



IR向上委員会

2024年7月10日（水） 19:00

IR Agentsと一緒に考える！

「資本コストのお話」



 Finance
FiNX

IR実務に
携わる人のための
勉強会コミュニティ

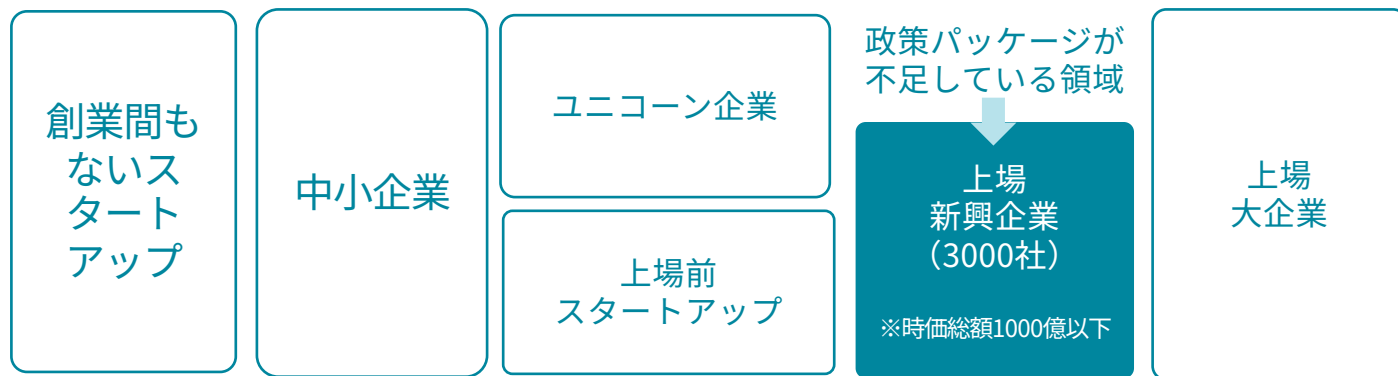


IR向上委員会

IRをアップデートし
世界中の投資家から
日本に投資マネーを

長期ビジョン

日本金融経済研究所を通じて政策提言を推進する



中小型株といわれる企業のIRを後押しする政策を！

趣旨ご賛同いただけましたら、賛助会員ご検討ください！



IR向上委員会

「じゃあ資本コストは何%なら良いんですか？」

Part 2

2024/7/10



- 1 前回&前々回の復習
- 2 今回のトピックー市場インプライド資本コストから資本コストを考えてみよう
- 3 市場インプライド資本コストについて
- 4 市場インプライド資本コストを見る理由（メリット/デメリット）
- 5 大企業から考える資本コストを左右する要素
- 6 個別企業の資本コスト深掘り ～ご協力いただきありがとうございます～

東証の皆様をお招きし、「資本コストを意識した経営」に関する考えや事例をヒアリング

JPXの要請す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

現状分析

- 自社の資本コストや資本収益性を的確に把握
- その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価

計画策定・開示

- 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組を取締役会で検討・策定
- その内容について、現状評価とあわせて、投資家に分かりやすく開示

取組の実行

- 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進
- 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施

現状分析・評価

- ① 投資者の視点から資本コストを捉える
- ② 投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する
- ③ バランスシートが効率的な状態になっているか点検する

取組の検討・開示

- ④ 経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組を行う
- ⑤ 資本コストを低減させるという意識を持つ
- ⑥ 中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う

株主・投資者との対話

- ⑦ 経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する
- ⑧ 株主・投資家の属性に応じたアプローチをおこなう
- ⑨ 対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる

9つの観点からのべ29社の事例を共有

今日は投資家視点での資本コストとは何か？ についてを伝えたいところ

JPXの要請す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

現状分析

- **自社の資本コストや資本収益性を的確に把握**
- その内容や市場評価に関して、取締役会で現状を分析・評価

計画策定・開示

- 改善に向けた方針や目標・計画期間、具体的な取組を取締役会で検討・策定
- その内容について、現状評価とあわせて、投資家に分かりやすく開示

取組の実行

- 計画に基づき、資本コストや株価を意識した経営を推進
- 開示をベースとして、投資者との積極的な対話を実施

現状分析・評価

① 投資者の視点から資本コストを捉える

- ② 投資者の視点を踏まえて多面的に分析・評価する
- ③ バランスシートが効率的な状態になっているか点検する

取組の検討・開示

- ④ 経営資源の適切な配分を意識した抜本的な取組を行う
- ⑤ 資本コストを低減させるという意識を持つ
- ⑥ 中長期的な企業価値向上のインセンティブとなる役員報酬制度の設計を行う

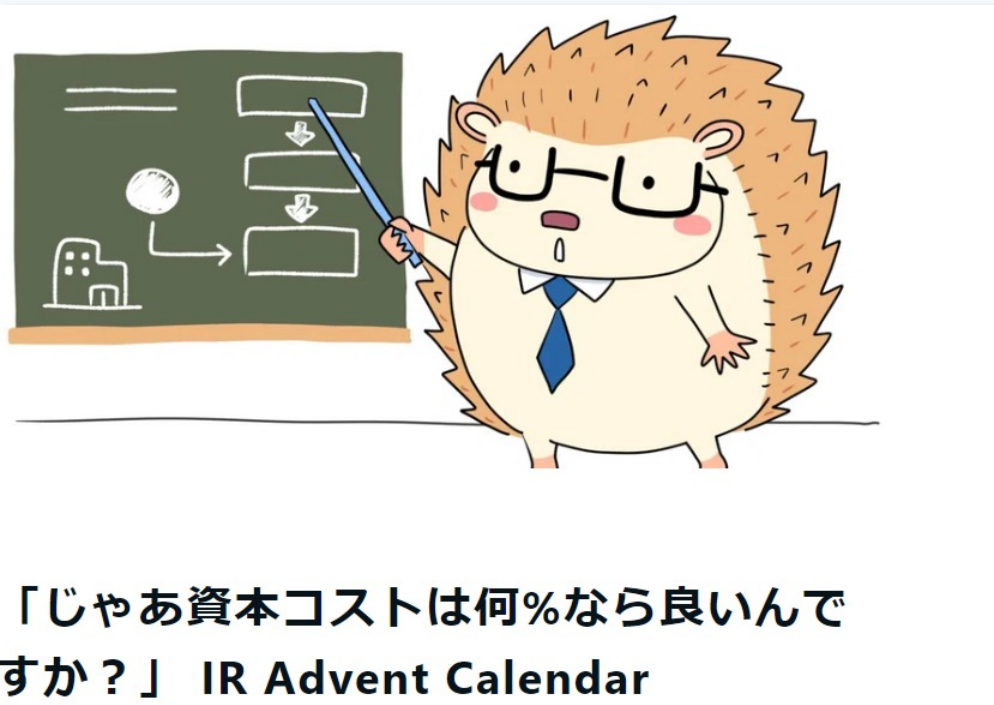
株主・投資者との対話

- ⑦ 経営陣・取締役会が主体的かつ積極的に関与する
- ⑧ 株主・投資家の属性に応じたアプローチをおこなう
- ⑨ 対話の実施状況を開示し、更なる対話・エンゲージメントに繋げる

9つの観点からのべ29社の事例を共有

ちなみにPart 2 なのは昨年末のAdvent Calendar で類似の話題を挙げているため。

今日は少し詳しく $\& + \alpha$ の説明をする予定です



当該ノートはこちら

https://note.com/ir_agents/n/nfdfa308b70df

note を、そして IR note マガジンを
よろしくおねがいします！

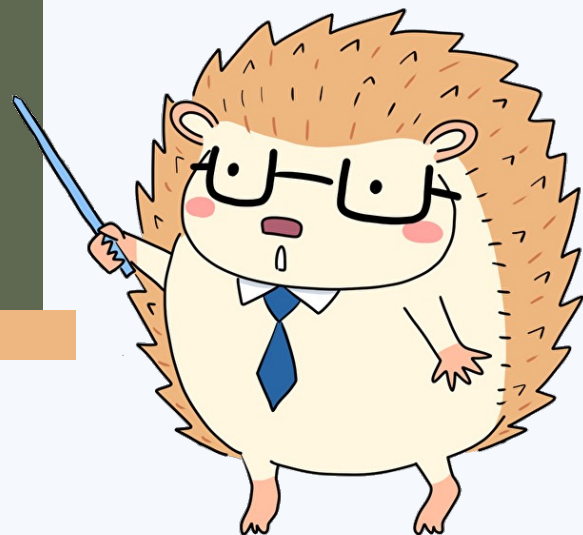
CAPMだけではなく
市場インプライドの
資本コストも見よ

PBR1倍割れの時
CAPMの資本コストを基準に
「資本コストを上回っている」
と言うな

資本コストに囚われるな



可能な限り簡単に
説明しようと思いますが
割と難しいトピックです
分からないことがあったら
気にせず後程
HPやXよりご相談下さい



本セミナーにおける『資本コスト』は
特段の指摘が無い場合
負債コストとの加重平均ではなく
『株主資本コスト』を意味します。



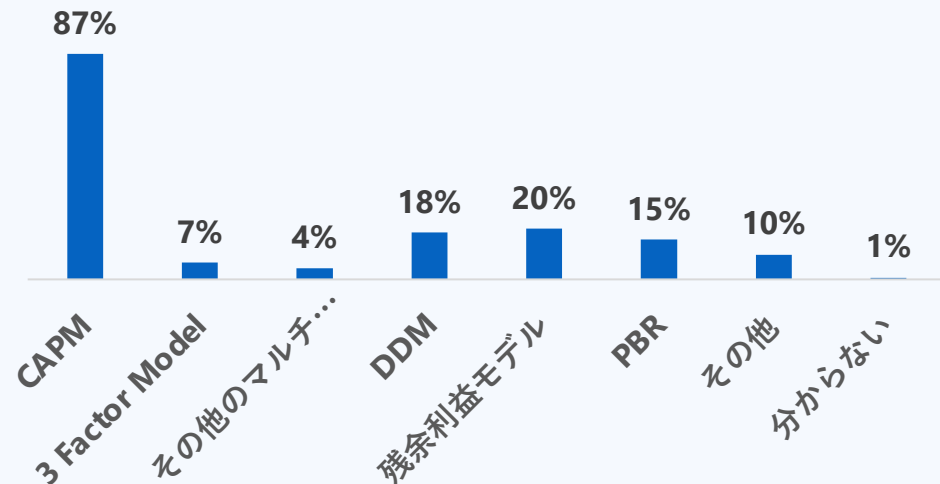
ちなみにPart 2 なのは昨年末のAdvent Calendar で類似の話題を挙げているため。

今日は少し詳しく α の説明をする予定です

「資本コストと企業価値向上」に関するアン

ケート調査結果

(2020年3月)



CAPM

$$\text{Risk-free Rate} + \beta \times \text{Risk Premium}$$

「市場が効率的 (全ての投資家が合理的に判断する)」という仮定の下、
「全ての株式を買った時のリスクに対してどれ位のリスクになるか」 (β)
という単純な想定で資本コストを計算する方法

3 Factor Model

$$\text{Risk-free Rate} + \beta_1 \times \text{Market Risk Premium} + \beta_2 \times \text{Size Premium} + \beta_3 \times \text{Value Premium}$$

株式リスクプレミアムに加えて、小型株効果やバリュー株効果などの要素を実証的に計算することで、より市場の期待値に近い資本コストを計算する方法



1,000円位に
なったら売ろう



今の半額なら
買わないこともない



株価は800円位で
良いだろう



保有資産を考えると
1,500円には
なりそうだ



上がってる限りは
売らない



このニュースが出れば
2,000円にはなる

株価



投資家達は皆それぞれの判断基準を持っている



資本コストは一律には決まるものではない
(好みや情報量により左右され得るふわふわしたもの)





全ての投資家が落ち着く水準 = 今の株価



市場参加者全体の平均的な業績予想
市場参加者全体の平均的な資本コスト



全ての投資家が落ち着く水準 = 今の株価
市場にある平均的な業績予想



今の市場参加者全体の平均的な資本コスト



株価



当社の資本コストは
CAPMで3~5%!
ROEを上回っています!

PBR 0.8x

上回っていないから
PBRが1倍割れてるのだが!





PBR 1.1x

当社の資本コストは
CAPMで5%！
ROEは10%と倍以上！

ビジネス的にも市場評価的にも
もっと資本コスト高いだろう！



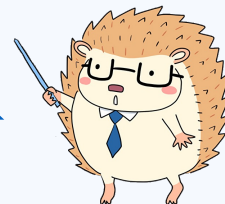
CAPMなどの前提になっている条件

- 全ての投資家は入手可能な情報を全て入手し、合理的な判断を下している
- 全ての投資家は同じ判断基準（合理的な利得獲得）に基づいて判断を下している
- 全ての投資家は同じ予想を持っている
- 全ての投資対象について、流動性は完全に価格や判断に影響を与えない水準で供給されている
(投資家は買いたいだけ買うことが出来、売りたいだけ得ることが出来る)

etc.

CAPMの良い点は

- ① 理論として完全
(数式的な導出が可能)
- ② 裁判等での使用実績
(恣意的な設定よりは弁証可能な論
あたりで、現実と一致している訳ではない)





全ての投資家が落ち着く水準 = 今の株価
市場にある平均的な業績予想



今の市場参加者全体の平均的な資本コスト

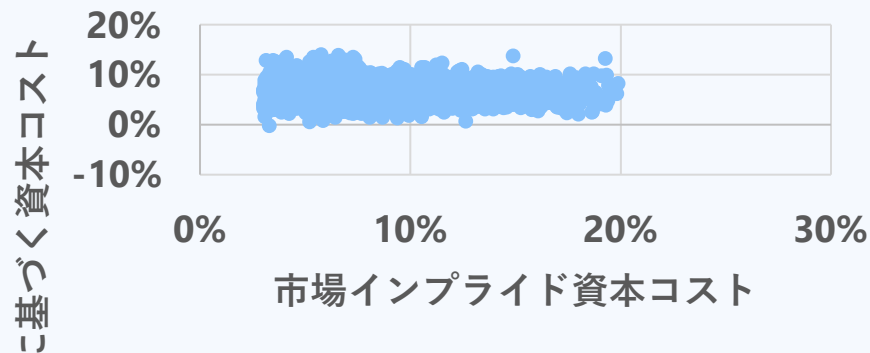


株価

市場インプライド資本コストと CAPMに基づく資本コストの散布図

*

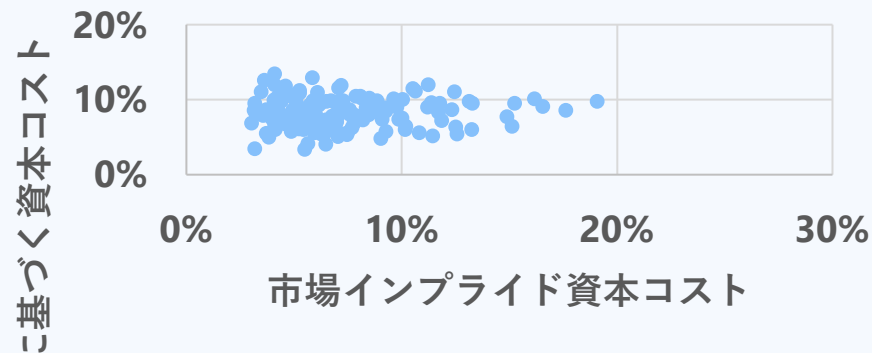
(全時価総額)



市場インプライド資本コストと CAPMに基づく資本コストの散布図

*

(時価総額1兆以上の企業)



* β 、P/B、ROEが取得可能な企業かつROEが負でない、かつ外れ値を削除

PER, PBRと
資本コストの理論的な関係

$$\text{PBR} = \frac{\text{ROE} - \text{成長率}}{(\text{資本コスト} - \text{成長率})}, \quad \text{株価} = \text{BPS} \times \text{PBR}$$

$$\text{PER} = \frac{\text{ROE} - \text{成長率}}{\text{ROE} \times (\text{資本コスト} - \text{成長率})}, \quad \text{株価} = \text{EPS} \times \text{PER}$$

$$\text{資本コスト} = \frac{\text{ROE} - \text{成長率}}{\text{PBR}} + \text{成長率} = \frac{\text{ROE} - \text{成長率}}{\text{PER} \times \text{ROE}} + \text{成長率}$$

体感&実証的に、成長率は
4～5年先までの平均成長率が
20%以下 → 1%, 20～30% → 2%
30%以上 → 3% という感じで
計算すると概ね合う





業績の前提

- ① 当期・来期の業績予想・配当を引用
- ② 3年後以降は当期～来期の成長率を2年分伸ばす
- ③ 5年目以降は成長率が一定と仮定

↓

今の株価と一致する資本コストを計算（前頁よりも長期的な成長を織り込み）

[to come]

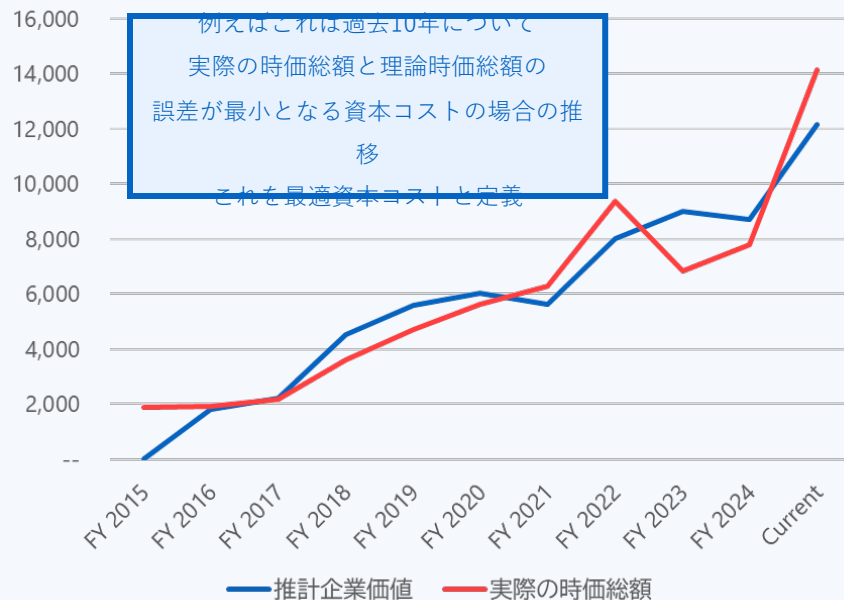
基本的には

取れる限りの予想と株価データから
10年間分を推計

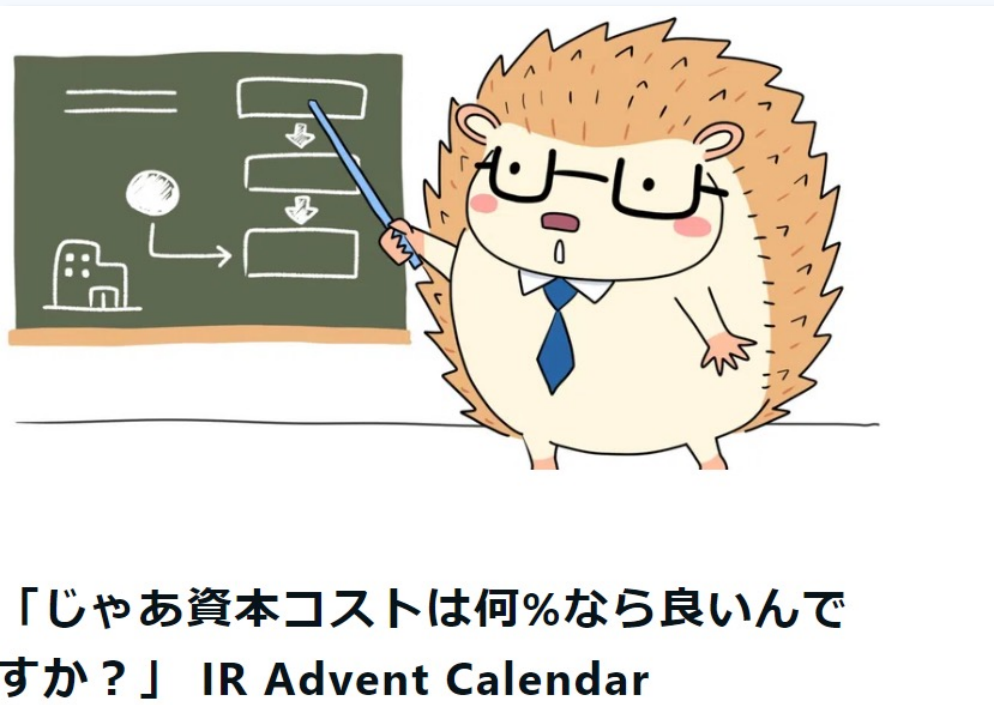
加えて、
「もし資本コストを
一つの値に定めるなら？」
という観点で、過去推移と推計の
誤差を最小にする資本コストを計算

年度	資本コスト
FY 2015	--
FY 2016	5.05%
FY 2017	5.34%
FY 2018	6.28%
FY 2019	5.97%
FY 2020	5.56%
FY 2021	4.88%
FY 2022	4.75%
FY 2023	6.49%
FY 2024	5.73%
Current	4.77%

誤差最小資本コストによる推計企業価値



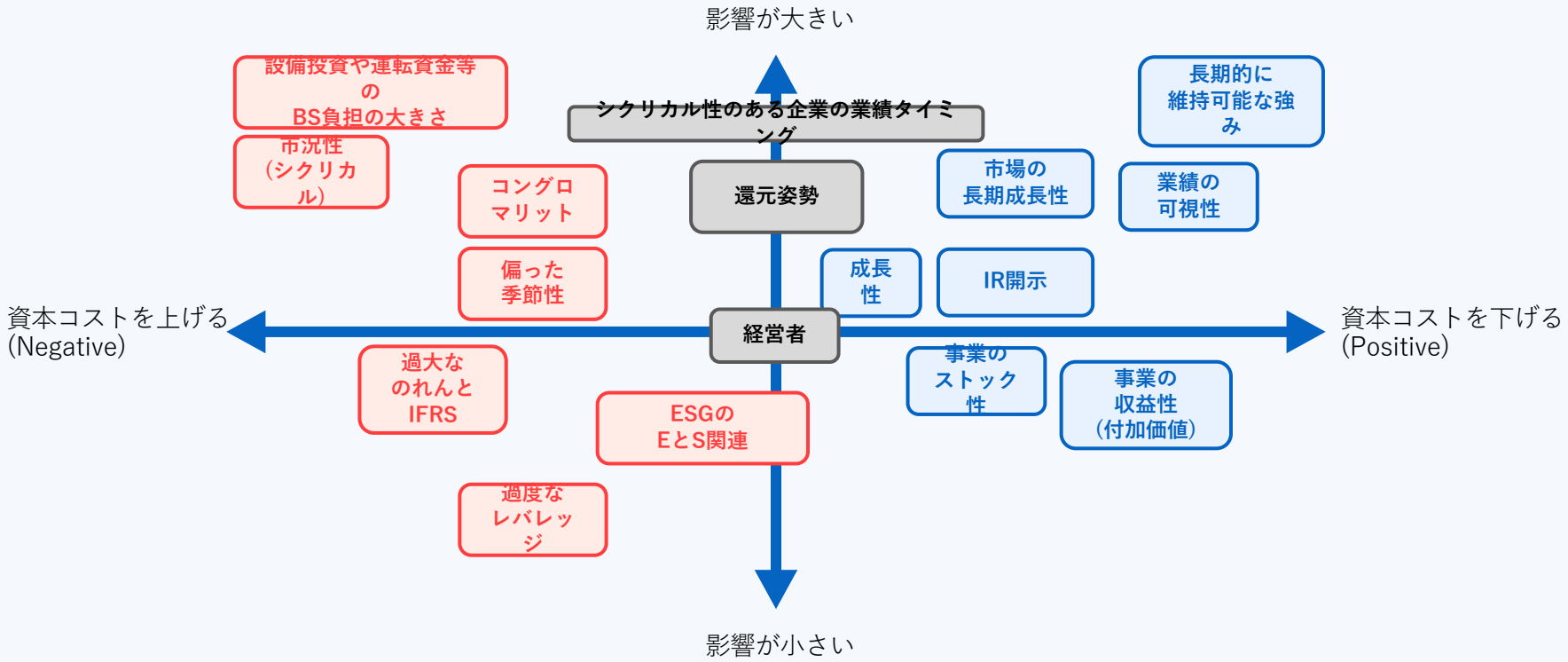
オービック、リクルート、豊田自動車、東京エレクトロン、野村不動産で、ストック型のビジネスモデルや設備投資を要するビジネスモデル、シクリカル性のあるビジネスモデルなどの代表的な企業をベースに分析しているのでご参照ください



当該ノートはこちら

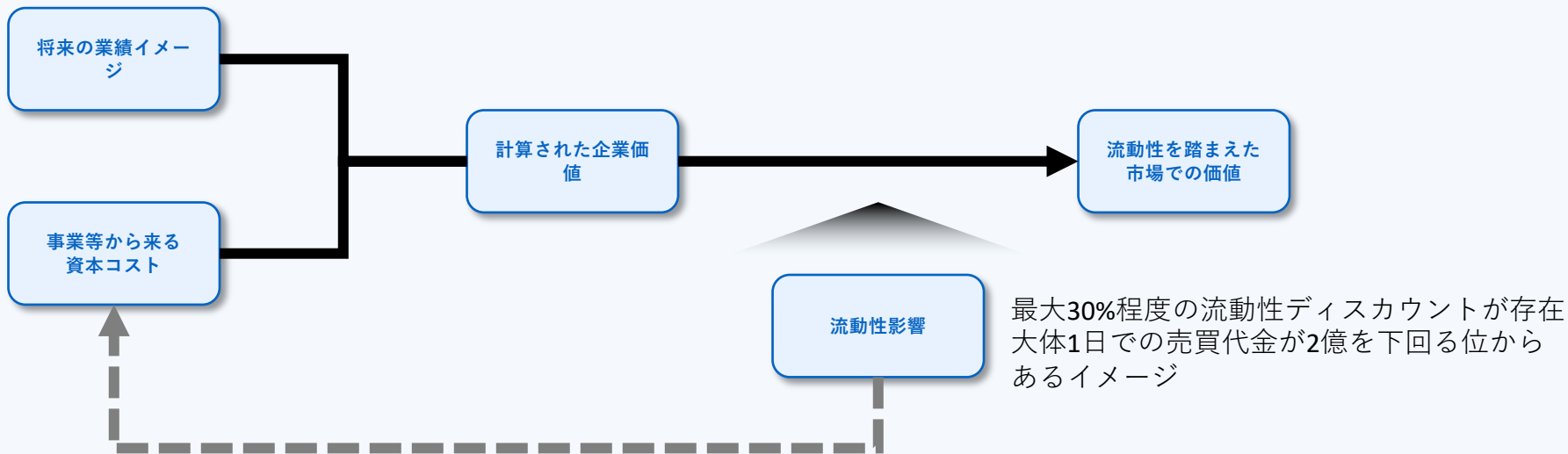
https://note.com/ir_agents/n/nfdfa308b70df

note を、そして IR note マガジンを
よろしくおねがいします！ (再掲)



今回は、流動性が無い場合、事業等からイメージされる資本コストから1.4～1.5倍程度の数値になる可能性があるという前提で進めます。

(30%ディスカウントを逆数に直すと $10 \div 7$ で資本コストが問題ないときと比べ1.43倍程度上がる可能性がある)



本来はこちらのルートで影響を与えていると思われるが、資本コストで～%、という換算が難しいため事後のディスカウントで考えることに



タスキホールディングス
(東証グロース: 166A)

事業構成

A: 旧タスキ

23区内向けに、相続税対策需要等を主な需要とするIoTレジデンスの開発・販売を行うのが主事業。テクノロジー領域としてのSaaS事業も始める



B: 新日本建物

23区内向けに、マンション「ルネサンスコート」等を開発・販売。その他賃貸経営や用地、物流施設の流動化なども行う



C: オーラ

富裕層向けに不動産関連の資産コンサルティング等。

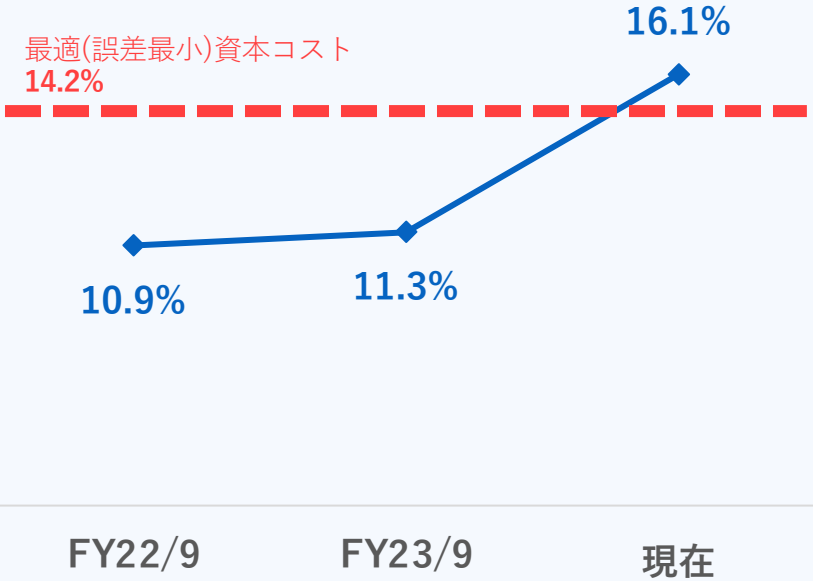


業績推移

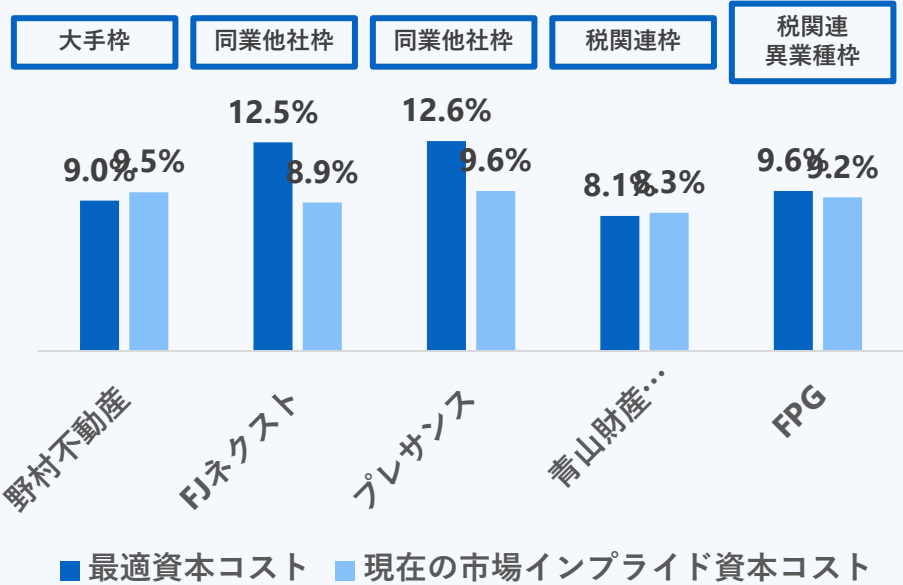
	FY21/9	FY22/9	FY23/9	FY24/9CE
売上高	9,190	12,277	18,565	44,000
YoY	30.8%	33.6%	51.2%	144.9%
営業利益	1,251	1,715	2,430	4,450
OPM	13.6%	14.0%	13.1%	9.8%
YoY	116.1%	37.1%	41.7%	84.1%

2024年に新日本建物と経営統合、また同年にオーラを買収しており過去推移から変わる可能性あり

資本コスト推移



比較してみる企業群



比較企業の簡単な説明

野村不動産

説明不要の総合不動産大手。分譲マンションとか都市開発、運用関連や仲介などのサービス領域。

FJネクスト

投資用マンション開発。不動産開発枠で設定。

プレサンス

分譲マンション開発中堅。新日本建物とかを意識して設定。

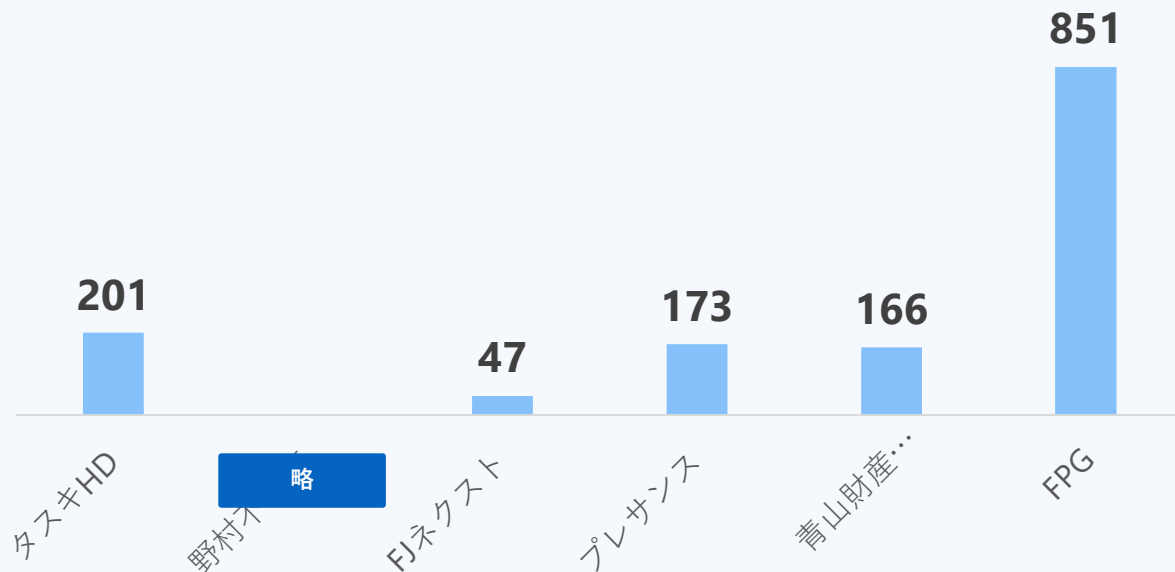
青山財産ネットワークス

相続に強みのある財産コンサル会社。顧客層の被りを意識。

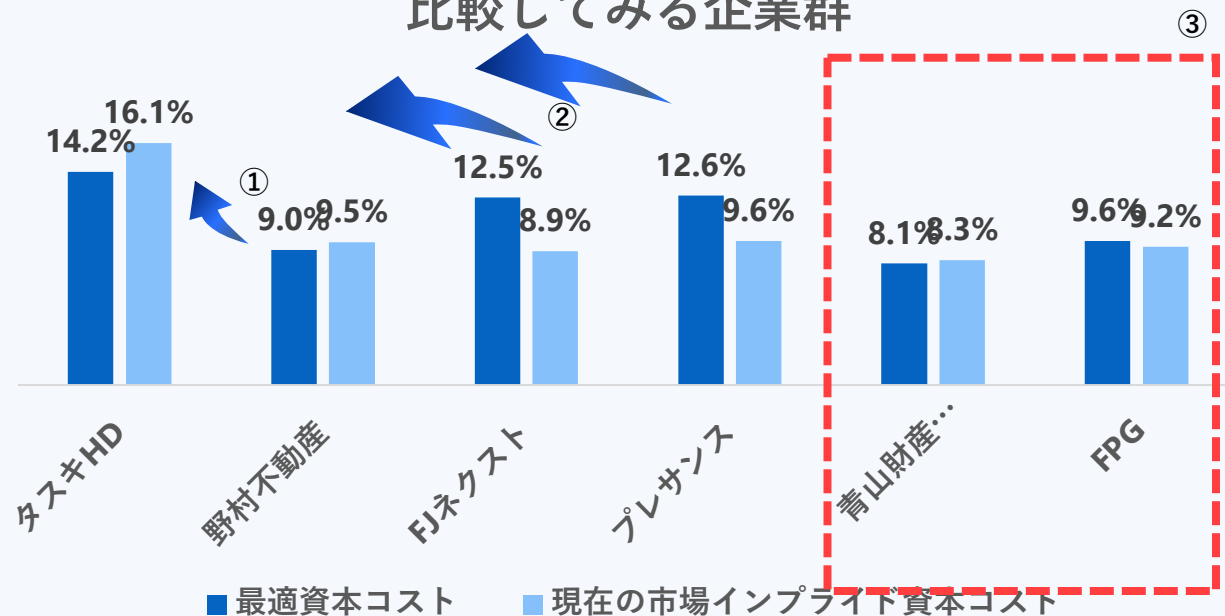
FPG

オペレーティングリース大手。BSを使う事業という前提で、異業種枠で、税金に絡む部分。こちらは法人税だが…

過去3ヵ月売買代金 (百万円)



比較してみる企業群



比較してみた印象の説明

① vs 野村不動産

流動性や事業規模、事業の中身として違いがあるが、それを踏まえてもやはり差がある印象。単純な流動性とも言い難いが、運用関係の収益の安定性などが評価の差にあるのだろうか。

② vs FJネクスト, プレサンス

Shared Researchベースで意識している会社を拾ってきてみたが、FJネクストなどは流動性が低い割に資本コストの水準としてはプレサンスと変わらず、一段タスキHDが落ちる印象。開発販売の枠では敬遠されているような印象を受けた。

③ vs 青山財産、FPG

青山財産やFPGは同じく一定自社のBSを使うものの顧客や需要が根本的な投資需要とは少し違うのではないかと、という観点でピックアップ。青山財産ネットワークスに関してはコンサルがあるため一概には言えないが、開発販売よりはリスクが低く見られている印象。

株式会社アズ企画設計

アズ企画設計
(東証グロース: 3490)

事業構成

A: 不動産販売事業

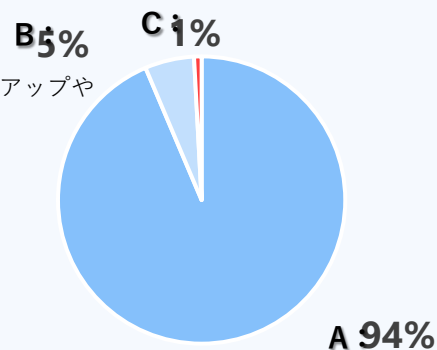
収益不動産を主トックし、リノベーションによるバリューアップやリーシング(賃貸募集)を施し、不動産投資家へ再販

B: 不動産賃貸事業

リニューアルにより収益改善が見込める不動産を所有者から借り受けサプリースを行う

C: 不動産管理事業

不動産所有者に対して建物管理や入居者管理等を提供。



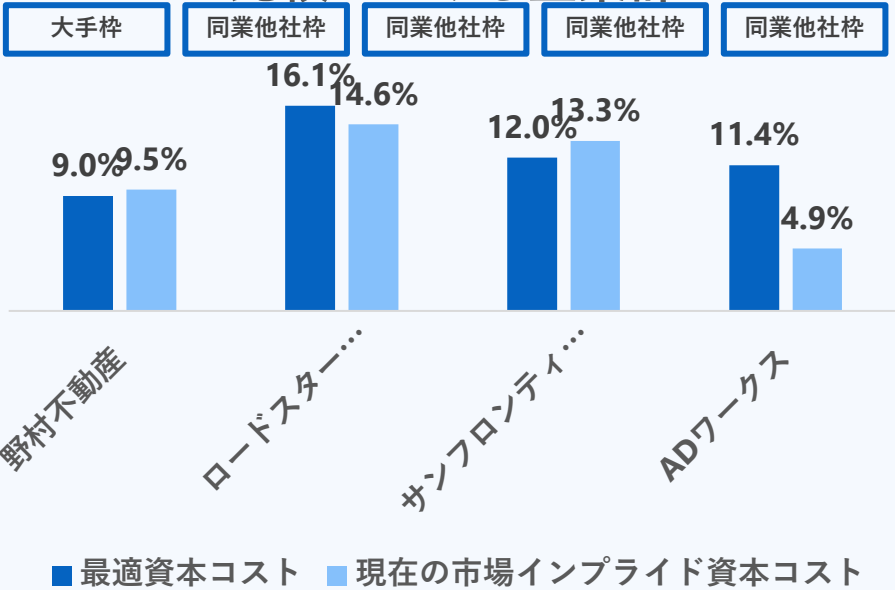
業績推移

	FY20/2	FY21/2	FY22/2	FY23/2	FY24/2	FY25/2 CE
売上高	5,509	7,544	9,592	9,374	11,506	13,000
YoY	4.0%	36.9%	27.1%	-2.3%	22.7%	13.0%
営業利益	86	43	359	495	663	810
OPM	12.9%	16.9%	16.8%	18.0%	16.0%	15.6%
YoY	-70.6%	-50.0%	830%	37.9%	33.9%	22.2%

資本コスト推移



比較してみる企業群



比較企業の簡単な説明

FJネクスト

投資用マンション開発。不動産開発枠で設定。

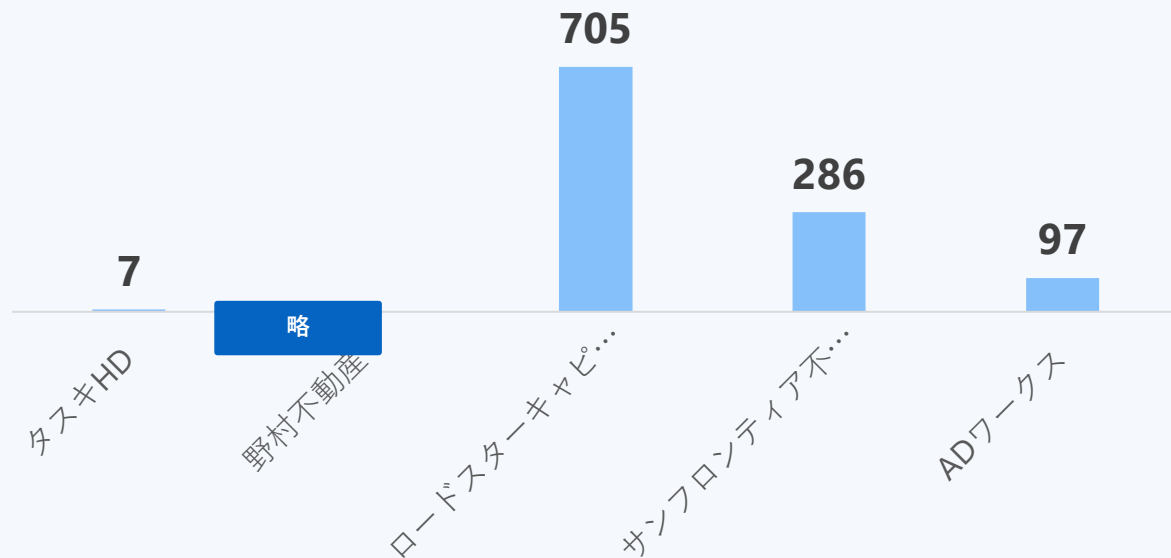
ロードスターキャピタル

サンフロンティア不動産

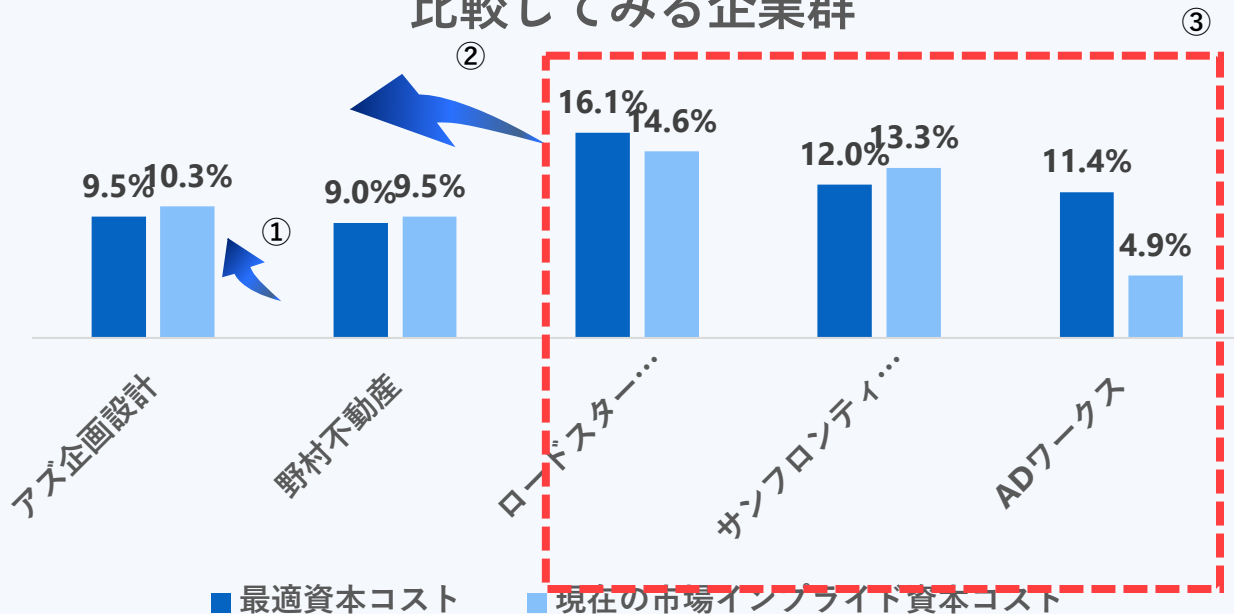
ADワークス

中古の収益不動産をバリューアップして販売。

過去3ヵ月売買代金 (百万円)



比較してみる企業群



比較してみた印象の説明

① vs 野村不動産

流動性や事業規模、事業の中身として違いがあるが、それを踏まえてもやはり差がある印象。単純な流動性とも言い難いが、運用関係の収益の安定性などが評価の差にあるのだろうか。

② vs ロードスター, サンフロンティア, ADワークス

あまり根本的なビジネスに変わりはない気がするが、結構差が出ている。自己資本比率や成長率から考えてロードスターキャピタルが一番低くても良さそうだが、実態としては異なる模様。

もしや単年度のP/Eしか見られていないのでは…？



**Confidence
Interworks**

コンフィデンス・インターワークス
(東証グロース: 7374)

事業構成

A: HRソリューション 人材派遣・受託

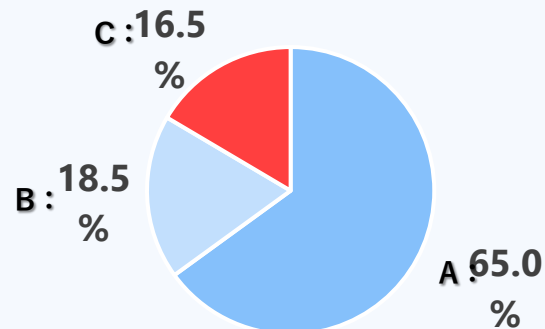
ゲーム・エンタメ業界に特化
各フェーズ/部門ニーズに対応した
人材派遣/受託サービスを展開

B: HRソリューション 人材紹介

業界横断でミドル・ハイクラス人材を
中心とした転職支援サービス

C: メディア&ソリューション事業

日本全国の製造業・工場に特化
転職求人メディア「工場ワークス」運営



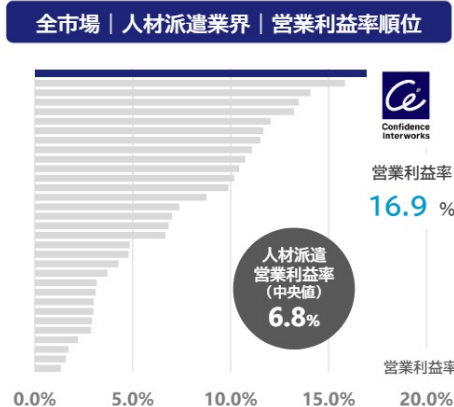
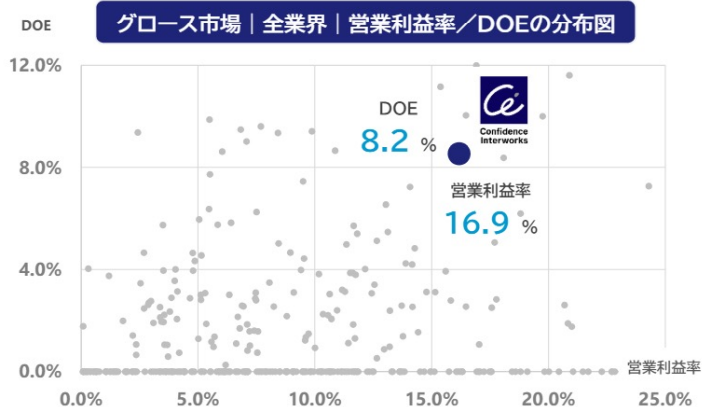
業績推移

	FY20/3	FY21/3	FY22/3	FY23/3	FY24/3	FY25/3 CE
売上高	2,604	3,569	4,425	5,197	7,488	9,000
YoY	29.9%	37.1%	24.0%	17.4%	44.1%	20.2%
営業利益	335	604	745	933	1,195	1,400
OPM	12.9%	16.9%	16.8%	18.0%	16.0%	15.6%
YoY	92.5%	80.3%	23.3%	25.2%	28.1%	17.22%

① 高い収益性 ② 還元に対する意識の高さ は競合比でも注目点

当社概要 | 収益性×配当還元におけるポジショニングマップ

- グロース市場において、営業利益率/DOEの両軸での立ち位置: **収益性高く**、かつ無配の企業も多い中でも**配当も重視**
- 人材派遣業界において、収益性観点での立ち位置: 業界の平均営業利益率を上回って、**上位に位置**



出所: 四季報データ等外部公表データに基づき、2022年3月末~2024年3月末の各社の指標を平均の上、当社にて作成

※1 対象会社は東証上場銘柄

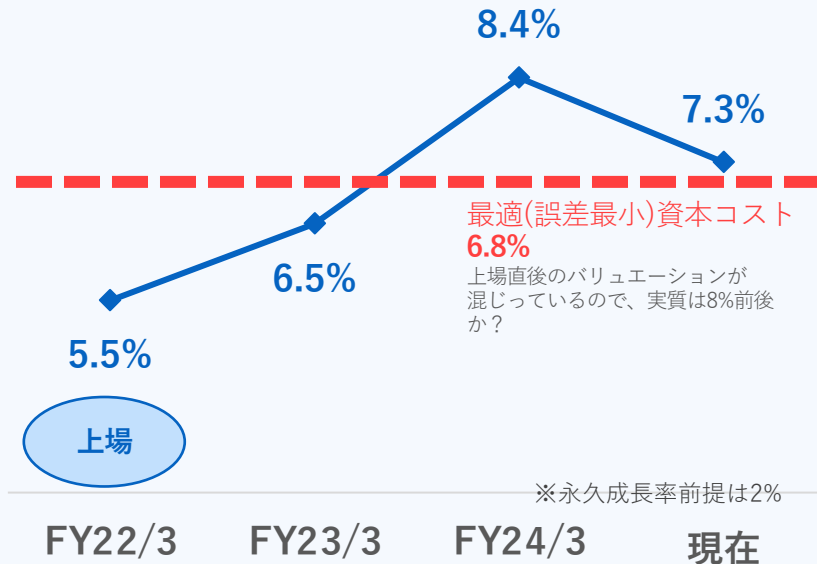
※2 各種財務指標は各決算期の連結決算数値(単体決算のみの企業は単体決算数値)

※3 営業利益率がマイナスとなる会社は表示上、除外

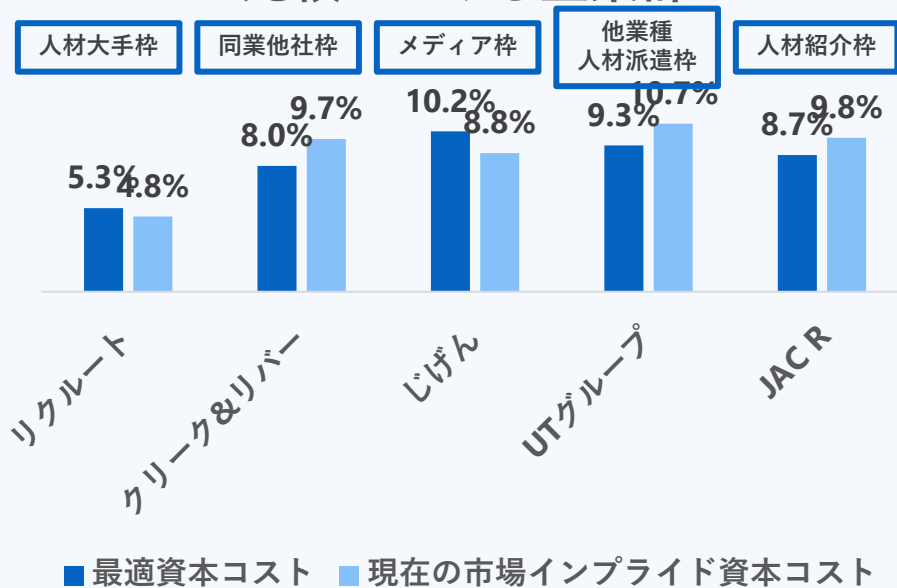
※4 当社DOE指標は、直近2024年3月期単年の数値を記載、(参考)当社の3か年平均値 DOE:12.0%

※5 人材業界に属する企業は、日本経済新聞の銘柄リスト“人材派遣”かつ“当該事業が主力事業”銘柄を抽出

資本コスト推移



比較してみる企業群



※永久成長率前提はJACリクルートメントのみ1%、それ以外2%

比較企業の簡単な説明

リクルート

説明不要の人材大手。Indeedが注目の成長ドライバ

クリーク&リバー

ゲームやエンタメ、映像、Webなど、クリエイティブ業界
に向けた人材サービスを提供

じげん

人材系メディアを多数運営。

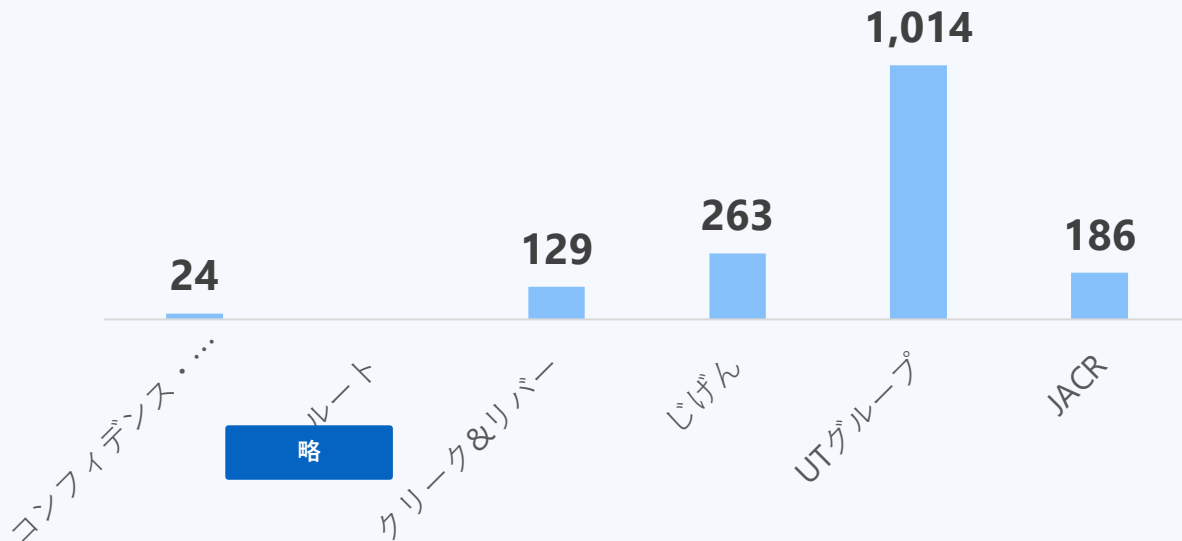
UTグループ

製造業向け人材派遣が主事業。自動車、半導体など。

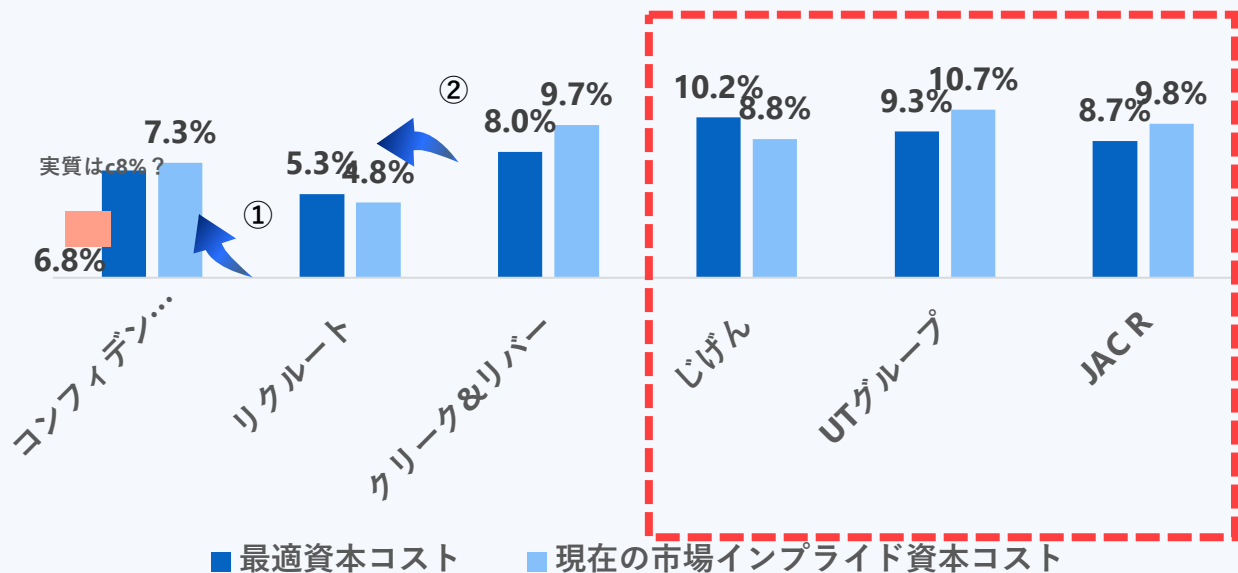
JACリクルートメント

人材紹介大手。ハイクラス人材を扱っているイメージ。

過去3ヵ月売買代金 (百万円)



比較してみる企業群



比較してみた印象

① vs リクルート

リクルートが5%前後として、7～7.5%程度まで、つまり2%強は流動性によるのではないかと

② vs クリーク&リバー

概ね同水準であるが、足元ではコンフィデンス・インターワークスの方が高い評価。直近の業績動向や短中期の見通しを反映していると考えられる

③ vs じげん/UT/JACR

メディアは少し資本コストが高く出がちな事業。コンフィデンス・インターワークスも15%程度をメディアに因ることを考えると少し注意が要るかと

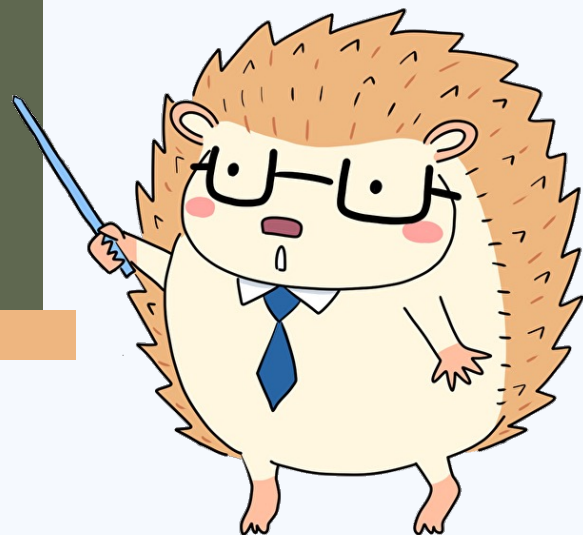
UTグループは流動性ディスカウントが無い中でこの水準。製造業向けはシクリカリティが一定意識されている可能性

同じく20%弱程度は人材紹介に当たるためJACRを見ているが、特定業界向け派遣よりも少し資本コストが高いように見える

市場インプライドの資本コストは
言ってしまうえば「株価からの結果論」に過ぎない

結局は株価が上がれば、もっと言えば
業績が伸びて買う理由があって
売る理由が無ければ
資本コストは下がるのだ。

- IR Agents

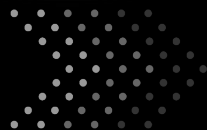




IR向上委員会

次回のおしらせ

COMING
SOON



2024年8月30日（金） 19:00

全資料作成者必見

Notionで生産性向上！

伝わる資料が簡単に作れるようになる!?

AI時代のチーム学習スタイルについて

お申し込みはこちら



<https://peatix.com/event/4052498/view>



FiNX Finance

FiNX

投資家に伝わる資料をつくりたい！

こんなお悩みありませんか？

- ✔ **どんな視点で考えれば**投資家に伝わりやすいのかわからない。
- ✔ 「こんなことを伝えたい」と思ってるけど**どう表現して良い**かわからない。
- ✔ 他社の参考資料を**見てるだけで時間が経過**。

次回のセミナーでお話します。



「IR資料ラボ」による
図解資料作成の方法