

【バリュエーションレポート：PER11】

格段に増した PER の重要度

1990年以前の日本の株式市場では、PERが必ずしも今ほど役に立ったわけではなかった。これは、1990年以前の我が国の株式市場では、PERが理論とはかけ離れて高水準であったことによるものである。

PER10のレポートで説明した式に、 $PER = 1 / (R_f + R_p - g)$ がある。

ここで、 R_f は市場金利、またはリスクフリーレート、 R_p はリスクプレミアム、 g は未来永劫の成長率である。

この式に1990年以前のある時期の市場環境データを当てはめてみる。市場金利が8%で、PERが25倍というような時期もあった。

このような市場で g を2%と仮定すると、

$$25 \text{ (倍)} = 1 / (8\% + R_p - 2\%)$$

ここから、

$$R_p = -2\%$$

と計算される。

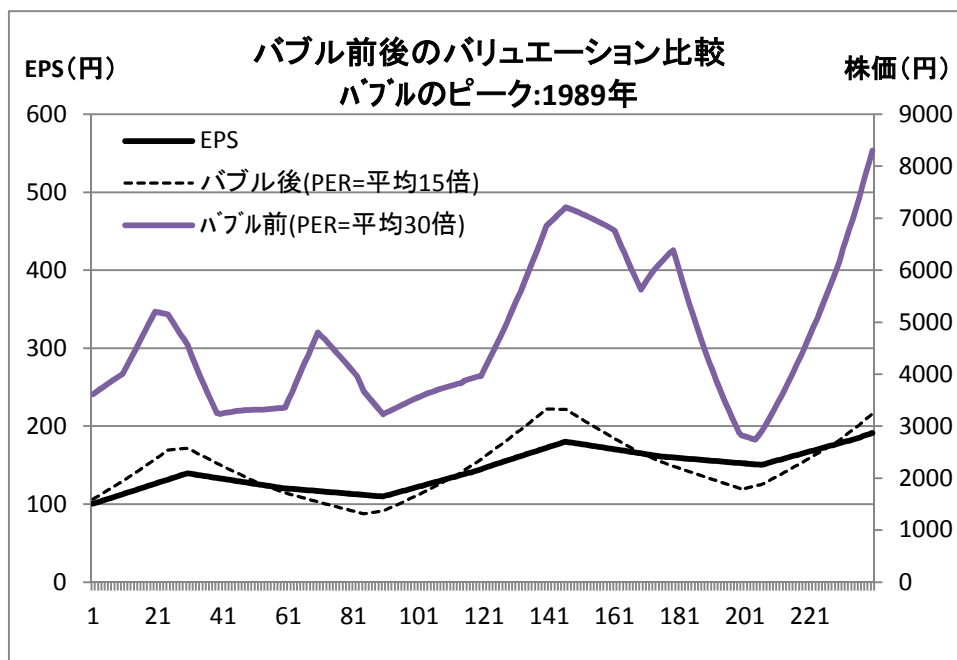
つまり、そのマーケットはリスクプレミアムが-2%となるような市場であったということになる。これは、リスクなしで8%で運用できる市場がありながら、6%の期待利回りしかない株を買っているという状況である。まさに、ありえない市場であった。

個別銘柄の業績と株価の関係を、PERを基準にして、1990年以前の状況と現在の状況を模式的に比較して表したものが次のグラフである。

このグラフの横軸は時間軸であり、240か月、20年分のデータを想定している。EPSの推移は、1990年以前も以降も共通とし、太い黒の実線で示している。紫色の太い実線が1990年以前の株価推移を示し、細い点線が1990年以降の株価推移を示す。EPSが同じで株価水準が全く異なるのは、PERが大きく異なっていることによる。

240か月間の平均PERは、1990年以前のケースでは30倍、1990年以降では15倍として

いる。ただし、単に1990年以前と以降では、PER水準が異なるだけではない。1990年以前はPERを代表とするバリュエーションの株価に対する説明力が弱い分、業績変化と株価自体がそれほど密接ではなかった。しかし、1990年以降はバリュエーションの説明力が高まったことで、株価と業績の関連性も高まっている。



1990年までの日本の株式市場において、バリュエーションが高水準であったのは、いくつかの理由によるものである。一つには、日本の戦後の経済が、人類史上類を見ない高成長であったことがある。それゆえ、個々の企業の成長性が高く、バリュエーションは高くても当然と言われていたが、それでも異常なほど高水準のバリュエーションであった。

バリュエーションが高かったもう一つの要因は、銀行による持合いの横行である。日本では株式市場を通じた直接金融より、銀行借入れを通じた間接金融のウエイトが圧倒的に高く、企業の経営をコントロールする意味でも銀行が株を保有することが多かった。また、日本の株式市場が右肩上がりであったため、株式保有のリスクが顕在化することもなかった。

この持合いによって、日本の株式は需給が良かったため、材料株や仕手株などが手掛けやすかった。また、戦後一貫して右肩上がりであったため、長期保有すれば高い確率で儲かったことから、長期保有する人も多く、それも好需給の一要因となった。

このような市場では、ファンダメンタル分析も株価を考えるためのワンノブゼムという位

置づけにとどまっていた。ファンダメンタルはあくまでバリュエーションとセットで意味を持つため、バリュエーションが異常な市場では、ファンダメンタルも影が薄かったということである。

しかし、1990年以降、バブルが崩壊したことによって、株式保有が急速にリスクと意識されるようになり、持ち合いの解消が進んだ。その結果、日本の株式市場における PER が理論的に説明できる水準になったことで、PER が意味を持つようになった。同時に、ファンダメンタル分析が過去にないほど意味を持つようになったのである。

現在では、多くの企業が PER で説明できるような範囲に株価が入ってきた。もちろん、そうは言っても今でも説明できないようなバリュエーションの株も多い。しかし、そのような株はやはりそれ相応のリスクを覚悟して投資する必要があるだろう。

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。