

## 【バリュエーションレポート：PER8】

前回、PER は、

$$PER = 1 / (r - g), \text{ただし、} r > g$$

で表せることを説明した。しかし、この  $g$  の定義は未来永劫の成長率であるから、このままでは実際に投資する際、PER と成長率の対比には使えないということを述べた。それでは、どのようにすれば、実際の個別銘柄の投資に落とし込むことができるだろうか。今回は、その話をする。ただし、いろいろ、説明の仕方を考えたのであるが、やっぱり少しだけややこしいかも知れない。

まず、今、市場全体の平均 PER と平均成長率を対比させてみよう。仮に、バリュエーションレポート：PER5 で説明した正しい方法で求めた市場の平均 PER が 20 倍であったとする。そして、その平均値算出に用いた銘柄の市場が期待する平均成長率を  $G$  とする。今、市場の期待利子率を 6% としてみる。これは、7% としても、8% でもいいが何かに決めないと計算できないので、ここでは 6% とする。すると、 $G$  は上式から 1% となる。

つまり、このような仮定が成立する市場では、市場が企業の超長期的な成長率を平均 1% と見ていると考えられる。

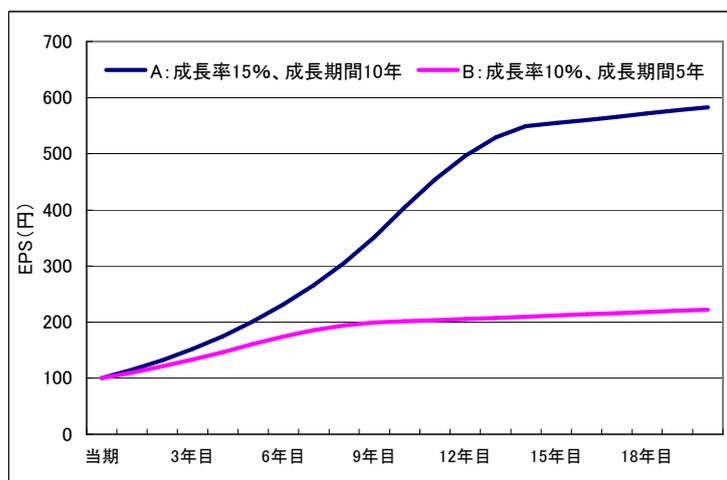
さて、ここで求めたものは、市場の平均とは言うものの未来永劫の値である。しかし、われわれが想像しうるのはせいぜい中期的な成長率である。どのような手段を使えば、これを人間が想像しやすい形に変えられるのであろうか。

まず、機関投資家が大掛かりにやっている方法の一例を示そう。これはカバーしている銘柄すべてについてある条件で成長率と成長期間を求め、そこから現在の妥当 PER を算出し、現実の PER と比較して割安な順に投資するというものである。カバーする銘柄は、投資家の規模によっても異なるが、300~400 銘柄という感じである。

このときに用いる条件を説明する。まず、今高成長期にある企業も、今利益が減り続けている企業も、やがてどこかの時点では市場平均並み（上の例では 1%）の成長率に収束するという前提に立つ。そうであるならば、市場の期待成長率が変わらなければ、その時点の PER は現在の平均値と同じ 20 倍に収束すると考えるのである。

ただし、その平均成長率の収束する過程を細かく予測することは不可能であるので、現時

点で予想される数年間の年平均成長率とその成長率が維持される期間の二つを予想することになる。そして、その後はある一定期間、例えば、その後5年とか10年で平均的な成長率になると決めるのである。そして、その間は段階的に成長率が低下もしくは上昇すると仮定する。その状況をグラフに示したものが下の図である。図に示しているのは、それぞれの企業のEPS推移となる。



図の例は、A社が成長率15%の期間が10年続くとし、B社は成長率10%の期間が5年続くとしている。この例で行けば、15年後には、A社もB社も成長率1%の企業となるので、現在と市場環境が変わらなるとすれば、PERは20倍となっているはずである。

そこで、15年後のEPSにPER20倍をかけて15年後の株価を求め、現時点の期待利率を適当に設定して、現在価値に割り引けば現在の妥当株価が求められる。そして、その株価を現時点の1期予想EPSで割れば、現時点の妥当PERが求められる。そのようにして、A社、B社以外に、年率15%で5年間成長するC社、年率5%で10年間利益が減るD社を加えて、同じ条件で現時点の妥当PERを求めたものが下の表である。

単位(円、倍)

	A社	B社	C社	D社
成長率	15%	10%	15%	-5%
成長期間	10年	5年	5年	5年
15年先にPER20倍としたときの株価	11,099	4,233	5,800	1,515
現在価値				
割引率6%の時の現在妥当株価	4,631	1,766	2,420	632
PER	46.3	17.7	24.2	6.3
割引率10%の時の現在妥当株価	2,657	1,013	1,388	363
PER	26.6	10.1	13.9	3.6

(解説：現在価値に割り引くとは？：わかる人は飛ばしてもらいたい。)

上の表で A 社の EPS は年率 15% で 10 年間成長した後、5 年かけて徐々に年率 1% に低下して行く。すると、現在 100 円の EPS は 15 年後に 555 円になっている。この 555 円に PER20 倍をかけると、11,099 円（四捨五入の関係で 11,100 円にならない）になる。これを期待利子率 6% で割り引くということは、 $11,099 / ((1+6\%)^{15}) = 4,631$  円となる。わかりやすく言えば、今 4,631 円を複利 6% で 15 年間運用すると、11,099 円になるということである。現時点の予想 EPS が 100 円であるから、PER は 46.3 倍となり、期待利子率が 10% であれば、PER26.6 倍がそれぞれ妥当 PER となる。

さて、 $PER = 1 / (r - g)$  をここまで落とし込んでくると、少し直感的に現実の市場と比較できるようになる。ただし、直感的に理解しやすく変形すると、だんだん正確性に欠け始める。つまり、最初の条件は  $r > g$  くらいであったが、徐々に頭に入れておかなければならぬ条件が増えてきている。どこで、折り合いをつければ正確性を落とさず、使いやすいかということである。それでも、まだまだこの段階では使いにくいものとなっている。なぜなら、各社の妥当 PER を比較してみると、現実よりもかなりばらつきが大きく、これでは常に成長株は割安、成熟株は割高となってしまう。

今回は、もう一段階、直感的に使いやすい形に持って行ってみよう。

## 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。