

誤解・勘違いから始める金融の知識³

織り込み済みって何!?

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、増益銘柄に投資していたのですが、思惑通りに株価が上昇しないので悩んでいました。その一方で、時折、前年比減益にもかかわらず株価が上昇する銘柄があることに気がつきました。減益なら株価が下がるはずでは？と困惑しています。

背景となる理論

今回は「(株価への) 織り込み済み」について解説します。連載第1回で配当割引モデルを使って「増益でも株価は下がるケースがある」ことを解説しました。その逆のパターン、「減益でも株価が上昇する」ことを「織り込み済み」を使って説明します。

F Pここに注目

伸田さんの「増益銘柄に注目して投資する」という考え方が間違っているわけではありません。ただ、伸田さんが見落としている可能性、即ち、減益している銘柄にも株価上昇の可能性があることを知るべきです。それにより選択の範囲が広がりますし、株式市場の予想が「増益か減益か」という2通りで区分されるものないことを理解すれば、銘柄選択も質的に変わるはずです。

PER はどの銘柄でも同じはずなのに!?

前回、「PER はどの銘柄でも同じ」になるという理論を紹介しました。しかし、現実には PER が市場平均から大きく乖離している銘柄が数多く存在しています。平成 24 年 5 月時点で、東証1部の平均 PER (前期基準) は約 20 倍でしたが、PER が 100 倍を超えている銘柄が約 70 社ありました。

「現実には理論通りにはいかないものだ」と簡単にあきらめないでください。「理論通りにいかない」ようにみえる現実も、実は「初歩的な学習レベル」で理解しようとしているからで、理解のレベルが進めば「現実も理論に則した動きをしている」側面がみえてくるものです。

PER が市場平均より大きい理由

個別銘柄 (C 社) の PER が市場平均よりも大きくなる状況を説明しましょう。

	現在のC社		来期のC社
EPS	直近決算 20 円/株	⇒	来期予想 50 円/株
株 価	1,000 円/株		1,000 円/株
P E R	前期基準 50 倍		予想 20 倍

C 社の直近決算の当期純利益から計算した EPS 20 円/株と株価 1,000 円/株から計算した PER (50 倍)を**前期基準 PER**と呼びます。しかし、C 社の来期の利益はその 2.5 倍に急成長し、EPS は 50 円/株に達すると予想されています。この予想利益 (EPS) に基づいて計算した PER を**予想 PER**と呼びます。

将来 EPS が急成長が予想される銘柄の場合、前期基準の PER は市場平均を大きく上回るのですが、予想 PER は市場平均に一致するはずなのです。

前期基準が市場平均と一致しない理由

「どうして前期基準だけ市場平均と乖離するのか？前期基準も予想も市場平均と一致すべきなのでは？」という疑問がでてくるはずです。

では、C社の前期基準 PER も市場平均の 20 倍という状況を考えてみましょう。「前期基準も予想も市場平均と一致」するならば、現在の株価は 400 円/株で、1 年後に株価は 1000 円/株に達することになります。

	現在のC社		来期のC社
EPS	直近決算 20 円/株	⇒	来期予想 50 円/株
株 価	400 円/株		1,000 円/株
P E R	前期基準 20 倍		予想 20 倍

この状況は「ありえない」のです。確かに買い手から見れば「1 年後には 1000 円/株になる株を 400 円/株で買える」のは美味しい話ですが、そのためには売り手が必要です。売り手にしてみれば「1 年後には 1000 円/株になる株を 400 円/株で売る」ことを意味します。売り手にしてみれば「1 年後には 1000 円/株になる株なんだから 1000 円/株（辺り）でしか売りたいくない」でしょう。

将来 1000 円/株になると予想される株式の現在の価格が 1000 円/株（辺り）になることをマルチンゲールと言います。

折り込み済みとは

このような「将来の PER が市場平均と一致するように現在の株価が決まる」という理論に従えば「増益でも株価が下がる」現象を説明できます。前述の C 社の予想 EPS が前期比 2.5 倍になると予想されていたから、前期基準 PER が 50 倍になっていたのです。

では 1 年後、C 社の EPS が「予想通り」2.5 倍になったとしたら株価はどうなるでしょうか。

	現在		1 年後
EPS	20 円/株	⇒	50 円/株
株 価	1,000 円/株		1,000 円/株
P E R	20 倍		20 倍

「予想通り」だったので株価は 1,000 円/株のままのはずです。「利益が 2.5 倍になったのに株価は上昇しない」のです。これがいわゆる**織り込み済み**と呼ばれる状況です。

（注）現実には、さらにその将来を見据えて株価が形成されるはずですが。

増益でも株価が下がるケース

では 1 年後、C 社の EPS が「予想より低い」2 倍止まりだったら株価はどうなるでしょうか。

	現在		1 年後
EPS	20 円/株	⇒	40 円/株
株 価	1,000 円/株		800 円/株
P E R	20 倍		20 倍

「利益が 2.5 倍になると思っていたから株価が 1000 円/株」だったのですが、期待はずれで「利益が 2 倍なら株価は 800 円/株」になるはずですが。すると**利益が 2 倍になったのに株価は下がる**という現象が生じます。

減益でも株価が上がるケース

いよいよ、冒頭のテーマ「減益でも株価が下がる」ケースを説明しましょう。

D 社の前期基準 PER は 10 倍と市場平均の 20 倍に比べて半分という状況です。それは D 社の来期の EPS が 50%低下すると予想されていることを反映しているのです。

	現在の D 社		来期の D 社
EPS	直近決算 20 円/株	⇒	来期予想 10 円/株
株 価	200 円/株		200 円/株
P E R	前期基準 10 倍		予想 20 倍

1 年後、D 社の EPS が「予想通り」50% 低下したら株価はどうなるでしょうか。

	現在		1 年後
EPS	20 円/株	⇒	10 円/株
株 価	200 円/株		200 円/株
P E R	20 倍		20 倍

「予想通り」だったので株価は 200 円/株のままです。「利益が 50%低下したのに株価は下らない」のです。

では 1 年後、C 社の EPS の「下落幅が予想より小さい 20%」だったら株価はどうなるでしょうか。

	現在		1 年後
EPS	20 円/株	⇒	16 円/株
株 価	200 円/株		320 円/株
P E R	20 倍		20 倍

「利益が 50%低下すると思っていたから株価が 200 円/株」だったのですが、予想ほど悪化しなかったので「下落幅が 20%止まりなら株価は 320 円/株」になるはずですが、すると**利益が減少したのに株価は上がる**のです。

現在の株価は予想の反映

伸田さんの勘違いは「増益なら株価上昇、減益なら株価下落」と思いこんでいる点にあります。株価の上昇・下落は「増益か、減益か」に反応するものではありません。正しくは「予想より高いか、低いかに反応するのです。そして「予想通り」ならば株価は変動し

ないのです。

伸田さんは、まず「市場の予想（シナリオ）はどのようなものか」を把握しなければなりません。次に、伸田さん個人の判断と比較します。「市場の予想よりも向上する（市場予測は低すぎる）」と考えるのであれば、その銘柄を購入し、株価上昇を待つことになります。

勿論、将来に決算等で結果が出てくれば、市場と伸田さんどちらの予想が正しかったかははっきりするでしょう。しかし、結果が出る前に市場の予測が変化して伸田さんの予測に近づけば株価が上昇することになります。

株価は過去を顧みない

現在の株価は予想の反映です。予想は時々刻々と変化します。だから株価も時々刻々と変化するのはです。そして楽観的なものであれ、悲観的なものであれ、市場が予測しなかったサプライズが起きると株価は大きく変動するのはです。

逆に言えば、株価は過去に左右されません。これを「株価は過去を顧みない」と称します。過去の情報の代表格が決算情報です。意外に思われるでしょうが、株価は決算数値に影響を受けません。

だからこそ前期基準 PER よりも予想 PER が重視されるのですし、現在の株価は予想 PER を中心に形成されるのです。実際、日本経済新聞の掲載は予想 PER がメインで、前期基準 PER はカッコ書きの参考数値という扱いになっています。

そんなはずはない、だったら何のために決算を公表するのか、アナリスト業界も決算に注目しているではないか、と様々な反論があるでしょう。次回は決算が株価に影響しないことと、にもかかわらず決算情報が無視されない理由を説明します。