

誤解・勘違いから始める金融の知識¹

増益なら株価は上がる!?

根岸公認会計士事務所 所長

証券アナリスト検定会員・公認会計士・税理士 根岸 康夫

今月の誤解

顧客の伸田さんは、株式投資の銘柄選択基準として成長性に注目し、毎年増益・成長を持続してきた銘柄に集中的に投資を行ってきた。投資後も増益しているにもかかわらず株価が下落するケースもあり、混乱している。理論通りにはいかないのかと訝っている。

背景となる理論

理論株価に関する最も基本的なモデルとして配当割引モデル（定率成長モデル）があります。その簡略さゆえに誤解が生じがちです。その実務的な意義を正確に理解できれば、銘柄選択の視点が変わってくるはずです。

F Pここに注目

決して伸田さんの「成長性を重視した銘柄選択」が間違っているわけではありません。伸田さんの間違いは、「理論的には、決算で前年よりも利益が増加したら株価は上がるはずだ」という期待です。それは「現実には理論通りにならないから」という理由ではなく、理論上も「増益でも株価は下がるケースがある」からです。F Pとして理論の正しい使い方を顧客に伝えたいところです。

増益＝株価上昇!?

F Pの皆さんはC分野で**配当割引モデル**について学習したはずです。配当割引モデルには、予想配当が一定の場合の**定額配当モデル**と、毎年一定の成長を持続する**定率成長モデル**があります。簡単な数値例で復習しましょう。

数値例 1

A社	来期の予想配当	50円/株
	配当成長率	0%
	期待収益率（割引率）	10%
B社	来期の予想配当	50円/株
	配当成長率	6%
	期待収益率（割引率）	10%

A社の理論株価（定額配当モデル）

$$\frac{\text{配当金}}{\text{期待収益率}} = \frac{50 \text{ 円/株}}{10 \%} = 500 \text{ 円/株}$$

B社の理論株価（定率成長モデル）

$$\frac{\text{配当金}}{\text{期待収益率} - \text{成長率}} = \frac{50 \text{ 円/株}}{10 \% - 6 \%} = 1250 \text{ 円/株}$$

定額配当モデルは定率成長モデルにおいて成長率を0%としたものと解釈すべきです。当然ですが、成長しないA社よりも成長するB社の理論株価が高くなっています。それも2倍以上、株価にとって成長性がいかに重要であるかを示しています。

しかし、ここで学習を終わってしまうと次のような誤解を抱えたまま放置することになります。

誤解 1 成長すれば株価は上がる。

誤解 2 成長しない株式より、成長する株式に投資した方が投資収益は高い。

増益しても株価は下がる

配当割引モデルを使って、「増益でも株価が下がる」ケースを説明しましょう。毎年6%成長を期待されていたB社ですが、技術開発上のトラブルから今後の成長率が5%に低下すると予想が変わった場合に株価にどう影響するか見てみましょう。前式の成長率を6%から5%に置き換えるだけです。

$$\frac{\text{配当金}}{\text{期待収益率}-\text{成長率}} = \frac{50\text{円/株}}{10\%-5\%} = 1000\text{円/株}$$

すると株価は1250円/株から1000円/株に急落します。

数値例2

B社の成長率が低下すると…

来期の予想配当	50円/株	50円/株
配当成長率	6%	5%
期待収益率	10%	10%
理論株価	1250円/株	1000円/株

ここで留意して欲しい点は、「B社は決して増益を保持できなくなったわけではない」ことです。低下したとはいえ、毎年5%成長を持続する、増益を実現すると期待されていることに変わりはありません。即ち、配当割引モデルでも「増益であっても株価が下落するケースがある」ことを示しているのです。

納得のいかない顧客には数値例2の逆プロセスで説明することが有効でしょう。即ち、「成長率が高まったら株価はどうなると思いますか」、「当然、株価はさらに上昇するだろう」、「では逆に成長力が衰えたら株価にどう影響するでしょう」、「それは…、株価が下がるってことか…」。

予想どおりならA社と同じ投資収益率

次に「誤解2」について解説しましょう。数値例1のA社とB社に投資した場合の投資収益

率を、配当割引モデルに基づいて計算してみましょう。

A社株式を500円/株で購入します。1年後、配当金50円/株を受け取り、A社の株式を売却しますが、その時のA社の株価はというと、配当金と期待収益率に変化はありませんので、株価は500円/株のままです。したがって投資収益率は

$$\frac{\text{配当金} + \text{売却額（1年後の株価）}}{\text{投資額（現在の株価）}} - 1 = \frac{50\text{円/株} + 500\text{円/株}}{500\text{円/株}} - 1 = 10\%$$

と計算されます。結果は期待収益率と一致します。というか一致するように理論株価を計算したのです。

一方、B社株式は1250円/株で購入します。1年後、配当金50円/株を受け取り、B社の株式を売却しますが、その時のB社の株価はというと、翌々期の予想配当金は成長率に合わせて6%増加して53円になると考えるので株価は

$$\frac{\text{配当金}}{\text{期待収益率}-\text{成長率}} = \frac{53\text{円/株}}{10\%-6\%} = 1325\text{円/株}$$

となります（配当成長率と同じ6%だけ株価が上昇）。したがってB社の投資収益率は

$$\frac{\text{配当金} + \text{売却額（1年後の株価）}}{\text{投資額（現在の株価）}} - 1 = \frac{50\text{円/株} + 1325\text{円/株}}{1250\text{円/株}} - 1 = 10\%$$

となります。即ち、成長率が違ってても期待収益率が同じなら、理論通りならどちらに投資しても投資収益率は同じになるのです。

銘柄選択に必要な視点

では伸田さんはどう考えるべきだったのでしょうか。それは市場の予測が「今後どう変化するか」に注目すべきということです。増益基調も「予想どおり」なら平凡な結果しか得られませんし、「予想未満」なら増益であっても株価が下落することを理解することです。