

(証券市場)：新年、バリュー株効果の季節性はいかに

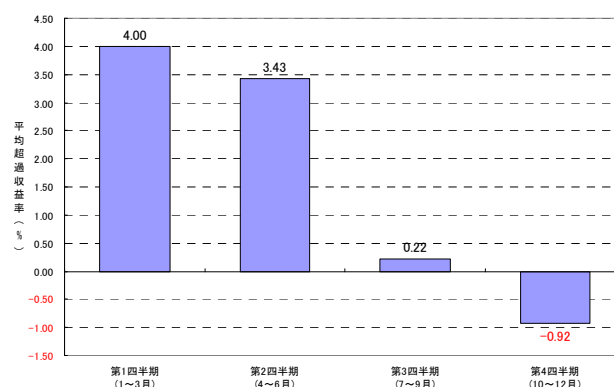
PBR 効果 (バリュー株効果)には季節性があることが知られている。季節性に着目して投資を行えばその恩恵を受けることができた。しかし、市場が活況ではない時には、安易に季節性に期待することはリスクがあるかもしれない。新年を迎え PBR 効果は見られるであろうか。

PBR 効果には季節性があることが知られている。リーマンショック以降、東日本大震災や欧州債務危機問題、歴史的な円高水準の定着など、日本の株式市場を取り巻く環境が大きく変化してきた中で、PBR 効果の季節性は依然として見られるのだろうか。改めて調べてみよう。

まず、2000 年以降の平均的な季節性について確認してみる。ただし、以降の分析を行うにあたり、債務超過企業を割安 (低 PBR) と見做してしまう不都合ⁱを回避するために、PBR の逆数である B/P (1 株あたり純資産 ÷ 株価) を用いることとする。

図 1 は、毎月初めに TOPIX500 銘柄を対象に B/P が高い順に銘柄数の等しい 4 つのグループに分けた上で、最も B/P が高い (割安な) 第 1 グループに等金額ずつ投資し、その後、月末まで保有した超過収益率 (TOPIX500 銘柄全体の等加重平均収益率に対する超過収益率) を四半期別に平均したものである。結果は、1 月から 6 月は平均的にプラスの超過収益率が観測された一方で、7 月から 12 月はマイナスもしくはプラスでもわずかな超過収益率となった。

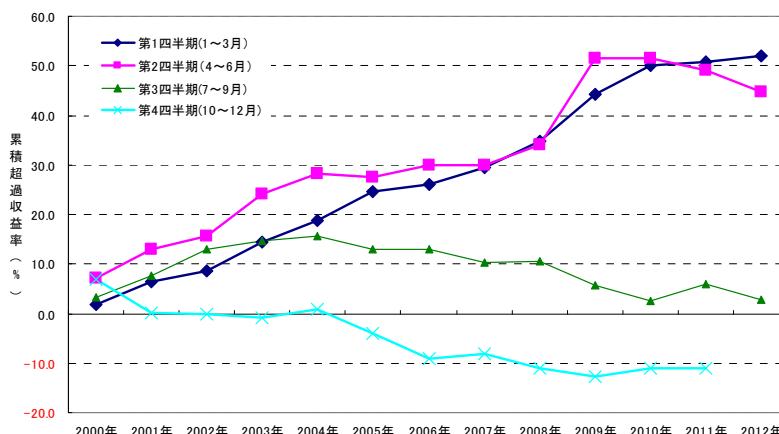
図 1: 高 B/P 銘柄の対 TOPIX500 超過収益率の四半期別平均値 (2000/1~2012/10)



では、時間を追って見た場合はどうであろうか。図 2 は四半期ごとに累積収益率を集計した結果である。右上がりであるほど PBR 効果が有効であることを意味している。まず、第 1 四半期 (1~3 月)、第 2 四半期 (4~6 月) は累積超過収益率が安定的に右上がりの傾向である。一方、第 3 四半期 (7~9 月)、第 4 四半期 (10~12 月) は、右下がりの傾向を示している。いずれも特定の年に大きく依存せず 2009 年までは安定的に季節性が観測された。

ⁱ 例えば、債務超過企業の 1 株あたり純資産が -100 で株価が 50 の場合、PBR は $50 \div (-100) = -0.5$ となる。低 PBR で集計すると債務超過企業と本来の割安企業が同一のグループに入る恐れがある。そこで、PBR の逆数を取ることによって、債務超過企業の B/P は $-100 \div 50 = -2$ となる一方、本来の割安企業の B/P はプラスでかつ大きくなるので両者の混同を回避することができる。

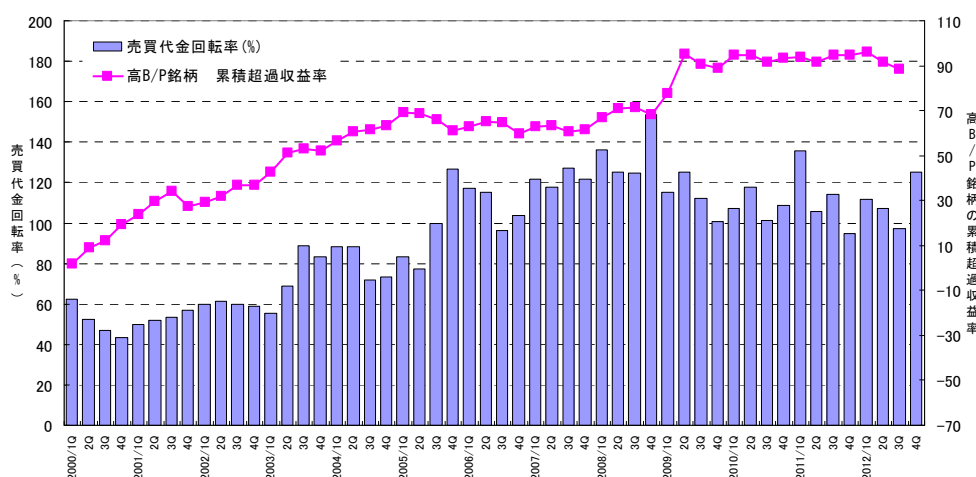
図 2: 四半期別累積超過収益率の推移



このような季節性が見られる要因としては、12月決算企業が多い海外投資家や3月決算が多い日本の機関投資家が新年度入りすることで、比較的风险を取りやすいためなどが言われている。しかし、2009年以降は、第1四半期(1~3月)の累積収益率はプラスを維持しているものの、やや弱まっている。第2四半期(4~6月)に至ってはマイナスに転換した。逆に、第3四半期(7~9月)、第4四半期(10~12月)は横ばいとなっている。

こうしたPBR効果の低下には市場の活況度が関係している可能性がある。図3を見ると売買代金回転率が上昇した2008年までは高B/P銘柄の累積超過収益率も右上がりである。2009年頃にはリーマンショックに伴う大きな売りの反動から一時的に過剰な割安の解消によって累積超過収益率が高まったが、それ以降、売買代金回転率が緩やかに低下するとともにバリュー株効果が見られなくなっている。これは、市場が活況の時には、投資家が高B/P銘柄を積極的に物色する一方で、売買が細る時にはより慎重に割安かどうかを判断しようとする投資家のセンチメントが働くからかもしれない。

図 3: 東証1部売買代金回転率の推移と高B/P銘柄の累積超過収益率



従来、バリュー株効果の季節性に着目して投資を行えばその恩恵を受けることができた。しかし、市場が活況ではない時には、安易に季節性に期待することはリスクがあるかもしれない。新年を迎え、2013年の第1四半期(1~3月)にPBR効果は見られるであろうか。注目である。

(南 正太郎)