

# 投資家要求収益率は高い方がよい？

根岸公認会計士事務所 所長

証券アナリスト検定会員・公認会計士・税理士 根岸 康夫

## 今月の誤解

F P の奥田さんは受験時代に株式の価格理論に登場した配当割引モデルに馴染めないまま現在に至っています。割引率（投資家要求収益率）が何によって決定されるのか、高い方がよいのか低い方がよいのかすら直感が働きません。

## F P ここに注目

理論株価を算定する際、配当割引モデル（DDM）に限らず、キャッシュフロー割引モデルにも割引率が登場します。いずれのモデルでも割引率は低いほど理論株価は高くなります。売上高利益率や自己資本利益率（ROE）や資産利益率（ROA）等は高い方が理論株価を高めるとするのはわかり易いのですが、収益率と名が付くのに低い方が良いというのは直感的に理解しがたいようです。

これもそれほど複雑な話ではありません。株価には利益金額や利益率の大きさだけでなく、これらの安定性が強く株価に影響するという当たり前のことなのです。

## 背景となる理論

配当割引モデルに登場する割引率（投資家要求収益率）は、低いほど理論株価を高めます。収益率と名がつくので「高い方がよいのではないか」と勘違いされる方が多いのが実情です。

投資家要求収益率を求める方法としてCAPMの $\beta$ を利用する方法があります。

## 配当割引モデルの割引率の意味

以下の単純な配当割引モデルを考えてみましょう。

### 数値例

A社 来期の予想配当	50円/株
割引率	10%

A社の理論株価は

$$\text{理論株価} = \frac{50\text{円/株}}{10\%} = 500\text{円/株}$$

と計算されます。

もし割引率が5%に低下した場合、理論株価はいくらになるでしょうか。

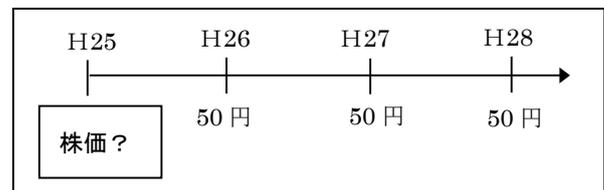
$$\text{理論株価} = \frac{50\text{円/株}}{5\%} = 1000\text{円/株}$$

割引率が低下すると理論株価は上昇します。確かに式によれば「割引率は低い方が株価は高くなる」ようです。ところで結局、割引率とは何でしょうか。どうして割引率が低いと

株価は高くなるのでしょうか。

割引率は抽象的のものではありません。要は「A社の株を買えば投資利回りは何%になるのか」を表しているにすぎません。

状況はこうです。平成25年現在にA社の株を買って翌年以降毎年50円の配当金を貰えます。いくらで買うのもあなたの自由だとしたらどう考えますか。



「なるべく安く買えたら投資利回りは高くできる」というのは当たり前でしょう。もし、500円で買えたら、毎年50円の配当を貰えると投資利回りは毎年10%になります。

$$\frac{50\text{円/株}}{10\%} = 500\text{円/株}$$
 という式は、「投資利

回りが10%になる株価は500円だ」といっているだけです。

逆にもし高い価格で購入すると投資収益率は低くなってしまいます。1000円で購入して毎年50円の配当を貰えると投資利回りは毎年5%に低下します。

「割引率が上昇すると理論株価が下がる」というのは「株式を高い価格で購入すると投資利回りが低下する」と同じ意味です。

なお、「理論株価と割引率の関係」は「債券における債券価格と最終利回りの関係」と同じです。

### CAPMの $\beta$

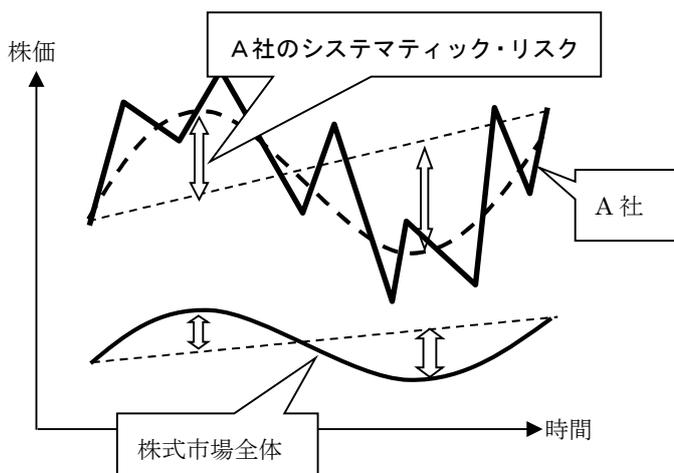
前述では「いくらで買うのもあなたの自由」としましたが、現実には競争相手・交渉相手がいるので「あなたの自由」というわけにはいきません。では何によって割引率は決まるのでしょうか。

株式の割引率に関するモデルにCAPM（資本資産評価モデル）があります。CAPMの式は非常に単純で以下の通りです。

A社の理論超過収益率＝

$(A社の\beta) \times (市場全体の超過収益率)$

(\* 超過収益率＝収益率－安全資産利率)



A社のシステムティック・リスクとはA社の総リスクのうち、株式市場全体と連動する部分を意味します。そしてA社の $\beta$ とは「A

社のシステムティック・リスクが市場全体のリスクの何倍あるか」を示す数値なのです。そしてCAPMの主旨は「システムティック・リスクが $\beta$ 倍なら、超過リターンも $\beta$ 倍」であるといっているだけです。

こうして計算されたA社の理論収益率がA社の理論株価を計算する際の割引率として採用されるのです。

### 経営者の目指すべきもの

上場企業の経営者に課された経営責任のうち最も重要なものに株式時価総額の向上があります。要は株価を高めることです。

配当割引モデルでは、翌期以降の配当を高めるためにROE等を高めなければなりません。と同時に割引率を低下させねばなりません。割引率を低下させるには具体的には何をすればよいのでしょうか。

CAPMによれば割引率（投資家要求収益率）は当該企業の $\beta$ によって決まります。 $\beta$ とは株価のシステムティック・リスクです。要は株価の変動を小さくすることです。株価の変動は業績の変動に応じるものと考え、業績を安定させることにより株価変動を抑えることができ、 $\beta$ を小さくできるはずで

要は「より高い利益を、(乱高下させず) 安定的に実現できれば株価は高くなる」という極めて自然な結論に至ります。

逆に言えば「平均値では高い利益を得ているものの、各年のバラツキが大きい場合には株価は高くない」という主張です。

株価にとって「各年の利益の平均値の高さ」だけでなく、「各年の利益の安定性」が株価に大きく影響することを理解しましょう。