

## 株式戦略：基礎

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>

2025.08.05

人+産業金融=成長  
成長を支える投資の原点へ



# 概要

## 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。

## 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。

## 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。

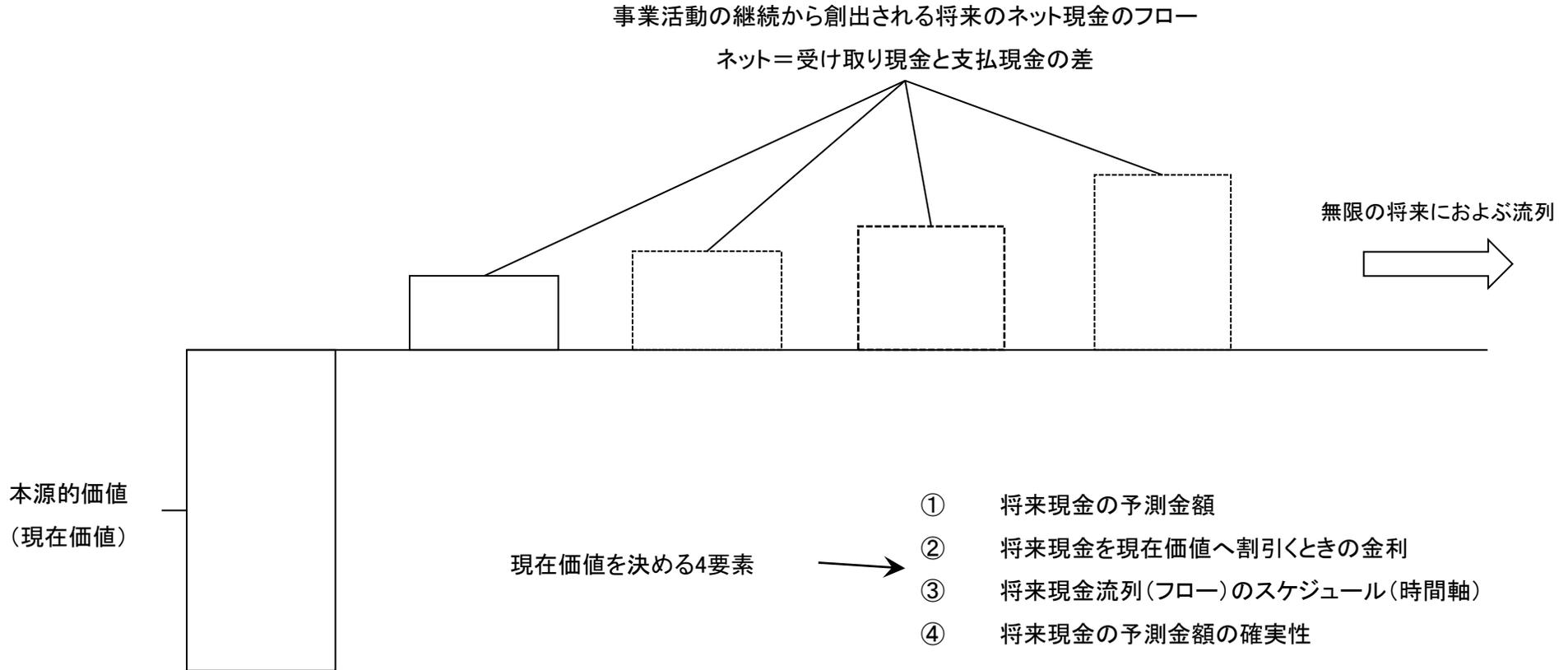
## 資本コストと株式投資

資本コストは、企業が、投資家から資本(一時的な損失を吸収して、事業を持続可能にするためのもの)を調達していることに対して、理論的な保険料を支払う必要があるため発生します。つまり、株式の本質が資本であることからすれば、株式投資の収益率は、理論的には資本コストに一致し、株式投資の目的は、資本コストに相当する投資収益率を実現することだと考えられます。

用語集もご参照ください <https://www.fromhc.com/glossary/>

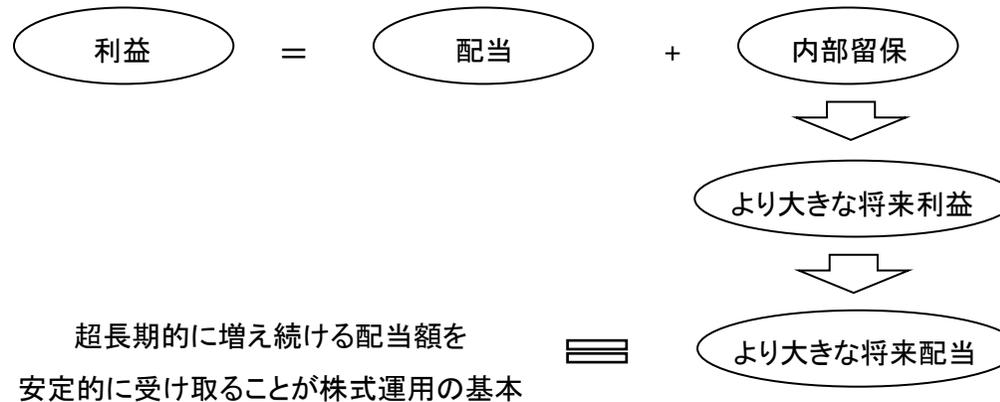
# 企業の本源的価値の理論的意味

⇒ 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)につながらないならば、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)

# 資本コストと株式投資の目的

資本コストは、企業が、投資家から資本(一時的な損失を吸収して、事業を持続可能にするためのもの)を調達していることに対して、理論的な保険料を支払う必要があるため発生



- ・事業の不確実性や金利水準の変動によって、資本コストも変動
- ・株式の価値評価のために、将来の現金を現在価値に割引くときの利率として用いる

- ⇒ 価値評価においては、遠い将来の現金が割引かれているため、資本コストの変動は、評価される価値に非常に大きな影響を与えて、株式市場全体の大きな株価変動を引き起こす。
- ⇒ 株式市場全体の株価変動は、個々の銘柄の株価に影響を与えるため、仮に、バリューストратが成功したとしても、バリューストратの解消によって説明される株価上昇幅よりも、市場全体の動向によって説明される株価下落幅のほうが大きくなり得る。

株式の本質が資本であることからすれば、株式投資の目的は、資本コストに相当する投資収益率を実現することだと考えられるため、実際の投資収益率は、資本コストと比較されるべき

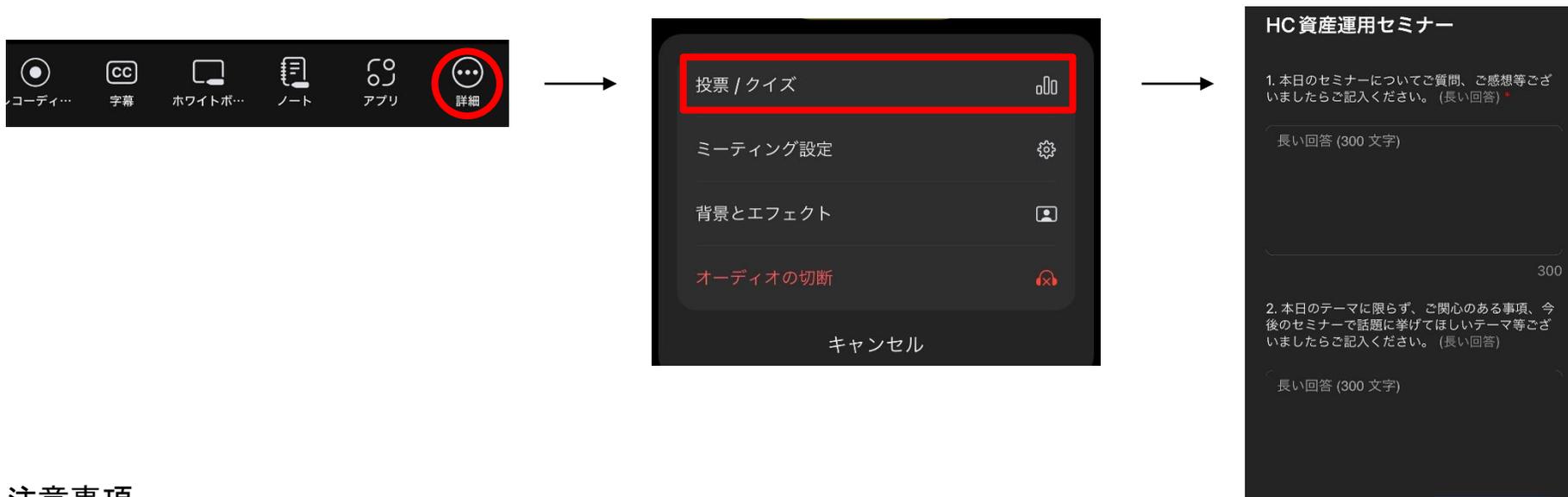


- ・客観的事実として知られるのは、株価指数の変動であって、資本コストは、そこから技術的に推計されるほかないため、株式投資の収益率を評価する参照指標として、株価指数が用いられる

- ⇒ 理論的にも、株価指数の変動から推計される投資収益率は、長期的に、資本コストの長期平均に一致する。
- ⇒ 資本コストの長期的平均を実現することこそ、株式投資の目的であり、それを上回るからこそ、バリューストратの目的となる。

# 講演後アンケート/注意事項

今後の運営に活かしたく、ご質問やご意見、ご感想、ご興味あるテーマなどを承っておりますので、ご自由にご意見をお寄せください。  
回答方法:各セミナー講演途上でZoom上で配信します。配信後は一度閉じた場合でも、以下の通り詳細から再表示できます。



## 注意事項

- 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。