

## BVCJ Report Vol.35

2011年4月7日

### 大震災後の市況動向が2011年3月末を基準日とする株式評価に与える影響

3月11日に発生した大震災の影響により、金融市場において大きな波乱が生じている。金融市場の動向は株式評価に重要な影響を与えることから、今回のレポートでは、大震災後の市況動向が2011年3月末を基準日とする株式評価に与える影響について考察したい。

結論としては、株式市場の下落により、エクイティ・リスク・プレミアム及びベータが低下し、割引率が引き下げられ、インカム・アプローチの評価結果が上ぶれする可能性が高い一方、類似企業の株価下落により、類似企業の株価指標が低下し、マーケット・アプローチの評価結果が下振れする可能性が高い。その結果、両アプローチの評価結果の乖離が大きくなり、総合的評価の判断が難しい局面となると考えられる。

実務上、株式価値の評価は、①インカム・アプローチ(DCF法等)②マーケット・アプローチ(類似企業比較法等)③ネットアセットアプローチ(時価純資産法等)の3つのアプローチに基づく評価額から総合的に評価することが最も一般的である。このとき、インカム・アプローチにおいては、CAPMを前提に割引率を決定することが一般的である。その場合の割引率の構成要素となる市況要因は、①国債金利(リスク・フリー・レートに使用されるため)②TOPIXの推移(エクイティ・リスク・プレミアムがTOPIXの長期的推移から算定されるため)③評価対象会社または評価対象会社の類似企業のベータである。また、マーケット・アプローチにおいては、評価対象株式又は評価対象株式の類似企業の株価が評価結果に影響を与える市況要因である。

まず、国債金利の動向について確認する(図表1参照)。

3月31日の10年債利回りの終値は1.260%となっている。これは、直前四半期末(2010/12/30)の終値1.128%よりも0.132%高いが、前年同期(2010/3/31)の終値1.400%よりは0.14%低い。この結果、前年同期及び直前四半期末との比較においては、大震災は国債利回りには大きな影響を及ぼしておらず、株式評価にも大きな影響は生じないと見られる。

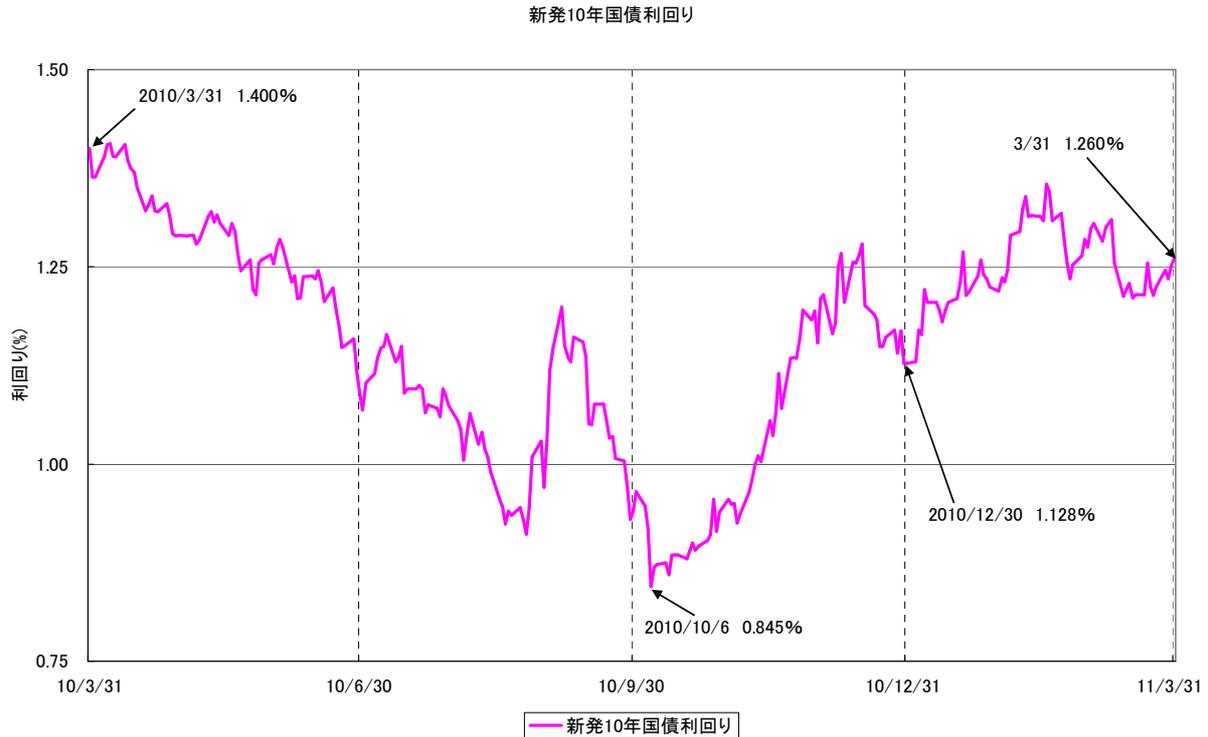
---

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.

(図表 1 2010年3月31日から2011年3月31日までの新発10年債利回りの推移)



(出所: Bloomberg に基づきビバルコ・ジャパン作成)

次に、TOPIX の推移について確認する(図表 2 参照)。

3月31日の TOPIX 終値は、869.38 であった。これは、直前四半期末(2010/12/30)の終値 898.8 よりも 29.42 (3.3%) 低く、前年同期(2010/3/31)の終値 978.31 よりも 108.93 (11.1%) 低い。実務上一般的に採用されている Ibbotson 社のヒストリカルデータは、一定期間の株価推移に基づいて計算されるため、こうした株価の下落はエクイティ・リスク・プレミアムの低下につながる(たとえば 1960 年を起点としたデータでは、リーマンショックによる株価の下落は、エクイティ・リスク・プレミアムの 1%程度引き下げ、郵政解散後の株価上昇は、エクイティ・リスク・プレミアムを 1%程度押し上げた)。

この結果、インカム・アプローチの適用に当たり採用される割引率は、エクイティ・リスク・プレミアムの下落により低下し、評価結果は引き上げられる可能性が高い。

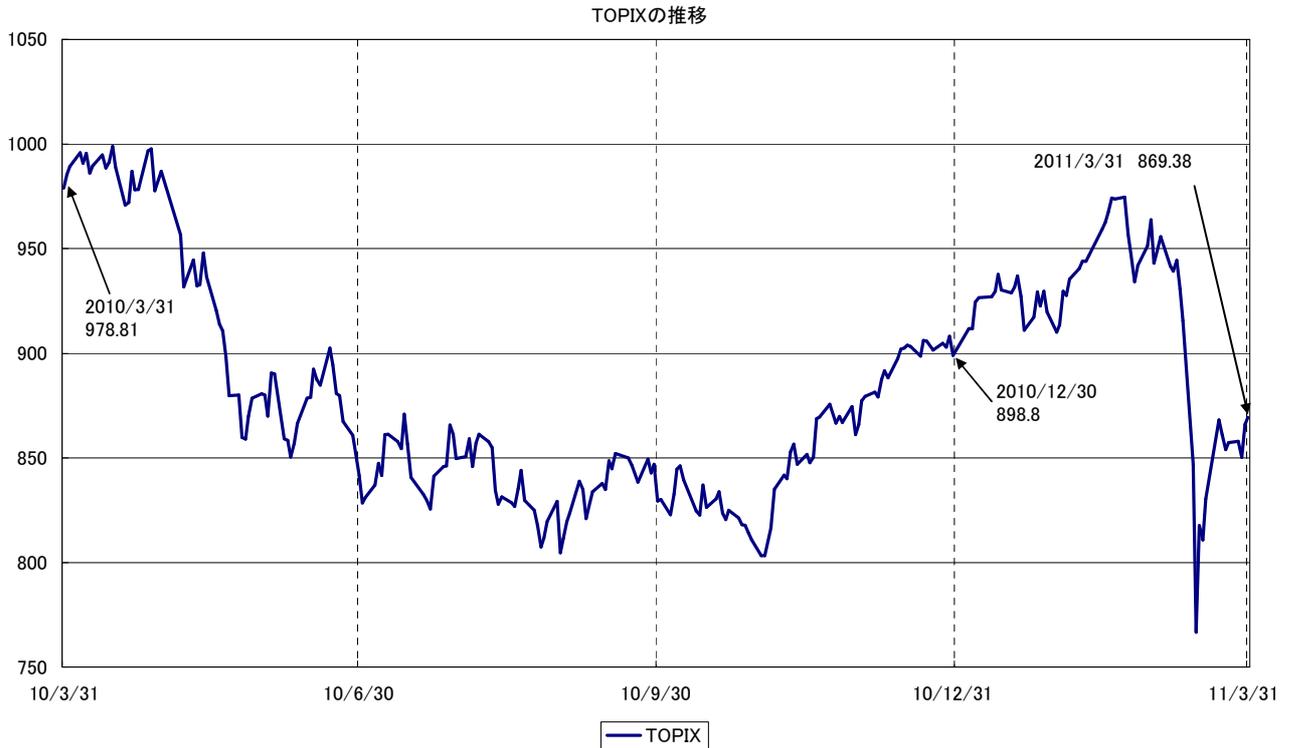
一方、あくまでも個別銘柄の問題ではあるものの、多くの銘柄において株価が下落しており、EV/EBITDA、PER、PBR 等の株価指標は低下するケースが多いと考えられる。この結果、マーケット・アプローチの適用に当たり採用される株価指標が低下し、評価結果は引き下げられる可能性が高い。

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

Copyright (C) BVCJ All Rights Reserved.

図表 2 TOPIX の推移



(出所: Bloomberg に基づきビバルコ・ジャパン作成)

最後に、ベータの推移について確認する(図表 3)。

なお、ベータはあくまでも個別銘柄の問題であるため、ここでは代表的な個別銘柄として、TOPIX コア 30 採用銘柄(但し、極端に値動きの激しい東京電力(9501)を除く)のベータの推移を取り扱うこととしている。

大震災後の TOPIX の急落局面では、多くの銘柄が TOPIX とともに急落し、個別銘柄の値動きと TOPIX の値動きとの相関関係の指標であるベータは1に近づくケースが多いと考えられる。

実際には、29 銘柄中 19 銘柄で前年同期比及び直前四半期末比でベータの 1 への収斂が見られている。

この結果、インカム・アプローチの適用に当たり採用される割引率は、ベータが 1 よりも低かった会社ではベータの上昇により引き上げられ、評価結果は引き下げられる可能性が高く、ベータが 1 よりも高かった会社ではベータの下落により引き下げられ、評価結果は引き上げられる可能性が高い。

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払ひ、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。

図表3 TOPIX コア30構成銘柄(東京電力(9501)を除く)の日足2年ベータの推移

証券 コード	会社名	2010/3/31	2010/6/30	2010/9/30	2010/12/31	2011/3/31	前年同期比	前四半期末比
		A	B	C	D	E	E-A	E-D
2914	JT	0.809	0.842	0.841	0.807	<b>0.899</b>	0.090	0.093
3382	セブン&アイ・ホールディングス	0.881	0.848	0.866	0.757	<b>0.772</b>	-0.109	0.015
4063	信越化学工業	1.050	1.055	1.069	1.176	<b>1.132</b>	0.082	-0.044
4502	武田薬品工業	0.758	0.734	0.739	0.604	<b>0.528</b>	-0.230	-0.077
4503	アステラス製薬	0.842	0.810	0.833	0.693	<b>0.577</b>	-0.265	-0.116
5401	新日本製鐵	1.313	1.321	1.285	1.281	<b>1.209</b>	-0.105	-0.072
6301	コマツ	1.363	1.389	1.365	1.386	<b>1.184</b>	-0.178	-0.202
6502	東芝	1.144	1.163	1.169	1.428	<b>1.410</b>	0.266	-0.018
6752	パナソニック	1.126	1.144	1.166	1.235	<b>1.191</b>	0.065	-0.044
6758	ソニー	1.386	1.365	1.384	1.431	<b>1.285</b>	-0.101	-0.146
7201	日産自動車	1.384	1.389	1.424	1.575	<b>1.330</b>	-0.054	-0.245
7203	トヨタ自動車	1.179	1.167	1.163	1.090	<b>1.078</b>	-0.101	-0.012
7267	本田技研工業	1.419	1.394	1.426	1.329	<b>1.087</b>	-0.332	-0.243
7751	キヤノン	1.340	1.343	1.348	1.395	<b>1.095</b>	-0.245	-0.299
7974	任天堂	0.879	0.926	0.921	0.758	<b>0.699</b>	-0.180	-0.059
8031	三井物産	1.330	1.371	1.339	1.348	<b>1.210</b>	-0.120	-0.138
8058	三菱商事	1.369	1.413	1.408	1.405	<b>1.268</b>	-0.101	-0.137
8306	三菱UFJフィナンシャル・グループ	1.321	1.275	1.209	1.343	<b>1.219</b>	-0.102	-0.124
8316	三井住友フィナンシャルグループ	1.442	1.394	1.300	1.417	<b>1.160</b>	-0.283	-0.257
8411	みずほフィナンシャルグループ	1.482	1.422	1.339	1.427	<b>1.247</b>	-0.235	-0.180
8604	野村ホールディングス	1.404	1.362	1.294	1.494	<b>1.500</b>	0.097	0.006
8766	東京海上ホールディングス	1.383	1.378	1.328	1.302	<b>1.010</b>	-0.373	-0.292
8802	三菱地所	1.279	1.252	1.224	1.422	<b>1.296</b>	0.017	-0.126
9020	東日本旅客鉄道	0.401	0.421	0.426	0.440	<b>0.659</b>	0.258	0.219
9432	NTT	0.532	0.517	0.520	0.429	<b>0.549</b>	0.016	0.119
9433	KDDI	0.622	0.601	0.611	0.555	<b>0.678</b>	0.056	0.123
9437	エヌ・ティ・ティ・ドコモ	0.516	0.500	0.501	0.402	<b>0.544</b>	0.028	0.142
9503	関西電力	0.385	0.371	0.379	0.258	<b>0.366</b>	-0.018	0.109
9984	ソフトバンク	0.988	1.004	1.007	1.026	<b>0.940</b>	-0.049	-0.086

：ベータが1に収斂する傾向を示した銘柄

(出所: Bloomberg に基づきビバルコ・ジャパン作成)

以上の影響を踏まえると、インカム・アプローチにおいては、全体的な傾向としては評価結果が高く出る傾向となり、マーケット・アプローチにおいては全体的な傾向として評価結果が低く出る傾向となる可能性が高いといえるだろう。

そして、両者の評価結果の乖離はより拡大すると考えられ、総合的評価が難しくなる局面が増加するものと思われる。

以上

(文責 公認会計士・日本証券アナリスト協会検定会員 安室 保宏)

※ 本レポートに掲載されております情報は、内容及び正確さに細心の注意を払い、万全を期しておりますが、人為的なミスや機械的なミス、調査過程におけるミスなどで誤りがある可能性があります。ビバルコ・ジャパン株式会社では、当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても一切の責任を負うものではありません。

※ 本レポートおよび当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを禁じます。