

無料メルマガジン TIW Analyst Weekly 『投資の眼』 サンプル

このサンプルは無料メルマガの内容をイメージしていただくために作成しております。
実際の内容につきましては、発行している内容と異なることをご理解下さい。

TIW Analyst Weekly 『投資の眼』 (年 月 日号) Vol.
発行:(株)ティー・アイ・ダヴリュ

(毎週金曜日発行・当社詳細は <http://www.tiw.jp/> をご覧ください。)

『投資の眼』をお読みいただいている皆様から、当社アナリストへのご質問を受付中です。
ご詳細・ご応募方法につきましては、「おしえてアナリスト(メルマガ版)」の下段をご覧ください。

目次

- * 今週の TIW レポート
- * 今週の商品レポート
- * N I S H I M U R A の眼
- * おしえてアナリスト(メルマガ版)
- * おしえてアナリスト(メルマガ版)のご詳細・ご応募について
- * アナリストコラム -株主還元策-
- * T I W Cafe -頑張れ! 原監督-

藤根靖晃ブログ「ラ・マンチャのアナリスト」は <http://www.fujine.org/> から

今週の TIW レポート

TIW レポートは、こちらの金融商品取引業者様に提供しております。

<http://www.tiw.jp/service/index.html#inside>

ご利用を希望される場合はお手数ですが各社にお問い合わせをお願い致します。

■■

4月28日(月)

- ・2337-アセット・マネジャーズ・ホールディングス
- ・3087-ドトール・日レスホールディングス
- ・4848-フルキャスト・6502-東芝・6730-アクセル・6753-シャープ
- ・7718-スター精密・8840-大京・9101-日本郵船

4月30日(水)

- ・2801-キッコーマン・4502-武田薬品工業・5208-有沢製作所
- ・6665-エルピーダメモリ・7230-日信工業・7269-スズキ
- ・8595-ジャフコ・9107-川崎汽船

5月1日(木)

- ・5332-T O T O ・6752-松下電器産業・8586-日立キャピタル
- ・8701-S B I イー・トレード証券・9104-商船三井

5月2日(金)

- ・4062-イビデン・4063-信越化学工業・5214-日本電気硝子
- ・5411-ジェイ エフ イー ホールディングス・6301-コマツ
- ・6305-日立建機・6454-マックス・7205-日野自動車
- ・9409-テレビ朝日・9433-KDDI・9694-日立ソフトウェアエンジニアリング
- ・9741-日立情報システムズ・9783-ベネッセコーポレーション

今週の商品レポート

4月28日(月)

- ・ゴム ~減産期明けを見据えた動きが強まるゴム相場~

4月30日(水)

- ・穀物 ~5月から一段の上昇期待高まるトウモロコシ~

5月1日（木）

・穀物 ~ トウモロコシは食糧とエネルギーのせめぎあいで大相場へ~

5月2日（金）

・原油 ~ 原油 = 3日連続で下落、調整局面に！~

NISHIMURA の眼

■■

先日、お世話になっている方から、「コレ、おもしろいよ」との言葉とともに1冊の本を頂戴した。

それは、「裁判官の爆笑お言葉集」長嶺超輝著 幻冬社新書 という本であり、裁判という公の場で、裁判長や裁判官が被告に対して発したメッセージを集めたものである。私は先週末に同書を読んだが、職務柄杓子定規かと思われた裁判官の発言が意外に人間臭くて驚いた。紹介されているメッセージのなかでは、「仕事が忙しいのは当たり前でしょう。そんな言い訳が通ると思っているのか」(東京地裁八王子支部岡村裁判長：2002年1月23日)が印象に残った。著者の長嶺さんも「多忙な裁判官が言うともものすごい説得力がある」と評している。

裁判と言えば、来年5月21日から国民が裁判に参加する裁判員制度が実施される。最高裁のHPには同制度の詳細が掲載されている。それによれば同制度の導入により、「国民の皆さんが刑事裁判に参加することにより、裁判が身近で分かりやすいものとなり、司法に対する国民の皆さんの信頼の向上につながることを期待されています」とのことである。確かに新聞報道などを見る限り、これまでの裁判は専門用語がやたら多く、非常に分かりにくかった点は誰もが頷かれるところだろう。私などが裁判員に選ばれたらどうしようと悩むだろうが、それはともかく裁判が分かりやすくなるのは本当に望ましいことだと思う。

アナリストレポートにも分かりやすさが求められる。TIWでもこの点をとくに重要視している。

これは、読者の皆さんが独特の業界用語や専門用語、技術用語などが散りばめられたレポートを読まれても何が何だかちっとも分からない(=せっかくのレポートが読めない)と考えるからである。

但し、ハイテクや化学のレポートではどうしても専門用語を出さざるを得ないことも多々ある。このような場合 TIW では、専門用語のあとに()を付けて、可能な限り用語の意味を説明するようにしている。

今週のレポートからは、コマツ、スズキ、日本郵船、キッコーマンの4銘柄を取り上げる。

コマツ(6301)

米キャタピラーに次ぐ世界第2位の建設・鉱山機械メーカー。09/3期は円高や米国経済の減速で増益を維持するのが厳しいとする見方も出ていたが、どうやらそれは杞憂に終わりそうな気配だ。これは同社が市場規模が急拡大しているロシアやインド、中国、東欧、中近東などの新興国市場でトップシェアもしくはそれに準ずるシェアを有していることが大きく、これらの地域での販売拡大でマイナス要因を十分に吸収することが可能だからである。09/3期の会社予想営業利益は前期比8%増の3,600億円だが、TIWの中野アナリストはそれを上回る10%の伸びは達成できると強気に見ている。

スズキ(7269)

軽自動車の大手で、国内においてはダイハツとトップ争いを展開している。海外でも早い段階からインドでの生産実績があるほか、インドネシアやハンガリーで世界戦略車「スイフト」を生産している。

08/3期は2ケタの増収増益を達成したが、会社側の09/3期予想は9期ぶりとなる6%営業減益。これに対して、レポートを執筆した高田シニアアナリストは、「為替前提が保守的であることや、スイフトなど付加価値の高い小型車に注力することなどで計画は上振れするだろう」として、株価は評価不足と判断している。

日本郵船 (9101)

08/3 期の営業利益は前期比ほぼ倍増となる 2,000 億円を突破した。注力していた非海運業は子会社の NCA (日本貨物航空) の業績改善が遅れて今ひとつだったが、主力の海運業が大きく稼いだ。不定期専用船が市況上昇の恩恵を享受したことに加え、定期コンテナ船も船腹量の拡大と運賃修復が進んだ。09/3 期も最高益更新が続く見通し。海運が好調を維持し、また NCA の赤字幅も縮小が見込まれる。

担当の鹿野シニアアナリストは、「09/3 期は上方修正含みであるほか、PER で割安感が目立つことから、株価に上値余地がある」と見ている。

キッコーマン (2801)

私の担当する銘柄。09/3 期は原材料の高騰や円高が響いて若干の減益を余儀なくされそうだが、為替の影響を除いた実質ベースでの増益は確保する見通しだ。

私がこの会社を評価するのは海外で収益を拡大しているからである。実際に 08/3 期の営業利益に占める海外の割合は過去最高の 55% に達した。加えて我が国の食文化を象徴する「しょうゆ」が世界中の人々に浸透している点にも注目すべきだろう。

もちろん、原材料費の上昇などで同社株が積極的には買いつらい局面にあるのは間違いない。それでも私は海外収益のさらなる拡大が期待されるロングタームの投資視点では、現在の株価水準は概ね底値圏と考える。

(筆者略歴)

西村 尚純 ティー・アイ・ダヴリュ取締役

証券系経済研究所やメーカー系シンクタンクなどを経て現職。国内株、アジア株の調査経験は 15 年を超える。TIW では、発行する全レポートのチェックを行うほか、アナリストとして小売や食品の一部企業を担当している。

おしえてアナリスト (メルマガ版)

TIW では、メルマガをお読みの皆様からアナリストへのご質問にお答えしております。

■ ■

< 今回のメルマガ読者の方からのご質問 >

【質問】

株式投資をする際、PER や PBR といった指標が重要視されますが、例えば商社 (資源株?) 自動車のように業種によっては PER が極端に低い場合があります。どうしてでしょうか? また将来的に株価に反映される可能性があるのでしょうか?

* - - - * - - - * - - - * - - - * - - - * - - - * - - - * - - - *

【回答】

メルマガ版「おしえてアナリスト」コーナーでの最初のご質問、誠に有難うございます。ご質問には自動車セクターを担当している私、高田悟がお答えいたします。

最初に、業種によって PER が極端に低い場合があるのはなぜかというご質問に関してまず押さえておきたいポイントがあります。PER は業種を取り巻く環境に大きく影響されるといことです。

古い話になりますが、日本の優良株の双壁である電機と自動車では PER の水準が全く違った時期があります。1960 年代から 70 年代にかけてですが、電機企業は米国への輸出で高成長していました。一方、日本には電機企業を保護する関税障壁などなく、もし米国の電気機器が価格競争力、非価格競争力で優位であれば電気製品の輸出はできず逆に日本の中は輸入品で溢れる事態になっていたでしょう。しかし、事実は国内の電機製品は日本メーカー製でしたし、輸出も飛躍的に伸びていました。

これに対し自動車は米国のビッグ 3 には遠く及ばない状態で、特別な関税で守られて国産車メーカーが国内市場をかるうじて支配していました。当時、自動車株も収益的には優良株として電機銘柄に引けを取りませんでした。輸出が難しいだけでなく、関税がなくなると国産メーカーは消えると思われていた時代でした。

こうした背景からこの時代の PER を比較すると電機のレベルに比べ自動車は 10 倍程度低かったと聞いております。

もちろん現在の自動車産業の競争力の高さは周知の通りですが、上記を踏まえ、商社と自動車株の PER が他業界と比べ低い共通の理由を考えると、1) 外国人の持ち株比率が高い、2) どちらも一般的には成熟産業と見なされている、3) 資源や為替などの相場変動が業績に大きな影響を及ぼす、の3点が挙げられます。

それぞれに簡単な説明を加えますと、1) は国際的な指標で株価が動きやすく国際的なレベルに PER も収斂する傾向があるということです。例えば GM とトヨタを比較し GM の PER が低ければ GM 買いのトヨタ売りと言った投資行動が起きがちだということです。

2) は例えば成長産業と見なされる新興の IT 企業とかバイオ関連企業などはやたらと高い PER になる一方で成熟産業は低めに出る傾向があるということであり、最後に 3) は市況で業績が変動し易い銘柄は業績や業績見通しがたとえ良くても大きく買い進まれにくいという状況、傾向があるということです。

ここで足元の状況を眺めると大手商社の業績はどこも堅調で見通しも良好です。でも株価はそれほど上がるわけでもないし、PER も低いままです。三菱商事の 07/3 期の利益は 6 割強が資源高で生まれました。現状も資源高で潤っており同業他社にも似たような状況があります。また自動車メーカーの業績はこれまで円安でかなり嵩上げされてきました。主要市場である北米景気への懸念、急激な円高、原材料高を嫌気して株価が下がる中で終わった 08/3 期の業績は各社堅調なため実績 PER はかなり低く算出されます。まさに上記 3) の状況にあると言えるでしょう。

以上で最初のご質問へのご理解は得られたかと思えます。次に低い PER が将来的に株価に反映される可能性がありますかというご質問に対しては、以下のとおりご回答させていただきます。

相場と言う「たら、れば」の世界を除いた業績の見通しがすこぶる良く、業界を取り巻く環境も良いのに PER が低いと言う状況があれば低い PER が将来株価に反映される可能性はあるでしょう（残念ながら今はそういう状況ではなさそうですが...）。しかし、他の業種との比較で裁定が働き商社や自動車株が買われ PER が上がるということはあまり無いでしょう。もちろんかつてのバブル期のように PER50 倍、60 倍が当たり前ということになれば話は別ですが。株式持合い解消、会計の国際化などグローバル化が進み投資尺度が国際的に収斂する時代にあってはこういうことは起きにくいでしょう。業種 PER の水準は冒頭で述べましたように業種を取り巻く環境とその中でその業種の業績がどう動くかにより、また個々の企業の株価は PER の相对比较というよりは基本的には個々の企業の業績見通しを織り込みながら動いていくものと考えております。

おしえてアナリスト（メルマガ版）のご詳細とご応募方法について

■■

当社アナリストに聞いてみたいご質問をいただきますと、当社アナリストがメルマガ内で皆様のご質問にお答えさせていただきます。（お答えするご質問につきましては、当社で選択させていただきます。）

アナリストは担当企業について膨大な調査結果のポイントをコンパクトに整理して調査レポートを作成しておりますが、レポートには記載されないアナリストの知識を『おしえてアナリスト（メルマガ版）』を通じてお客様からのご質問にお答えするかたちでご活用いただけます。

個別銘柄について・業界動向について・気になるトピックスについて・新聞記事の見解についてなど皆様が、マーケットにおいて、疑問に思ったこと・アナリストに聞いてみたいことを下記の URL の受付フォームからご応募下さい。

受付フォーム：

また同時に、当社にアナリストレポートを書いてほしい（カバーしてほしい）銘柄のご意見も受付けております。こちらも上記 URL の受付フォームからご応募下さい。皆様からいただきましたご意見は今後当社アナリストレポートの銘柄選定の際の参考にさせていただきます。

皆様からのご質問・ご意見をお待ちしております。

■■

—株主還元策—

決算発表只中である。株式投資に興味がある人ならば、誰でも気になるシーズンであろう。

企業の業績に関心がおありかと思う。株価が上がるのか、下がるのか。この企業へ投資してよいのか、など。

加えて関心が高いと思われるのは株主還元策である。増配、自社株買いなどに関心の高い方が多いように見受けられる。

しかし、ファイナンス理論の詳細は避けるが、増配や自社株買いなどが行われても株価が上がる要因とはなりえない。むしろ増配は株価を下げるし、自社株買いが行われても株価は不変であるはずである。

ではなぜ株価が上がるのか。1つには長期投資ではなく短期しか考えない投資家の資金を呼び込むからである。また、市場が「この材料を好感して株価が上がるのでは」との心理に支配されやすいことも要因である。

株主還元策として自社株買いに比べ増配が要求されることが多く、また企業側が増配によって株主還元に応える理由はいくつかある。個人投資家にとり身近と思われるものを紹介しよう。

1つは対象の問題だ。増配は全ての株主へ均等に行われるものだが、自社株買いは応募者へのみである。自社株買いは公平性を欠く側面がある。

もう1つは内部留保をしても成長が促進されないのであるならば、株主へ利益を帰属させるべきだという考え方である。機関投資家からの要求が強い側面がある。

企業は資金を投下して事業を営み、リターンを得る。必要額以上は企業が持っていても意味がないため他へ投資する機会を株主に与えるべきであろう。しかし、企業の内部留保は高まる一方、配当性向は米国と比べて6ptの差が空くなど低い。なおかつ見合った成長が得られているとも思えない。生命保険協会によれば平成9年には62.7兆円だった企業の内部留保は平成18年に125.8兆円にまで膨らんでいる（注：上場している全ての企業の総計ではない）。再投資による積み重ねであれば問題はないのだが。

同じく生命保険協会が企業と投資家に実施したアンケート「望ましい配当スタイル」によると、約6割の企業は株主還元策として安定した増配に強い意欲を持つようだ。減配を避ける、安定増配が買収防衛策として機能すると考える側面がある模様である。結果として配当性向が上昇せずに内部留保が積みあがる結果となっている。しかし、内部留保で積まれた資金に対する説明（将来のリターン）を十分に行える企業は乏しいように感じられる。不必要な内部留保を行うくらいなら業績連動型の配当でよい、同アンケートで投資家の答えは業績連動型が7割を占め、乖離が見られる。今後この差を埋めることが企業には求められるであろう。

なお、私は、個人投資家は機関投資家に比べ増配要求が強くてしかるべきだと考えている。内部留保を高めることに対し、企業側に多く見られる説明は将来への備えである。ただしこの資金、いざ使う段になってその都度株主の総意を得るものではない。大体的場合において取締役会の決議に基づき使用される。極端に言ってしまうと自分に帰属すべきお金が「なんでそんなことに使うんだ」という使われ方もありうるわけだ。所有比率の低い個人投資家にとっては自分の意見は反映されにくい。

会社説明会の席上で個人投資家比率を意識する発言が多くなったように感じる。ならば、納得の行く株主還元と内部留保の用途の説明を求めたいものだ。

TIW Cafe（フリーコラム）

～頑張れ！ 原監督～

休日にふらりと入った近所の美容室は、スポーツ新聞が置かれていたりして、美容室というより床屋のような感じだった。一人の客もいなかった。しまった。へたこいたあとだったが、逃げることもできず、気が付けばシャンプー台に座っていた。美容師のおばちゃんは気さくで芸能人話などをしているうちに、その店のオーナーが読売巨人軍の篠塚バッティングコーチの奥さんということが分った。篠塚コーチと仲良しの原監督も月に一度はカットにくるという（やっぱりお友達内閣だったのだ）。筆者は強いて言えば阪神ファンだったが、おばちゃんは鋏を持っていたので、その時から巨人ファンになった。

巨人は前年リーグ最下位のヤクルトからエースと4番を、4位の横浜から抑えの切り札を引き抜くという破廉恥な戦力補強を行ったにもかかわらず、スタートダッシュに躓き、借金を抱えたまま4月を終えた。原監督の苦悩は察して余りあるが、読売グループにとっても巨人戦の4月の月間視聴率（関東地区）が10.4%と過去最低を更新したのは頭の痛い問題だ。かつて当り前のように20%を超えていた巨人戦の視聴率は2000年に年間平均で20%を下回って以来、ほぼ毎年一貫して下がり続け、2006年、2007年は2年連続でキー局のゴールデンタイムの最低合格ラインとされる10%を下回った。例年、開幕当初の4月が最も高いために、今年も10%割れは確実だろう。居酒屋のTVで流れる巨人戦を肴にサラリーマンが野球談義に花を咲かせるという光景は東京では恐らく5年以上前に絶滅している。

視聴率の低下に加え、視聴者層がスポンサーには最も魅力のない購買行動が硬直化したM3（50歳以上の男性）に偏っているため、野球中継にはスポンサーが付きにくい。CM単価の高い自動車、通信などの優良なスポンサーには敬遠され、入れ歯安定剤、育毛剤メーカーなどに限定される。キー局にとって巨人戦の中継はカラーコンテンツからただのお荷物になり下がっている。これ以上視聴率低下が続けば、巨人戦を地上波で観ることは困難になるだろう。

しかし、巨人戦の視聴率はほぼ底に達したと、筆者は高校球児のようになった頭で考えている。理由は高齢化の進展と格差拡大だ。年をとると新しいことに興味が薄れ、よく知っているものに安心感を覚えるようになる。ストーリーの分りきったNHKの大河ドラマの安定した高視聴率がこの証左だ。高齢化の進展は在宅者の増加につながることや、拡大する下流層にとって地上波はタダ同然のありがたいレジャーであるため、低下傾向が続く総世帯視聴率（HUT）自体に歯止めがかかるだろう。既にこうした傾向は関西や地方で表れ始めている。出足で躓いた巨人だが、セ界の戦力格差は歴然であり、いずれ物量がものをいうだろう。巨人が勝とうが、負けようが視聴率にはほとんど関係がないだろうけど、頑張れ、原監督！

Written by ニアプライム

* * * * *

< 免責事項 > 当メールマガジンは情報の提供のみを目的としています。投資に関する最終決定はご自身の判断で行いますようお願いいたします。また当メールマガジンに掲載している情報の正確性については万全を期してはおりますが、人為的、機械的その他何らかの理由により誤りがある可能性があり、株式会社ティー・アイ・ダヴリュは、利用者がこれらの情報を用いて行う判断の一切について責任を負うものではありません。また、当社が提供するすべての情報について、当社の許可なく転用・販売することを固く禁じます。

* * * * *

ご登録、ご解除、メールアドレス変更の手続きは <http://www.tiw.jp/mail/index.php> からお願いいたします。

TIW Analyst Weekly 「投資の眼」バックナンバーをご希望の方は
をご覧ください。

* * * * *

< 問い合わせ先 > (株) ティー・アイ・ダヴリュ
東京都千代田区神保町 3-5 BONMARUSAN 8F
mail@tiw.jp