

# BASE Vol.14

実践的基礎知識 株式編(4) <高値掴みしないために重要なこと>

2015/12/14

## 高値掴みしないために重要なこと

株式に投資をする際、株価が割高なのか割安なのか、そのバリュエーション(投資価値評価)を判断することが重要です。代表的なバリュエーションの指標として株価収益率(PER)などがあげられます。うまく活用することで割高な株式を高値で掴むことを避けられる可能性があります。

### 株価収益率(PER)

株価のバリュエーション(投資価値評価)を示す代表的な指標にPER(株価収益率)があるのは株式編(2)でご紹介済みです。PERは株価と企業の収益力を比較することによって株式の投資価値(割高なのか割安なのか)を判断する際に利用される尺度です。PERは株価÷1株当たり利益(EPS)で算出されます。例えば、株価が1,000円で、EPSが100円ならば、PERは10倍です。この数値は小さければ小さいほど割安、数字が大きければ大きいほど割高と考えられます(図表1)。PERの変化としては、EPSが変わらず株価が下がれば、PERも下がります。利益が減っていないのに株価が下がれば割安になるのは自然な考えだと思われまます。一方、EPSの観点からみると、株価が変わらずEPSが増えれば、PERが下がることとなります。株価の変動をEPSの変化とPERの変化で見てください。

### 株式のリターンの源泉

株式のリターンの源泉は大きく分けて2つに分類できます(図表2)。まず1つ目がインカムゲイン(配当収入)、2つ目がキャピタルゲイン(値上がり益)です。インカムゲインは短期では、ほとんどたまり、長期では、時間が経てば経つほど積み上がっていきます。一方、キャピタルゲインはEPSの変化とPERの変化に分けられます。EPSは、短期ではあまり大きな変化は期待できませんが、長期では企業の利益が大きく積み重なることが期待できます。例えば年率10%ずつEPSを増やしていくと、1年後はわずかに1.1倍に増えるだけです。10年後には2.6倍に、20年後には6.7倍にEPSが増えます。PERの変化については、短期では利益成長と比べて大きく変化し得ます。PERが10倍から15倍になれば株価は50%上昇します。また長期においてはスタート時のPERが極端に割高・割安な場合はその後大きく変化することがあります。PERが100倍から20倍に下がればPER変化率は-80%となり、たとえEPSが3倍になっても株価は40%下落します(図表3)。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

### 図表1: 株価のバリュエーションを示す代表的な指標

- 株価収益率(PER)  
PERが高い: 割高 PERが低い: 割安
- 株価純資産倍率(PBR)  
PBRが高い: 割高 PBRが低い: 割安
- 配当利回り  
配当利回りが高い: 割安 配当利回りが低い: 割高

### 図表2: 株式のリターンの源泉

#### ◆株式のリターン

#### ①インカムゲイン(配当収入)

短期: ほとんどたまらない

長期: 時間が経てば経つほど積み上がる

#### ②キャピタルゲイン

株価=EPS×PER

株価変化率=(1+EPS変化率)×(1+PER変化率)-1

#### 【EPSの変化】

短期: あまり大きな変化は期待できない

長期: 利益が大きく積み上がり得る

#### 【PERの変化】

短期: 利益成長と比べて大きく変化し得る

長期: スタート時が極端に割高・割安な場合はより大きく変動することも

### 日経平均株価の動きとバリュエーションの変化

それでは実際に過去の日経平均株価のバリュエーションとその後のパフォーマンスについて検証していきましょう(図表3)。

2000年10月末の日経平均株価はPERは76.9倍と非常に高水準にあり、その後の8年間で利益は274%増えたにもかかわらず、株価は41%下落しました。その結果、PERは84%低下しました。

2008年10月末の日経平均株価のPERは12.1倍と低水準で、その後の7年間で利益は36%増加しましたが、株価も122%とそれ以上に大きく上昇したため、PERの増加も64%となりました。

図表3: 日経平均株価の動きとバリュエーションの変化

株価変化率=(1+EPS変化率)×(1+PER変化率)-1  
 例:EPS100円×PER100倍=株価10,000円  
 →EPS300円×PER20倍=株価6,000円  
 ※EPS100円→300円(+200%)  
 PER100倍→20倍(-80%)  
 ⇒(1+200%)×(1-80%)-1=3×0.2-1=-0.4(-40%)

	2000年10月末	2008年10月末	8年間の変化
A 日経平均株価 (円)	14,540	8,577	-41%
B PER (倍)	76.9	12.1	-84%
C 1株当たり利益 (円) (A÷B)	189	707	274%
D PBR (倍)	2.4	1.0	-57%
E 1株当たり純資産 (円) (A÷D)	6,166	8,423	37%
F 配当利回り (%)	0.60	2.61	332%

  

	2008年10月末	2015年10月末	7年間の変化
G 日経平均株価 (円)	8,577	19,083	122%
H PER (倍)	12.1	19.9	64%
I 1株当たり利益 (円) (G÷H)	707	960	36%
J PBR (倍)	1.0	1.7	67%
K 1株当たり純資産 (円) (G÷J)	8,423	11,215	33%
L 配当利回り (%)	2.61	1.70	-35%

出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

### 各資産の動きとPERの変化

今度はMLPを例に価格変化の要因を見てみましょう(図表4)。まず、A時点からB時点の価格の変化率は+23.5%、ダウ平均の15.4%を上回る価格上昇を見せています。なぜ価格が上がったのでしょうか。業績が良かったのでしょうか。MLPのA時点からB時点のPERの変化率は+47.9%、対してEPSの変化率は-16.5%でした。つまり、利益は減ったにもかかわらず、株価は23.5%も上昇したため、PERは+47.9%と割高になってしまいました。単に割高になっただけです。次にB時点からC時点を見てみましょう。価格の変化率は-33.5%と大きく下落しました。EPS伸びは-2.9%とほとんど下落していませんが、PERの変化率は-31.6%と大きく下落しました。先ほどのA時点からB時点の変化はPERが上昇して株価が割高になり、B時点からC時点の変化は元のA時点と同程度のPERの水準となり、割高感が解消されたと見ることができます。このように、割高な状況で投資を開始してしまうと、値下がりする可能性が高くなり、また、元の価格に戻るまで長い時間と大きな利益成長が必要になってしまいます。こんな状況を回避するために、投資においてはバリュエーションを確認することが非常に重要です。

図表4: 各資産の動きとPERの変化

	ダウ平均	MLP	グローバルヘルスケア	グローバル公益	日経平均
<b>2013年8月30日 A</b>					
価格	14,810	437	156	109	13,389
÷	÷	÷	÷	÷	÷
PER	14.2倍	25.6倍	20.1倍	18.9倍	21.9倍
EPS	1,040	17.1	7.8	5.7	611
<b>2014年8月29日 B</b>					
価格	17,098	540	198	128	15,425
÷	÷	÷	÷	÷	÷
PER	15.9倍	37.8倍	23.5倍	20.5倍	20.3倍
EPS	1,077	14.3	8.4	6.2	760
<b>2015年8月31日 C</b>					
価格	16,528	359	214	114	18,890
÷	÷	÷	÷	÷	÷
PER	14.4倍	25.9倍	23.3倍	16.5倍	19.9倍
EPS	1,144	13.9	9.2	6.9	949
<b>A→Bの変化</b>					
価格変化率	+15.4%	+23.5%	+26.9%	+17.5%	+15.2%
PER変化率	+11.4%	+47.9%	+16.9%	+8.5%	-7.4%
EPS変化率	+3.6%	-16.5%	+8.6%	+8.3%	+24.4%
<b>B→Cの変化</b>					
価格変化率	-3.3%	-33.5%	+8.2%	-11.0%	+22.5%
PER変化率	-9.0%	-31.6%	-0.8%	-19.9%	-1.9%
EPS変化率	+6.2%	-2.9%	+9.1%	+11.1%	+24.8%

データは過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

※数値は四捨五入して表示しているため、表示されている数値での計算結果と不一致となる場合があります。

※MLP: Alerian MLP指数、グローバルヘルスケア: MSCIヘルスケア株価指数、グローバル公益: MSCI公益株価指数

※日経平均株価を除き米ドル建て、日経平均株価は円建て

出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

MSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。