

経営者・取締役に知ってほしい株価の意味
～「資本コストや株価を意識した経営」のよりよい実践のために

2024年11月11日

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

「株価は市場が決めるものですから」という経営者がいるようだが、それは正しくない。株価を決めるのは経営者だからである。本稿は、株価がどのように経営意思決定情報を織り込むかを解説したものである。伊藤忠の岡藤 CEO 発言、森永乳業株価の経営計画織り込み、単純な理論モデルによる説明の3つを通して、株価は経営者の意思決定を反映したものであることをご理解いただきたい。

1. 株価は経営者の通知表

伊藤忠の統合レポート 2018 の岡藤正広 CEO メッセージの中に次の文章がある。

『私は、企業価値向上を自身の最重要責務と位置付け、株主・投資家の皆様と同じ視点に立った経営を心掛け、経営者の通知表ともいえる株価を常に意識しています。

.....

2018年5月に開催した決算説明会で、新中期経営計画「Brand-new Deal 2020」をご説明した翌日、株価が急落したことから、直ちに要因分析を行いました。従来の配当フォーミュラを据え置いたことや、前中期経営計画とは異なり、2年目以降の連結純利益目標と1株当たりの下限配当額を定量的に明示せず定性的な表現にとどまったことで、これまでの「有言実行」の姿勢が変化したという誤解を与えてしまったようです。さらに、新中期経営計画そのものも「抽象的で分かりにくい」という印象であったようです。

.....

今後は、これを教訓として、これまで以上に市場の声に耳を傾けていきたいと考えています。』

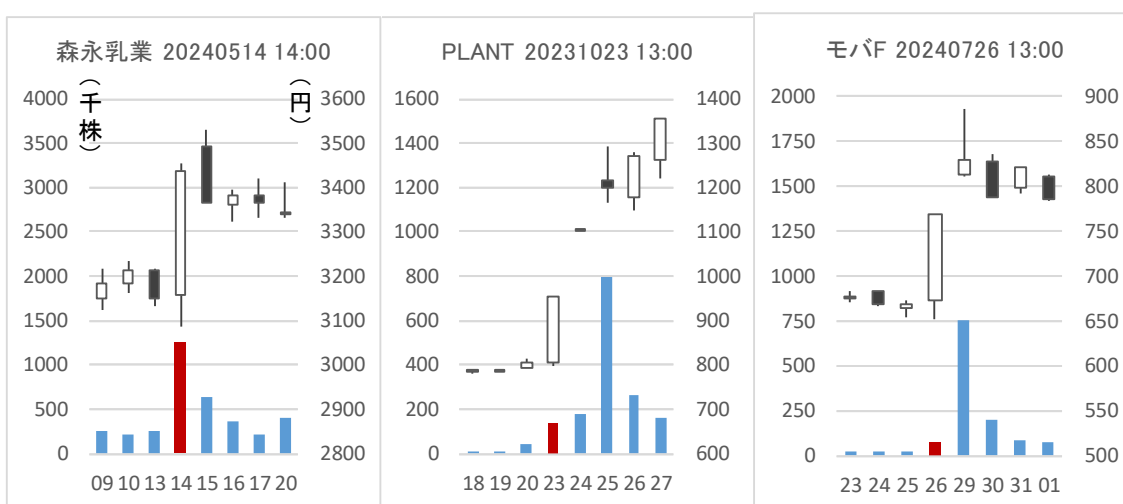
新中期経営計画の発表で株価が急落したのは、投資家の期待を裏切るものだったからである。これは投資家側の誤認識の問題ではなく、経営計画の発表内容が自らの意図を正確に伝えるものになっていなかったからだと岡藤 CEO は反省している。岡藤 CEO は、株価は発表した経営計画を即座に反映するものであると考えており、株価をモニターしていくことで、自らの経営判断を投資家がどう評価しているかを把握しようとしている。そして、「株価は経営者の通知表」であると考えているのである。

2. 経営意思決定情報を直ちに織り込む株価

経営の意思決定を適時開示することで株価が大きく変動した実例を紹介する。

森永乳業は本年5月14日に、翌15日に開催される決算説明会の資料3点¹と共に、東証要請²に応える「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の本資料³および関連資料4点⁴を公表した。本資料は同社の株主価値に関する現状認識から始まり、これを向上させるための施策を理路整然と説明したもので、東証要請への対応資料としてお手本ともいえる内容である。この本資料で述べている施策のうち、中間配当制度導入・自己株式取得・株式給付信託（J-ESOP）導入についての決議、およびグリーンボンド発行登録書の関東財務局長への提出の4点を関連資料として同時に公表した。決算説明資料では2024年3月期の業績が市場予想を上回っており、2025年3月期も増益が見込まれ、年間配当を60円から90円に増配する予定であることも明記している。

このような株主価値向上へ向けた充実した計画および関連施策の実施という整合性の取れた経営意思決定情報と好調な業績の発表により、森永乳業の株価は急騰した。次の図の左側に森永乳業の5月9日から20日までの8営業日の日足チャートを示した。



(注)3例とも棒グラフは出来高で千株単位(左軸)、ローソク足は株価で円(右軸)。茶色の出来高は適時開示日

森永乳業が適時開示を行ったのは14時00分だったが、14時05分までのわずか5分間に株価は出来高を伴って10%近く跳ね上がった。森永乳業は東証の規模区分ではTOPIX Mid400に区分されており、言わば”上位500社”に入る企業である。このように株価が投資情報（この場合は経営意思決定情報）を瞬時に織り込む現象は上位500社の上場企業だからではない。出来高が極めて少ないスタンダード企業でも同じことが起きて

¹ 2024年3月期の決算短信（日本基準）と決算説明会資料および決算補足資料

² 東京証券取引所、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応等に関するお願いについて」、2023年3月31日、<https://www.jpx.co.jp/news/1020/20230331-01.html>

³ <https://ssl4.eir-parts.net/doc/2264/tdnet/2438236/00.pdf>

⁴ この他に代表取締役の異動に関するお知らせも発表しており、同時に合計で9本の公表をしている。

いる。前ページの日足チャートにある PLANT とモバイルファクトリー（図中の「モバ F」）はスタンダード企業で、業績予想をしている証券会社がほとんどない”Neglected Stock”であるが、充実した株主価値向上計画と計画にある関連施策の実施をセットにした開示で株価はそれぞれ約 50%と約 20%も跳ね上がった。PLANT は昨年 10 月 23 日 13 時 00 分の中場開示で、モバイルファクトリーは本年 7 月 26 日の 13 時 00 分の中場開示である。両社とも株価は即座に反応している⁵。森永乳業と異なるのは出来高が薄いため新たな均衡価格に達するのに 1 日以上を要していることである。

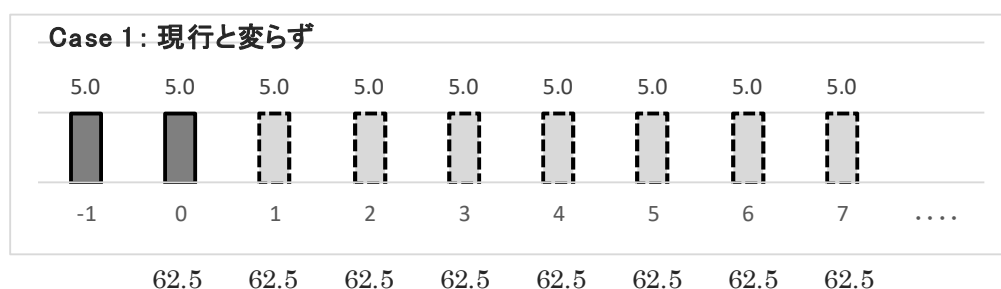
もし経営意思決定情報の開示で株価が反応しなかったとすると、その情報は将来の業績予想に変化をもたらさないと株式市場が判断したことを意味する。

3. 経営計画の株価織り込みのモデル計算

現在、すべてのプライム・スタンダード企業は東証から「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」の計画策定と開示を要請されている。各企業は株主価値向上策を求められているのである。計画の策定・開示で株価（株主価値）がどう反応するかを簡単なモデル計算で確認してみよう。以下では結果だけを紹介する。計算プロセスの説明は巻末の補足資料をご覧ください。

ある企業は、投資家に帰属するキャッシュフロー（CF）が過去数年にわたり 5 億円と変わらず停滞していた。

（Case 1）投資家はこの状態が今後も変わらないとみなしていた、つまり、1 年後も 2 年後も、その後も CF の予想は 5 億円のままだとする。この企業の株主資本コストが 8%だとすると、現在の株主価値は 62.5 億円である⁶。そして、1 年後も 2 年後も、その後も株主価値は 62.5 億円のまま変わらないだろう。



経営者は株主価値 100 億円を目指して、その目標が 4 年後に達成されるという計画を策定し発表した。しかし、その計画は投資家から見ると全く実現性がないもので、将来

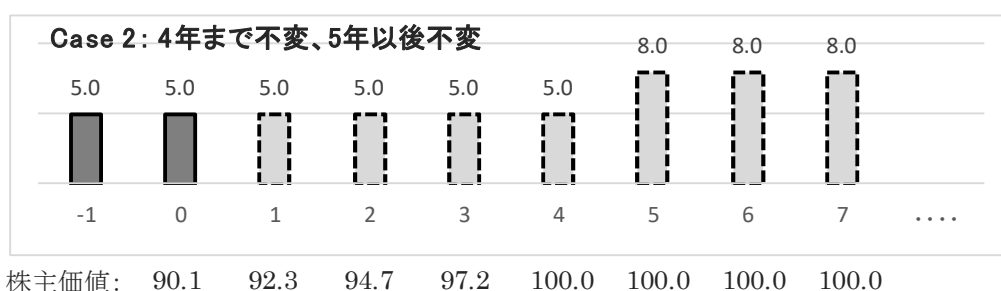
⁵ 日足チャートで示した 3 社はすべて中場開示であるが、立会取引の終了後に適時開示する企業の方が圧倒的に多い。これらの企業の株価の反応は翌営業日の取引開始時に見ることができる。

⁶ 株主価値は 1 年後からの毎年の CF 予想額（この場合は一定の 5 億円）を株主資本コスト（この場合は 8%）で現在価値に割引いて合計したもので、そのように計算した結果が 62.5 億円になる。詳しくは巻末の補足資料をご覧ください。貴社の MBA 資格保有スタッフが丁寧に説明してくれるでしょう。

CFの予想を変化させるものではなかった。CF予想は5億円のまま変わらず、株主価値も62.5億円のままで変わらない。

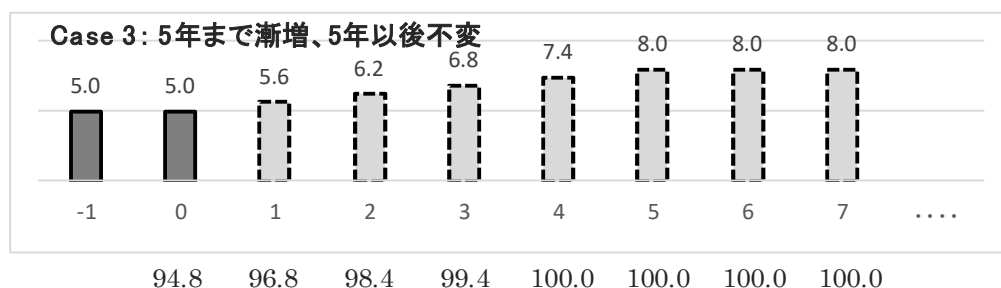
(Case 2) 4年後の株主価値を決めるのは5年以後のCF予想である。経営者が策定した計画では5年目のCFが8億円になり、その後も8億円が維持されるとしていたとする。投資家もその計画は実現されると予想したとすれば、4年後の株主価値は100億円になる。このとき現在の株主価値はいくらになるだろうか？

現在の株主価値を推計するためには1年目から4年目までのCFの予想も必要である。そこで、4年目までは現状のCFである5億円が続くと想定する⁷。将来CFの予想は次の図のようになる。



このときの現在の株主価値は90.1億円である。Case1のCF予想と比べて5年以後のCF予想が5億円から8億円へと大幅に増加しているからである。株主価値は1年後は92.3億円、2年後は94.7億円、3年後は97.2億円となって4年後に100億円に達する。株主価値は現在の62.5億円から毎年 $(100 - 62.5) \div 4 = 9.375$ 億円ずつ増加していくのではない。投資家がこの計画は実現できると確信すると、株主価値は62.5億円から90.1億円に瞬間的に跳ね上がるのである。5年以後のCF予想は8億円のまま変わらないので、5年以後の株主価値は100億円のままで続くことになる。

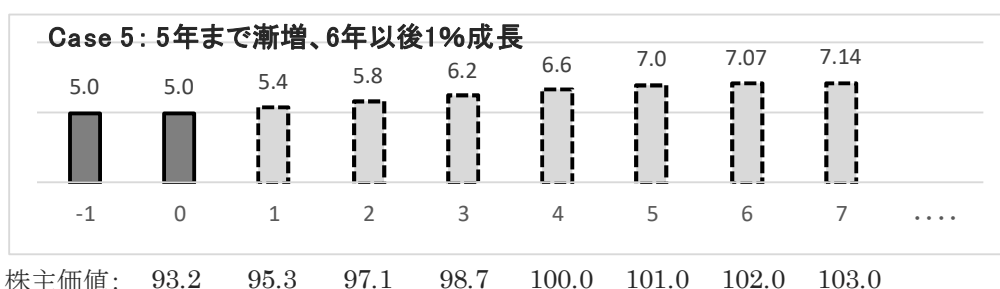
(Case 3) CFが5年後に8億円になるのに、1年後から4年後までCFが5億円のままというのは不自然ではないか。そこで、CFは5年後まで毎年、 $(8 - 5) \div 5 = 0.6$ 億円ずつ増えると予想したとする。この場合のCF予想は次の図のとおりである。



現在の株主価値は94.8億円になる。Case2の90.1億円より高いのは1年目から4年目までのCF予想で5億円を上回っている分の寄与である。

⁷ 4年目までは設備投資等の準備期間で、その間は合理化等でCFを減らさない経営ができると想定する。

(Case 5⁸) 5年目に達成したCFがその後も一定のままという計画は不自然かもしれない。6年以後ではCFは一定率で成長すると仮定したらどうなるか。6年以後はCFが1%成長する予想で、4年後の株主価値が100億円になるためには5年目のCFは(8億円ではなく)7億円でよい。現在から5年後の7億円に向けてCFが毎年0.4億円ずつ増加すると予想すると、将来CFの予想は次の図のとおりとなる。



投資家がこのCF予想に合意すると、現在の株主価値は62.5億円から93.2億円に跳ね上がる。株主価値は4年後に100億円になった後、5年後に101億円、6年後に102億円、7年後には103億円と1%ずつ成長する。

Case2、3、5から分かるように、株主価値が現在62.5億円で4年後に100億円になる計画を策定・公表し、投資家がこの計画が実現できると予想したら、現在の株主価値は一瞬にして90億円以上に跳ね上がる(62.5億円から45%超の値上り)。その後、投資家がこの計画は当初予想通りに進んでいると評価しているなら、株主価値は漸増しながら4年後の100億円に到達することになる。4年後までの途中で将来CFに変化をもたらす経営意思決定情報を発信したら、一瞬のうちにそれを織り込む評価が行われ、その時点で株主価値は修正されるだろう。4年後に株主価値を100億円にするという会社の計画を、投資家の実現しそうな株主価値は80億円だろうと判断した場合、現在の株主価値の跳ね上がりは75~78億円程度(22%程度の値上り)になろう。4年後の株主価値100億円の計画を発表しても株価が無反応の場合は、Case1の後段のとおり、投資家がこの計画を全く信用していないということである。

経営者・取締役の方々には、経営計画など企業価値に関わる情報を開示したときには、株価がどのように反応したかを注意深くご確認いただきたい。

本稿に関するご意見・ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

⁸ 巻末の補足資料にはCase4とCase6も掲載している。

【補足資料：取締役会支援スタッフ向け資料】

市場が経営計画を信認したら株価が直ちに跳ね上がる理由

株主価値 P_0 は、その企業が株主のために生み出すであろう将来キャッシュフロー（CF）を現在価値に割り引いて合計したもので、一定成長を仮定すると次のようになる。

$$P_0 = \frac{CF_1}{r - g}$$

ここで、 CF_1 は1年後の予想CF、 r は株主資本コスト、 g は成長率である。

現時点（0年）において業績が低迷しており成長率 g が0%と見なされている企業があるとする。株主に帰属するキャッシュフロー（CF）は5億円と一定で推移してきており、今後も5億円のまま推移すると投資家に見なされているとする。株主資本コスト r は8%であると仮定すると、この企業の現時点の株主価値 P_0 は、

$$P_0 = \frac{CF_1}{r - g} = \frac{5}{0.08 - 0.0} = 62.5$$

となって62.5億円である（⇒Case 1）。ここで注意すべきは0年における株主価値 P_0 は、「0年以後=0年、1年、2年、……」の予想CFではなく「0年以降=1年以後=1年、2年、3年、……」の予想CFによって決まるものである。

4年目に株主価値 P_4 を100億円に引き上げたい。5年以後のCFは一定と仮定すると、

$$P_4 = 100 \quad \text{であり、} \quad P_4 = \frac{CF_5}{0.08 - 0.0}$$

であるから $CF_5 = 8$ である。つまり、5年目にCFが8億円になり、その後、毎年8億円のCFを生み出す状態になっていれば、目標の $P_4 = 100$ 億円が達成される（⇒Case 2）。

この状況になったときの現在の株主価値 P_0 はいくらだろうか？

P_0 は将来予想CFの現在価値合計であり、5年以後のすべてのCFの4年末時点の価値合計は P_4 だから、 P_0 は次のとおりとなる。

$$P_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \frac{P_4}{(1+r)^4}$$

Case2の場合は次のようになる。

$$P_0 = \frac{5.0}{(1.08)^1} + \frac{5.0}{(1.08)^2} + \frac{5.0}{(1.08)^3} + \frac{5.0}{(1.08)^4} + \frac{100}{(1.08)^4} = 90.064$$

なお、この状態での1年末時点の株主価値 P_1 は次のように計算して92.3億円になる。

$$P_1 = \frac{5.0}{(1.08)^1} + \frac{5.0}{(1.08)^2} + \frac{5.0}{(1.08)^3} + \frac{100}{(1.08)^3} = 92.269$$

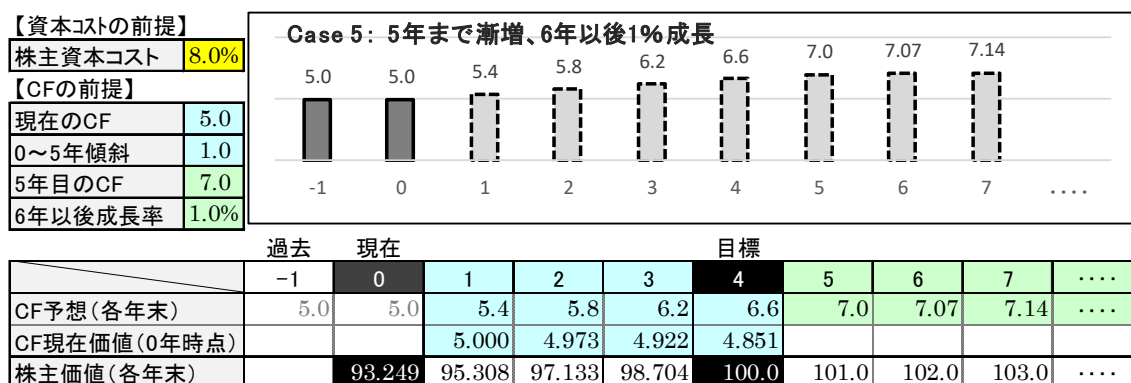
2年末時点の株主価値 P_2 は次のように計算して94.7億円になる。

$$P_2 = \frac{5.0}{(1.08)^1} + \frac{5.0}{(1.08)^2} + \frac{100}{(1.08)^2} = 94.650$$

6年以後にCFが1%で成長する場合、5年以後のCFの4年末時点の価値合計 P_4 が100億円になるための5年目のCF(CF_5)は次の式から求めることができる。

$$P_4 = 100 \quad \text{であり、} \quad P_4 = \frac{CF_5}{0.08 - 0.01}$$

結果は $CF_5=7.0$ 億円である。Case5は、次のEXCEL図表を使って計算した。



1年目から4年目までCFは0.4億円ずつ増加し、5年目には $CF_5=7.0$ 億円に到達する。 CF_6 以後は $7.0 \times 1.01 = 7.07$ 、 $7.0 \times (1.01)^2 = 7.14$ と毎年1%で成長していく。

5年以後のCFの4年末時点の価値合計 P_4 は前述の通り100億円である。1年目から4年目までのCFと P_4 の現在価値を合計することで、次のように、 $P_0 = 93.2$ 億円であることが分かる。

$$P_0 = \frac{5.4}{(1.08)^1} + \frac{5.8}{(1.08)^2} + \frac{6.2}{(1.08)^3} + \frac{6.6}{(1.08)^4} + \frac{100}{(1.08)^4}$$

$$= 5.000 + 4.973 + 4.922 + 4.851 + 73.503 = 93.249$$

次の表はCase1からCase6までのCFの前提の説明(灰色セル)、現在のCF(青色セル)、5年目のCFと6年以後の成長率(緑色セル)と、各Caseでの株主価値 P_0 をまとめたものである。

	Case1	Case2	Case3	Case4	Case5	Case6
4年まで	不変	不変	漸増	不変	漸増	漸増
6年以後	不変	不変	不変	成長	成長	成長
現在のCF	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
0~5年傾斜	0.0	0.0	1.0	0.0	1.0	1.0
5年目のCF	5.0	8.0	8.0	7.0	7.0	6.0
6年以後成長率	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	1.0%	2.0%
株主価値	62.5	90.1	94.8	90.1	93.2	91.7

なお、「0~5年傾斜」は1~4年のCFを決めるためのパラメーターで、0.0の場合は現在(0年目)からの横這いを、1.0は現在から5年目までの直線的な増加を意味する。

以上