

基礎研 レター

目減りする企業の資産

～外貨建資産、有価証券の評価損にご注意を～

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

株式市場では、外部環境が大きく変動する中、企業業績に対する不透明感が増しています。そのため、企業が保有している資産を元にした指標であるPBR（Price Book-value Ratio）にも注目が集まっています。企業が保有している資産の一部は、足元の株式市場や為替相場の急変に伴い、目減りしている可能性が高いため注意が必要です。

1——大きく下落した日本株式

日本株式は2015年後半から軟調に推移しています。2016年に入ってさらに下落基調を強め、年初来下落率は10%を超えています。TOPIX（東証株価指数）が1,700ポイント目前だった昨年の高値（2015年8月10日）からですと、2月12日には1,200ポイントを下回ったため、下落率は一時30%に迫りました【図表1】。

【図表1】 TOPIX の推移



※ Datastream より筆者作成。

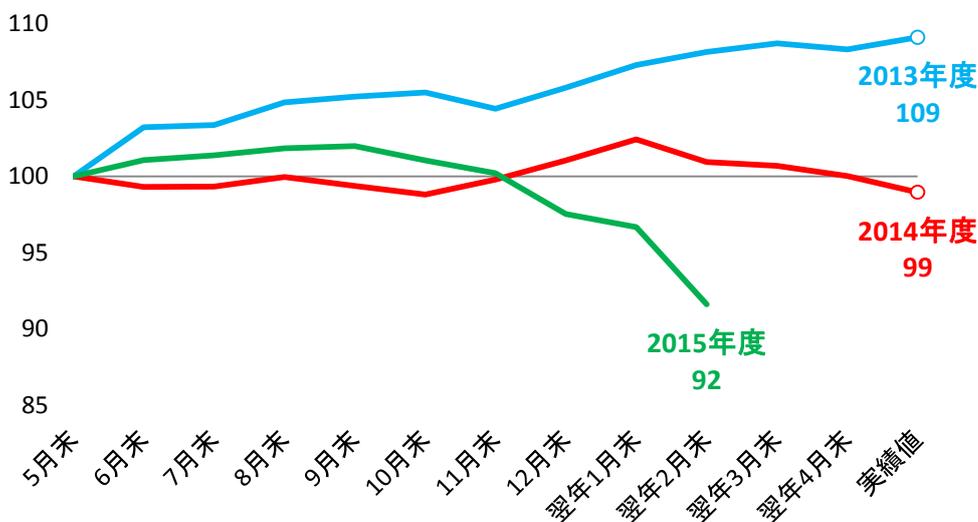
アベノミクス相場が始まった2012年11月以降、大きく下落した局面は今回以外にも2013年5月のバーナンキ・ショックがあります。このときは投資家のリスク回避姿勢が強まり、TOPIXは最大で16%下落し、ショック前の水準に戻るまで約6カ月を要しました。足元下落は、バーナンキ・ショック時と比べて下落率は約2倍となっています。さらに、下落し始めてから6カ月以上経ちましたが、いまだに下落前の水準に回復する気配がありません。

今回の下落のきっかけも、昨年8月のチャイナ・ショックによって投資家のリスク回避姿勢が強まったことでした。足元とバーナンキ・ショックとは何が違うのでしょうか。

2——背景にあるのは業績の不透明感

ショック後の株価の変動が異なっている要因として、企業業績が挙げられます。2013年度の業績予想の推移を見ると、5月にバーナンキ・ショックが起き株価は急落していたにもかかわらず、利益予想は上方修正基調でした【図表2：青線】。ショック後も業績拡大が続き、株価を下支えしていたことが分かります。その一方で、2015年度は9月までは堅調だったものの、それ以降は下方修正されています【緑線】。特に、昨年12月以降は修正幅が大きくなっており、9月末から足元にかけて累積で10%程度下方修正されました。そのことが下落幅を大きくした要因の一つといえます。

【図表2】 TOPIX の今期予想利益の推移



※ Datastream より筆者作成。予想はすべてI/B/E/S 予想。
各年度とも5月末の予想値が100となるように指数化しています。

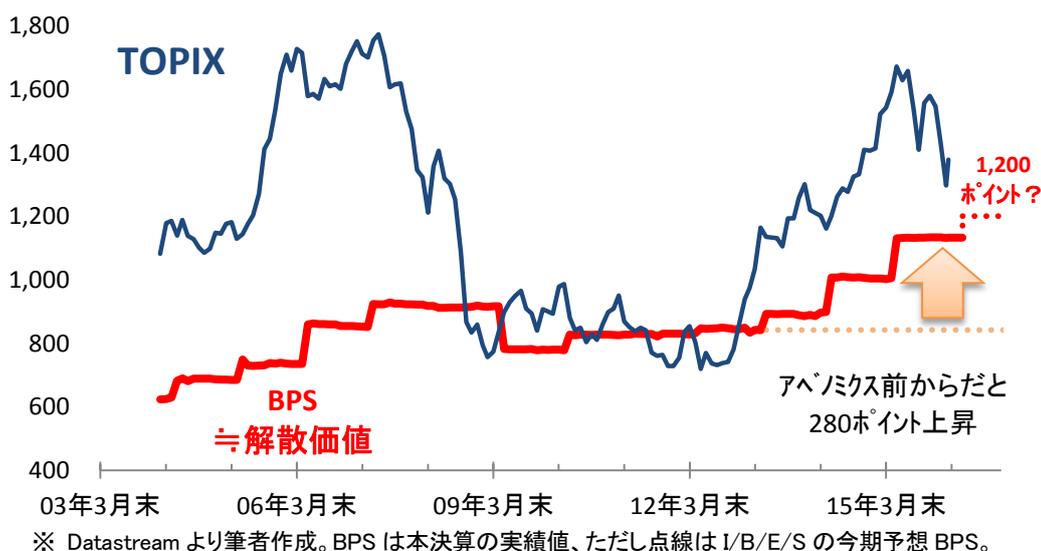
さらに業績の先行きの不透明感が払拭されていないことも、調整が長引いている要因の一つとして挙げられます。為替レートが短期間に10円ほど円高に進むなど、収益環境がめまぐるしく変わる中で、業績に対する不透明感が増しています。2015年度は現時点で、前年度比8%の増益で3年連続の最高益更新が予想されています。実際には、さらに下方修正されて予想値を下回って着地する可能性があります。来期業績についても、数値上は増益が続くことが足元では予想されていますが、本当に増益が続くのか見極める必要があると思われます。

3—資産側から株価を考えると

このような将来の業績を見通しづらい時に、株価を考える上で役立つのがPBRです。PBRは株価を保有している資産で割った、資産ベースの指標です。株価が資産を下回った（つまりPBRが1倍を下回る）場合は、株価が企業の解散価値を下回っていることを意味します。そのため資産が株価の下値の目安になります。実際に、リーマン・ショック直後と2011年後半から2012年を除くと、株価（紺線）は概ねBPS（Book-value Per Share：一株当たり資産、赤線）を上回っていたことが分かります【図表3】。なおTOPIXのBPSとは、TOPIXを一株の株価とみなし、それに対応する資産価値を組入れ銘柄のBPSから求めたものです。2014年度末でTOPIXのBPSは1,130ポイント程度。3月14日終値でTOPIXが1,380ポイントでしたので、足元のPBRは1.2倍（ $=1,380/1,130$ ）といえます。

PBRが1倍割れする1,130ポイントが、TOPIXの当面の下値の目安といえるでしょう。2011年度末が850ポイント程度であったため、この3年間で280ポイントほどBPSが拡大しました。アベノミクス前と比べて資産による株価の下支えが強まっていることが分かります。

【図表3】 TOPIXとBPSの推移



4—足元、資産が目減りしている可能性

2015年度末のBPSは1,200ポイント程度まで上昇することが、市場では予想されています【図表3：赤点線】。2015年度はEPS（Earnings Per Share：一株当たり利益）が95ポイントほど現時点で予想されています。そのうち30ポイントほどは配当金として株主還元されますが、65ポイント（ $=95-30$ ）程度は内部留保される見込みのためです。しかし、資産（BPS）は株主還元されなかった利益の内部留保による増加、または損失によって毀損し減少する以外にも変動するため、注意が必要です。2016年初のような相場の急落時は、企業が保有している外貨建資産や有価証券の価値が目減りしている可能性があります。

【図表4】 TOPIX の実績 BPS の増減要因

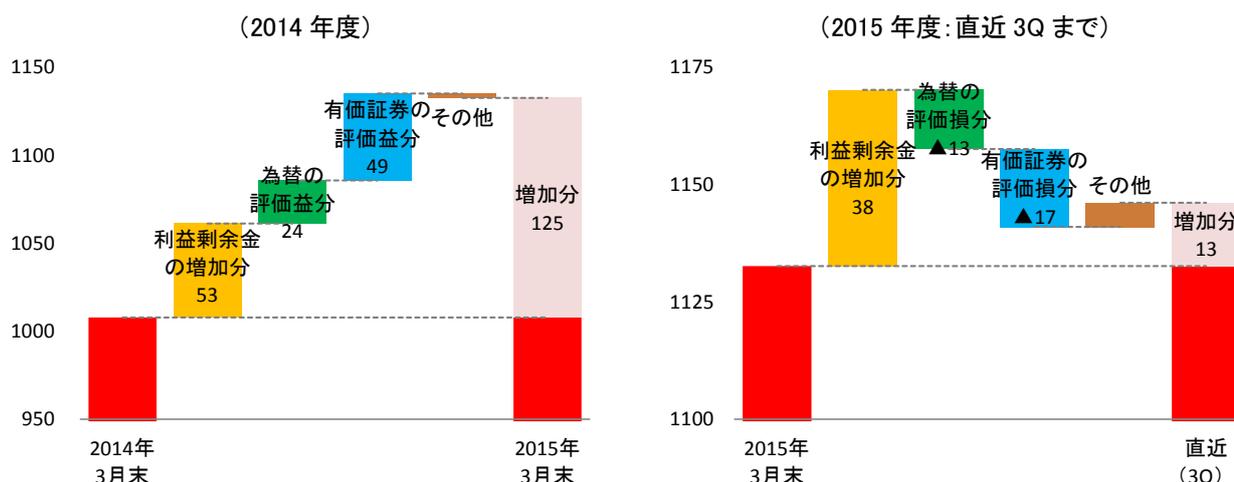


※ Datastream より筆者作成。「内部留保=実績 EPS-実績 DPS」、「その他の要因=BPS の変動-内部留保」で算出

過去の BPS の変動を分解してみると、内部留保以外の要因が大きい年があることが分かります【図表 4】。株価が前年 3 月と比べて大きく上昇した 2006 年、2014 年、2015 年 3 月末は、その他の要因が BPS の増加に大きく寄与しました。その一方で、株価が前年 3 月と比べて大きく下落した 2008 年、2009 年 3 月末は、その他の要因によって BPS は大きく減少しました。このように資産が株価に連動するのは、保有している外貨建資産と一部の有価証券¹を時価評価しているためです。評価損益が発生した場合でも、損益計算書には計上されません（包括利益には計上されます）。

たとえば 2014 年度は、期初に為替が 100 円前後だったのが期末には 120 円まで円安が進行し、株価も期中で 30% 上昇しました。そのため、為替の評価益が 24 ポイント、有価証券の評価益も 49 ポイントとなり、2 つの評価益が 74 ポイントほど BPS を押し上げました【図表 5：左】。2014 年度は、内部留保に伴う利益剰余金の増加（53 ポイント）よりも評価益のほうが、BPS の増加に寄与していたことが分かります。

【図表5】TOPIX の BPS の増減要因の詳細



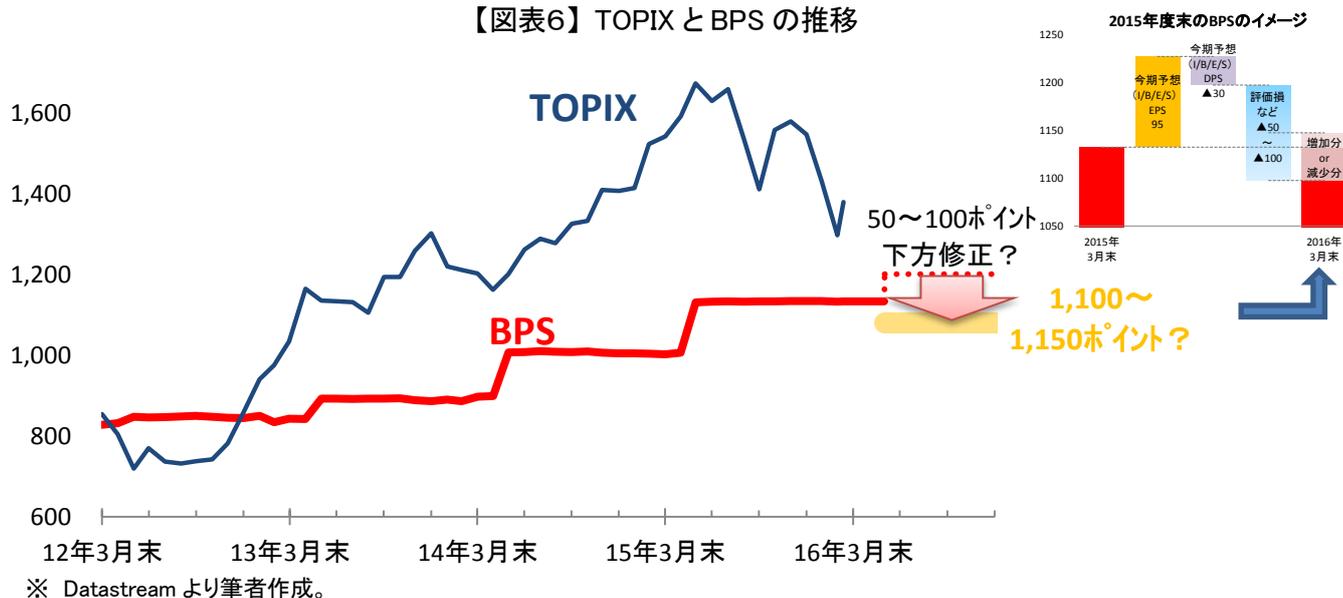
※ Datastream、Eikon などのデータより筆者作成。

¹ その他有価証券に区分される売買目的、満期保有目的、子会社または関連会社の株式以外の有価証券は原則、時価評価されます。

逆に足元では、昨年9月以降の円高の進行や株式市場の下落を受けて、資産が目減りしている可能性が高くなっています。2015年度を3Q（2015年12月末）まで集計してみると、30ポイント（為替：13ポイント、有価証券：17ポイント）の評価損を計上しています【図表5：右】。1月から為替や株価がさらに下落し、その下落幅も大きかったことから、本決算では評価損がさらに膨らんでいると思われます。

現時点では、2015年度末のBPSの市場予想は1,200ポイント程度です。今後、評価損などによって50～100ポイントほど下方修正され、2015年度末のBPSは1,100～1,150ポイントになるのではないのでしょうか【図表6】。

【図表6】 TOPIXとBPSの推移



5—おわりに

これから2015年度末を迎えます。決算発表では業績の実際の数値、さらに合わせて発表される今後の見通しに注目が集まります。ただ、当期は外貨建資産や有価証券の評価損が徐々に計上され、評価損が包括利益や資産（BPS）に悪影響が及ぶことが見込まれます。期末の株価によっては、内部留保以上に評価損が膨らみ、昨年度末の資産残高（BPS）を下回ることも考えられます。資産（BPS）の拡大鈍化や毀損が、株式市場でマイナス材料となる可能性もあります。今後の株価を考える上で業績動向が重要ですが、資産の変動についても留意する必要があるのではないのでしょうか。

特に、外貨建資産を保有している外需関連企業や有価証券の保有が大きい銀行や保険会社などは、TOPIX以上に資産が相場の影響を受けます。PBRから見て割安な銘柄でも、本決算で評価損を計上し、割安感が喪失することも考えられます。PBRを活用して個別銘柄を選別する際には、PBRの数値だけでなく、資産の中身についても精査した上で株価を評価したほうが賢明でしょう。