

(2) 配当利回り、ROE、配当性向の推移 ⇒ P 11 ~ 13 参考資料

- ・ 配当利回りは、1980 年以降 0.5~1.9% で推移。
- ・ 1980 年以降の ROE 平均は約 5%。70 年代の収益にはインフレによる底上げが含まれている。
- ・ 配当性向は、業況が順調な時期は 30~40%。最近では ROE が 2% 程度の時に 80% 前後、3% 程度の時に約 60% の実績。

(3) 前提毎の期待リターン

配当利回り水準は現時点の 1% とし、株式の期待リターンを $E(r)$ と記すと、

- ① 過去 1~2 年の苦境が続く。ROE=2%、 $\delta=80\%$ ⇒ $E(r)=1.4\%$
- ② 80 年以降の平均レベルまで ROE が回復、 δ は 70~90 年の通常水準。ROE=5%、 $\delta=40\%$ ⇒ $E(r)=4.0\%$
- ③ ROE=5% で PER20 倍がキープできる。 $\delta=20\%$ ⇒ $E(r)=5.0\%$

(4) 平成 15 年 1 月 6 日の東証一部データの分析 (1 月 7 日の日本経済新聞より)

- ① 予想 PER : 25.84 倍、② 前期基準 PBR : 1.29、③ 予想加重平均配当利回り : 1.1%、④ 時価総額 : 253 兆 3434 億円
これより、
- ⑤ 前期純資産 : 196 兆 3902 億円 (④÷②)、⑥ 予想利益 : 9 兆 8043 億円 (④÷①)、
 δ を 40% とすると、
- ⑦ 予想純資産 : 202 兆 2728 億円 (⑤+⑥×0.6)、⑧ 予想 PBR : 1.25 (④÷⑦)、⑨ 予想 ROE : 4.84% (100×⑧÷①)
 $E(r)$ あるいはインプライド株主資本コスト = $1.11 + 4.84 \times (1 - 0.4) \approx 4.0\%$ (③+⑨×0.6)

*2002 年 12 月末の MSCI ワールドの予想 ROE は 8.8%、予想 PER は 24.9 倍だった。

10年国債（H12年12月償還）：0.909%

20年国債（H22年12月償還）：1.527%

30年国債（H32年11月償還）：1.724%

株式のリスクプレミアムは、2.3～3.1%

（5） ROE、配当性向と株式期待リターン

配当割引モデルによる株式期待リターン早見表（配当利回りは1%と仮定）

	配当性向						
	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%
2%	2.6%	2.4%	2.2%	2.0%	1.8%	<u>1.6%</u>	<u>1.4%</u>
3%	3.4%	3.1%	2.8%	2.5%	2.2%	<u>1.9%</u>	<u>1.6%</u>
4%	<u>4.2%</u>	<u>3.8%</u>	<u>3.4%</u>	3.0%	2.6%	2.2%	1.8%
5%	<u>5.0%</u>	<u>4.5%</u>	<u>4.0%</u>	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%
6%	<u>5.8%</u>	<u>5.2%</u>	<u>4.6%</u>	4.0%	3.4%	2.8%	2.2%
8%	7.4%	6.6%	5.8%	5.0%	4.2%	3.4%	2.6%
10%	9.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	4.0%	3.0%
12%	10.6%	9.4%	8.2%	7.0%	5.8%	4.6%	3.4%

1%の配当利回りを前提にすると、配当性向20%、30%、40%、50%は、それぞれPER20倍、30倍、40倍、50倍を意味する。

斜体・下線付数字は可能性がありそうなゾーン。

3. EBO 評価法による日本株式市場の期待リターンの推計

(1) 考え方

- ・ EBO 評価法を用いて現時点の日本株式市場期待リターンの推計を試みる。
- ・ 本年1月6日現在の株価(市場時価総額)はフェアバリューであると仮定し、ROE、配当性向に関する前提条件を与えることで、株主資本コスト(期待リターン)を逆算する。

(2) 前提条件 (P. 6 参照)

- ① 時価総額 V : 253 兆 3434 億円
- ② 純資産 B_t (2003/3 期予想) : 202 兆 2728 億円
- ③ ROE : 今期末は 4.84% とし下記 2 つのシナリオを用意。
 - ・ 楽観シナリオ : 来期は 5.00%。以降 2013/3 期まで毎期 ROE が 1% ずつ上昇していく。
 - ・ 悲観シナリオ : 2007/3 期にかけ、ROE は 3.00% に低下していき、その後 2013/3 期まで ROE はそのまま低迷し続ける

2014/3 期以降は、ROE は株主資本コストに収斂するものとする。

- ④ 配当性向 : 楽観シナリオでは 30%、悲観シナリオでは 60% とした (P. 13 参照)。



(3) 算出方法

- ・ 純資産 B_t、RCE、配当性向の前提に基づき、今後の純資産の値を順に算出する。
- ・ 下記の EBO 評価式 (再掲) に V、B、RCE の値を入力し、株主資本コスト r_e を準ニュートン法 (等式が満たされるまで反復計算する方法) により算出する。

$$V = B_t + \sum (1+r_e)^{-i} \times E_t [(ROE_{t+i} - r_e) B_{t+i-1}], \quad i = 1 \sim \infty$$

ここで、V：株式価値、B：純資産、r_e：株主資本コスト、E_t：t時点の期待値

(4) 算出結果

楽観シナリオ		ROE	純資産(B)	割引現在価値
2003/3	0期	4.34%	202,273	202,273
2004/3	1期	5.00%	209,352	-3,095
2005/3	2期	6.00%	219,145	-1,163
2006/3	3期	7.00%	229,834	0,663
2007/3	4期	8.00%	241,649	2,422
2008/3	5期	9.00%	255,873	4,151
2009/3	6期	10.00%	274,854	5,886
2010/3	7期	11.00%	299,018	7,660
2011/3	8期	12.00%	329,883	9,508
2012/3	9期	13.00%	359,084	11,466
2013/3	10期	14.00%	384,392	13,573
2014/3	11期	6.63%	402,236	0,000
2015/3	12期	6.63%	420,908	0,000
2016/3	13期	6.63%	440,447	0,000
合計(V)				253,343
株主資本コスト (=期待リターン)				6.63%

悲観シナリオ		ROE	純資産(B)	割引現在価値
2003/3	0期	4.84%	202,273	202,273
2004/3	1期	4.50%	205,914	7,391
2005/3	2期	4.00%	209,208	6,450
2006/3	3期	3.50%	212,137	5,479
2007/3	4期	3.00%	214,681	4,484
2008/3	5期	3.00%	217,259	4,501
2009/3	6期	3.00%	219,866	4,518
2010/3	7期	3.00%	222,505	4,536
2011/3	8期	3.00%	225,175	4,553
2012/3	9期	3.00%	227,877	4,570
2013/3	10期	3.00%	230,611	4,588
2014/3	11期	6.82%	231,364	0,000
2015/3	12期	6.82%	232,129	0,000
2016/3	13期	6.82%	232,878	0,000
合計(V)				253,343
株主資本コスト (=期待リターン)				6.82%

4. 株式評価モデルのインプリケーション

(1) 市場の実力、ファンダメンタルズの実態のチェック

- ・ いずれ株価は理論値、ファンダメンタルバリューに収斂すると考える。
- ・ 売上高等規模の指標ではなく、収益率（ROE）が重要。
- ・ 現在の市場価値が評価モデルの示す企業価値に一致しているとしたら、将来の ROE 上昇期待が改善すれば株価は上昇する。
- ・ ROE が株主資本コストを超える事業の発見・開拓、株主資本コスト以下の事業の縮小・撤廃を行うことで、株価の上昇が期待できる。
- ・ 現実の株価から、投資家の要求収益率（株主資本コスト）を算出し、経営指標とすることができる。

(2) PER との関係

- ・ 期待の膨張・収縮により PER は合理的に上下動するが、しばしばバブルといってよい領域まで上昇する。
- ・ PER が期待の関数だとした場合、期待の膨張（収縮）時にはアナリストや投資家の将来 ROE 等予測も楽観（悲観）的になるが、期待度と予測値に整合性があるとは限らない。
- ・ 評価モデルの入力項目としての株主資本コストを投資家が誤って低く見積もった場合、企業価値の算定値は上昇するので、高い PER を許容するのと同じになる。