

【バリュエーションレポート：PER4】

さて、今回から徐々に PER の応用編に入って行こうと思います。まずは、PER の高い企業と PER の低い企業を比べて、どちらに投資すべきか判断する基準を示します。

ただし、その前に PER で株価を考える場合の条件について、もう少しつめておく必要があります。これは、平均 PER の考え方とも通じるので、まずここでは平均 PER について、世間一般の間違った考え方を修正することから始めましょう。

日経新聞を見ると、市場の PER の平均値が記載されています。どのカテゴリーの平均でもいいのですが、ここでは一例として 225 銘柄の平均値を使うことにします。2009年12月29日の日経新聞によると、225種の予想 PER の平均値は 36.1倍となっています。それでは、今、PER25倍の株があったとして、これは割安なのだろうかということを考えてみます。

もちろん、成長率が違えば、PER が違って当然ですので、この 225 銘柄の平均的な成長率と全く同じ成長率を持った企業と仮定します。このような、仮定をすれば、明らかに割安ということになります。でも読者の中から、だってその先の利益がどう動くかわからないのだから、割安とは断言できないという答が返ってくるかもしれません。しかし、すでに述べましたように、平均的な利益成長率を達成するという前提をつけているわけですから、その言い訳はここでは使えません。

そのような条件があったとしても、実は PER25倍の株は平均より割安ではないのです。これは、平均値の求め方が間違っていることによるものです。

下の図は、225 銘柄を対象にして、EPS と PER で銘柄をプロットしたものです。横軸に EPS、縦軸に PER を示しています。全銘柄を対象にこのようなグラフを作成すると、ややばらつきには差があるものの、どんな時期でもほぼこのような形になります。

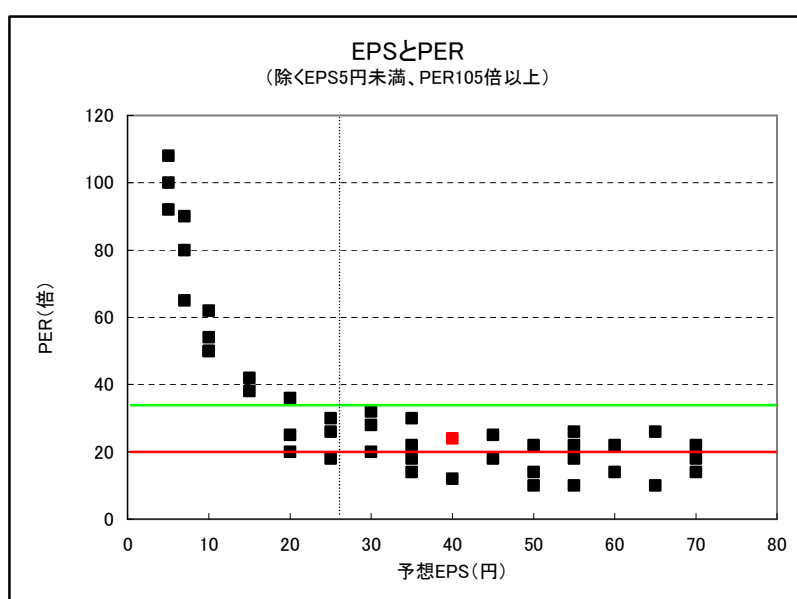
日経新聞などに記載されている PER は通常加重平均で計算されています。具体的には、

全銘柄の時価総額 / 全銘柄の純利益合計

で、計算されます。そのようにして求められた平均 PER が図の緑の実線です。確かにこれは市場の平均値です。しかし、実はこのままでは個別企業の評価には全く使えないのです。図からわかるように、ESP が低くなると、急速に PER が上昇しています。これは、何を意

味しているかといいますと、PBR が下支えになって、もはや EPS がいくら下がっても株価は下がらなくなるのです。もっと言えば、実は図に入りきらない企業も非常に多いのです。図には EPS が 5 円以下の企業はプロットしていません、まして赤字の企業は図の仕組み上プロットできないのです。

つまり、これらの企業は、PER で評価されているわけではないこととなります。それにもかかわらず、それらも全て含めて、平均値を算出しているため、本当に PER で評価されている企業は、見かけ上すべて割安と出てしまうのです。



これは、ちょうど以下のようなたとえに似ています。1 クラスに 40 人いる生徒を並べて、20 人はいすに座り、20 人は立っているとします。今、先生がいすに座っている人の床から頭までの高さの平均値をとりなさい、と言ったとしましょう。そのとき、あるおっちょこちょいの生徒は、立っている人まで平均に入れて 140 c m と答えるようなものなのです。

そんな平均値では役に立たないのは明白です。それでは、どうすれば本当の平均値に近い値がとれるのでしょうか。そのようにして計算した正しい PER があれば、個別企業が割安か、割高か正しく判断できるようになるのです。今回は、その方法について解説します。

なお、2014 年 9 月 23 日付の日経紙の日経 225 の平均 PER は 15.71 倍となっています。そして、現時点の PER 分布はここで解説したほどには極端ではありません。それは、企業業績が向上して赤字の会社が極端に少ない時期だからです。もっとも、この例にあげたほど極端ではありませんが、もちろん傾向としてはここで示したものと同じです。そのため、

現時点ではとりあえず、そういうものだと理解していただき、現在のような局面では別の観点で注意がひつようになるということは、もう少し先で解説したいと思います。

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。