

誤解・勘違いから始める金融の知識²

好業績の会社の株を買うべき!?

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

顧客の本田さんは、会計事務所にお勤めなので決算書を読むのが得意である。株式投資に際して、好業績の（当期純利益の多い）銘柄に注目して投資している。しかし、投資の結果は良いときもあれば悪いときもある。思ったほど結果が伴わなくて悩んでいる。

背景となる理論

古典的かつ現在でも代表的な株価指標として P E R（Price Earning Ratio）があります。P E R から判断される割高、割安の意味の再確認と、その背景にある「業績の良い会社に投資しても、業績の低迷している会社に投資しても投資収益は同じ」という考え方を解説します。

F P ここに注目

本田さんが「自ら決算書を読んで」投資対象銘柄を選別していることは、そうしていない個人投資家は見習うべき態度と言えます。しかし、どんな道具（情報）にも正しい使い方と限界があります。誤った使い方や過大な期待に陥っては「道具に振り回されている」ことになり、納得のいく投資は実現できないと思います。P E R の示唆する株式投資の姿を解説できるようにしたいものです。

益回りのほうがわかりやすい

今回のテーマは P E R ですが、少し遠回りして「益回り」という指標から解説します。

数値例 株式会社 A

損益計算書	
売上	1000 億円
...	
当期純利益	100 億円
株価：	400 円/株
発行済株式総数：	5 億株
株式時価総額：	2000 億円

リッチな投資家 H さんが 2000 億円を投じれば A 社の株式を 100% 取得できます。「A 社は H さんのもの」になるので当期純利益 100 億円は（配当しなくても）全額 H さんのものです。この場合の投資収益率は $100 \text{ 億円} \div 2000 \text{ 億円} = 5\%$ となります。

一方、普通の個人投資家 N さんは 400 円しかもっていません。しかし 400 円あれば A 社株式を 1 株だけ購入できます（現実には最小取引単位という制約がありますが）。当期純利益のうち、持分比率（全体 5 億株のうち 1 株だけ）に応じた額が N さんの取り分になります。即ち $100 \text{ 億円} \div 5 \text{ 億株} = 20 \text{ 円/株}$ です。これがいわゆる 1 株当たり利益 EPS です。N さんの投資利回りは $\text{EPS} 20 \text{ 円} \div \text{株価} 400 \text{ 円} = 5\%$ となり、H さんと同じになります。日本経済新聞ではこの株式投資収益率を **株式益回り** として表示しています。

好業績銘柄の株価と低業績銘柄の株価

さて、比較対象として B 社に登場してもらいます。B 社の当期純利益は A 社の倍の 200 億円、株式数が同じなので EPS は 40 円/株です。B 社の株価はいくらになるのでしょうか？

	A 社 (低業績)	B 社 (好業績)
当期純利益	100 億円	200 億円
株式数	5 億株	5 億株
EPS	20 円/株	40 円/株
株価	400 円/株	?
益回り	5 %	?

勿論、好業績の B 社の株価のほうが高いはずですが、いくらになるでしょうか。そしてその根拠は？ そこで B 社の株価が 600 円/株、800 円/株、1000 円/株の場合に投資家がどう反応するか考えましょう。

	B 社		
EPS	40 円/株		
株価	600 円/株	800 円/株	1000 円/株
益回り	6.7%	5 %	4 %

B 社の株価が 600 円/株の場合、益回りは 6.7%になり、A 社の益回りと比べると B 社のほうが投資対象として魅力があるとみなされます。すると B 社に買いが殺到するので株価は 600 円/株にとどまらず、上昇するはずです。

では B 社の株価は 1000 円/株まで上昇するでしょうか。この時、益回りは 4%まで低下しますので、投資対象として魅力が薄れ株価は低下するはずです。

結局、B 社の株価は 800 円/株で落ち着くはずです。この場合、A 社も B 社も益回りは 5 %と同じになり、どちらでも一緒になって落ち着くはずです。

	A 社	B 社
EPS	20 円/株	40 円/株
株価	400 円/株	800 円/株
益回り	5 %	5 %

結果は非常に単純で「EPS が 2 倍だから株価も 2 倍」、「益回りは同じ」という結論になります。

結局、どっちを買えばよい？

A 社と B 社、どちらを買えばよいかを判定するために資金 100 万円で各々の株式を買った場合を比べましょう。

A 社の株価は 400 円/株ですから、100 万円あれば 2500 株買えます。EPS が 20 円/株ですから、100 万円の投資に対して 1 年で 20 円/株 × 2500 株 = 5 万円儲かることになります。益回りが 5 %とは「100 万円投資して 5 万円の儲け」のことだったのです。

同様に B 社を買った場合を考えましょう。株価は 800 円/株ですから、100 万円で変える株数は 1250 株です。EPS が 40 円/株ですから、40 円/株 × 1250 株 = 5 万円儲かることになります。

	A 社	B 社
EPS	20 円/株	40 円/株
株価	400 円/株	800 円株
100 万円で 買える株数	2500 株	1250 株
投資家の 取り分	20 円/株 × 250 株 = 5 万円	40 円/株 × 125 株 = 5 万円

ここで改めて伺います。100 万円で A 社と B 社、どちらの株を買った方が得ですか？ 答えは「どっちを買っても同じ投資収益」です。

PER は益回りの逆数

前述のように著者は益回りで説明した方が判りやすいと思うのですが、困ったことに益回りの逆数（分母分子をひっくり返したもの）である PER が一般的に用いられます。即ち益回りは $EPS \div \text{株価}$ で計算されますが、PER は $\text{株価} \div EPS$ で計算されます。

先ほど、益回りで比較したプロセスを PER で表現すると次のようになります。

B 社の株価が 600 円/株の場合、「B 社の益回りが 6.7%で A 社よりも高い」が、「B 社の PER は 15 倍で低いから割安」となります。

B 社の株価が 1000 円/株の場合、「B 社の益回りが 4 %で A 社よりも低い」が、「B 社の PER は 25 倍で高いから割高」となります。

結局、B 社の株価は 800 円/株で「益回りが同じ 5 %になるから落ち着く」が、「PER が同じ 20 倍になると落ち着く」といった表現になります。

	A 社	B 社		
EPS①	20 円/株	40 円/株		
株価②	400 円/株	600 円/株	800 円/株	1000 円/株
益回り ①÷②	5 %	6.7%	5 %	4 %
P E R ②÷①	20 倍	15 倍 割安	20 倍	25 倍 割高

「PER はどの会社（銘柄）でも同じはず」という期待があります（厳密には業種ごとの差異があることは認められるので同じ業種であれば PER は同じと解釈されます）。初心者には馴染めない表現だと思うのは著者だけでしょうか。

1 社を時系列で比較すると

これまでは（同じ時点で）他社比較で話を進めたのですが、1 社について時系列で比較した場合でも同様です。

	A 社	
年度	X1 年	X2 年
EPS①	20 円/株	40 円/株
株価②	400 円/株	800 円/株
益回り①÷②	5 %	5 %
P E R②÷①	20 倍	20 倍

A 社の X1 年度の EPS は 20 円/株であったので株価は市場平均の PER20 倍に依じて 400 円/株になり、X2 年度の EPS は 40 円/株と倍増したので株価も 800 円/株になると考えます。即ち、

理論株価＝EPS×PER（定数）

というイメージがあるのです。

重要なのは水準ではなく変化

「業績の低い銘柄に投資しても、業績の高い銘柄に投資しても同じ」と説明しておきながら、「EPS が倍になると株価も倍になる」と業績が株価に大きな影響を与える（比例する）ことを説明したので混乱している読者もいらっしゃるかもしれません。

「重要なのは水準ではなく変化」ということです。業績の良い（EPS の高い）会社であっても、前年比で変化がない（成長のない）場合には株式投資の利回りは業績の低い（EPS の低い）会社に投資したのと同じです。

一方で、現時点では業績の低い（EPS の低い）会社であっても、将来 EPS が高くなる場合には株式投資収益率は高くなる可能性を秘めています。

現実の PER は銘柄によってバラバラ

前回、「増益でも株価が上昇するとは限らない」ことを配当割引モデルの観点から説明しました。ここでは「PER が一定だから、EPS が増加すれば株価が上昇する」と説明しました。どっちが本当なのでしょう。

実は「増益だからといって株価が上昇するとは限らない」ことは現実の PER から説明できるのです。

次回予告になりますが、日本経済新聞に掲載されている市場平均の PER には予想と前期基準の 2 通りがあること、個別銘柄の PER には市場平均と大きく乖離するものが存在することを解説する予定です。