

日本におけるバリューストック投資の可能性

—— EU 危機・国際会計基準の下での銘柄選別についての一考察 ——

山 本 信 一
中 路 翔

1. 日本株式が割安になった背景
2. バリューストック投資の可能性
3. バリューストック投資を行う場合の留意点

1. 日本株式が割安になった背景

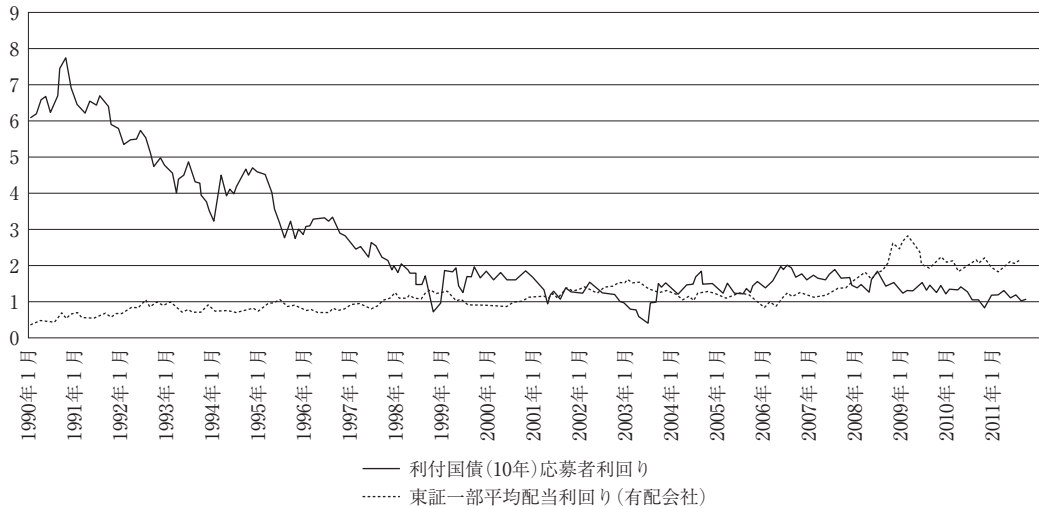
近年、米国の国債の格下げ問題や欧州の財政難など世界各国の財政に疑念が生じ、国債を含む投資対象の変化、あるいは投資戦略について再び脚光が当たっている。その中で、金利の低い高格付国債の保有だけでは要求リターンを確保できず、目標となるリターンを確保するために投資戦略について悩んでいる投資家が多く見受けられる。このような投資家に対して、長期的に比較的安定した投資リターンを得られる投資戦略は存在するのかという問題は非常に重要な意味合いを持って来る。本稿では、長期的な収益を獲得するための投資戦略について実証的に分析・考察を行っていく。

投資対象は、投資先の区分として国内投資と海外投資、商品内容の区分として債券投資と株式投資に大別できる。ここで、国内に焦点を当てて、債券投資と株式投資のリスク・リターンを概観する。

まず、リスクの観点から言えば、債券投資のほうがローリスクである¹⁾。これは株主と債権者というそれぞれの立場の違いによって説明ができる。企業の利益が上がった場合に、債権者は、一定の期日に一定の利子をとること以外利益の恩恵を受けることはないが、株主はその利益を配当というインカムゲインと、内部留保による企業価値増大というキャピタルゲインによって享受できる。他方、利益が上がらなかった場合、企業は債権者に対しての利子の支払いを義務付けられているが、株主に対しては配当支払義務もなく、株価も下落する。さらに、デフォルトが起こった際も、企業の解散価値を、まずは債権者が受け取ることができ、株主の投資回収は最後に回される。これらのことから、投資回収に関して債券投資のほうがローリスクなのは疑いの余地はない。

では、リターンに関してはどのような差異がみられるであろうか。株式投資を通じて投資家が享受できる利益はキャピタルゲインとインカムゲインに大別できる。インカムゲインに相当する配当は、企業の収益と株式価値を結びつけるうえで非常に大きな役割を担っている。金融理論に

【図表 1】



(出所) 日経 NEEDS データをもとに著者作成。

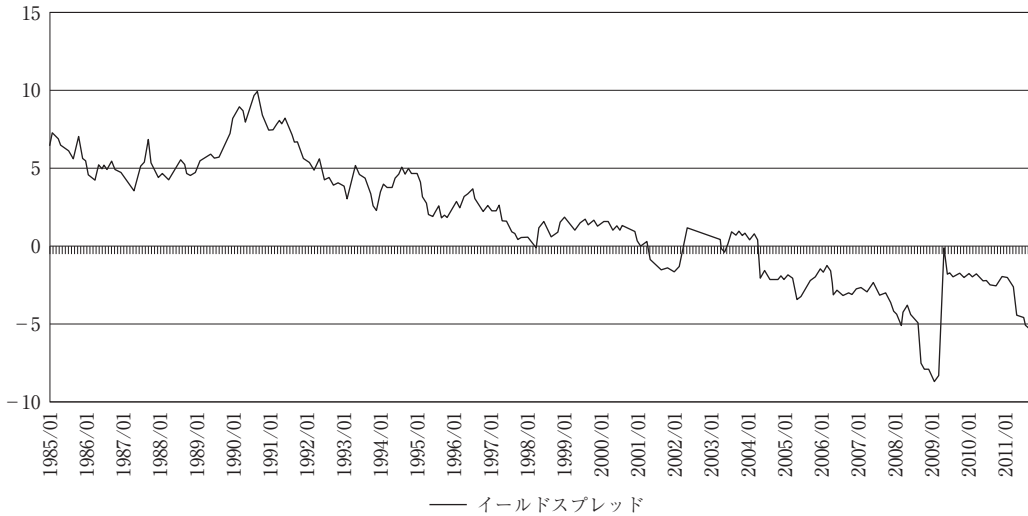
よれば、ある資産の価格は、将来それが生み出すキャッシュフローの割引現在価値と定義でき、株式における将来のキャッシュインフローは、保有を前提に考えれば値上がり益ではなく配当金である。株式会社の目的は、株主価値の最大化であり、株主への配当政策もこのための手段と位置づけられる。ここで、ジュレミー・シーゲルは、「1871年から2003年にかけて、インフレ調整ベースで、株式リターンのおよそ大半(97%)は配当再投資が生み出したものであり、キャピタルゲインが生み出した部分は3%しかない²⁾」ということを実証した。そこでインカムゲインのみに注目して、債券投資と株式投資のリターンの比較を行うことにする。

リターンに関して1990年度から2011年度までの10年物国債応募者利回り¹⁾と東証一部上場企業の配当利回りを示したものが【図表1】である。

【図表1】からTOPIXの平均配当利回りと利付国債(10年)の応募者利回りを比べた場合、1990年代においては、国債の応募者利回りのほうが上回っていたが、2000年代からほぼ同額となり、2011年度現在では株式配当利回りは2%程度で、国債の応募者利回りの1%を大きく上回っている。これは低金利政策による国債の応募者利回りの下落と、大手企業でも高い配当を行っている日本の現状からもたらされたのであろう。2012年1月現在、三井住友FG、武田製薬、三井物産、NTTドコモといった比較的収益が安定している大手企業の配当利回りでも3%を上回っている。これらのことから、国内債券投資は安全だが低いパフォーマンスしか享受できず、最近の日本の市場において、国内株式投資は債券投資に比べてインカムでハイリターンであることがわかる。ここで、保険・年金制度の予定利率が1.5%~5.5%であることを踏まえると、機関投資家の場合、国内債券投資だけでは十分な運用を行うことができず、株式を対象とした投資も検討対象となる。同時に、契約者に対しての予定利率を超える運用を行うために、長期的に見て安定したパフォーマンスを、株式投資を通じて達成できるかという投資戦略が重要な意味合いを持つ。

現在の株式市場を債券市場と比較した場合の魅力は、イールドスプレッドからも支持できる。イールドスプレッドとは、本来は「利回り(イールド)の差(スプレッド)」という意味で、利回

〔図表2〕



〔出所〕 日経 NEEDS データをもとに著者作成。

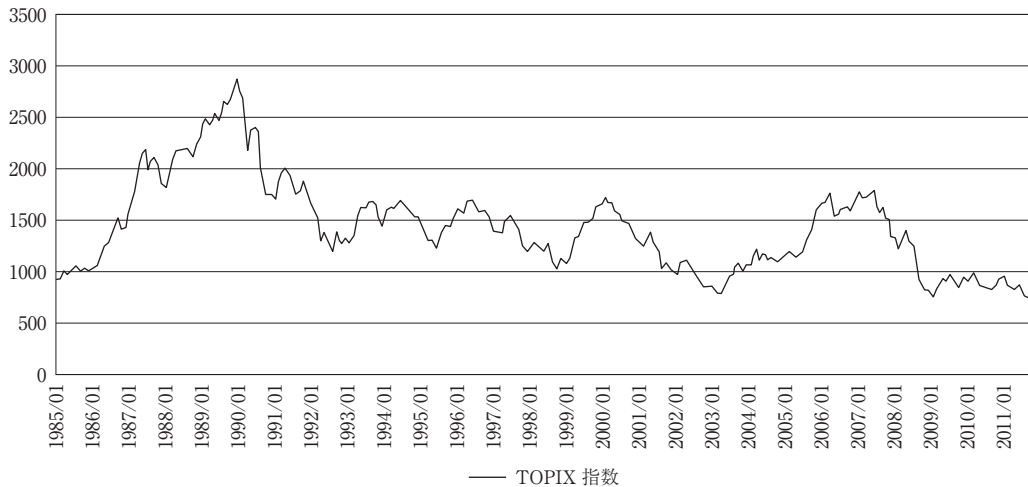
なお、赤字企業が多く、PER が収集できなかった年度の株式益回りは、前年度と同一の値で計算した。

り面において、株式や債券などの有価証券の魅力度を比較する際の指標をいう。一般に債券同士（債券の銘柄間）の利回り格差を指すが、債券の利回りと株式の配当利回りや、債券の利回りと株式益利回りを比較する際に用いられることもある。債券と株式を比較する場合、長期債の利回りから株式益利回り（株価収益率の逆数：1株当り利益/株価）を差し引いた数値を用いるのが一般的である。例えば、国内株式市場なら、10年国債利回りから東証一部全銘柄の予想益回りを引いた数値などを用い、株式市場全体（株式相場）が金利水準（長期金利）に比べて、割高か割安かを判断したりすることもできる。本数値が小さい場合は、株式相場は割安、株式投資が有利といえ、対照的に本数値が大きい場合は、株式相場は割高、債券投資が有利と考えられる。この判断を行うために、1985年から2011年までに関して、株式益回りとしては TOPIX の PER の逆数、債券利回りとしては利付国債（10年）の応募者利回りを収集し、イールドスプレッドを計算したものが〔図表2〕である。

〔図表2〕の結果から、2000年までの日本の市場においては、株式相場が割高、債券投資が有利であったが、2001年に初めてイールドスプレッドが負の値を示し、一度正に転換したものの、2003年以降はずっと負の値をとっている。現在も負の値を示しており、このことは、株式相場は割安、株式投資が有利とも考えられる。

では、なぜ日本株式が割安になっているのだろうか。その理由として、第一に、国際財務報告基準（IFRS）の導入が考えられる。今までの日本の会計基準と IFRS で大きく変わることは、損益計算書から包括利益計算書になり、その他包括利益が当期利益の中に混入してくることである。日本の企業の多くは互いに株式を持ち合い、経営権をより安全に保っているが、その株式の時価下落が当期の利益（包括利益）に、しかも多分に混入されるとなると、持ち合い株式を手放す企業も多い。また、貸借対照表から財政状態計算書になり、年金債務の未認識債務の即時償却等の変更が、負債面を圧迫し、金融資産を保有する企業のゆとりが減少し、多くの企業が保有株式を

[図表 3]



(出所) 日経 NEEDS データをもとに著者作成。

売り越している。第二に、銀行が、新 BIS 規制の導入により、株式の保有割合を落としたことも挙げられる。新規制は、現行規制で求められる 8% の自己資本比率に加えて、普通株式等 Tier1 比率等が新たに追加される。資本保全バッファは普通株式等 Tier1 で充足することになるので、普通株式等 Tier1 比率の最低基準 4.5% と合わせると、必要とされる普通株式等 Tier1 比率の合計は 7% となる。一連の自己資本比率の最低基準拡充については、2013 年より段階的に実施され、2019 年 1 月に新規制への完全移行を予定している。この動向により、銀行は、自己資本比率のリスクウェイトを下げするために、銀行の株式保有の割合を落とし、株式保有の収益性よりも債券保有の安定性を要求しているものとなっていて、このことが株式を売り越していることにつながっていると考えられる。

第三に、保険会社が新ソルベンシーマージン基準により、株式の保有割合を落としたことが挙げられる。リスク係数の改訂により、国内株式には従来の 10% から 20% と高い数値となり、多く保有することは健全性の観点からふさわしくないことになった。そのため、多くの保険会社の株式の保有割合は減少傾向にある。

ところで、今後の日本の株式市場・債券市場について考えると、2014 年 10 月、2015 年 4 月に行うとされている消費税の段階的引き上げ政策が実際に行われ、デフレから脱却できれば、新発国債利回りが上昇し、日本国債の時価ベースリターンがゼロ近辺となる可能性が高いことが予想できる。

そこで、株式市場において収益の確保を求めることとなるが、株式投資は債券市場とは異なり、株式自体の価値の変動が大きいと言える。安定的な収益確保を要求される機関投資家にとってこの変動は致命的であり、この変動を最小化するには、例えばすべての株式に分散投資を行えばアンシステムティックリスクを理論的には完全に排除可能である。しかし、すべての株式を保有するには資金制約がある以上不可能に近く、それに限りなく近い形で出来る運用がインデックス投資である。インデックス投資の代表的なものとしてインデックス投信の TOPIX 型や日経平均型などがあるが、どちらも下落基調にあり、収益の確保は難しいといえる。このような状況下で、

インデックス投資よりも高い収益の確保が可能な国内株式運用としての投資戦略について考える。

インデックス投資に代わって、長期間に高い収益の確保が可能な投資戦略として、本稿ではバリュー株投資について紹介する。バリュー株投資とは、各株式の割安度に着目し、割安な株式に投資を行うことで、高い収益を確保する投資戦略のことである。割安株とは、本来の株式の価値よりも市場の評価が低い株式のことを言い、もし株価が過小評価されているならば、本来の株価の水準に戻ろうとするため、長期的にみた場合に高い投資リターンを得られるはずである。この投資方法は、投資戦略の先駆者であり、著名なアナリストでもあったベンジャミン・グレアムの著書である“The Intelligent Investor”の中でも推奨している。また、彼の弟子でもあったウォーレン・バフェットもバリュー株投資の重要性を説いている。このバリュー株投資を行うために、株価の割安度を認識しなければならないが、その判断基準となる財務指標として代表的なものとして、PBR（株価純資産倍率）やPER（株価収益率）が挙げられる。

本稿ではこのバリュー株投資に関する2種類の実証分析（バリュー株投資の成果とその要因分析）とともに、すべての企業が行っている配当政策について、政策が株価に与える影響も鑑みて、バリュー投資に違った視点を投影してみる。配当政策の形態もここ数十年で大きく変わり、昨今急速に普及しつつある株主優待についても実証分析していく。具体的には、砂川・鈴木³⁾を参考に、東証1部上場企業の優待金額をすべて数値化し、そこから算出される株主優待利回りがPBRやPERにどういった影響を及ぼすかを分析した。

2. バリュー株投資の可能性

前章にて、バリュー株投資が長期間で安定的なパフォーマンスを生み出す可能性が示唆された。そこで、本章では、実際にバリュー株投資がどれほどのパフォーマンスをもたらすのか、あるいはその効果の論拠を実証分析⁴⁾により説明していく。

第一に、日本の市場においてバリュー株投資のパフォーマンスを分析する。分析の方法は、1年に1度、公表財務諸表に基づき一定の方法で選択したファンド投資を市場平均と比較し、そのパフォーマンスを長期で比較することによる。この分析のためのデータとして、日経NEEDSのデータを用いる。具体的には次のような方法でデータを揃えた。

- ①データの期間を1978年度決算から2003年度決算（一部は2002年度決算）までとする。なお、銘柄ユニバースは、以下に述べる方法に基づいているため、毎年変化することになる。
- ②分析の基本的な対象銘柄は、東証一部上場企業とする。
- ③分析の対象とするデータセットを、②の対象企業についての株価の割安度に関するデータ（具体的にはPBR）と株式投資収益率（インカムゲインとキャピタルゲインの合計）とする。
- ④各年度の企業収益データは翌年度の6月末までに公表されたものに基づく。これは、3月末決算のデータのほとんどが6月末までに公表されることによる。このため、7月に入って前年度の決算データを公表した企業はユニバースから除外される。当然、倒産や合併によって上場廃止になった銘柄も除外される。また、新規上場企業も、その前年度の決算データが得られないため、1年間、分析の対象とならない。

[図表 4]

分位	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨	⑩	全平均
累計（倍）	0.47	1.37	2.02	1.34	4.71	3.59	5.93	8.78	4.99	12.99	3.49
年率（％）	-2.9	1.3	2.8	1.2	6.4	5.2	7.4	9.1	6.6	10.8	5.1
標準偏差（％）	23	23	24	21	21	21	22	21	23	27	21

⑤投資収益率のデータは、決算データが公表された6月末以降、1年間のものとする。

バリューストック投資において、一般的な投資家が割安株を選択するための判断基準には、PBRを用いることが多い。そこで、PBRについて簡単に説明する。

PBRは株価純資産倍率であり、1株当たりの純資産に対して株価が何倍まで買われているのかを表している。仮に、ある会社の株式PBRが1倍ということは、株価と一株当たり純資産が等しいという意味である。このことから、PBRが1倍を超過しているということは、純資産価値以上に株式が購入されていることを意味し、この状態を割高という。他方、PBRが1倍を下回っているということは、純資産価値を株式が下回っていることを意味し、対照的にこの状態を割安という。実際には、PBRが1倍を下回る企業もあり、その場合、株式資本の数字が市場で信頼されておらず、財務諸表に現れていない含み損などが疑われているか、株式市況を反映して単に株価が過小評価されていると考えられる。この意味で、PBRは株価の下限を決めるものであり、株式投資に当たっては、M&Aや割安株投資に当たり注目されているものの、アナリストの投資判断に当たっては、業績予想やPERなどに比べると重視されていない場合が多いように思われる。しかし、PERは単年度の業績変化に敏感であるため、単年度の業績変化がPERに大きな変化を与える。このデメリットから、長期的視野に立った実証分析を行う上で、PBRを用いて分析を行う。

データに基づいて、次のような企業のグループ分けと投資収益率の分析を行う。

- ①分析対象企業についてPBR等のデータを算出し、各年度におけるPBRの値に基づいて分析対象企業を10分位にグルーピングする。(第1分位が最もPBRが大きく(株価が割高)、第10分位が最もPBRの小さい(株価が割安)グループとなっている。)
- ②グルーピングされた10分位について、年間の投資収益率を算出する。この計算にあたっては、個別銘柄の投資収益率を、年初の銘柄時価総額で加重する方法を採択した。これはTOPIXとの比較可能性をより重視したことによる選択である。
- ③上記に基づいて、毎年、第1分位だけに投資するファンドから第10分位だけに投資するファンドを想定し、それぞれの投資パフォーマンスを計算した。1978年度から2002年度まで計算を行い、その10ファンドの状況を表にしたものが[図表4]である。

[図表4]の結果によれば、次のことが判明する。

- ①まず、リターンに関する考察を行う。第1分位から第10分位まで1978年度から2002年度の25年間で見えた場合、投資収益率は単調増加になっており、とりわけ第1分位と第10分位の投資収益率と累積収益率で見ると、前者は-2.9%と10.8%、後者は0.47倍と12.99倍という差が極めて大きな結果となった。このことからPBRの低いファンドほどハイリターンを享受できたことが分かる。

[図表 5]

年 度	第 5 ～10分位	TOPIX(配当込み)	超過収益率
1978	9.7	9.3	0.4
1979	8.7	7.7	1
1980	42.1	26.5	15.6
1981	-1.1	-6.4	5.3
1982	25.3	23.8	1.5
1983	15.3	23.1	-7.8
1984	21.7	30.8	-9.1
1985	39.8	33.5	6.3
1986	30.4	49.9	-19.5
1987	29.7	7.8	21.9
1988	18.2	12.9	5.3
1989	1.4	-3.8	5.2
1990	-19.5	-21.8	2.3
1991	-26.4	-31.5	5.1
1992	28.8	29	-0.2
1993	14.3	6.7	7.6
1994	-26.6	-27.9	1.3
1995	51.9	44.2	7.7
1996	-6.7	-8.5	1.8
1997	-27.9	-20.1	-7.8
1998	17.3	16.2	1.1
1999	-1.6	13.1	-14.7
2000	10.3	-17.6	27.9
2001	-13.6	-20.5	6.9
2002	8.6	-10.8	19.4
累計（倍）	6.5	2.8	3.7
年率（%）	7.8	4.2	3.6

②次に、リスクに関する考察を行う。ファンドの標準偏差を見てみると、単調増加にはなっておらず、第10分位の27%は全体平均と比較しても少し高めであるが、第7分位から第9分位を見ると、累積収益率は高いものの、標準偏差は各分位の中で比較的低い水準であると言える。上記の結果から、PBRの低い株式であればあるほど高い投資パフォーマンスを享受できることが分かった。

第二に、上記の分析結果を受けて、PBRが低い銘柄の長期収益率が上記のように高いことを利用することで、市場平均を安定的に上回るバリュート投資ができないかということである。そこで、PBRの相対的に低い第5分位から第10分位で運用した場合に市場平均であるTOPIXをど

[図表 6]

5～10分位の全方位に対する超過	標本平均	標準偏差	t 値 = 標本平均 ÷ (標準偏差 ÷ $\sqrt{25}$)
投資収益率	4.17	9.58	2.18
ROA 実績変化（経常利益）	-0.08	0.19	-2.16
ROA 実績（経常利益）	-0.52	0.59	-4.41
ROA 実績（営業利益）	-0.79	0.46	-8.54
ROA 実績変化（EBITDA）	-0.06	0.21	-1.34
ROA 実績（EBITDA）	-0.77	0.72	-5.32
ROE 実績変化	-0.39	1.79	-1.09
ROE 実績	-1.31	1.49	-4.41
一株当たり純利益実績変化	2	416	0.02
一株当たり純利益実績	-30	379	-0.39
一株当たり純資産実績変化	140	1617	0.43
一株当たり純資産実績	1972	4642	2.12
自己資本比率実績変化	-0.13	0.23	-2.87
自己資本比率実績	1.8	2.65	3.39
経常利益実績増加率	-3.3	4.6	-3.6
営業利益実績増加率	-2.7	4.8	-2.81
純利益実績増加率	-4	5	-3.98
当年 PER	-31.8	75.5	-2.11

の程度安定的に上回るかを検証する。この運用にあたっては、毎年6月末に公表データから計算したPBRが相対的に低い第5分位から第10分位に銘柄を入れ替えて、保有比率を株式時価総額で調整したものを使用した。その結果をまとめたものが[図表5]である。

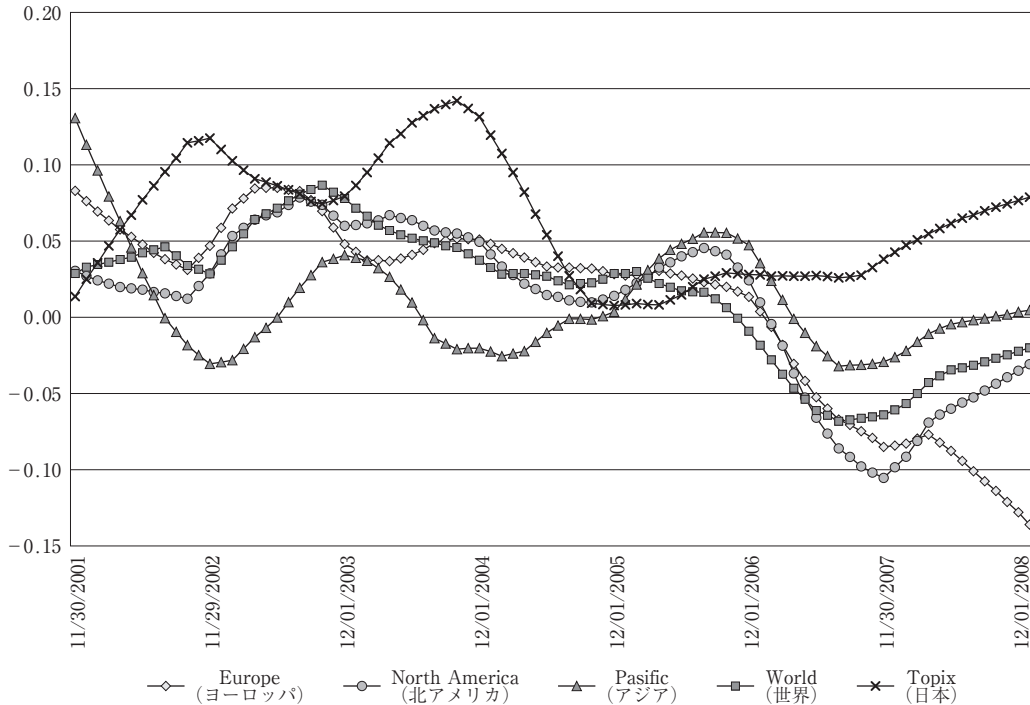
[図表5]の左から2列目と3列目は、第5分位から第10分位の収益率とTOPIX（配当込）の収益率を比較したものである。1978年度から2002年度の25年間で見た場合、第5分位から第10分位の年率収益率は7.8%でTOPIXの4.2%を3.6%上回るものの、TOPIXを下回る年度が25年中6年存在した。

それでは、PBRが低く、市場からの評価を受けていなかった銘柄が、その後一年間でTOPIXを上回る収益を獲得できたのはなぜだろうか。この疑問を解消するために、低PBR銘柄の株価上昇の要因分析を行うことにする。具体的には、PBRの相対的に低い第5分位から第10分位の各要因が全体平均と比べて有意な差異をもっていたかを検証した。要因は、利益に着目したものから純資産に着目したものまで、単純な実績から変化率までの計18の指標を比較し、その結果をまとめたものが[図表6]である。

[図表6]の結果によれば、次のことが判明する。

- ①投資収益率を見ると、第5分位から第10分位の運用が、全体と比較して、片側検定有意水準2.5%で有意な結果を得られ、この運用が25年の長期で超過収益を確保できていることを統

[図表 7]



(出所) 総合分析株式の長期投資, 川北・白須・山本編著, 中央経済社, 2010年の第9章 (p. 205) の分析結果を引用。

計的にも確認された。

② 4列目の各項目を見ると, 多くの利益関連項目が片側検定有意水準2.5%で有意に下回っていた。このことは, 第5分位から第10分位の銘柄群において翌年の投資収益率は高かったが, 翌年の利益水準, 利益増加率では平均を下回っていたことを示す。特に, ROA 実績 (経常利益・営業利益・EBITDA), 経常利益実績増加率, 営業利益実績増加率, 純利益実績増加率では, 片側検定有意水準0.5%でも有意にマイナスになっており, 投資収益率との逆相関が強い。このことは, 株式相場が, ROA, ROE, 経常利益増加率, 営業利益増加率, 純利益増加率を, 一年前に過剰に織り込んでいた結果, 公表された財務諸表に基づき, ROA, ROE, 利益増加率が結果的に低くなっていた割安株で運用すると, 過去25年間において, 運用成果が TOPIX を大きく上回っていたことになる。

第三に, こうしたバリュー株投資運用におけるパフォーマンスは, いったん世間に知れ渡れば株価が調整されて効果を失うかもしれない, あるいは, 他国の市場においても同じようにバリュー投資の恩恵を受けることができるのであろうかという指摘がある。この2点を研究したものとして, バリュー株投資の効果の減少についてプロダクションベースモデルを用いて実証的に分析した⁵⁾ものがある。

分析に用いたデータは, 2001年12月から2008年11月末の7年間, North America (北アメリカ), Europe (ヨーロッパ), Pacific (アジア), World (世界), TOPIX (日本) の5市場を対象としたもので, 各市場のリターン⁶⁾の結果から Information Coefficient (情報係数) の変化をまとめたものが [図表 7] である。

[図表7]の結果によれば、次のことが判明する。

- ①全体としてバリュー効果は減少傾向にある。しかし、直近では Europe（ヨーロッパ）を除いて上昇トレンドが見られる。
- ②日本のバリュー効果も減少傾向にあるのは確かである。しかし、日本市場におけるバリュー効果は他の市場と比べて特に高く、この結果は、プロダクションベースモデルにおける合理的な投資家の存在がバリュー効果を生じさせる帰結と整合的であり、バリュー効果の循環性から今後もバリュー投資を行い TOPIX よりも高いパフォーマンスをもたらす可能性を示唆している。
- ③日本のバリュー効果は他の市場の影響をほとんど受けない。

いち早くバリュー効果の減少が観測された欧米諸国の機関投資家は、日本で扱っている何倍ものファクターを用いて運用パフォーマンスに関する分析・検証を行っており、日本は少し遅れていることも氏は指摘している。

特に欧米の研究結果から、国際財務報告基準（以下 IFRS）の日本の会計との大きな差異である資産の将来利益の現在価値を見て投資家が判断しているところからバリューストック投資の有用性が低下しているとも思われる。

第四に、日本市場において、配当の多寡が株主価値に影響を及ぼさないというモジリアーニ・ミラー理論（以下 MM 理論）で有名な「配当無関連命題」の検証を行う。機関投資家としてバリューストック投資を行う上で、配当や株主優待が一定の影響を持つならば、バリューストック投資の際の留意点として考慮すべきことになる。特に、株主優待制度は、最低限度の株式保有で最大の利回りを達成できることが多いこと、また、換金できないものや換金性のないものが多いことから個人投資家にとって有利な内容であり、機関投資家としての投資パフォーマンスを考える上で問題にすべきかの検証は現時点で研究されていない。そこで割安度としての指標である PER と PBR に配当利回りや株主優待利回り（以下優待利回り）にどのような影響を持つか分析を行う。もし、配当や株主優待をあまり行っていない企業の PBR が低ければ、PBR の低い銘柄を選んだ際に、インカム利回りが減少し、目標の利回りを確保できないおそれがあることになる。

この検証としては、東証一部上場している会社のうち、データが収集可能な1326社を対象に分析を行った。その中で、株主優待を行っている企業について、会社四季報や株主優待をおこなっている企業のホームページから優待最少株数、配当（優待）回数、優待内容が換金可能か不可能かを調査した。また、当期純利益と配当額、株価、PER、PBRについては日経 NEEDS から取得した。株主優待商品についての換金方法としては、客観的な価格が把握できるものは換金した。その例として、クオカードや商品券、自社製品などが挙げられる。また、客観的な価格が把握できないものは0円とした。その例として、カレンダー、割引券、ポイントカードなどが挙げられる。なお、年2回優待を行っている企業については、優待額を2倍としており、年3回以上優待を行っている企業も同様に1回分の優待額をその優待回数分を乗じている。説明変数に用いた指標は、それぞれ配当性向を [配当額 / 当期純利益]、配当利回りを [一株当たり配当額 / 株価]、優待利回りを [株主優待額 / (株価 × 優待最小株数)] として算出した。この分析にかかるすべてのデータは2010年度のものを使用した。なお、記述統計量については、[図表8]に示した通りである。これらのデータを利用し、株主優待が株価にどのような影響を与えているのかを回帰分析

[図表 8]

	平均	中央値	最大値	最小値	標準偏差	分散	歪度	尖度
配当性向	0.316	0.195	27.333	-9.95	1.152	1.326	12.616	267.480
配当利回り	0.015	0.016	0.175	0.000	0.001	0.000	1.521	13.972
優待利回り	0.006	0.000	2.357	0.000	0.071	0.005	29.396	932.008

(注) 東証1部1782銘柄, 赤字企業でPERを算出できない銘柄を除いた

[図表 9]

帰無仮説	説明変数	係数推定値	t値	P値
配当性向を高くしても, PERは変化しない	配当性向	2.604	1.654	0.098
配当性向を高くしても, PBRは変化しない	配当性向	-0.044	-1.680	0.093

帰無仮説	説明変数	係数推定値	t値	P値
配当利回りを高くしても, PERは変化しない	配当利回り	-16.671	-0.124	0.902
配当利回りを高くしても, PBRは変化しない	配当利回り	-14.792	-6.756	0.000*

帰無仮説	説明変数	係数推定値	t値	P値
優待利回りを高くすると, PERは高くなる	優待利回り	-9.344	-0.366	0.714
優待利回りを高くすると, PBRは高くなる	優待利回り	0.037	0.087	0.930

* : 5%水準で有意

を用いて分析する。分析結果が [図表 9] である。⁷⁾

[図表 9] の結果によれば, 次のことが判明する。

- ①配当性向について, PER で見た場合, 係数推定値がプラスの値を取ることで配当性向を高くすると PER も高くなるということが分かる。しかし, P 値が0.098と P 値0.05以上であることから, このことは5%水準で有意とは言えなかった。また, PBR で見た場合, 係数推定値がマイナスの値を取ることで, 配当性向を高くすると PBR は低くなるということが分かる。しかし, PBR に関しても P 値が0.093と有意水準5%で有意といえることができなかった。結果として, 株価は配当性向によって変化しないという配当無関連命題を肯定するものであった。
- ②配当利回りについて, PER で見た場合, P 値が0.902と P 値0.05以上を取り, 配当利回りと PER の相関が認められないので, 有意と言えない。これは配当無関連命題を肯定する結果であった。しかし, PBR で見た場合, 係数推定値がマイナスの値を取ることで, 配当利回りを高くすると PBR は低くなるということが分かる。また, P 値が0.000と P 値0.05以下であることから, このことは有意水準5%で有意と言え, これは配当無関連命題を否定する結

果であった。このことから、配当利回りの高い企業群はPBRの低い企業群であったことがわかった。これは、株式投資を行う上で重要なインカムゲインの確保もバリューストック投資を行うとなされているといえよう。つまり、PBRをもとにバリューストック投資を行うことは、キャピタルゲインだけでなく、インカムゲインの方からも投資戦略として有用であると支持できる。

- ③優待利回りについて、PERで見た場合、P値が0.714とP値0.05以上を取り、有意な結果を得られなかった。したがって優待利回りを高めても、PERは高くなるとは言えない。また、PBRの場合、係数推定値はプラスの値を取るが、P値が0.930とP値0.05以上と、有意な結果とは言えない。これらのことから、優待利回りはPER、PBRとの相関が認められず、優待利回りは銘柄の割安度に影響しないという結果が得られた。したがって、機関投資家には不利に思える株主優待制度の導入は銘柄の割安度には影響していないことがわかった。

3. バリューストック投資を行う場合の留意点

以上のことから、株式投資における有用な長期戦略としてバリューストック投資が有用な運用方法と言えるのではないかと、本稿の分析結果によって示唆された。実証分析の結果を簡潔にまとめると、以下ようになる。

- ①1978年度決算から2003年度決算の25年間において、東証一部上場銘柄を単純にPBRの低い順に株式を低い順に並べ替えた場合、低いPBRの銘柄を選択したポートフォリオのほうがより高い収益率を享受できていたという結果となった。
- ②低PBR銘柄を組み込んだポートフォリオの方が、TOPIXと比較しても年率3.6%上回ったというインデックス投資を上回るバリューストック投資の優位性が伺えた。
- ③日本の株式市場に対してバリューストック投資を行った場合、主要な市場5つを対象とした分析した結果より、日本の市場において他国の株式以上のバリューストック効果がこれからも持続的に期待できる可能性を示唆できた。
- ④低PBR銘柄は配当利回りも高いということから、長期的にみて高いインカムゲインの獲得もできるという可能性を示唆できた。

これらの分析結果は、バリューストック投資が、低金利下で長期的に収益確保を要求されている投資家にとって大きな役割を担えると考えことができ、この結果が他の戦略と比較して、今後の投資戦略を考える一端となれば幸いである。

なお、バリューストック投資に関する残された課題も多数見受けられる。その課題とそれらを改善するさらなる戦略をここで紹介したい。

第一に、保険会社等が株式投資の割合を健全性の観点から圧縮しつつあり、相場に負の影響を与えることである。将来的に導入されるソルベンシーマージン基準（国際会計基準に対応）では、株式のリスク係数が一層高くなると考えられる。日本の現行基準における国内株式のリスク係数は20%であるが、米国RBC規制では30%、EUソルベンシーIIでは39%±10%になると言われている。これには、ストレステストを強化することなどが有効であろう。

第二に、バリューストック投資を行うに当たってどの基準を用いればよいかという問題である。投資家の間でも割安度を表す指標は多数存在し、多くの情報の中からどの指標を判断基準にすればよいかという問題は後の収益結果を変えることとなる。今回の分析はPBRを用いたシンプルなポートフォリオであったが、PER、配当利回り、さらには格付の結果といった非財務情報も用いることで、さらなる安定的な収益確保もできる可能性があり、明確な購入基準・売却基準を経験則や更なる理論、あるいは実証分析の結果から、各投資家が設けることが重要といえよう。

第三に、割安におかれた銘柄の理由の追求である。PBRの数値が1を下回ることについては様々な意見がある。単に人気がなく、株式価値が下がっただけではなく、例えば、その企業の資産価値・負債価値に疑義がある場合、継続企業の前提に疑義がある場合、財務諸表に虚偽記載がある可能性が高い場合なども考えられる。これらのマイナス要素については、監査法人の意見や格付・株価にも配慮して、粉飾決算がないかを可能な限り精査することが投資家に求められるのではないだろうか。特に、国際会計基準の原則主義が導入されれば、経営実態に即した多くの処理が認められる可能性が高く、その実態に関して監査報告を介してにはなるが、各株主が把握する責任に関しても考えていかなくてはならないといえる。また、企業の将来性も考えて、例えば配当利回りについては、配当性向などにより、減配の可能性が高くないかを精査することも必要であるといえよう。

上記の点で、バリューストック投資、ひいては株式投資戦略に関して考慮する点は非常に多いが、これらの情報コストを差し引いても、株式市場に運用パフォーマンスを求める意義は多分にあると考える。各投資家が、これらの問題点と留意点について考慮した上で、バリューストック投資からもたらされる長期的な収益が、補完的役割を担うことを願い本稿の結びとする。

注

- 1) ここでのリスクとは、金融工学における分散（あるいは標準偏差）という意味合いではなく、倒産（デフォルト）リスクといった価値が0になる可能性の大小のことを指す。
- 2) 「株式投信の未来、ジュレミー・シーゲル著、日経BP社、2005年」のp.144を参照。
- 3) 「株主優待導入の短期的影響、鈴木・砂川、2008.7」参照。
- 4) 「総合分析 株式の長期投資、川北・白須・山本編著、中央経済社、2010年」の第8章を参照。
- 5) 「総合分析 株式の長期投資、川北・白須・山本編著、中央経済社、2010年」の第9章を参照。
- 6) ICとは、積率相関係数（ピアソン）もしくは順位相関係数（スピアマン）に関して事後的にリターンをファクターエクスポージャーで回帰分析した時に求められる指標である。
- 7) [図表8] [図表9] のデータ収集・分析では、立命館大学経済学部4回生の大概亮太君の協力を得た。この場を借りて厚くお礼申し上げたい。

参考文献

- 川北英隆・白須洋子・山本信一（2010）「総合分析 株式の長期投資」、中央経済社、2010年3月
- 川北英隆（2004a）「証券市場における機関投資家の役割」『フィナンシャル・レビュー（財務総合政策研究所）』（2004年9月号）
- 川北英隆（2005）「インデックスファンドに関する実証分析」『ニッセイ基礎研「所報」』（2005年4月号）
- 佐藤淑子（2003）「新しい時代のIRとアナリスト」『証券アナリストジャーナル』（2003年10月号）
- 鮫島清・中里幸聖・室田征宏（2004）「年金基金の投資対象選定や投資行動のあり方」『年金運用の投資対象拡大に関する研究（年金総合研究センター）』

- ジェレミー・シーゲル (2005) 「株式投資の未来」, 日経 BP 社, 2005年11月
- 鈴木健嗣, 砂川伸幸 (2008) 「株主優待導入の短期的影響—株式流動性とアナウンスメント効果の検証」
『証券アナリストジャーナル』, (2008年7月号)
- Thomas H. Goodwin (2003) 「マネージャー評価とベンチマーク」『証券アナリストジャーナル』 (2003年
6月号)
- 福嶋和子 (2002) 「株式投資スタイル運用の現状とスタイルベンチマーク」『証券アナリストジャーナル』
(2002年8月号)
- 山本信一 (2006) 「財務指標と株価上昇率」『証券アナリストジャーナル』, (2006年7月号)
- リチャード・ブリーリー, スチュワート・マイヤーズ (2002) 「コーポレートファイナンス」, 日経 BP 社,
2002年3月