

【バリュエーションレポート：PER7】

ここまでのレポートでは、PER を用いてバリュエーションを行う場合の原理、原則を示してきた。PER が低く、成長率が高い企業の PER が変わらなければ、1 年間で翌期における税引き利益の成長率分のリターンが得られる場合の条件を整理してみよう。

PER を計算する場合の EPS は表面上の EPS ではなく、実質の EPS を用いる。
PER が変化しないとして、1 年間保有して得られるリターンは来期増益率相当分になる。
今期の増益率と PER 水準は本来無関係である。
1 年後の PER 水準はさ来期以降の増益率見通しに依存する。
PER に基づくリターンは常に 1 年を基準に考える。
などとなる。

また、PER 解説の第 1 回目に、PER ほどいい加減に用いられている指標もないと述べた。
PER は、

$PER = \text{株価} / \text{今期予想 EPS}$

で計算できる。つまり、利益の何倍に株価を買っているかという計算式となる。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る。これはかなり頻繁に使われる表現であるが、だから何だと問われて、答を持ち合わせている人はあまりいない。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深く考えず堂々とこのような言い方をしているのである。

さて、今回はそれでは PER というものは何を基準にしてその水準を議論すればいいのかということについて解説する。

ここまでの PER に対する解説では、PER が低い銘柄は割安、PER が高い銘柄は割高という考え方で来た。このときの条件は、成長率が同じであればということになる。もちろん、財務内容が異なれば、成長率と PER が同じでも、財務内容がいい会社が割安となるのであるが、そこまで説明するとより議論が複雑になるので、一応、ここでは成長率までにとどめておく。

さて、今回は、異なる成長率の企業を比較し、PER も異なる場合にどちらを選ぶべきか、ということについて解説する。一般的にはこのようなケースのほうが多いと思われる。

PER と成長率の関係を示す式には、

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

というものがある。このとき、 r は市場の期待利率、 g は企業の成長率となる。この式の求め方はそんなに難しくないが、計算式に文字が入ったとたん、多くの人は拒絶反応を示すので、ここではそこまでは触れない。この式は、投資理論の教科書であれば、必ず出ているので、それ以上興味がある人は、下の URL から見てもらいたい。

URL : http://www.nsspirit-cashf.com/inv_st/per.html

この式は、実に簡単であるが、実に使いにくい。今、仮に市場の期待利率（こういう言葉にもおそらく拒絶反応を示す人が多いと思うので、別の言い方で、資本コスト、もっと砕けた言い方では、投資を行う場合に、期待する年率利回りとでも言っておこう。）を 10% とし、成長率を 5% とする。多分、この計算はほとんどの人ができると思うが、上の式に当てはめると、 $PER=20$ 倍となる。

一見すると、とてもやさしく見える。例えば、自分が年間 10%以上の利回りを望むとき、成長率が 5%以上の企業を $PER20$ 倍以下で買えばよいのである。しかし、直感的に多くの人が気付くと思うが、そんな株はごろごろころがっていて、むしろこれに当てはまらない株を探すほうが難しいくらいである。それでは、上の式が間違っているのか？そうではない。

特に、「 g 」、つまり企業の成長率の解釈が普通の考え方と違うのである。どう違うかというところ、この g はその企業の未来永劫の成長率が前提となる。上の式は、そのときに初めて成り立つのである。たった 5%の成長でも、今 100 億円の利益が出ている会社は、10 年で 170 億円、100 年では 2 兆円を超えてしまうのである。何せそれが、無限に続くのである。つまり、ここでいう成長率 g が 5%もある会社は、実際にはほとんどないということになる。

それでは、今度は期待利率を 6%としてみよう。その場合、成長率が 2%の企業の PER は 25 倍であり、成長率 1%の企業の PER は 20 倍となる。それでは、A 社、B 社とあり、この 2 社の未来永劫の成長率が、1%なのか 2%なのか、あるいは 0.5%なのかかわかるかというところ、想像しようがないのである。

世の中にはバリュエーションの解説書は山のようにあり、上記の式の解説もほとんど載っている。しかし、それをどう投資、特に個別銘柄の投資に生かすか書いてある本は見たことがない。

そこで、次回は、この式をどう個別銘柄への投資に生かすかということについて考えてみたい。

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。