

問題 No. 6

自社株買い・新規投資と株式価値〔20点〕（H21年・午後 - 第5問）

成長業界に属する中堅企業のA社は、無借金経営を行っており、これまでペイアウト（配当や自社株買い）を行ってこなかった。近年、業界全体の成長がやや伸び悩んでいることもあり、A社は以前ほど積極的な設備投資を行っていない。営業キャッシュフローの収入が投資キャッシュフローの支出を上回る年度が続いたため、現在100億円の現預金を保有している。A社の経営陣は、100億円の資金使途について議論している。ペイアウトの導入、成長投資、金利が高いアメリカの無リスク資産への投資などが検討されている。

ペイアウトの導入については、現金配当ではなく自社株買いを重視することで経営陣の意見が一致した。（イ）

成長投資については、既存事業部門（事業Lと事業Hの2つ）の将来性を分析し、事業Lへの追加投資を検討することにした。現状では、事業Lは每期一定のFCF（フリー・キャッシュフロー）12億円を生み出すことが期待されている。新規に100億円を投資すると、事業Lの来期以降のFCFは每期2%で永続的に成長することが可能となる（来期の期待FCFは $12 \times (1.02)$ 億円）。（ロ）

日本よりも金利が高いアメリカの無リスク資産に投資を行う選択肢も検討されている。現在の為替相場は1ドル=100円、アメリカの無リスク利子率は4%、日本の無リスク利子率は2%である。（ハ）

図表1 現状におけるA社の資産内容と株式情報

| （資産内容） | （株式情報） |
|--|---|
| [現預金] 100億円 每期2億円の利息 ベータ = ゼロ | 発行済み株式数 5,000万株 株価 1,000円 株式ベータ = 1.2 |
| [事業L] 每期12億円のFCF（永続的） $\beta_L = 0.8$ | |
| [事業H] 每期26億円のFCF（永続的） $\beta_H = ?$ （問3） | |

図表1は、現状におけるA社の資産内容と株式に関する情報である。A社の株価は1,000円、発行済み株式数は5,000万株である。現在の株価については、A社の担当アナリストが適正価格であるとレポートしている。しかしながら、中小型の成長株に分類されるA社の株価は、しばしば適正価格から大きく乖離することもある。A社の株式ベータは1.2、無リスク利子率は2%、マーケット・リスク・プレミアムのコンセンサスは5%である。金融資産や事業資産を評価する

際の要求収益率（均衡期待収益率）は、資本資産評価モデル（CAPM）にしたがって算出される。

図表1からも分かるように、現状では、事業Lが生み出す期待FCFは毎期12億円（永続的）、事業Hが生み出す期待FCFは毎期26億円（永続的）である。A社は両事業の投資採算を評価する際に、それぞれの事業に特化している上場企業のデータ等から推定したベータ値を用いて、CAPMにしたがって各事業の要求収益率（割引率）を算出している。事業Lに適用しているベータ（ β_L ）は0.8である。

問1 税金等を考えない完全な資本市場において、自社株買いがA社の株価と予想1株当たり利益（予想EPS）に与える影響を分析する。次の（ ）に適切な数式や数値を入れなさい。 と にはPを用いた数式、 、 には数値を入れること。

自社株買いを発表した場合の株価をP円とする。現預金100億円で自社株買いを行った後の株式数は（ ）億株、1株当たりの資産価値は（ ）円となる。 はPに等しくなるから、 $P = （ ）$ 円である。

以下では、利益とFCFを代替的に用いる（FCF = 利益とする）。受取利息を考慮すると、自社株買い前（現状）の予想EPSは、40億円（2億円 + 12億円 + 26億円） \div 5,000万株 = 80円である。自社株買い後は、受取利息がゼロになるため、利益総額は38億円（12億円 + 26億円）になる。その結果、予想EPSは（ ）円になる。

問2 下線部（イ）に関して、一般的に、企業が現金配当より自社株買いを選択する現実的な理由として考えられるものを2つあげなさい。

問3 事業Hを評価する際の割引率に適用されるベータ（ β_H ）を求め、割引率を算出しなさい（四捨五入して小数点以下第一位まで示すこと）。

問4 下線部（ロ）について事業Lへの新規投資のNPVを求めなさい。新規投資によって事業Lのリスクは変わらないとする（四捨五入して億円単位で示すこと）。

問5 下線部（ハ）について、「アメリカの無リスク資産の方が、日本の無リスク資産より良い投資対象である」という主張に対して、証券アナリストの立場から理論的にコメントしなさい。

問6 証券会社から、自社株買いと同時に転換社債型新株予約権付社債（転換社債）を発行する資本再構築（Recapitalization）を行ってはどうかという提案があった。転換社債は、普通社債や銀行借入に比べて、低い利回りで発行できるという。A社の経営陣から財務スタッフに対して、「普通社債より低い利回りで発行できる理由は何か」「転換社債の発行によって企業価値は高まるのか」という問いかけがあった。A社の財務スタッフの立場から、この2つの質問に対して理論的に答えなさい。

〔答案用紙〕

問1 _____ 億株
_____ 円
_____ 円
_____ 円

問2

問3 r : _____ 割引率 : _____ %
計算過程 :

問4 NPV : _____ 億円
計算過程 :

問5

問6 普通社債よりも低い利回りで発行できる理由は：

企業価値は高まるのか：

