

## 【バリュエーションレポート：PER1】

会員の方にしばしば述べていることですが、株式投資で儲けるためには、一般的な個人投資家がやるように、様々な経済現象に目を配ったり、チャートを参考にしたり、ポートフォリオの研究をしたり、その他様々な知識を広く浅く身に付けるより、得意分野を徹底的に極めることがとても重要です。

ただし、為替、世界景気、原油価格、金利、米国株、日経平均などの知識をいくら深めても、せいぜい世の中の平均的なレベルにたどりつくのが精いっぱい、なかなか独自の見方をもたせ、株で儲かるようにはなりません。個別銘柄にしてもさして内容を知らない株にあれこれ興味を持って、同様にそれでは儲かりません。徹底的に個別銘柄を深く掘り下げることで、やがてその企業の本質や業績動向が見えてきます。継続的に観察することによって、一度失敗した株で、次には儲かることも良くあります。

ただし、株価を考えるためには企業業績と並ぶもう一つの柱であるバリュエーションがわからないと、企業業績と株価が密接には結びつきません。

これまでそれほど深くは解説してきませんでした。バリュエーションの中でも PER は多くの人が使っている割には、大多数の人が良くわかっていない指標です。そもそも専門家の中にも間違った PER の使い方をしている人が多く見かけられます。

実は PER は極めて奥の深い指標なのですが、その使い方を身に付けると、とても使い勝手の良い指標となります。実際の理論は結構ややこしいのですが、車の運転と同じで、身に付けると自然に使えるタイプの理論です。また、車と同じで操作方法を覚えれば、機械構造のメカニズムは知らなくても事故を起こさず運転できるようになります。

実は、知らない人も多いと思いますが、世の中には極めて精緻に PER も含めたバリュエーションについて学術的に研究されたレポートが大量に出回っています。しかし、それらの学術レポートはいくら読みこなしても、個別銘柄の投資には使えません。バリュエーションだけではなく、企業経営における投資効率などの研究も多くありますが、結局誰も個別銘柄の投資価値にまで落とし込んで研究していません。あくまで全体平均や企業分析にとどまります。

ROE、EVA、ROIC、WACC、PER、PBR、PCFR などなど古くから議論されたものに加

え、新しいものもどんどん出てきます。しかし、それらを理解して個別銘柄の投資に使える人がどれだけいるのでしょうか。私は自信を持ってほぼ皆無だと断言できます。

企業研究はあくまで企業研究で終わり、バリュエーションやパフォーマンス分析もマーケット全体やポートフォリオの話で終わっています。そのため、一生懸命それらを読んでも、結局個別銘柄の投資には役立ちません。もちろん、読んだ人が個別銘柄に落とし込む分析をできれば可能ですが、ほぼ不可能です。また、論文や本を書く人も、個別銘柄には興味がありません。

一方、個別銘柄のレポートにはバリュエーションに触れているものも多くあります。しかし、個別銘柄で検証することなく、それらの学術レポートの結果を引用したものか、逆に極めて稚拙な使い方をしたものか、どちらか二つしかありません。つまり、ファンダメンタルと株価の関係を、個別銘柄の投資に役立つような形で研究したものは世の中にほとんど存在しないのです。

これまで、当クラブでは個別銘柄の投資判断において、そのつど主として **PER** を中心にバリュエーションには触れています。しかし、それほど重要なものでありながらバリュエーションに関しては、あまり深く解説せず、**PER** と **PBR** を少し織り交ぜる程度で、簡単に説明するにとどめています。

これは、**PER** という指標ひとつとっても、多くの人がいとも簡単に使い、株式市場では共通用語となっているものの、実は人によって基準が全く違ったりする指標であり、解説前にあまり軽々しく使いたくなかったためです。実際、**PER** という指標は、かなり使い方が難しいものです。**PER** を使うためには、いろいろな制約条件があり、いつでも同じような使い方はできないのです。

それにもかかわらず、この **PER** ほどいい加減に用いられている指標もないのです。**PER** は、

$$\text{PER} = \text{株価} / \text{今期予想 EPS}$$

で計算できます。つまり、利益の何倍に株価を買っているかという計算式です。そのため、10倍なら10年分の利益、20倍なら20年分の利益と表現されることがよくあります。これはかなり頻繁に使われる表現です。しかし、だから何だと問われて、答を持ち合わせている人はいません。つまり、20年分の利益とはどういう本質的な意味があるのかということや何倍が妥当なのかという問いに対する答えは持っていないのにもかかわらず堂々とこのような言い方をします。

もちろん、**PER** という概念も、学術的にさまざまに研究されており、学術的な解釈はあり

ますが、われわれが直感的に理解できるような答えではありません。突き詰めても、突き詰めても実体が見えにくく、答えのないものなのです。

一方、ある銘柄の PER は何倍であるという表現や、だから割安だとか、割高だとかいう表現はあらゆるところで使われています。極端に言えば、ほとんどの人が本当のところはわけもわからず、わかったつもりで使っているのです。しかし、十分理解して、使い方さえきちんと行えば、業種によっては他の指標を使わず、PER だけで高いリターンを得ることもできます。

今回、バリュエーションを解説するに当って、PER に関して、さまざまな角度から検討しようと思います。まずは PER の初歩的な原理、原則の解説からスタートします。

### 【正しい予想 EPS を用いること】

世の中ではそこまで意識して使っているかどうかはわかりませんが、PER を投資に使う場合、おそらく二つのことを期待していると思われます。ひとつは PER が低いので、将来 PER が高くなるからそのときに売るという考え方です。二つ目は、PER が妥当で、成長率が高いので、PER が変わらなければ税引き利益の成長率分のリターンが得られるという考え方です。もちろん、これらのイメージもなく、何となく使っているだけの人は論外です。

まず、一番シンプルな考え方は、PER が妥当であり、PER がこのまま変わらなければ、その企業が本来持つ 1 年間の成長率分のリターンが得られるというものです。これを模式的に表したものが、下の表になります。この表自体は難しいものではありませんが、1 年分の企業の利益成長率と同じ投資リターンが得られる条件がさまざまに含まれています。

この表は、ある 3 月決算企業を想定して、株価と PER、純利益の関係を見たものです。まず、当期（表では 2010 年 3 月期）の会社予想 EPS が 60 円の銘柄の株価が 720 円とすると、 $720/60$  で PER は 12 倍となります。計算はとても簡単なものです。次にこの例では、当期の会社予想の増益率を 20%、来期以降の増益率を 15%としています。ただし、ここで少し注意を要する点がいくつかあります。

| 決算期      | EPS(円) | 増益率 | 株価  | PER | 株価の上昇率 | -      |
|----------|--------|-----|-----|-----|--------|--------|
| 2009年3月期 | 50     | -   | -   | -   | -      | -      |
| 2010年3月期 | 60     | 20% | 720 | 12  | -      | 今の株価   |
| 2011年3月期 | 69     | 15% | 828 | 12  | 15%    | 1年後の株価 |
| 2012年3月期 | 79.4   | 15% | -   | -   | -      | -      |

企業の損益計算書を見ると、経常利益の下に特別損益という項目があつて、経常利益に特別損益を差し引きしたものが税引き前利益となります。そこから、税金が差し引かれて純利益となります。PER を用いる場合に注意が必要なのは、経常利益に対して純利益が異常な場合は、そのまま EPS を計算しても使えないということです。これは、大きな特別損益が発生している場合や税率が通常とは異なる場合などです。

そこで、EPS がそのまま使えるかどうか調べるために、純利益を経常利益で割って、その値が 40%–55%の間に収まっているかどうかをチェックする必要があります。この水準に収まらない場合は、損益計算書の経常利益以下を確認しなければなりません。本来は、過去数年間の値をチェックすべきですが、単純化して、経常利益の 50%を純利益として、発行済み株式数で割って実質的な EPS とするやり方もあります。

さて、今回は PER を使う場合の最も重要なポイントとして、表面上の EPS を機械的に使うのではなく、経常利益と比較して不自然でない実質の純利益、EPS によって PER を算出することをあげました。これはどうということのないことですが、Yahoo!ファイナンスを初め、どこの株価検索サービスでも単純に表面上の EPS で計算しており、自分で決算短信などにより確かめてみるのが極めて重要なのです。PER が低いと思って投資した株が、実は株式売却益が発生しており、翌期には経常利益は増益にもかかわらず、EPS は半分になっているということも起こるためです。

このことを十分理解しておけば、表にある増益率も、純利益の表面上の増益率ではなく、経常増益率に限りなく近いものであることがわかります。これが、PER を用いて株価を判断する場合の入り口となります。

## 注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。