

基礎研 レター

目にする数値ほど強くないかも？ ～企業業績と株価をキャッシュ・フローから検証～

金融研究部 研究員 前山 裕亮
(03)3512-1785 ymaeyama@nli-research.co.jp

1—はじめに

アベノミクスも3年目。2015年に入ってから株価はほぼ右肩上がりです。年初からの上昇率は一時20%に迫りました。また、東証一部の時価総額（政府保有分を除く）は過去の最高額を更新。1989年のバブルの絶頂期ですら超えなかった600兆円を突破しました。年初来高値を付けた6月24日以降はやや軟調に推移していますが、再び上昇基調に転じるのでしょうか。

筆者は株価を考える上でファンダメンタルズである企業業績、つまり「企業の稼ぐ力」がもっとも重要だと考えています。ここで「企業の稼ぐ力」といえば、決算期には新聞の紙面などをにぎわす売上高や利益といった会計ベースの数値を一番に思い浮かべる方が多いのではないのでしょうか。しかし、会計ベースの数値は必ずしも万能な指標ではありません。

たとえば、利益については事業の好不調以外にも、設備投資の増減なども減価償却費を介して変動要因となります。設備投資の方針が大きく変わった場合などには、その点を考慮した上で利益の推移を見る必要があると思います。

また、会計ベースの数値は採用されている会計基準に依存します。国ごとに会計基準が異なる場合には、国際比較がしにくくなります。昨今、グローバルに投資を行っている外国人投資家が日本の株式市場のメインプレイヤーです。その外国人投資家は会計ベースの利益とあわせて、会計基準によらず国際比較がしやすいキャッシュ・フローも企業業績の尺度として参考に行っている可能性があります。

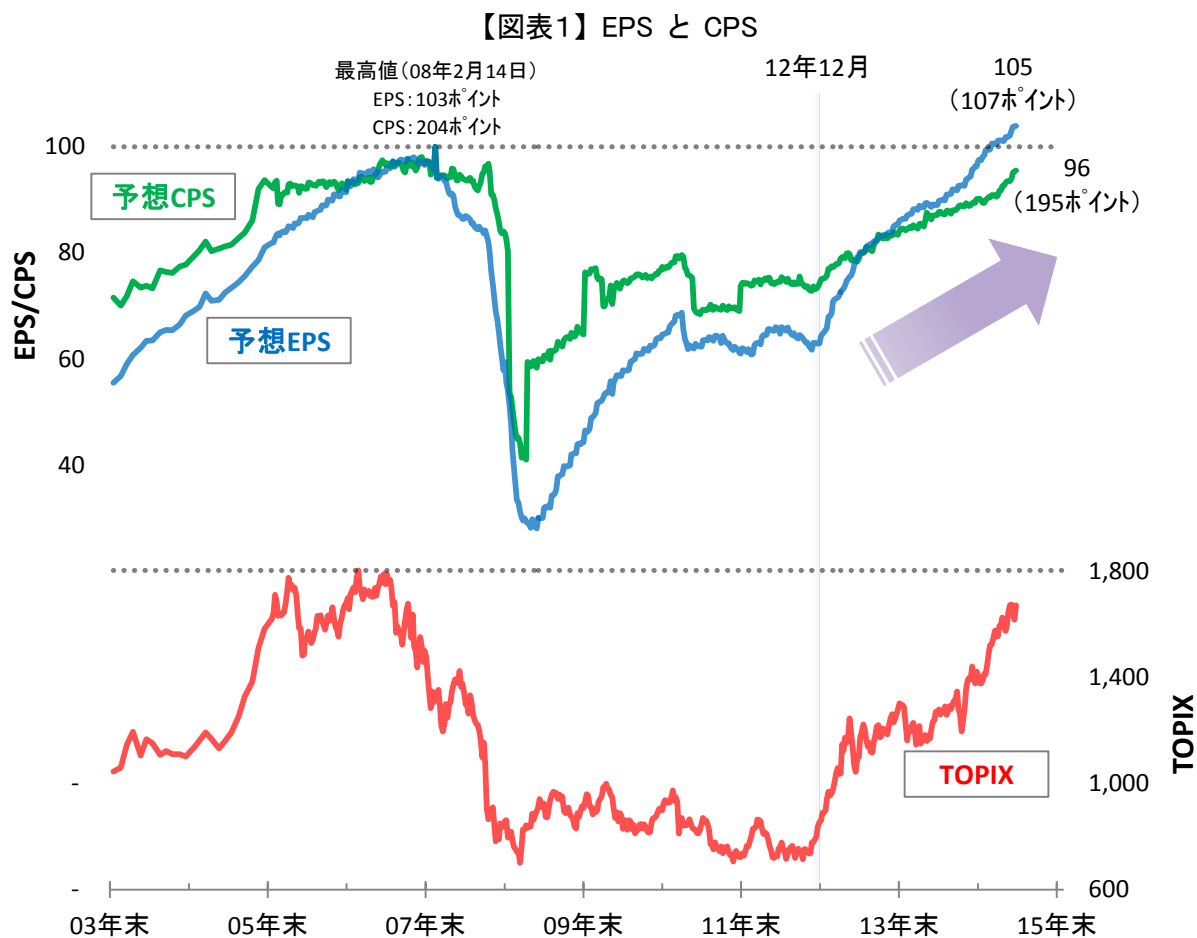
そこで本稿では利益とあわせてキャッシュ・フローから企業業績や株価の現在の状況について考えたいと思います。なお、キャッシュ・フローとは企業の事業活動の中で獲得（または消失）する資金（キャッシュ）を指します。企業が実際に事業から「資金（キャッシュ）を稼ぐ力」を意味します。

2—利益と比べて緩慢なキャッシュ・フローの拡大

まずはEPS（一株当たり利益：青線）とCPS（一株当たりキャッシュ・フロー：緑線）について見ていきましょう【図表1】。

株価ほど急激ではないものの、EPS、CPSともに2012年12月以降は拡大傾向にあります。特に、EPSについては足元の予想が107ポイント。2006年、2007年のピーク時ですら103ポイントでしたので、5%上回っています。利益自体はショック前を超える水準まで戻ってきたことが分かります。しかし、その一方でCPSはどうでしょう。足元の予想値が195ポイントとピーク時の204ポイントから4%下回っています。EPSと同様に回復してきているものの、ショック前の水準に戻るにはもう少し時間が必要なようです。

なお、TOPIX（赤線）は足元1,600ポイント台で推移しています。6月に18年半ぶりの高値水準をつけた日経平均株価に注目が集まっていますが、より市場全体の動きを表しているTOPIXはCPSと同様にいまだにショック前の高値（1,800ポイント）を突破できていません。キャッシュ・フローの拡大の遅さが関係しているのではないのでしょうか。



※ Datastreamより筆者作成。予想はすべてTOPIXベースのI/B/S/E12カ月先予想
EPSとCPSはともにショック前の最高値であった2008年2月14日が100となるようにそれぞれ指数化

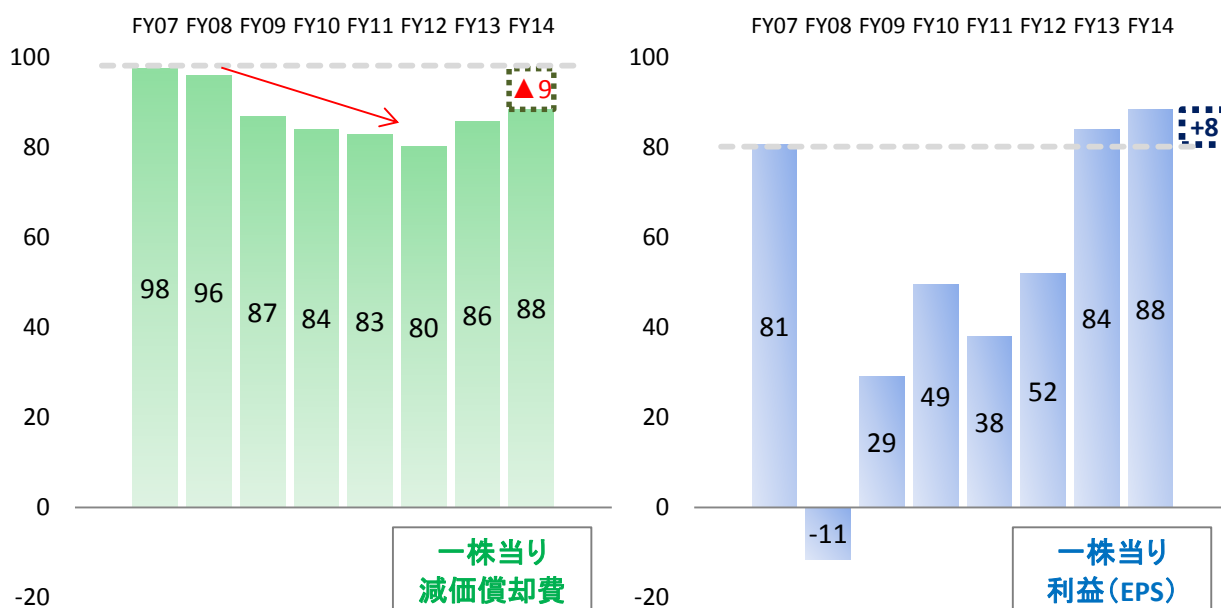
3—減価償却費の減少が利益を底上げ

ここでキャッシュ・フローが利益と比べて回復度合いが緩やかになっている要因の一つとして、減価償却費の減少を挙げたいと思います。減価償却費はコストですので、減少すれば増益要因になります。ただし、あくまでも会計上のコストであり実際に費用は発生しないため、キャッシュ・フローには影響ありません。キャッシュ・フローが拡大しなくても、減価償却が減少するとその分だけ利益が底上げされます。この場合、資金を稼ぐ力自体は変わらないので、手放しで喜べない増益であると筆者は考えています。

実際に2008年度以降はリーマン・ショックを受けて企業が新規の設備投資を控えたことなどから、減価償却費は減少傾向にありました【図表2：左】。2013年度に反転しましたが、それでもショック前の2007年度よりは低水準でした。一方、2014年度は2007年度対比で8ポイントほど増益になりましたが【図表2：右】、減価償却費の減少分（9ポイント）と同程度でした。事業から資金を得る力は増益分ほど改善していなかったことが分かります【下式】。

キャッシュ・フロー	=	利益	+	減価償却費	±	その他
(1)2007年度		81ポイント		98ポイント		
(2)2014年度		88ポイント		88ポイント		
差異 (2)-(1)		+8ポイント CF増加要因		▲9ポイント CF減少要因		←ほぼ相殺

【図表2】 減価償却費(左)と利益(右)



※ 日経 NEEDS、Datastream より筆者作成。すべて TOPIX ベースの実績値

4—キャッシュ・フローから見ると高値圏

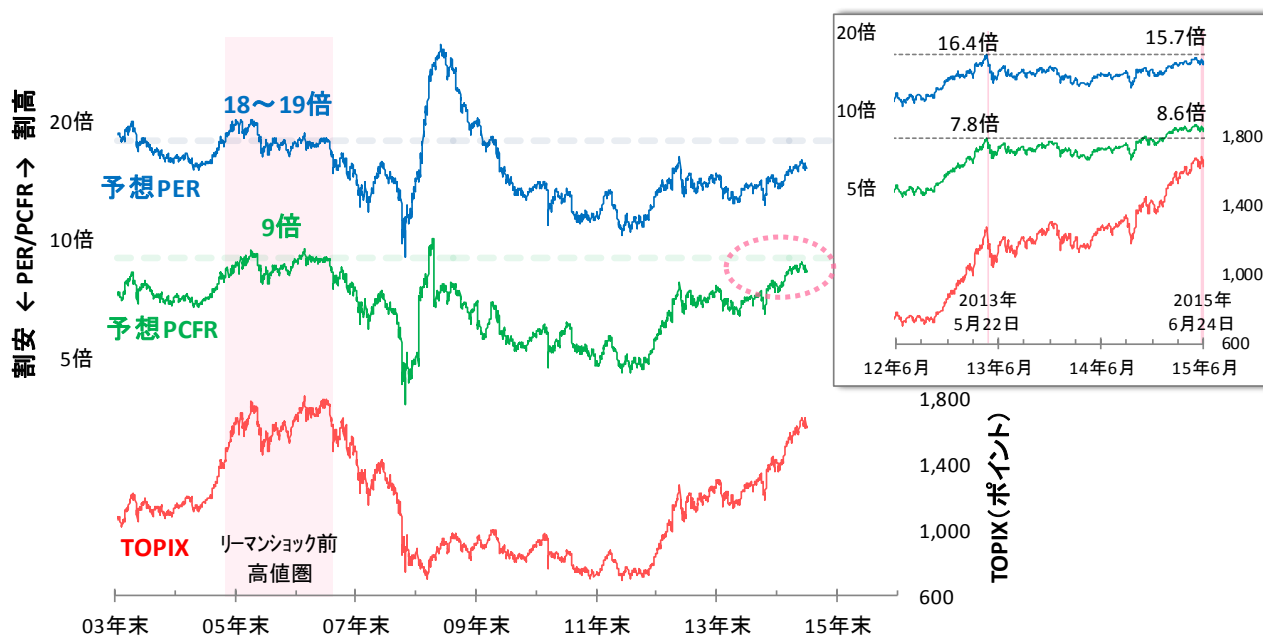
PER (Price Earnings Ratio : 株価収益率) と PCFR (Price Cash Flow Ratio : 株価キャッシュ・フロー倍率) を通して現在の株価を見てみましょう【図表3】。PCFRはPERと比べて聞きなれない指標ですが、株価をCPSで割った投資指標です。PERのEarnings (利益) がCF (キャッシュ・フロー) に代わっただけです。株価がキャッシュ・フローの何倍まで買われているかをあらわしており、数値が高いほど株価が割高を意味します。

PERは足元16倍を下回っています。2012年10月以降で最もPERが高かったバーナンキ・ショック直前の2013年5月22日が16.4倍でしたので、まだ当時を下回る水準にあります。さらに2006年、2007年は18倍を超えていたことを踏まえると、割高感はないのではないのでしょうか。言い換えると、利益予想から見ると株価はまだ上昇余地があるといえます。

一方、EPSに比べてCPSの回復が遅れていることもあり、PCFRは9倍目前です。既に2013年5月22日(7.8倍)を超え、ショック前の水準(9倍)に迫っています【図表3:点線丸囲部分】。高値圏に足を踏み込んでいるといえるでしょう。キャッシュ・フロー予想から見ると、事業から資金を得る力が今後大きく上方修正されない限り、上昇余地が限られているのではないのでしょうか。

企業業績といっても普段目にする利益とキャッシュ・フローとで趨勢が同じでも見える景色は若干異なっていました。TOPIXは6月24日に年初来高値を付けましたが、それ以降は調整しました。ギリシャ問題などを受けて投資家のリスク回避姿勢が強まったためですが、実はPCFR9倍の見えない壁も関係したのではないのでしょうか。

【図表3】PERとPCFR(右:直近の拡大図)



※ Datastreamより筆者作成。予想はすべてTOPIXベースのI/B/S/E12カ月先予想