

P B R 1 倍割れ時代の株式投資を考える

～リスク・プレミアムをどう考えるのか～



金融研究部門 上席主任研究員 遅澤 秀一

chizawa@nli-research.co.jp

1—低迷する日本株式市場

日本株式市場の低迷が続いている。もちろん、90年代から株価指数は大きなボックス圏内の動きで、低迷は今に始まったことではないと思われるかもしれない。だが、リーマン・ショック後の顕著な特徴はP B R 1 倍割れ銘柄が急増したことにある（図表－1 参照）。

たしかに90年代後半から2003年にかけて、P B R 1 倍割れ銘柄数が高止まりした時期もあったが、それでも全体の6割程度であった。ところが、リーマン・ショック後は一時8割近くまで増加し、その後低下したものの、2011年末では約7割の銘柄でP B Rが1倍を割り込んでいる。

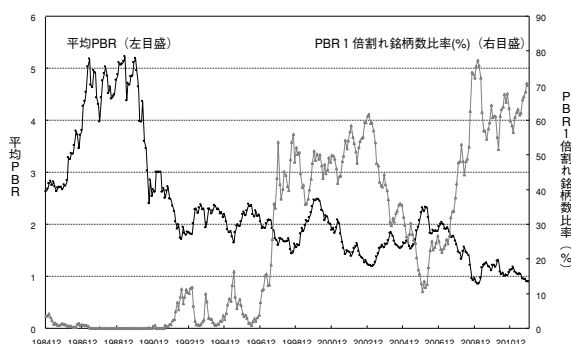
2—P B R 1 倍割れの意味

P B R（Price Book-value Ratio）とは株価を1株当たり純資産で割った数値である。つまり、P B Rが1倍となる株価とは会社の清算価値を意味している。企業はゴーイング・コンサーンを前提としており、清算価値自体は実際には意味がないとしても、一般には株価はこの水準で下げ止まるとされてきた。しかし現在の状況は、株価が1株当たり純資産で下げ止まらず、P B Rが0.5倍以下まで売り込まれている銘柄も珍しくない。

そこで、P B R 1 倍割れの意味を残余収益モデルを使って再考してみよう。残余収益モデルとは、株式の内在価値を下記の通り、「株主資本簿価＋将来の残余収益の現在価値の総和」に分解して表わすものであり、理論的には配当割引モデルと等価である。ここで残余収益とは、株式資本コストが要求する収益を超える利益のことである。

$$V^* = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(ROE_t - r) \cdot B_{t-1}}{(1+r)^t} \quad B_0: 1株当たり純資産 \quad \sum^*: 残余収益の現在価値$$

【図表－1】 TOPIX銘柄の平均P B RとP B R 1 倍割れ銘柄比率



（資料）ニッセイ基礎研究所作成

つまり、投資家が要求するリターン r を上回るROE（Return on Equity：株主資本利益率）相当部分を残余収益と呼び、その現在価値の合計と株主資本の和が株式の内在価値になるというわけである。このモデルから言うと、PBR1倍割れの状態とは、ROEが投資家の要求リターンを下回っていることを意味している。収益力が投資家の期待に沿えず、株主価値を棄損している状態とも言える。

3—インプライド・リスク・プレミアムの推移とその含意

この残余収益モデルの使い方として、左辺の理論株価を求めるのではなく、逆に左辺に実際の株価を与えて割引率 r を求めて、そこからコール・レートを控除することによってインプライド・リスク・プレミアムを計算することが考えられる。前述のモデルは無限期まで考慮しているが、ここでは東洋経済の今期・来期予想を活用した2期モデルでリスク・プレミアムを求めてみよう。

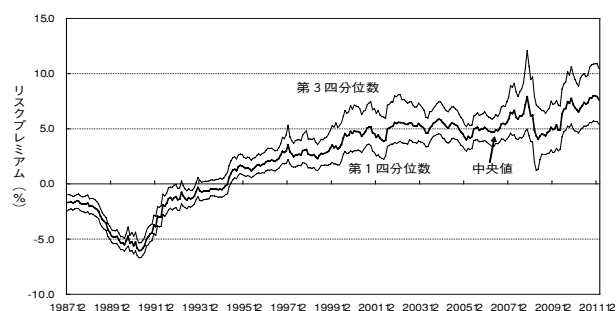
TOPIX銘柄のインプライド・リスク・プレミアムの推移（図表-2）、TOPIX全体のインプライド・リスク・プレミアムの推移（図表-3）を2012年末まで示す。リスク・プレミアムはリーマン・ショック後上昇し続けたが、2009年前半には落ち着きを取り戻した。しかしそれ以降は欧州金融危機や震災の影響を受け大幅に上昇したことが見て取れる。

さて、インプライド・リスク・プレミアムの推移をどう解釈すべきだろうか。この結果は2期モデル（今期・来期の業績予想を使用）であるため、将来の成長性の取り込みが限定的でグロース銘柄がバリューストックよりも過小評価される可能性があり、絶対視すべきものではない。その点も踏まえて、現時点における投資家の銘柄評価（リスクの捉え方）を分類すると、下記のようなになるだろう。

- ①世界経済の状況から見て企業の将来の成長性に確信を持ってない。
- ②現時点での業績予想が楽観的過ぎで、今後の下方修正もありうる。
- ③リスクを過大に評価しており、評価が見直される機会がある。

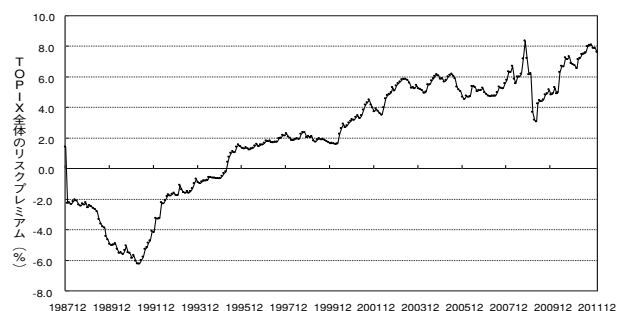
残念ながら、2012年になって業績の大幅な下方修正の発表が相次ぎ、上記の②に該当する銘柄も少なくないようだ。一方で、業績が堅調で配当利回りから見て妙味のある低位株には見直し機運もあり、底堅い動きをしている銘柄群もある。要するに「日本株式市場」と一括りにするのはなく、企業の収益力や成長性を見極めて評価していくという基本に忠実な投資が求められるということだろう。

[図表-2] TOPIX銘柄のリスク・プレミアム



(資料) ニッセイ基礎研究所作成

[図表-3] TOPIX全体のリスク・プレミアム



(資料) ニッセイ基礎研究所作成