

今後の日本株投資に求められる視点

—PBR、PER等の伝統的投資指標の有効利用への一考察



ニッセイ基礎研究所 金融研究部門

井出 真吾

■ 1. 日本株の過去と将来

我が国では、第二次世界大戦後に経済が大きく発展したことに伴い株価も大幅に上昇した。日経平均株価は、1950年末の101円91銭から40年後の1990年末には2万3,848円71銭と、実に200倍以上、年率平均14.6%という高い上昇率を記録している（配当を考慮した実質的な収益率は更に高い）。

しかし、(図表1)からは、バブル崩壊以降は2～3年周期で上昇と下落を繰り返しながら、20年タームで見ると下落トレンドを示

しているように見える。この間、日本の総人口がピークアウトして減少に転じ、1990年以前は平均して12%もの高い伸び率を示していた名目GDPがほぼ横ばいになるなど、マクロ経済面でも大きな変化があった(図表2)。

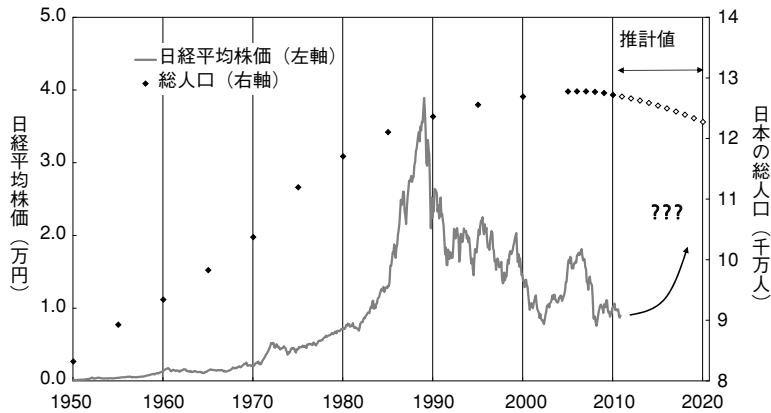
今後について考えてみても少子高齢化に歯止めがかかる兆しはみえず、名目GDP成長率は1%台前半と予測されている。加えて震災や原発事故、歴史的な円高水準の定着化などを背景に、国内産業の空洞化が加速しているとも言われる。このような状況に対する抜本的な解決策が打たれない限り、日本株全体の底上げに期待するのは難しいだろう。少なくとも、1980年代後半のように「日経平均株価2万円や3万円が当たり前」という時代が近い将来に訪れるとは考えづらい。むしろ、上げ下げを繰り返す“保ちあい相場”を想定しておいた方が賢明ではないと思われる。

このことは、1980年代以前のように日本株を買ってじっと待っていれば収益を得られた

〈目次〉

1. 日本株の過去と将来
2. 銘柄入替えの重要性の高まり
3. 投資指標のより有効な利用法
4. バリュートラップを避ける方策
5. まとめ

(図表1) 日経平均株価と総人口の推移



(出所) 日経NEEDS、国立社会保障・人口問題研究所より筆者作成

時代は終わったことを意味する(振り返れば、バブル経済が崩壊した20年以上前に終わっていた)。だとすれば、株式投資家の選択肢としては、主に以下の3つが考えられる。

- ① 個別銘柄ピックアップ戦略
- ② タイミング戦略
- ③ 地域分散戦略

このうち本稿では①個別銘柄ピックアップ戦略を考える。言うまでもなく従来から個別株への投資に際しては、グロース投資家は企業の成長力と現在株価のギャップなどを評価し、バリュー投資家ならPBR(株価純資産倍率)やPER(株価収益率)に代表される様々な分析を通じて割安な銘柄を絞り込んでいた。これに対し本稿は、PBRやPERを用いる点は従来と同じだが、銘柄サイズ(大型株・中型株・小型株)や投資家の注目度などで銘

柄を細分類することで、割安に放置されている銘柄群を厳選する手法について考察する。

なお、②のタイミング戦略は的確に予測できれば大きな収益に結びつくが、この戦略が成功するのは難しいと言われている。また、③に関しては海外、特に新興国株式への投資も広まりつつあるが、為替リスクに加えて政治リスクやインフレ・リスクを懸念して投資に踏み切れないといった声も聞かれる。

(図表2) 日本の名目GDP成長率

(年率)

1956～1990年	12.0%
1991～2010年	0.4%
2011～2016年	1.4%

(注) 2011年以降はIMF予測。

(出所) 内閣府、IMFより筆者作成

(図表 3) 過去20年間の株式収益率上位銘柄

(%, 倍)

順位	コード	銘柄名	収益率 (20年間)	収益率				売上高 成長率
				第1期	第2期	第3期	第4期	
1	9843	ニトリホールディングス	1,284.4	43.2	50.7	291.2	63.9	19.6
2	9831	ヤマダ電機	1,035.0	57.1	222.9	343.0	-49.5	77.2
3	8113	ユニ・チャーム	858.0	128.7	16.3	112.0	69.9	3.7
4	4530	久光製薬	727.7	5.8	352.7	68.0	2.9	4.5
5	6594	日本電産	593.8	-16.8	186.3	281.9	-23.7	11.5
6	7740	タムロン	410.0	-29.7	-32.6	821.1	16.8	3.1
7	8282	ケーズホールディングス	398.3	-5.6	-10.7	320.1	40.8	35.0
8	7751	キャノン	374.7	54.4	67.7	179.2	-34.3	2.1
9	4543	テルモ	321.7	40.1	41.3	141.5	-11.8	3.0
10	7741	HOYA	307.8	71.2	101.2	167.2	-55.7	3.1
11	7267	本田技研工業	294.5	87.9	65.4	98.9	-36.2	2.1
12	5727	東邦チタニウム	294.3	96.3	-61.7	1,859.4	-73.3	1.1
参考	---	TOPIX配当込み	-49.0	-14.4	-28.7	61.2	-48.1	---

(注) 対象は2011年10月末時点の東証一部上場銘柄のうち20年間の株式収益率が計算できる1,103銘柄。

第1期～第4期は20年間を5年毎に4つの期間に区切ったもの。第1期=91/11～96/10、第2期96/11～01/10、第3期01/11～06/10、第4期=06/11～11/10である。

(出所) 日経NEEDSより筆者作成

以下では、はじめに第2章で長期的に株価が上昇した銘柄を追跡調査し、バブル崩壊後は単なる“買い持ち”ではなく、保有銘柄を入れ替える重要性が高まっていることを示す。次に第3章ではPBRやPERなどの伝統的な投資指標の有効利用について考察する。最後に第4章では、PBRやPERで銘柄を選ぶ際に留意すべきバリュートラップの回避策を検討する。

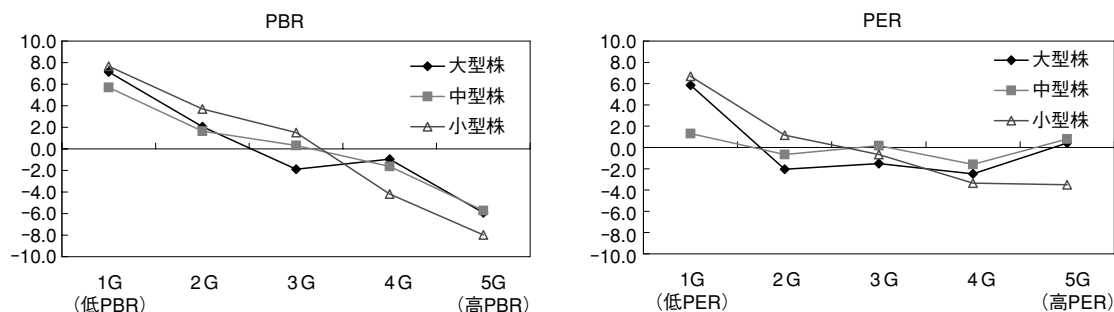
■ 2. 銘柄入替えの重要性の高まり

東証一部上場銘柄のうちバブル崩壊後の過去20年間（1991年11月～2011年10月）における配当込み投資収益率（年率）が7%（注1）以上の銘柄を（図表3）に示す。さすがにバブル崩壊後に平均7%以上の収益を投資家にもたらした銘柄は、1,103銘柄のうち12銘柄

しかない。日本株全体が上昇期にあった1980年から1991年の12年間では、ブラックマンデーやバブル崩壊を含むにもかかわらず、平均収益率7%以上の銘柄が926銘柄と全体の8割以上あったことと対照的である（同じ期間の配当込みTOPIXは12.8%）。少なくとも過去20年間は、特定の銘柄をずっと保有していても1980年代のような収益を得ることは極めて難しかったと言えよう。

次に、12銘柄について過去20年間で5年ずつの期間に区切った収益率をみると、第1期～第4期のいずれも収益率がプラスであったのはニトリHD（20年間の収益率が第1位）、ユニ・チャーム（同3位）、久光製薬（同4位）の3銘柄だけで、他の銘柄は第1期～第4期のいずれかに株価が値下がりした。例えばヤマダ電機（同2位）やHOYA（同10位）の場合、第3期までは高いペースで株価が上

(図表4) PBRおよびPERと株式収益率の関係



(注) 縦軸は銘柄サイズ別に1G~5Gの平均収益率に対する各Gの超過収益率 (年率、%)。
 (出所) 日経NEEDS、IFISジャパン、東洋経済より筆者作成

昇したが、直近5年間で約半値に下がってしまった。この5年間は両銘柄とも市場全体(TOPIX)より収益率が低くなっている。反対にタムロン(同6位)やケーズHD(同7位)は、第2期までは振るわなかったものの、直近10年では株価が数倍に値上がりした。

つまり、長期的に株価が大きく上昇した銘柄でも、ニトリHD等のように値上がりし続けた銘柄は稀であり、単なる“バイ&ホールド”では収益機会を逃すばかりか、損失を被る可能性がある。当然のことのように思われるかもしれないが、外国人投資家の台頭などを背景にして、日本の株式市場が短期的な値上がり益を狙う市場に変容してきたとの指摘もあり、定期的または不定期に保有銘柄を厳選し直すことの重要性が一層高まっていると考えるべきであろう。

3. 投資指標のより有効な利用法

では、東証一部上場だけでも1,700ほどある中から銘柄を厳選するにはどうしたらよいのだろうか。以下では、銘柄サイズや投資家の注目度で銘柄を細かく分類することで、伝統的な投資指標であるPBRとPERをより効率的に利用することを考える。

(1) 銘柄サイズ

(図表4)は銘柄サイズ別にPBRとPERの有効性をみたものである。大型株・中型株・小型株(注2)の各々について、月末時点でPBRおよびPERが低い順に銘柄を並べた上で、銘柄数が等しい5つのグループに分け、翌月1か月間の収益率(等加重)を計算する。グループの組替えは毎月行い、グループ毎に全期間の平均収益率を求めたものである

(1G~5Gの収益率の平均に対する超過収益率で表示)。

(図表4)をみると、PBRは全ての銘柄サイズでグラフが右下がりとなっており、低PBR(割安)銘柄の収益率が高く、高PBR(割高)銘柄の収益率が最も低い。即ち、この期間はPBRが割安な銘柄に投資すれば相対的に高い収益を獲得できたことが分かる。空売りが可能な投資家の場合は、PBRが割安な銘柄を買うと同時に割高な銘柄を空売りすることで、より高い収益を得ることができたであろう(売買に伴うマーケット・インパクトや取引手数料は考慮せず)。

ただ、銘柄サイズによってPBRの効き方が異なっており、特に小型株で有効性が高い。低PBR銘柄では中型株よりも小型株の方が2%ほど収益率が高く、反対に高PBR銘柄では大型株や中型株より2%ほど低くなっている。

一方PERでは、小型株に限ってはグラフが右下がりとなっているが、PBRほどの収益率格差はみられない。大型株ではPERが最も割安な1Gの収益率こそ高いものの、2G~4Gはあまり違いがなく、5Gはむしろ2G~4Gより少し高い水準になっている。また、中型株では1G~5Gの収益率に大きな差がない。

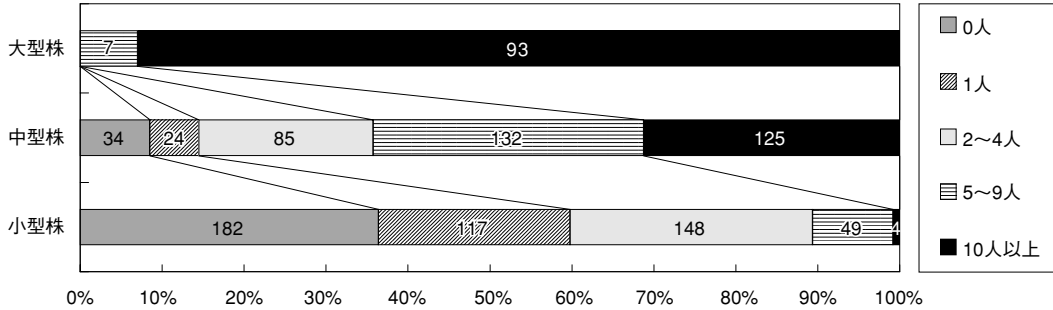
ここではPBRとPERのケースのみ示したが、このように同じ投資指標でも大型株・中型株・小型株といった銘柄サイズで有効性が異なることがある。単純にある投資指標のみで割安な銘柄が平均的に収益率が高いとは限らないことに留意が必要だ。

一つの理由として、銘柄によって“投資家の注目度”が異なることが考えられる。小型株と比べて投資家の注目度が相対的に高い大型株や中型株では、企業や報道機関、セルサイド・アナリスト等から情報が発信されると、その情報が株価に織り込まれるスピードが速い。そのため、日常的に市場や銘柄を分析し、必要に応じて迅速に売買する投資家でない間に合わないという考え方だ。外国人や大手機関投資家も投資対象にしている大型株や中型株と比べて、個人投資家や一部のファンドマネージャーなど投資家が限られる小型株の方が割安に放置されやすいというのは直感にもマッチするだろう。

(2) 投資家の注目度

前述の“投資家の注目度”について分析を進めてみよう。仮に注目度と投資指標の有効性に関連があるならば、注目度が低い銘柄ほど収益を獲得しやすいはずだ。つまりPBRやPERが同じ程度に割安な銘柄の中でも、注目度が低い銘柄に投資することで、多少タイムラグがある投資家でも収益獲得の確実性が高まると考えられる。但し、真の注目度を測定することは不可能なので、ここでは代替手段としてセルサイド・アナリストの人数を用いる。これは、投資家向けに個別銘柄の業績予想や株価レーティングなどの情報を発信している証券会社の数である(以下、「アナリスト数」と記述)。より多くの証券会社が情報発信している銘柄ほど業績や株価の割高/割

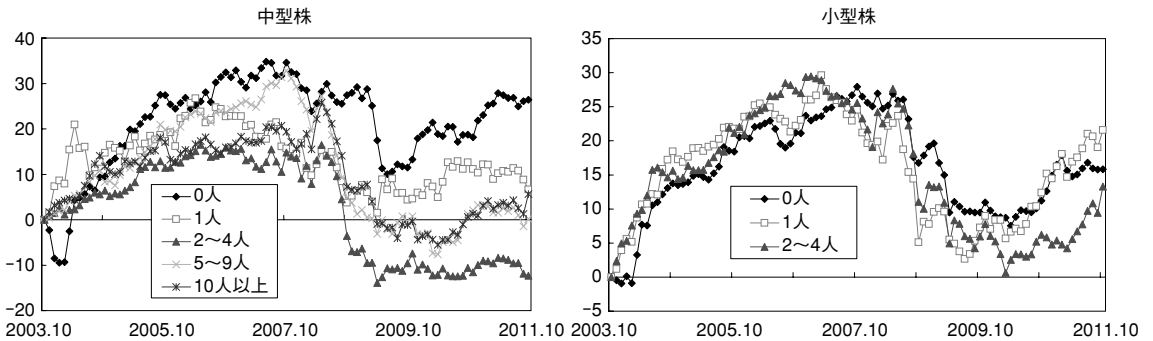
(図表5) 銘柄サイズ別のアナリスト数



(注) 2011年10月末時点。

(出所) IFISジャパンより筆者作成

(図表6) アナリスト数別にみたPER割安銘柄群の超過収益率



(注) 縦軸はアナリスト数で分類した銘柄の平均収益率に対する1G (PER割安銘柄群) の超過収益率を累積したもの (単位: %)。

中型株はTOPIX Mid400構成銘柄。小型株はTOPIX1000構成銘柄からTOPIX500構成銘柄を除いた約500銘柄。

(出所) 日経NEEDS、IFISジャパン、東洋経済より筆者作成

安情報に関する投資家のニーズも強い、即ち投資家の注目度も高いと見做す考え方である。

はじめに銘柄サイズ別にアナリスト数の分布を確認しておく (図表5)。大型株では殆どの銘柄で10人以上のアナリストがカバーしている一方で、中型株、小型株と銘柄サイズが小さくなるにつれてアナリスト数が減る。小型株では500銘柄のうち182銘柄が全くカバ

ーされておらず、アナリストが1人という銘柄も117にのぼる。

では、アナリスト数によって投資指標の有効性は異なるのだろうか。(図表6)は中型株と小型株について、アナリスト数で銘柄を分類した上で、PERで銘柄数の等しい3つのグループに分けたうち1G (PERが最も割安な) 銘柄群の超過収益率 (1G~3Gの平均収

益率に対する超過収益率、等加重)を月次で累積したものである。

中型株では、アナリストが0人の累積収益率が最も高く、次いで1人となっている。つまり、“注目度”が低い銘柄群の方がPERによる収益獲得の確実性が高かった。

一方、小型株でアナリスト0人と1人を比べると、全期間の累積収益率には顕著な違いがみられない。しかし、リーマンショック後の2009年以降に着目するとアナリスト1人の銘柄群の方が右上がりの傾きが大きい。直近2年程度に限れば、カバーするセルサイド・アナリストが全く存在しない銘柄よりは、1人だけアナリストがいる銘柄の方がPERによって高い収益を獲得できた可能性を示唆している。

このように中型株ではアナリスト0人の銘柄でPERの有効性が高く、一方、小型株では1人だけアナリストがいる銘柄の方がより強くPERが効いたことは、一見矛盾するようと思われる。この理由としては、次の仮説が考えられる。中型株には機関投資家が投資対象とする銘柄も多く含まれるため、セルサイド・アナリストが不在でも投資家が自ら割安銘柄を発掘する。むしろセルサイド・アナリストがカバーしていない銘柄ほど情報が少ないため割安に放置されやすい。この結果、PERによる収益獲得の機会が多かった。

一方、小型株の場合は機関投資家が割安銘柄を発掘することは少なく、セルサイド・アナリストの情報発信がきっかけとなって売買される。いわばセルサイド・アナリストが触

媒のように機能して割安銘柄の株価が修正されると考えられる。実際、「大手証券会社が新たにカバレッジに加えた」というニュースでその銘柄が値上がりすることがあるが、このような事象も前述の仮説で説明できる。

このように、投資家の注目度が低い銘柄の方が、リスク調整前で見るとPERによる銘柄選択効果が高い可能性が示唆された。同時に、この結果はリスク調整後でも同様の傾向がみられるかという興味深い問題を提起しているが、これは別の機会に譲りたい。

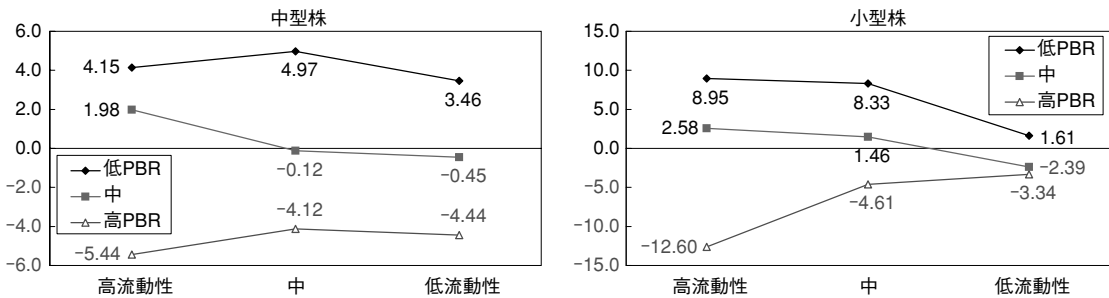
■ 4. バリュートラップを避ける方策

PBRやPERなどの投資指標が割安であるにもかかわらず、株価が値上がりせず割安な状態が続くことをバリュートラップ（バリュートラップの罠）と呼ぶ。通常、割安な銘柄に投資するのは、その割安さが修正される過程で株価が値上がりすることを期待した投資行動だ。しかし、割安であることに市場が気付かなかったり、PER等は割安な水準にみえても、業績変動リスクや流動性リスク、信用リスクが高いなどの理由で実質的に割安でなければ、株価が修正されないことがある。本章では、個別銘柄を選ぶ際に留意すべきバリュートラップの回避策について検討する。

(1) 流動性の考慮による回避策

バリュートラップを回避する一つの方法として、流動性によるスクリーニングを考える。

(図表7) 流動性によるPBRの効き方の違い



(注) 縦軸は9グループの平均収益率に対する各グループの超過収益率(年率、%)。

中型株はTOPIX Mid400構成銘柄。小型株はTOPIX1000構成銘柄からTOPIX500構成銘柄を除いた約500銘柄。

(出所) 日経NEEDSより筆者作成

(図表7)は、中型株および小型株をまずPBRの低い順に並べて銘柄数の等しい3つのグループに分けた上で、各々を売買代金回転率(売買代金÷時価総額)で更に3つのグループに分けた9個(3×3)のポートフォリオの収益率(等加重)を示したものである。

低PBR銘柄に着目すると、流動性が低い銘柄グループの収益率が他よりも低い様子が見られる。特に小型株ではこの傾向が顕著で、流動性が高・中は年率8%を超える超過収益率となったが、低流動性銘柄では同1.61%にとどまっており、PBRが低くても流動性が乏しい銘柄では割安な状態があまり修正されなかった様子が見られる。高PBR銘柄も同様の傾向となっている。即ち、PBRが割高な銘柄の中でも流動性が高い銘柄ほど収益率が低く、反対に流動性が低い銘柄は割高な状態に放置されやすいことが示唆されている。

この結果を投資戦略に活かすとすれば、例

えばPBRを用いてロング・ショート戦略の投資を行う場合でも、単にPBRが割安な銘柄を買い建て(ロング)、割高な銘柄を空売り(ショート)するのでなく、それぞれの銘柄群から流動性が高い銘柄を厳選することで、より大きな収益を獲得できる可能性がある。

なお、前章で小型株ではアナリストが1人だけカバーしている銘柄の方がPERの効きが強いことを指摘したが、これもバリュートラップを避ける方法として有効であろう。

(2) 業績安定性の考慮による回避策

別のバリュートラップにも触れておこう。例えばPERが割安(低PER)であっても、PERが低い(もしくは下がった)理由が将来の業績悪化を見越した売りによって株価が下がった結果なのか、もしくは業績はしっかりしているが市場心理の影響などによって一時的にPERが低くなっているだけなのかを区別

(図表 8) 業績変動率によるPER効果の違い

(年率、%)

	低変動率	中	高変動率
大型株	5.27	1.21	0.42
中型株	0.46	0.94	-0.28
小型株	1.25	4.26	-0.58

(注) 業績変動率は過去 5 期の 1 株利益から計算。

(出所) 日経NEEDSより筆者作成

することが重要となる。前者の場合は業績悪化が顕在化すると株価が更に下がることもあるので特に注意が必要だ。

このようなバリュートラップに陥らないためには、直前に株価が急落していないかをチェックするのが最も簡単な方法だが、それだけでなくPER以外の要素を併せて確認し、本当に割安なのか単なる罠を見極めることが肝心であろう。(図表 8) は、大型株・中型株・小型株それぞれについて、まずPERで銘柄数の等しい 3 つのグループに分けた上で、PERが最も低い(割安な)グループを更に過去の業績変動率の大きさに分けたポートフォリオの収益率(各銘柄サイズの平均収益率に対する超過収益率、等加重)を計算したものである。

大型株・中型株・小型株いずれにおいても業績変動率の高い銘柄の収益率が最も低くなっている。中型株と小型株では業績変動率と株式収益率が線形関係にはなっていないものの、業績変動率が最も高いグループだけがマイナスとなった。これは中型株(小型株)の中でPERが割安な銘柄グループであっても、

業績変動率が大きい銘柄は収益率が相対的に低いことを示している。

注目すべきは、超過収益率がマイナスとなっている点であろう。これは、PERが最も割安なグループであっても業績変動率が高い銘柄は、PERが割高な銘柄を含む中型株全体(小型株全体)の平均よりも収益率が低かったことを意味している。正にバリュートラップと言えよう。このように、PERでみて割安な銘柄に投資したつもりでも、業績が不安定な銘柄の場合は本当の意味での割安とは限らない点に留意する必要がある。

■ 5. まとめ

本稿では、1950年以降の我が国株式市場を概観した上で、今後の日本株投資においてはポートフォリオの組入銘柄を厳選した後も、適宜銘柄を入れ替える重要性が増していることを述べた。次に銘柄サイズや銘柄に対する投資家の注目度によって、PBRやPERの有効性が異なること、特に小型株でこれら投資指標の有効性が高いことを確認した。

更に、銘柄をカバーするアナリスト数を“投資家の注目度”の代理変数として用い、中型株や小型株ではアナリスト数が少ない銘柄の方がPERによる銘柄選択の効果が大きいという示唆を得た（リスク調整前）。また、中型株と小型株ではアナリスト数とPERの有効性の関係が必ずしも同じではない可能性を示した。

最後に、バリュートラップに陥らないための方策として、流動性や業績安定性を加味することの有効性を検証した。その結果、流動性が高い銘柄ほど割安/割高が修正されやすいため投資指標の有効性が高まることや、たとえPERが割安であっても業績が不安定な銘柄はバリュー株の罠に陥る可能性が示唆された。

近年、個人投資家は現物株よりも株価指数先物や外国為替証拠金取引（FX）を好む傾向が強まっているようだ。機関投資家も成長性を求めて新興国などへ投資先を拡大する流れにある。日本の個別株では以前のように収益を獲得しづらくなっていることと関連があるのかもしれない。しかし、本稿で検証したように、見方を少し変えれば依然として日本株にも投資機会はありと考えられる。

株価指数先物によるタイミング戦略や新興国株式への投資を否定するつもりは一切ない。市場全体の上げ下げや新興国の成長力に基づく収益獲得には大きな魅力があるだろう。しかし、以下は筆者の偏見とのご指摘を頂戴するかもしれないが、銘柄選択を重視す

る戦略では、「経営者の顔や事業内容が見えやすい」、「言葉の壁が低い」、「投資家向け説明会に参加しやすい」など、日本株の利点は多いと思う。また、流動性や市場規模、市場の制度や取引所システム等の整備状況も世界有数数と言って過言ではないだろう。引き続き日本株への投資を考えていきたい。

(注1) 7%というのは複利計算すると10年で資産価値が約2倍になる水準である。したがって20年では約4倍を意味する。

(注2) 大型株は各月末時点のTOPIX100構成銘柄、中型株は同Mid400構成銘柄とし、小型株については流動性を考慮するためTOPIX1000構成銘柄のうちTOPIX500に属さない銘柄（概ね時価総額が501番～1000番の銘柄）とした。このため分析期間はTOPIX1000構成銘柄を特定できる2003年11月から2011年10月である。



井出 真吾 (いで しんご)
1993年 東京工業大学工学部卒
同 年 日本生命保険入社
1999年 ニッセイ基礎研究所 (出向)