

第4節 小田急電鉄、阪急阪神HD、ソフトバンク、ドコモの実務解

——だれだ、あくびをしたのは。まだすることは一杯あるんだ。

(寺山修司『血は立ったまま眠っている』)

12-4-1 最適資本構成の実務解

最適資本構成タカダ理論の一般公式を〔図表 12-30〕に再掲します。

〔図表 12-30〕最適資本構成タカダ理論の一般公式

(1) 文字で表わす一般公式

$$\text{最適デット比率} = \frac{\text{自己資本コスト率}}{(\text{他人資本コスト率}) + (\text{自己資本コスト率})}$$

(2) 記号で表わす一般公式

$$\left. \begin{array}{l} \text{最適デット比率を } v \\ \text{他人資本コスト率を } s \\ \text{自己資本コスト率を } t \end{array} \right\} \rightarrow v = \frac{t}{s + t}$$

〔図表 12-30〕の一般公式を上場企業に当てはめて、「最適資本構成タカダ理論の実務解」を探ることにします。その前に、準備体操として、例題を取り上げます。

〔図表 12-31〕実務解を求めるための仮設例

- (1) 資金調達額 合計 100,000,000 円
- (2) 資本コスト率
 - a. 名目上の他人資本コスト率：5%
 - b. 名目上の自己資本コスト率：5%
- (3) 法定実効税率：30%

〔図表 12-31〕(1)の 100,000 千円を、他人資本（銀行借入金）と自己資本（増資）とでいくらずつ調達するのが「最適な組み合わせになるのか」という問題です。

まず、〔図表 12-31〕(2)a. 名目上の他人資本コスト率 5%（名目金利）に、法定実効税率 30%を加味して、税引後の「実質金利」に直します。

〔図表 12-32〕税引後の他人資本コスト率の求めかた

$$\begin{aligned} \left(\begin{array}{l} \text{税引後の} \\ \text{他人資本コスト率} \end{array} \right) &= \left(\begin{array}{l} \text{名目上の他人資本コスト率} \\ 5\% \end{array} \right) \times (1 - \text{法定実効税率 } 30\%) \\ &= 3.5\% \end{aligned}$$

税引後の他人資本コスト率 3.5%は、自己資本コスト率 5%よりも低いのだから「資金調達額 100,000 千円の全額を、銀行からの借入金で賄え」といっているようでは、負債過多に陥るとともに、最適資本構成の問題を解決することはできません。

他人資本コスト率 3.5%、自己資本コスト率 5%を、〔図表 12-30〕(2)式に代入します〔図表 12-33〕。

【図表 12-33】最適資本構成タカダ理論の実務解

$$v = \frac{t}{s+t} = \frac{5\%}{3.5\%+5\%} \times 100\% = 58.8\% \quad (\text{黒塗り})$$

したがって、銀行借入金と増資の内訳は次の通りとなります

【図表 12-34】借入金と増資の内訳

(1) 銀行借入金

$$\left(\begin{array}{l} \text{資金調達額} \\ 100,000 \text{ 千円} \end{array} \right) \times \left(\begin{array}{l} \text{[図表 12-33]} \\ 58.8\% \end{array} \right) = 58,800 \text{ 千円}$$

(2) 増資

$$\left(\begin{array}{l} \text{資金調達額} \\ 100,000 \text{ 千円} \end{array} \right) - \left(\begin{array}{l} \text{銀行借入金} \\ 58,800 \text{ 千円} \end{array} \right) = 41,200 \text{ 千円}$$

【図表 12-34】が、最適資本構成タカダ理論の実務解です。

12-4-2 自己資本コスト率の代用品

いまの計算では注意すべき事項があります。

銀行借入金に係る支払利率を、他人資本コスト率として採用するのは問題ありません。それに対して、自己資本コスト率に「配当率」を採用するのは問題があります。すべての上場企業が、配当を行なっているわけではないからです。

中小企業などでは、そのほとんどが「無配」です。この場合、配当率＝自己資本コスト率をゼロとすべきなのでしょうか。2つの方法が考えられます。

1 つめは、中小企業というのは、夫婦や親子が、株主と取締役を兼務している例がほとんどである点に注目します。無配といっても、 が行なわれています。したがって、 を加味した配当率を計算し、それを自己資本コスト率として採用します。

2 つめは、【図表 2-7】以降、再三にわたって登場している自己資本利益率 ROE を、自己資本コスト率とみなしてしまう方法です。なぜ、「みなして」しまうことができるのでしょうか。これについては、株主の立場で考えてみてください。

株主からすれば、企業へ投下した資本は「元金」です。経営者はその元金の運用を委託された者であり、日々複利の運用を行なって、元金を増殖させなければなりません [2-2-4]。タカダ式操業度分析の基本ともなった命題が、ここでも登場します。

元利合計額を日々複利の連鎖によって増殖させる際の、目標となるものは何か。答えは、自己資本利益率 ROE になります。この点を捉えて、自己資本利益率 ROE は「ハードル・レート」と呼ばれることがあります。

上場企業の株価が、自己資本利益率 ROE の善し悪しで変動するのは、たとえ無配であっても、自己資本利益率 ROE が目標値として定められているからだといえるでしょう。特に成長著しい上場企業では、無配とすることによってその資金を次の経営戦略に投入し、さらなる成長を目指す場合があります。この場合は、自己資本利益率 ROE をベースにして、株価の上昇が株主の満足度を高めます。

以上より、自己資本コスト率を、配当率ではなく、自己資本利益率 ROE に置き換えても差し支えないこととなります。

【図表 12-35】自己資本コスト率

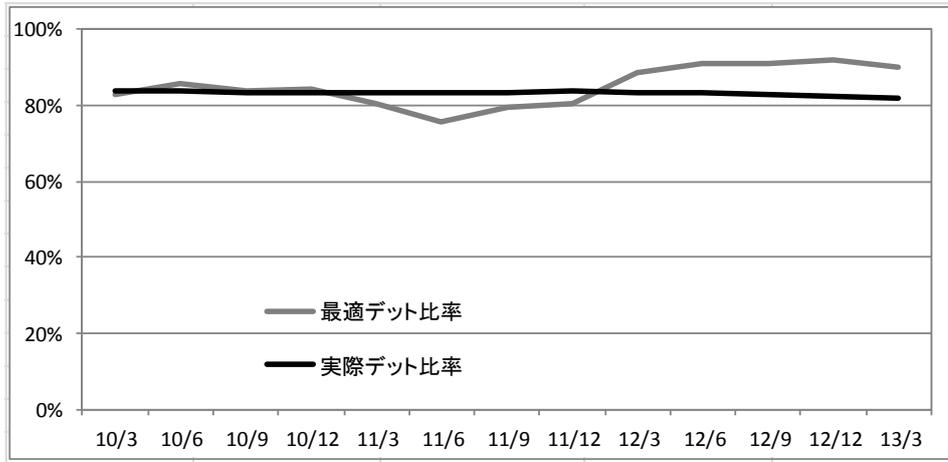
$$\text{自己資本コスト率} = \text{自己資本利益率 ROE}$$

【図表 12-35】は として身につけてください。

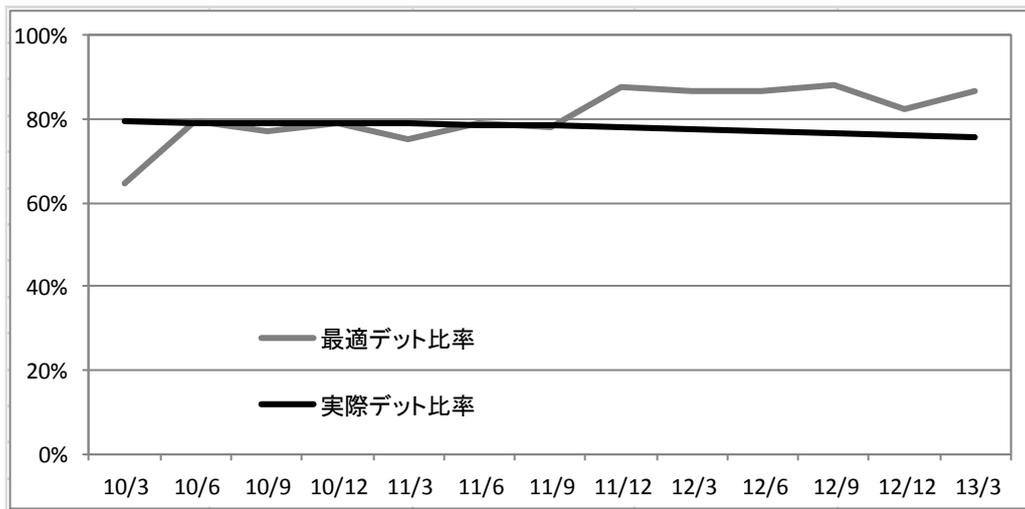
12-4-3 小田急電鉄と阪急阪神 HD の実務解

最適資本構成タカダ理論が、上場企業のデータで実証できるのかどうかを、私鉄大手の小田急電鉄と阪急阪神 HD で検証してみました。

〔図表 12-36〕 小田急電鉄／最適資本構成タカダ理論



〔図表 12-37〕 阪急阪神 HD／最適資本構成タカダ理論



〔図表 12-36〕 や 〔図表 12-37〕 にある「デット比率」は、〔図表 12-2〕 (1)の式に基づいています。

黒色の実線で表わされる「実際デット比率」は実績値です。灰色の実線で表わされる「最適デット比率」は、〔図表 12-30〕の一般式で求めたものです。

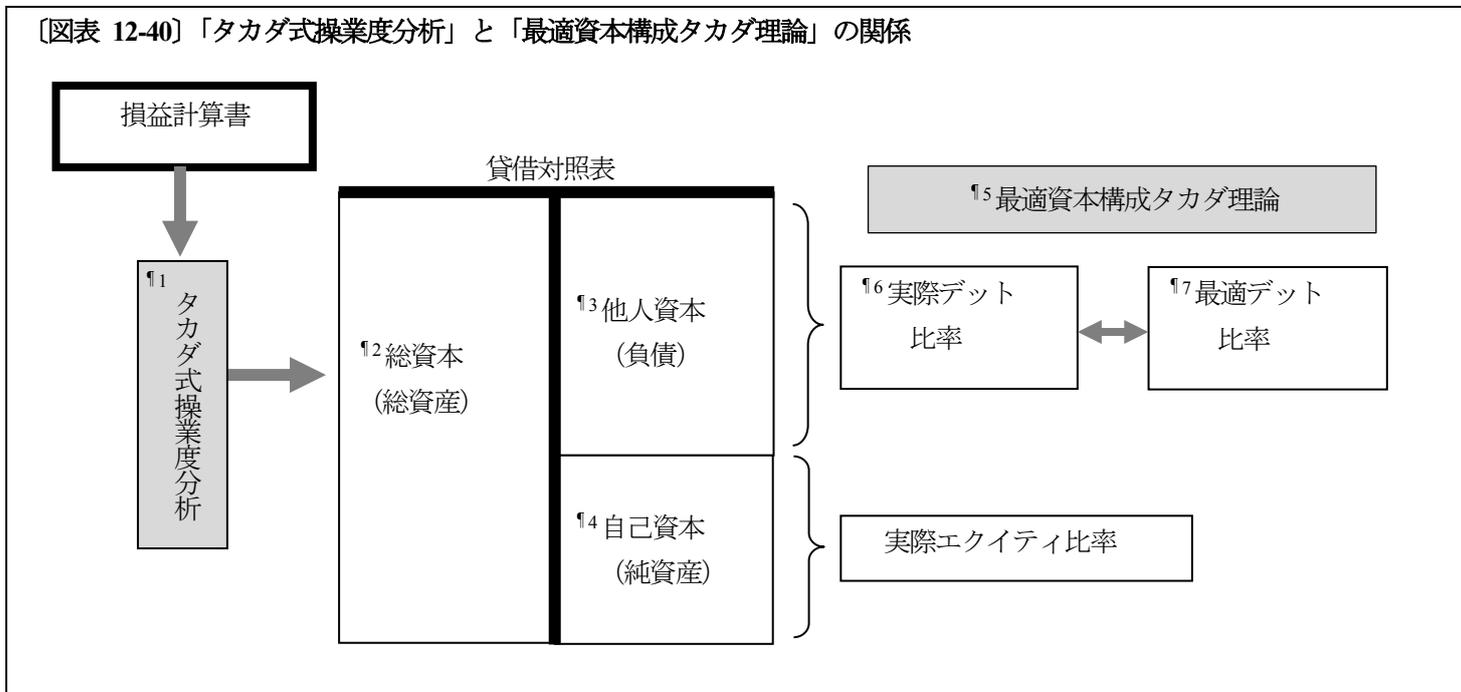
鉄道事業は、リスクの小さい業種です。他人資本でできる限りの資金調達を行ない、企業価値の最大化を目指すべきです。小田急電鉄も阪神阪急 HD も、黒色の実線が、灰色の実線に絡みつくように推移しており、両社ともに企業価値を最大化し続けていることがわかります。

〔1-3-7〕では、自己資本比率のランキング表を作成すると、鉄道各社が■■■■になることを述べました。企業価値を最大化し続けている企業を■■■■としてしまう「自己資本比率のランキング表」が、如何にデタラメであるかがわかります。

12-4-4 ソフトバンクと NTT ドコモの実務解

他人資本の過剰感が強い企業として知られているのが、ソフトバンクです。同社と、NTT ドコモに最適資本構成タカダ理論を適用したのが次の〔図表 12-38〕です。

〔図表 12-40〕「タカダ式操業度分析」と「最適資本構成タカダ理論」の関係



[Redacted content]