

【バリュエーションレポート：PER10】

今回のテーマは、マーケットの平均 PER の上げ下げは何によって起こるのかという点である。

ただし、このテーマに関しては、すでに世の中に様々な形で解説が出回っている。もちろん、ネット上でも多くの人が解説している。しかし、それらはほとんどが市場全体の議論で止まっており、個別銘柄まで細かく落とし込んだ報告は全くない。

現在、当クラブで書き進めている一連の PER レポートの究極の目標は、PER の理論を個別銘柄に落とし込んで使う方法の解説であるという点にある。しかし、一応マーケット全体としての PER 水準の変動メカニズムを理解していないことには、個別銘柄についても深く考えることができない。

そこで、ここではなるべく簡単に、マーケット全体としての PER 変動のメカニズムについて解説しておくことにする。

ここで改めて PER の算定式を眺めてみよう。PER の算定式は、

$PER = 1 / (r - g)$ 、ただし、 $r > g$ とする。

であり、このとき、 r は市場の期待利子率、 g は企業の成長率となる。

このうち、 g に関してはすでに繰り返し述べてきたように、未来永劫の成長率というそのままでは使いにくい数値である。一方、これまで r に関しては、市場の期待利子率としか解説していない。そこで、ここではこの市場の期待利子率を少し突っ込んで解説しておくことにする。

この期待利子率は市場金利とリスクプレミアムと呼ばれる利子率に分解するのが一般的である。これを式にすると、

$r = R_f + R_p$ となる。

ここで、 R_f は市場金利、またはリスクフリーレートであり、 R_p はリスクプレミアムとなる。リスクフリーレートとはリスクを取らない場合の現時点の利子率である。一般的には 10 年物国債利回りや短期金利が用いられる。たとえば、2014 年 9 月末の新発 10 年国債利回りは 0.525%、コールレートは 0.066% となっている。これがリスクを取らない運用の利回りということになる。

それに対して、資産が減るかもしれないというリスクを取って株式投資をしようという人の期待利回りはもっとずっと高い。そこでリスクフリーレートを超過する利率分を、リスクを許容するとした場合の期待利率の上乗せ分としてリスクプレミアムと名付けている。

ただし、リスクプレミアムと言っても、常識的な範囲で議論される水準はせいぜい5%以上、10%未満であり、株式投資を行う多くの個人投資家が期待するような年率20%、30%などというのは本来論外である。

ここが重要であり、これが理論的に常識的な範囲である。ここまでの解説においてPERを用いたバリュエーションについて触れてきたが、これらのことを十分理解しても年利回りはせいぜい5-10%というのが株式投資の論理的な常識である。

ということは、これらを十分理解せずに、年率20%、30%ものリターンを目指して運用することがいかに無謀なことであるか理解できよう。そして、儲ける事や自分に都合のいいことばかり考えて、正しく認識しておかなければならないリスクをおろそかにし、結果的に損ばかりするということになりかねない。

もっとも、当クラブではこの理論の範囲で考えて運用するのは、本当の資産家という位置づけである。運用すべき資産として、まだまだそこに到達していない場合には、大いに年率20%以上のリターンを目指すべきであるというスタンスである。ただし、その条件としては、最低限、ここで解説するような株式投資の基礎知識を身に付けた上で、さらにその応用で理論的にリターンを上乗せしようということに挑戦しているわけである。

さて、ここで話を本論に戻す。ただし、ここで述べたことは極めて重要であり、そのためにここから先のややこしい話を聞けば、理解度もより深まるというものである。

PERの算定式、

$PER = 1 / (r - g)$ において、 $r = R_f + R_p$ とおくところまで解説した。

しかし、このままでは式に分数が入っており、直観的に理解しにくい。

そこで、PERの逆数である $1/PER$ を用いて、式をより直観的に理解しやすいように変形する。つまり、

$$1/PER = (R_f + R_p) - g$$

とする。ここで、 $PER = P$ (株価) / EPS (一株当たり利益) であるから、

$$1/PER = EPS \text{ (一株当たり利益)} / P \text{ (株価)}$$

となるので、これをIで表せば、

$$I = (R_f + R_p) - g$$

となる。このIを益回りと呼んでいる。

なお、ここでPBR（株価純資産倍率）= 1の企業を想定すると、P（株価）=BPS（1株当たり純資産）となっているから、 $I = \text{EPS} / \text{BPS}$ となり、これはROEと同じ計算式となる。

さて、この式を個別銘柄で考えてみよう。PERが10倍であれば、 $1 / 10$ で益回りは10%、20倍であれば $1 / 20$ で5%となる。gは1-2%であるから、リスクプレミアム込みの期待利子率が10%であるとする、益回りは最低でも8-9%必要となる。これをPERで示せば、11.1-12.5倍となる。つまり、市場平均並みの成長率（g）の企業にPER11.1-12.5倍で投資すれば、リスクプレミアム込みの期待利子率で10%が見込まれるということである。

ただし、ここでは個別銘柄に関してはこれ以上深く考えず、市場全体の益回りと R_f （リスクフリーレート）、 R_p （リスクプレミアム）、g（成長率）との関係を考えてみる。

リスクフリーレートが上昇すれば、益回りも上昇し（PERは低下する）、リスクプレミアムが上昇すると、同じく益回りも上昇し（PERは低下する）、成長率が上昇すると、益回りは低下する（PERは上昇する）関係にある。

このうち、未来永劫の成長率gはしばしば、その国の長期の経済成長率見通しで代替されることがある。それゆえ、gに関しては、数十年間で見方が変わることはあっても、5年、10年で変わるものではないと位置付けるのが妥当であろう。日本で言えば、1990年以前と以降では、かなり大きく変わった可能性がある。と言っても、数%が1-2%に下がった程度であり、また当時はリスクフリーレートが5%、10%もあった時代であるが。

そこで、とりあえずは、益回りの上げ下げは、リスクフリーレートとリスクプレミアムの変動で決まることになる。このうち、リスクフリーレートは数値として計測しやすいものであり、仮に将来リスクフリーレートが1%pt上昇するとすれば、単純に益回りも1%上昇することになる。

上式では右辺にあるこのリスクフリーレートを左辺に持ってきて、

$$I - R_f = R_p - g$$

と表現することがある。これは債券と株式の利回り格差を計算したもので、イールドスプレッドと呼ばれる。もっとも、株式の利回りとして表現したが、本来は株式の利回りは配当利回りが正しいのであろうが、そうなることさらに新たな変数である配当性向が式に入ってきて、実際はそれ以上に複雑となるため、株式の利回りを益回りで代替させているというこ

とである。

最後に残ったのがリスクプレミアムである。これはそれこそ無数のマクロ要因の変動をマーケットの参加者が評価した結果である。根本的には、リスクフリーレートが上がるか下がるか、経済が良くなるか悪くなるかなどの短期的な予測に大きく作用される。

金利が下がるという見通しであれば、

$$I - R_f = R_p - g$$

この式で、その他の条件が変わらなければ、益回りはもっと高くていいということになり、株価は上昇する。アベノミクスで金利を下げたことによって株式市場が上昇したのはまさにこのメカニズムである。リスクフリーレートを下げたことで、益回りが下がり、PERが上昇して、市場全体の株価が上昇した。

一方で、経済が悪化するという見通しになると、必ずしも g が変動するわけではないが、益回りの計算式の EPS が低下するという見通しから、その他の条件が不変であれば $I = \text{EPS} / P$ (株価) から株価は下がることになる。もっとも、景気が悪化すると、その先に政策的に金利を下げるが多いため、後から見た実質的な PER はむしろ上がり、EPS の減少をある程度は相殺する。

世界景気に業績が連動する企業の業績をいくら調べても、なかなか個別銘柄でコンスタントにリターンを得るのが難しい背景がここにある。つまり、マーケットが世界景気に懸念して下げれば、いくらその時点では業績が良くても、景気に連動する企業の株価は下がってしまうのである。

逆に、景気が悪化しても、業績が悪くならない企業の株価は、業績見通しが変わらなくとも株価が上昇することがある。どちらかと言えば、当クラブの推奨銘柄はこちらのタイプが多くなっている。

以上、今回は PER の関係式とマーケットの関係を解説した。

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。

