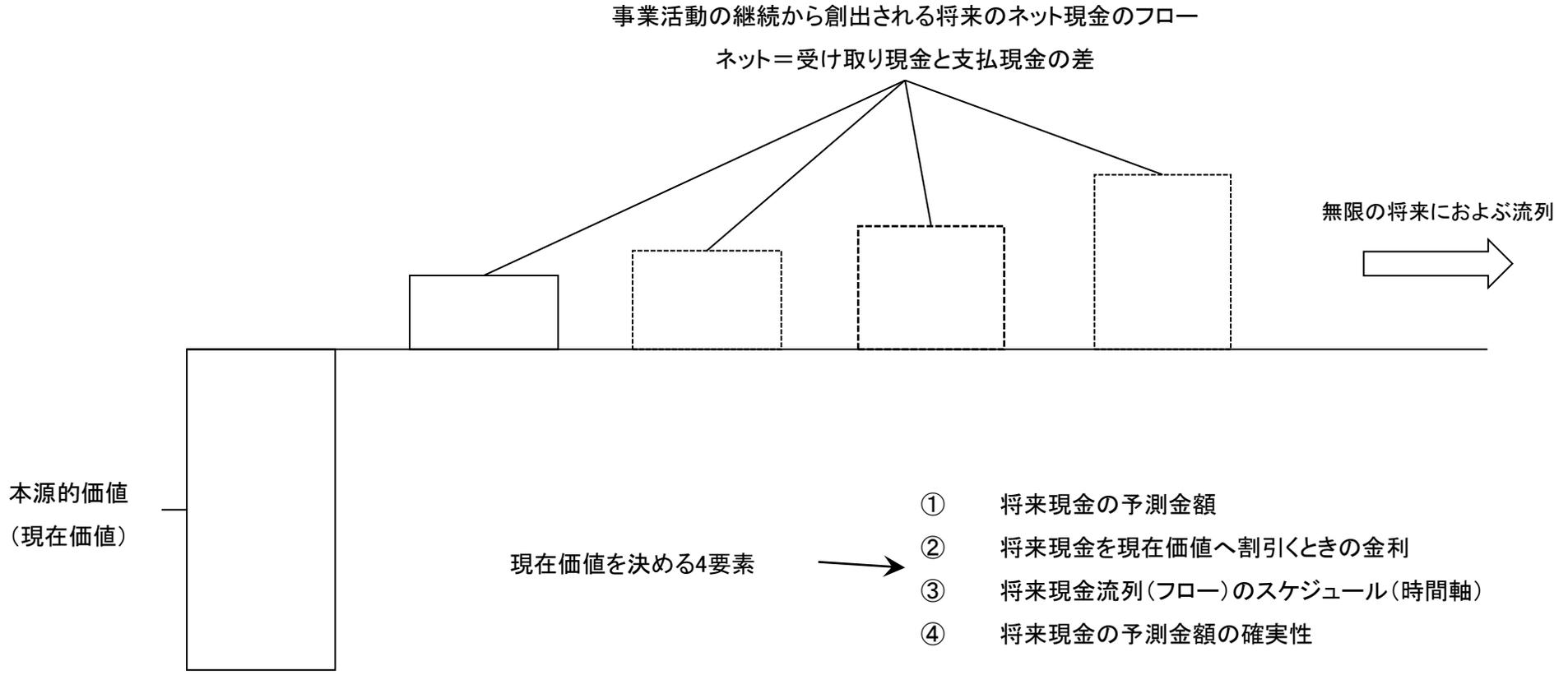
企業経営にとって、今の利益の適正な部分を株主に配当することと同時に、将来の配当余力を大きくするために、即ち成長のために、内部留保した利益を効率的に再投資することが課題です。ただ、成長のための内部留保は、配当性向を下げるだけでなく、留保資本の投資の非効率や失敗によって、資本を毀損する可能性を伴います。ここに、企業の経営責任の究極の姿があります。この点に関する経営への信頼がなければ、その企業の株式には投資できません。企業は、資本の提供者に対して、資本コストに見合う利益を還元する義務を負っているため、配当、もしくは株価の上昇によって、資本コスト相当の株主利益が実現していきます。これが株式投資の基本です。

## 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、確実ならしめることです。

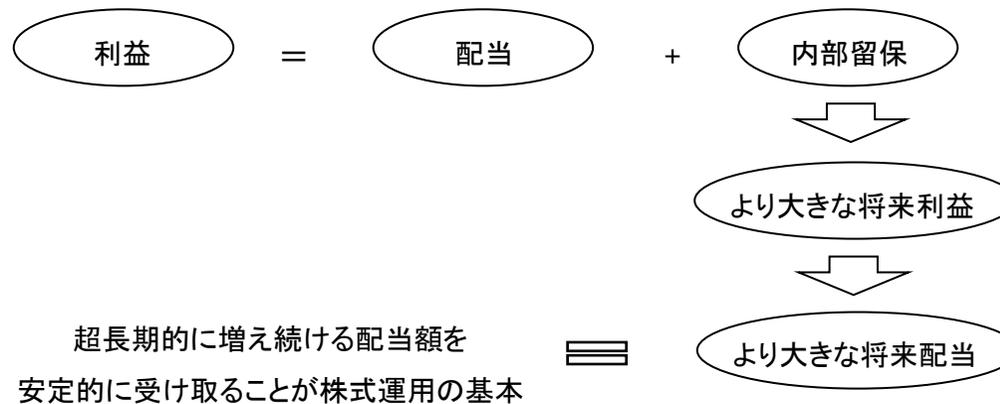
# 企業の本源的価値の理論的意味

⇒ 企業価値は、企業活動が生み出す将来のネットの現金創造の現在価値である。



# 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という。利益額＝配当額+内部留保額である。
- ⇒ 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、配当割引モデルという。
- ⇒ 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。



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

# 資本コストと純資産倍率(PBR)

企業は、投資家から資本を調達していることに対して、資本利潤、即ち、資本の利用料を投資家に還元しなければならない



・資本コスト＝資本の利用料＝資本利潤(商品の販売額の総額-コストの総額)

・純資産倍率(PBR)＝時価総額÷純資産＝1の企業に投資するのが基本である。

- ⇒ 企業は資産の保有を、事業の遂行に必要不可欠で最低限に制限し、そのための資金の調達について、最適な資本構成の維持を目指す。
- ⇒ PBRが1であるときに、企業は、最適な資本構成のもとで、資本コストに見合う現金を創造して、株式に帰属させることで、株主、即ち、資本の提供者に対して、適正な利益を還元するという責務を立派に果たしている。
- ⇒ 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)。

企業のバランスシート

資産	上位債権 (融資その他)
	社債
	資本(株式)

} 純資産 ≤ 時価総額  
一時的な損失を吸収するもの

# 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)

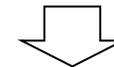
株主として積極的に議決権を行使する投資行動  
⇒アクティヴィズム



## 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？

## 講演後アンケート

---

今後の運営に活かしたく、下記リンクよりご意見やご感想いただけますと幸いです。

アンケートURL: <https://forms.gle/zccrJ4juuaXXdMQy6>

- 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。