

最終回 数値計算の具体例

(1) 企業価値の算定法を学ぶ

企業の本質価値を算出することで、適正株価を知ることが出来ます。適正株価がわかれば、その株価より安いときは買い、高いときは売り、というように非常に合理的な判断を下すことが出来ます。そのためにアナリストや学者たちは様々な計算式を試みてきました。そして現在最もよく使われる方法が前回説明したDCF法です。

DCF法とは、会社の将来にわたるキャッシュフロー(差し引き現金額、CF)を、一定の割引率で割り引いて現在価値に引きなおした金額の合計が企業の本質価値である、という考え方です。

<基本式>

$$\text{本質価値} = \frac{1\text{年目のCF}}{(1+\text{割引率})} + \frac{2\text{年目のCF}}{(1+\text{割引率})^2} + \frac{3\text{年目のCF}}{(1+\text{割引率})^3} + \dots + \frac{n\text{年目のCF} + \text{現金残高}}{(1+\text{割引率})^n}$$

例えば毎年のCFが10億円、5年後の現金残高が100億円の会社があったとしましょう。割引率を3%として計算すると、この会社の本質価値を求めることができます。

(単位: 百万円)

$$\begin{aligned} \text{本質価値} &= \frac{1,000}{(1+0.03)} + \frac{1,000}{(1+0.03)^2} + \frac{1,000}{(1+0.03)^3} + \frac{1,000}{(1+0.03)^4} + \frac{1,000+10,000}{(1+0.03)^5} \\ &= 970.9 + 942.6 + 915.1 + 888.5 + 9488.7 = 13,205.8 \end{aligned}$$

つまりこの会社の適正価値は132億580万円となります。後はこの数字を発行済株式数で割ってやれば適性株価を算出することができます。

他にも簿価純資産法や配当還元法などの方法もありますが、現在はこのDCF法がグローバルスタンダードになりつつあります。ですがこのDCF法を使うには、具体的なCFの予測と適切な割引率の設定が必要になります。

ここでバフェットのいう「将来の利益を予測できる企業」を選ぶことが重要になってくるのです。バフェットが昔ながらの企業を選ぶのは、将来のCFの予測が容易だからです。逆にIT企業のような新興企業は、5年後どころか来年の収益を予測するのさえ不可能です。バフェットはそのような企業の株は買いません。彼のポートフォリオにはマイクロソフトのようなハイテク株がないのはそういうわけなのです。

また前回説明したとおり、企業の収益をより完全に理解するために彼はCFに代わってオーナー収益（純利益 + 減価償却費 - 設備投資額）を用います。後は適切な割引率を設定するだけです。

ここでいう適切な割引率とはどのくらいでしょうか？バフェットはリスクゼロと考えられる利率、長期金利（長期国債利率）を使用します。政府が国債の利息を支払い続けるのは実質的に100%確実なので、長期金利はリスクゼロで得られる利息なのです。

こうして企業価値を算定するのに必要な数字が揃いました。後は有望か割安と思われる企業を見つけ、計算し、安いときに買うだけです。

（2）バフェットが配当を行なわないワケ

多くの投資家は企業に配当を求めます。しかしバフェットが率いるパークシャーは、バフェットがCEOに就任して以来配当を1セントも払っていません。それであるにも関わらずパークシャーの評価は高い、それはなぜでしょうか？実は長い目で見ると、配当を行なわない方が株主により大きな利益をもたらすからです。

具体的な例を挙げて説明しましょう。A社は非常に優秀な会社で、ROEを毎年20%、即ち資本金の20%を毎年利益として挙げることができます。この会社を10億円で買収し、10年後に売却するとしたら一体どのくらいの利益を得ることができるのでしょうか？

会社を買収するということは株主が自分だけということで、即ち利益処分を自分の好きなようにすることが出来るということです。つまり利益を全額配当として受け取ることも出来るし、内部留保にまわすことも出来ます。ここで3つのシナリオを考えてみましょう。

利益を全額配当で受け取る（配当：留保 = 100：0）

利益の半分を配当で受け取り、残りを内部留保にする（配当：留保 = 50：50）

利益の全額を内部留保にする（配当：留保 = 0：100）（単位：百万円）

それでは、それぞれ10年後にどうなっているか見てみましょう。

利益を全額配当で受け取ると、A社の株主資本・利益・配当額はこのようになります。

	今年	翌年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	売却時
資本	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
利益	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	
配当	200	200	200	200	200	200	200	200	200	200	

売却時の価格：1,000 百万円

配当累計額：2,000 百万円

収益額合計：3,000 百万円（11.6%）

配当と留保を半々に行った場合はどうでしょうか。

	今年	翌年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	売却時
資本	1,000	1,100	1,210	1,331	1,464	1,611	1,772	1,949	2,144	2,358	2,594

利益	200	220	242	266	293	322	354	390	423	472	
配当	100	110	121	133	146	161	177	195	214	236	

売却時の価格：2,594 百万円

配当累計額：1,593 百万円

収益額合計：4,187 百万円 (15.4%)

それでは、利益を全額留保した場合はどうでしょうか。

	今年	翌年	3年	4年	5年	6年	7年	8年	9年	10年	売却時
資本	1,000	1,200	1,440	1,728	2,074	2,488	2,986	3,583	4,300	5,160	6,192
利益	200	240	288	346	418	498	597	717	860	1,032	
配当	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	

売却時の価格：6,192 百万円

配当累計額：0 円

収益額合計：6,192 百万円 (20%)

以上のことから、利益を全額留保したほうが長期的にみると株主にとって大きな利益をもたらすことがわかります。実際パークシャーの株価も、バフェットが買収した 1962 年には 19 ドルだった株価が、1997 年には 37,987 ドルにまで膨れ上がっています (年利 24%)。企業が長年にわたって利益を稼ぎ出すことができる場合、再投資したほうが明らかに多くのキャッシュを得ることが出来るのです。

参考文献 『バフェット投資の真髄』(2001)

R・G・ハグストローム Jr (著) 三原淳雄・小野一郎 (訳) ダイヤモンド社

『億万長者を目指すバフェットの銘柄選択術』(2002)

M・バフェット&D・クラーク (著) 井手正介・中熊靖和 (訳) 日本経済新聞社

『図解雑学M & A』(2005)

小川好澄 (監) ナツメ社