

なかなか動き出さない自分へ

Start Me Up

スタート・ミー・アップ

板倉雄一郎

A COLLECTION OF ESSAYS

FEB.05~SEP.06

VOL. 1

www.yuichiro-itakura.com

Index

前書き …6
言葉の定義 …8
企業価値評価 関連用語集 …14

Chapter1 株式投資と企業価値評価…17

裁定取引 …18
スクリーニングとバリュート投資 …19
投資家の心理とオプション …24
個別銘柄の売り買いは、ご自身で決めてください。…25
損切り …26
キャッシュフローの重要性について …27
日本株と投機 …30
銀行株とハイテク株 …31
企業価値評価の実際 …32
投資活動と生活 …32
資本コストと割引率 …33
不動産投資と株式投資に対する考え方 ① …35
不動産投資と株式投資に対する考え方 ② …36
バリュエーションのための基礎的な設問 …39
自分なりの判断基準 …39
個人投資家のおかしな投資判断 …40
バリュードライバーモデルによる企業の理解 …42
投下資本利益率 …42
財務キャッシュフローから読み取れる企業の経営方針 …43
訴訟準備組織 …44
デイトレードにバリュエーションを活用する?! …45
ベータと資本コスト …46
CAPMを受け入れられない理由 …48
資源調達リスク …48

Chapter2 企業のオペレーションと株価…51

配当および自社株買いのメカニズム …52
株式分割と価格変動 …55
子会社の上場 (IPO)…56
企業買収とシナジー …57
増資と企業価値 …59
有利子負債の減少について …60

Chapter3 企業価値と会計…63

会計の不完全性 …64
会計上の数字と実体経済価値の違い …65

Chapter4 価格の算定法…69

企業価値評価の基礎 (債券価格の算出を通して) …70
算数のお勉強 …72
CAPM とベータ …74

Chapter5 企業経営…79

財務の分からない経営者 …80
経営力の源泉 …81
「敵対的」買収の意味について …83
レバレッジと事業リスク (資本政策について) …84

複雑な事業と単純な事業 ...85
 お買い物の上手下手 ...87
 孫正義は、狼中年 ...88
 安く仕入れて（調達して）、高く売る（運用する） ...91
 今後経営者に求められるもの ...93
 経営とは？ ...95

Chapter6 経済とお金の仕組み・・・97

国債発行と増税の意味 ...98
 購入の意思決定 ...99
 年金の損得 ...101
 期待値を考える ...102
 家計金融資産 ...104
 貧乏暇なし ...104
 日本経済の今後 ...105
 オンライン証券会社の増収は株価の下げ圧力 1...106
 オンライン証券会社の増収は株価の下げ圧力 2...108

Chapter7 板倉イズム・・・111

現在のライフスタイル ...112
 未来の証券取引 ...112
 起業しない訳 ...116
 学習効果の最大化 ...118
 学習できる人 ...119
 ビジネスの成否を分ける「何か」 ...121
 チャンスの気づき方 ...122
 実利のための学習 ...123
 何をしないか ...125
 どこに行きたいの？ ...126
 メディアが発信する情報の読み方 ...126
 日経新聞について ...127
 生と死 ...128
 学習の方法 ...129
 幸福についての考察 ...130
 童貞君のA V評価 ...132
 カレーとウンコ ...133
 ネットの普及による社会の変化 ...133
 ボジョレーヌーボーと日経平均先物 ...134
 電線ネット ...135
 高級品の効用 ...135
 検索エンジン ...137
 個人の能力を最大限生かす働き方 ...138
 発明の対価における議論の不毛 ...140
 天然モノと養殖モノ ...141
 株式投資と競馬 ...143
 先見性・将来予測 ...144
 理論の限界とイイワケ ...144
 経常利益 ...145
 魔法使いへのお願い ...145
 ゲーム理論の弱点 ...147
 ポジショントーク ...149
 ポジショントークと自身のポジションについて ...150
 Disclosure means Fairness...152
 終わりに ...156

バリュードライバーモデルによる企業の理解

合宿セミナーでは、不動産や債券と違って、自ら価値創造を行う企業の価値算定のメカニズムの解説とマスターシート作成、それに企業のバリュードライバーモデルのエクセルシート作成と因数変更による企業価値創造のメカニズムのお勉強をいたします。これは極めて重要で、資本コスト(WACC)と投下資本利益率(ROIC)、それに両者の差(スプレッド)などの基本説明をした後に、バリュードライバーモデルを使って、企業の様々なオペレーションが企業価値にどのように影響するのかなんて事を、エクセルシート上でシミュレート学習するわけです。

すると、「有利子負債の減少(借金の返済による有利子負債の投下資本に占める比率の減少)」は、多くの場合(いやスプレッドがプラスのまともな企業の場合)、株主価値を押し下げることや、よって、投下資本利益率の低い企業(たとえば大手商社など)の場合、自己資本比率を下げ(=有利子負債を増やし)資本コストを低減しないと、株主価値の創造が不可能なことや、上記のスプレッドが小さい企業の場合、投下資本を増やそうが減らそうが、企業価値に変動が無いことや、逆にスプレッドがマイナスの企業の場合、投下資本を増やせば増やすほど株主価値が減少することや、この場合でも、見かけ上は「増収増益」であることなどが、メカニズムとしてしっかり理解できるというわけです。

すると、有価証券報告書、四季報、それに日本経済新聞の読み方が180度変わってくると

ROIC (Return On Invested Capital) = 投下資本利益率

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{投下資本}}$$

事業活動のために投下した資本に対して、事業活動を通じてリターンをどれだけあげられたかを示す

いうわけで、さらに・・・「増収増益」や「有利子負債の返済」のニュースを直ちに「買い」と判断するような、アホな投資で損をすることも無くなりますし、「増資」のニュースで直ちに(ダイリューションを気にしすぎて)「売り」と判断する前に、その増資による資本をどれほどのROICの事業に投下する予定で、その新規投資分のROICが、それまでの同企業のROICより高いのか低いのかによって「売り・買い」を判断できるようになるというわけです。

投下資本利益率

これまで何度と無く、ROICについては、書いてきました。結局、様々な企業のオペレーションについても、経済新聞記事についても、それらを突き詰めていくと、このROICにたどり着いてしまうから、結果として、文章の入り口でネタとしていることが何であって、何度もROICについて書いてしまうわけです。

売上高は、もちろん大切な財務指標ではありますが、それは目標利益達成のための手段でしかないことは誰でもお分かりのことと思います。同様に、利益も、目標とする投下資本利益率の手段でしかないわけです。ですから、日本経済

新聞でも頻繁に取り上げられている売上高経常利益率だとかは、意味が無い数字だとは言いませんが、「で、ROICはどうなったの?」と結論を求めたくなるような指標というわけです。

銀行の基礎的なビジネスモデルについては、誰でもお分かりのとおり、資本調達（銀行の場合は大半が預金）におけるコスト（預金金利）と、事業（銀行の場合は融資がその事業の主体）の利回り（貸出金利）の「差（スプレッド）」が企業価値を生み出す根源です。これは誰でもわかります。銀行のビジネスモデルが比較的シンプルですからね。金融機関以外の企業においても、この理屈はなんら変わりません。企業が有利子負債や株式によって調達した資本のコストを上回る事業の利回りを達成できなければ、企業価値は減衰します。当たり前なことですが、企業のステークホルダーの誰もが、当該企業のROIC以上に稼ぐことはできないというわけです。（これは当該企業のステークホルダーを、経営者、金融機関など、大きく分類したときに言えることです。実際には、資金コストの低い有利子負債を増やせ（＝自己資本比率を低下させ）れば、その分レバレッジが効き、株主に対するリターンは増大します。よって、レバレッジ次第では、ROIC以上の利回りを得られるステークホルダーの可能性は否定できません。ただし、すべてのステークホルダーの利回りは、ROICを起源としていますので、ROICの重要性は変わりありません。）

金融商品は、多種多様です。おそらく今後も一見複雑な商品がどんどん開発されることでしょう。ですが、お金の理屈それ自体は、何も変わらないわけです。儲けるためには、「自分のお金を、どこに、どれほどの期間、置いておく

か」に収束し、その置くべき場所は、「リスクに対するROICの最も高いところ」というのが解となります。あらゆる財務指標は、このROICのそれぞれ一つの因数に過ぎないわけです。ですが、日本経済新聞紙面上で、投下資本利益率をメインに取り扱った記事は、あまりお目にかかれません。よって、記事そのものを、複雑にしているというわけです。（ROICに近い指標として、ROEやROAがありますが、どちらもその手の教科書が指摘するとおり、分母と分子の整合性が取れていないので、正確さはありません・・・投資先を探すときのスクリーニングには利用しますけど。）こと金融商品となると、その商品自体の仕組みの理解に集中しがちですが、基本的には同じ「お金の理屈」で解決できることを忘れてはいけませんよね。

財務キャッシュフローから読み取れる企業の経営方針

実は、当事務所のセミナーでも、財務キャッシュフローについては、あまり積極的に触れていません。なぜなら、企業価値評価の根本的な考え方が「企業価値とは、企業が生み出す、将来フリーキャッシュフロー（＝営業CF＋投資CF）を資本コスト（＝WACC）によって現在価値に割引いた総和」としていることから、フリーキャッシュフローの「配分方法」といえる財務CFについては、セミナー時間の限界から割愛するわけです。営業CFが、企業の営業活動の成果であって、投資CFが、企業の将来に向けての姿勢であるとするれば、財務CFは、企業の投資家に対する姿勢であるといえると思います。この意味では、フリーキャッシュフロー（企業が自由に使えるお金）の使い道というのは、

た利回りも再投資し続けたとします。つまり複利です。30年後、いくらになっているとおもいますか？

なんと2億3700万円!つまり2億3700万円を年率20%で割り引くと、100万円ということになります。数字のマジックではないんですよ。ほんとうにこうなるんですよ。

CAPMとベータ

CAPM (資本資産評価モデル) をご存知の方は、企業のWACC (加重平均資本コスト) の因数である株主資本コストの算出式が、以下であることをご存知かと思います。

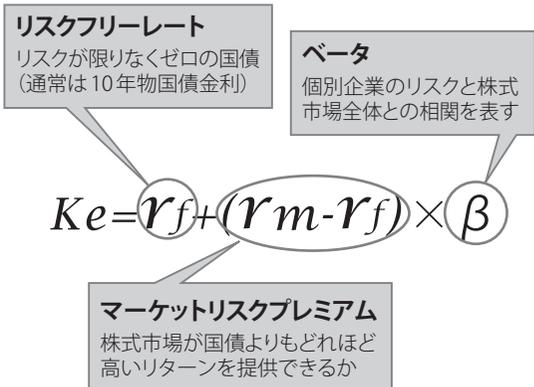
$$K_e = r_f + \{E(r_m) - r_f\} \times \beta$$

(株主資本コスト = リスクフリーレート + マーケットリスクプレミアム $\times \beta$)

企業価値を測定するとき、「将来キャッシュフロー」と、その「割引率」が、大きなインパクトを持っていることは、バリュエーションを続けているうちに気がつきますよね。割引率をちょいといじっただけで、企業価値は大きく変化しますし、その因数である将来キャッシュフローの予測も、その成長率をちょいといじっただけで、これまた大きく変化します。

今回は、そのインパクトのデカイ割引率 = WACCの算出における、一つの因数「株主資本コスト」のさらに因数である「ヒストリカル β 」について、考えてみたいと思います。 β 値を大雑把に表現すれば、それが「1」のとき、マーケット平均と同じ価格変動リスクであり、「1」を下回

れば、マーケット平均より価格変動リスクが少なく、「1」を上回れば、マーケット平均より価格変動リスクが大きいというわけです。



セミナーにて取り上げた個別企業「吉野家D&C」の β 値は、ある投資銀行の発表では、「0.61」だそうです。(「だそうです」という表現は、僕自身が、 β を入手していませんし、セミナーでは講義するものの、自身の投資活動では、利用していないからです。)しかし、吉野家のチャートを見れば、誰でも気がつくように、2003年末の米国産牛肉輸入禁止のニュース以降、明らかにその価格変動リスクは高くなっています。出来高の変化に注目してください。だれでも「見た目」だけで即座にわかります。つまり、2003年末から、吉野家の β は実質高くなっているわけです。

ところが、今日現在のヒストリカル β は、「0.61」というわけです。なぜか・・・これは、ヒストリカル β の算出方法に原因があります。ヒストリカル β の算出方法(について、詳細に書くことは割愛いたします)は、ある一定期間(たとえば、直近から数年とか)の過去の価格

変動履歴を因数として算出します。株価チャートにおける「25日移動平均」などと同じように、計算対象の期間は移動するわけです。

その結果、吉野家のように、「ある日突然、その性質が変化した企業」の場合、その事象が起こった後にもかかわらず、ヒストリカル β の算出期間の関係で、因数の多くは「突然起こった事象以降のデータ」はほとんど反映されず、多くは「その事象の前のデータ」に依存してしまいます。（まあ、時間とともに、いずれは反映されるというわけですが）よって、「ヒストリカル」である以上、突然の変化には対応できないというわけです。（「だから、意味があるんだ、長年の変化傾向こそ重要であって、足元だけに頼っては間違う」という意見もあろうかと思いますが、これに対する反論は割愛いたします）よって、僕個人としては、そもそもCAPMを無視した手法をとっているわけです。

では、どうするかというと、本来、「株主資本コスト」っていうのは、投資家から見れば「期待収益率」です。ですから、僕は自分が当該企業に対して想定した「価値変動リスク」・・・(いいですか、「価値変動」であって、「価格変動」じゃないですからね。一文字しか違わないので間違えないでくださいね。)を考慮して、自分なりに利回り(=リスク度合い)を「ベタっと」入力しちゃうわけです。

その結果得られた理論株価と時価の比較を行い、投資するかどうかを判断するわけです。

ですが、この手法を誰かに教えると、こんな質問が帰ってきてしまうのです・・・「バリュエーションのときの価値変動リスクって、どのような企業をどの程度にするのか感覚的につかめないのですが・・・」って。そういう方が多いの

で、僕は以下のようにお伝えしています。

(「将来業績予測=将来フリーキャッシュフローの予測」が正しいと仮定した場合に限定されますが)まず、WACCの因数であるところの、「株主資本コスト」以外をすべて埋めます。つまり、有利子負債コスト(既知)、限界税率(既知)、有利子負債と時価総額(既知)の比率を入れるって事ですね。ビジネススクールとかでは、この「株主資本コスト」にCAPMを用い、

$$K_e = r_f + \{E(r_m) - r_f\} \times \beta$$

とするわけですが、これは何度も書いているように使いません。その代わり・・・この状態で、時価総額(株価*発行済み株式数)と、理論株主価値(=企業価値-有利子負債)の値がイコールになるように、「株主資本コスト」を変数としてエクセルを使ってゴールシークさせます。

ゴールシークの意味が分からない場合は、「株主資本コスト」の数値(まあ、通常10%弱)を細かいいじって、理論株主価値=時価総額になるような「株主資本コスト」の値を求めます。(これ、「手動ゴールシーク」って名前を付けちゃいました(笑))

以上の結果、得られた「株主資本コスト」は、概ね以下のような意味を持ちます。「投資家が、現在の株価で当該企業に投資した場合に得られるであろう年平均投資利回り。」ということになります。

実際にエクセルでゴールシークさせる場合には、「ゴールシーク」より「ソルバー」(マクロ関数)を使った方がいいですよ。どうもゴールシークは、「ドンピシャ」にならないと変数が