

株価は 企業業績を 反映せず

川北英隆

京都大学大学院
経営管理研究部 教授

昨年夏のサブプライムローン問題が
発端となった世界的な金融危
機により、株価が急落している。日本も
例外ではなく、一〇月に入り、日経平
均株価は瞬間六、九九四円まで下落し
た。終値ベースでの安値は二七日の七、
一六二円だった。昨年七月の最高値一
八、二六一円と比較して六割以上の下
落である。さらには、二〇〇三年当時の
バブル後の最安値七、六〇七円をも下
回ったことになる。

この株価の下落は正常なものなのか。
一〇月末現在、東証一部上場銘柄の
平均的な姿は、株価収益率(PER)、株
価／一株当たり当期純利益で一一倍
台、純資産倍率(PBR)、株価／一株当
たり純資産で一倍を切るところまで
低下している。全銘柄の平均的なPBR
が一倍を割るのは、日本の大企業のす

べてが大赤字を出して倒産し、資産の
換金処分に走る事態を想定しないか
ぎりありえない。さらにいえば、一〇
月末の日経平均は八、五七六円であり、
一〇月の最安値水準から約二割反発
しているから、一時はさらに売り叩か
れていたわけだ。

では、大企業の業績はどうなのか。
結論から先に述べれば、今後、相当の
減益を予想しなければならぬものの、
依然として利益水準は高い。つまり、企
業業績の観点から評価しても、現
在の株価水準は売られ過ぎだ。

図に大企業(資本金一〇億円以
上)の営業利益の推移(前年同期
比)を示しておいた。元データは財
務省の法人企業統計であり、二〇
〇八年四一六月期まで判明している。こ
のデータによれば、次のことがわかる。

第一に、製造業の四一六月期は前年
同月比で一割以上の減益である。夏場
以降、円高が急速に進み、また世界経
済が混乱に陥っていることからすれば、
現在は二割を超す減益になっているだ
ろう。ちなみに、日銀短観(九月調査)
によれば、二〇〇八年度上期の大企業
は前年同期比二割程度の減益見込み
である。



M A R K E T E Y E

マーケット・アイ

第二に、非製造業(金融機関除き)の
四一六月期の企業利益は依然としてピ
ーク水準にある。もともと、七九月期
以降、落ち込んでいると見られる。先の
日銀短観では二〇〇八年度上期は一
五％程度の減益見込みである。

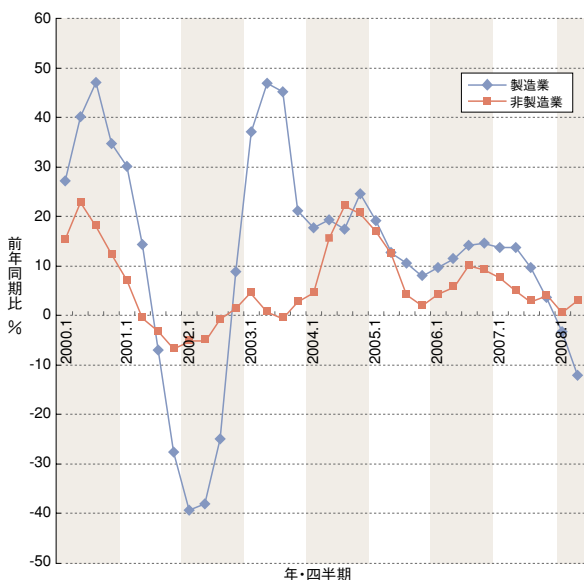
第三に、図からはイメージしかつか
めないが、前回不況期のボトムであった
二〇〇二年当時と比較すれば、〇八年
四一六月期の利益水準は製造業で二・
二倍、非製造業で一・五倍に達してい
る。これから当分、世界経済の混
乱の影響を最大限受けて減益が
続くとしても、企業利益の水準が
二〇〇二年当時
を下回るにはま
だまだ距離感が
ある。ましてや、企業
全体が赤字に陥り、
純資産を大きく毀損
する状態を想定する
のは困難である。

以上から、一〇月の
株価水準は異常な安
値まで売られたと評
価できる。現金へのニ
ズが高まって換金売り
が大量に発生したこ

と、価格の下落が損切りの売りをもた
らしたことで、売られ過ぎだと評価でき
たとしても大手の投資家には現金が枯
渇していたために買余力がなかったこ
と等、売りが売りを呼ぶ状況に陥った
のである。

別の見方をすれば、現在、現金さえ
あれば絶好の買場が到来していること
になる。もちろん、实体经济の状態か
らして、まだまだ波乱はあろう。しか
し、中長期的な観点から銘柄を選択し、
買いを入れることに大きなリスクはな
い。企業の戦略として、自己株式購入や
M&Aの絶好のチャンスでもある。

●大企業の営業利益の推移



資料:財務省「法人企業統計」に基づいて作成。