

(証券市場)：PBR効果は復活するか

PBRの有効性が低迷している。特にリーマンショック以降はPBRによる銘柄選択がほとんど奏功していない。その結果PBRのバラツキ度は歴史的な高水準に達し、PBR効果は復活間近にも見える。しかし収益性悪化が原因で株価が低い“見せ掛けの割安”には注意が必要だ。

株価の割安/割高を判定する指標としてよく知られるPBR(株価純資産倍率)は、株価を1株あたりの純資産で割って求める。純資産は企業が保有する資産と借入金など負債の差額なので、PBRは「企業が解散した場合に株主に配分される価値に対して株価が何倍の水準にあるか」と解釈できる。このためPBR1倍は株価の下値メドとされる。

以下では、債務超過企業を割安(低PBR)と見做してしまう不都合を避けるため、PBRの逆数であるB/P(純資産÷株価)を用いて分析する。図表1にTOPIX500銘柄におけるPBR効果(高B/P銘柄の累積超過収益率)とPBRのバラツキ度(B/Pの標準偏差)を示す。PBR効果は右上がりの傾きが大きいほど有効性が高いことを意味するので、2005年頃にPBR効果が弱まり始めた様子が確認できる。また、2009年以降はほぼ横ばいとなっていることから、PBRによる銘柄選択では超過収益を得られなかった可能性がある。

一方、PBRのバラツキ度は2006年頃から拡大傾向にある。一般にPBRが有効な局面では、高PBR銘柄よりも低PBR銘柄の株価リターンが高い。この結果、銘柄間のPBR格差が縮まる(バラツキが小さくなる)ことが多い。反対に2006年以降のようにバラツキが拡大する局面ではPBRの割高と割安が修正されない方向に株価が動くため、PBR効果を得られにくい。

ここ数年にわたってPBR効果が低迷した結果、足元のPBRのバラツキ度は、リーマンショック直後を除けば歴史的な高水準にある。今後を予想することは容易でないが、図表1は、近いうちにバラツキが縮小してPBR効果が復活する可能性を示唆しているようにも見える。

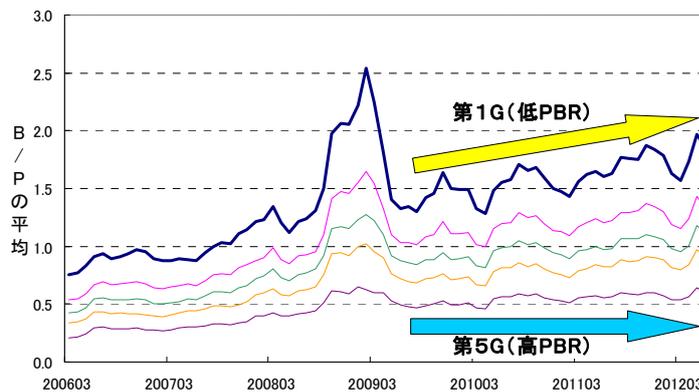
図表1：PBR効果とPBRのバラツキ度



(注) PBR効果は、毎月月初めにTOPIX500銘柄の中からB/Pが高い(割安な)100銘柄に等金額ずつ投資し、月末まで保有した超過収益率(TOPIX500銘柄全体の平均収益率に対する超過収益率)を累積したものの。バラツキ度はTOPIX500銘柄におけるB/Pの標準偏差。

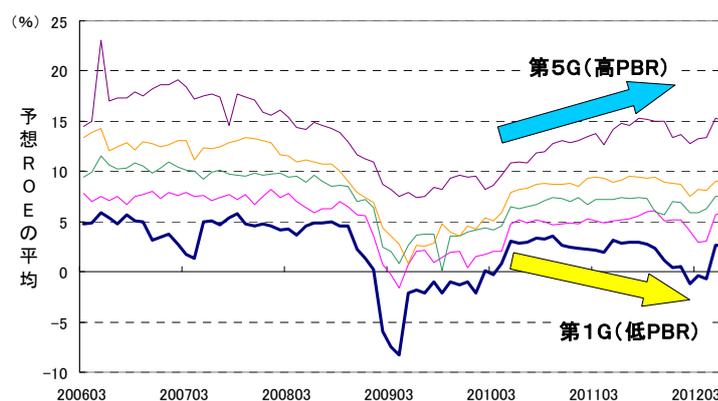
ここで、2006年以降にPBRのバラツキ度が拡大した構造を調べる。図表2はTOPIX500銘柄をB/Pが高い順に並べた上で銘柄数の等しい5つのグループに分け、各グループのB/Pの平均値を求めたものである。第5G（高PBR銘柄）は平均B/Pが0.5程度（PBRは2倍程度）で推移しているのに対し、第1G（低PBR銘柄）は趨勢的にB/Pが上昇した。このことから、バラツキが拡大した主な要因は第1GのPBRが低下したためと考えられる。即ち、PBRが最も低く“割安”であるはずの銘柄群が更に値下がりしたことになる。

図表2: B/Pの平均



では、なぜ低PBR銘柄が更に売り込まれたのだろうか。図表2と同じ5つの銘柄グループについて予想ROEの平均値を見ると（図表3）、リーマンショック以降、第5G（高PBR銘柄）が着実に予想ROEを改善させたのに対し、第1G（低PBR銘柄）は予想ROEが恒常的に5%を下回るばかりか、直近2年間は通減しており収益性が更に悪化した。これらの銘柄は、収益性の低迷を背景に投資家から敬遠されたため、たとえPBRが割安と言われる水準でも株価が更に下がったものと推測される。売られるべくして売られたとも言えよう。

図表3: 予想ROEの平均



従来、日本の株式市場では一般的にPBRが有効であったが、近年は様子が違ってきている。理論上はROEが資本コスト（投資家の要求利回り）を下回ればPBR1倍割れが正当化されるので、PBR1倍が株価の下値メドとは限らない。銘柄評価に際しては、単にPBRの水準で判定せず、収益性の悪化など然るべき理由があってPBRが低いだけか、実力よりも株価が低く評価されている真の割安か、よく吟味することが重要だろう。

(井出 真吾)