

超過利潤法による企業価値レポートの解説書 2019年9月

■ 超過利潤法とは？

わずか3要素で理論的に株主価値を推計する方法。大量に分析する手法として世界の機関投資家が利用

①税引後の営業利益 NOPAT

通常の事業で税引後でどの程度かせているのか計測
営業利益 × (1 - 実効税率) で計算
(NOPAT: Net Operating Profit After Tax)

②投下資本 Invested Capital

投資家から調達して事業に投下されている資本
余剰現預金や有利子負債以外の流動負債等を除く
一般的に総資産 > 投下資本 > 株主資本となる
売上高比で見ると日本の平均は70-80%

③資本コスト WACC

株主投資家と銀行などの債券投資家の期待収益率
株主投資家はPERの逆数の7-8%
債権投資家は1-2%、加重平均で5-6%
WACC: Weighted Average Cost of Capital
事業リスクが高いと一般的には上昇する

■ 超過利潤法による株主価値の計算方法

毎年以下の計算で「超過利潤」を推計。

$$\text{超過利潤} = \text{①NOPAT} - \text{②投下資本} \times \text{③WACC}$$

なお、NOPAT/投下資本をReturn on Invested Capital (ROIC) と呼ぶ。
ROIC/WACCは価値創造力をしめす指標

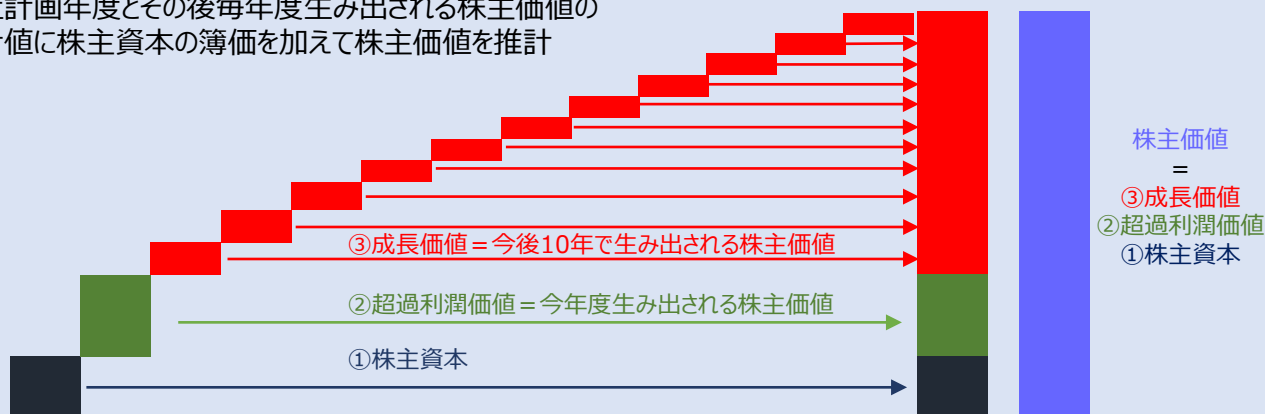
毎年の超過利潤から株主価値を以下の関係で推計。

WACCの逆数 = PERに相当、つまり
5%ならば、各年度の超過利潤の20倍が株主価値

$$\text{①株主資本} + \text{今年度の株主価値} (\text{②超過利潤}) + \text{毎年の株主価値の上乗せ分} (\text{③成長価値}) \\ = \text{株主価値の理論価値} \text{ で株主価値を理論的に推計可能 (下図参照)}$$

- ジェイ・フェニックス・リサーチでは、以上の関係を用いて、過去の損益計算書、貸借対照表、売上高成長性、会社計画、中期経営計画、過去5年間の株価動向、の全上場企業のデータから自動的に計算されるアルゴリズムにより10年後までのNOPAT、投下資本、WACCを推計し毎年の超過利潤を自動計算するシステムを開発して幅広く財務アドバイスを推進

会社計画年度とその後毎年度生み出される株主価値の
合計値に株主資本の簿価を加えて株主価値を推計



超過利潤法による企業価値レポートの解説書 2019年9月

■ ROICと企業価値の関係

理論的には右の関係が成立
ROIC/WACCが1以下でも簿価が
下支えになるので時価/簿価 = 1となる

① ROIC/WACC < 1 時価/簿価 = 1

② ROIC/WACC > 1 時価/簿価 > 1

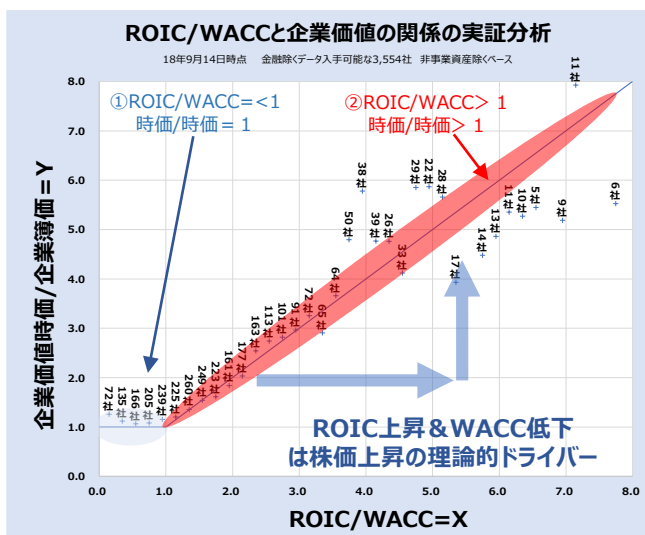
実証分析でも上記の関係が成立 (右図)
ROIC/WACC上昇 → 株主価値は理論的に上昇
つまり、重要な理論的な株価ドライバーとは？

ROICの上昇

事業リスクの
低下による
WACCの低下

ROIC/WACCの上昇 → 株主価値上昇

WACC (加重平均資本コスト) = 税引後支払利息利回りの D / (E + D) + 株主資本コスト × E / (E + D) Eは時価総額、Dは有利負債
高。株主資本コスト = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム。β = 東証の日次リターン (X) と貴社株価日次リターン (Y) の一時回帰式の係数。β =
[XYの相関係数] × [ボタフライインデックス(VI)]。[VI] = [Yの標準偏差] / [Xの標準偏差]。一次回帰式の決定係数が0.3以上は、一次回帰
式の係数とする。決定係数が0.3未満の場合は、貴社の所属する業界平均の無負債βから推計した業界相関係数と貴社のVIからβを推計。リス
クフリーレートは0.3%。リスクプレミアムは7%とした。日次リターンは2018年9月までの5年間。
右図は、ROIC/WACCの各分布の平均から作成



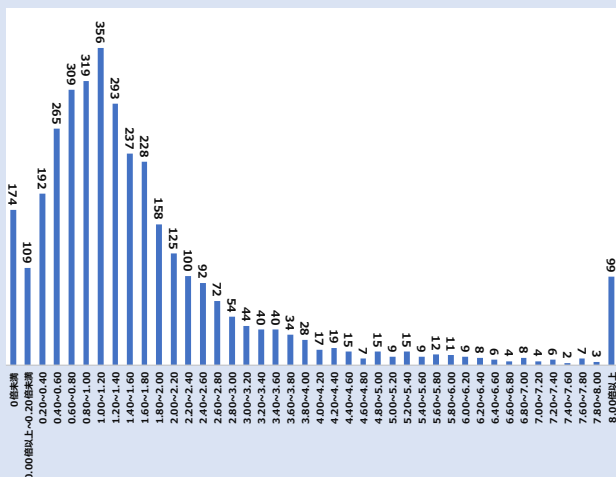
出所) FactSetデータを用いてジェイ・フェニックス・リサーチ作成

■ 日本の上場企業のROIC/WACC分布とROIC分布

平均ROIC/WACCは1~1.2程度、平均ROICは5-6%

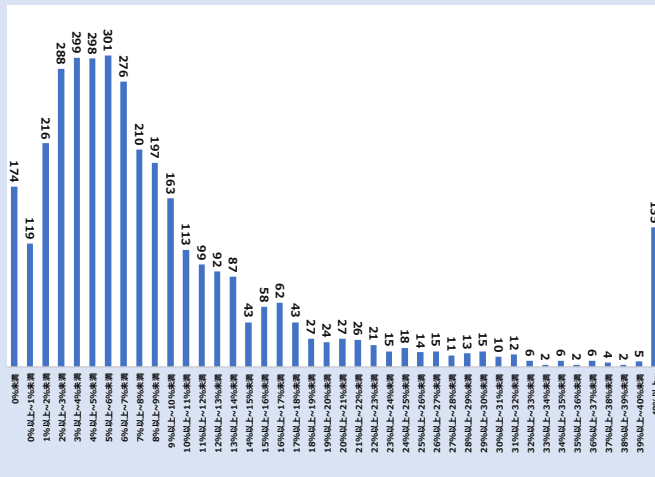
ROIC/WACC分布[社数]

18年9月14日時点 金融除くデータ入手可能な3,554社 非事業資産除くベース



ROIC分布[社数]

18年9月14日時点 金融除くデータ入手可能な3,554社 非事業資産除くベース



出所) FactSetデータを用いてジェイ・フェニックス・リサーチ作成

Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

本資料には予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項が含まれております。これらは当社が本資料作成時点において入手した情報に基づき、当該時点における予測等を基礎として作成されております。これらの事項には一定の前提・仮定を採用しており、一定の前提・仮定は当社の主観的な予想を含むものも含まれております。また、様々なリスク及び不確実性により、将来において不正確である事が判明し、あるいは将来においてこれらの予想は実現しない事があります。その為、本資料に掲載されている予想・見直し・目標・計画等の将来に関する事項について、当社はそれらの情報を最新のものに随時更新するという義務も方針も有しておりません。同時にその内容の正確性、完全性、公平性及び確実性を保証するものではありません。従いまして、本資料を利用した結果生じたいかなる損害についても、当社は一切責任を負うものではありません。問い合わせ先: <http://j-phoenix.com/contact.html>