

(資産運用)：低 PBR 株の復活は時期尚早か

リーマン・ショック以降、日本の株式市場で低 PBR 株のパフォーマンスが相対的に低迷してきた。足元やや復調の兆しが見えるが、これまで低迷してきた要因を考えると、一時的な動きで終わってしまう可能性がある。今後の動向には注意が必要といえよう。

PBRとは、株価を一株当たり自己資本で割った株式指標である。値が小さいほど株価は割安、大きいほど株価は割高であることを意味する。日本の株式市場では、低PBR株は高PBR株と比べて堅調に株価が推移し、超過収益を得られる傾向があることが知られている。しかし近年、その傾向が見られなくなっている。

実際に Russell/Nomura スタイル・インデックスの年度ごとのパフォーマンスをみてみよう(図表1)。Russell/Nomura スタイル・インデックスでは、バリュエーション指数が低PBR株で構成された指数、グロース指数は高PBR銘柄で構成された指数となっている。つまり、バリュエーション指数がグロース指数よりも高パフォーマンスだったならば、低PBR株は超過収益を得ていたといえる。

2012年度以降、バリュエーション指数がグロース指数を劣後し続けており、低PBR株は相対的に低迷していたことが分かる。それ以前の2010年度もグロース指数が優位であった。2011年度はバリュエーション指数がグロース指数を上回る収益をあげていたが、リターンの差は0.6%しかなかった。2010年度から2015年度まで通してみると、グロース指数の累積リターンが70%に対してバリュエーション指数が44%と、6年間で26%も劣後したのだ。

ここで低PBR株が低迷した要因として、金融株の影響がまず挙げられる。低PBR株には銀行、保険、証券などの金融株が多く含まれている。ゆえに、低PBR株のパフォーマンスは金融業独特の要因の影響を受けやすくなっている。特に2013年度や2015年度は、金融株が低PBR株全体のパフォーマンスを押し下げたと考えられる。

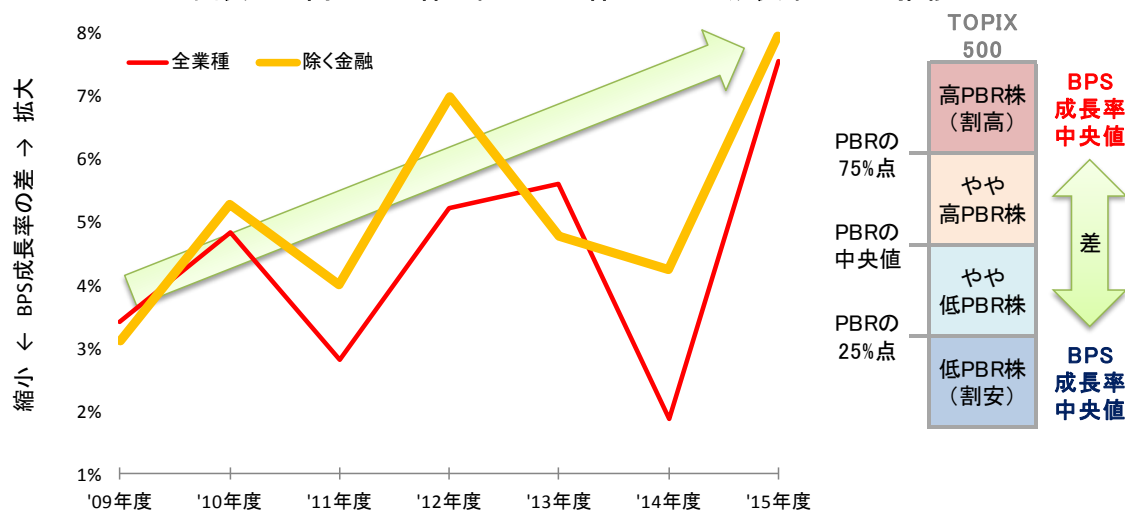
図表1：TOPIXとRussell/Nomuraスタイル・インデックスのパフォーマンス

	2010年度	2011年度	2012年度	2013年度	2014年度	2015年度	6年累積
リターン差 「グロース」 -「バリュエーション」	4%	-1%	4%	1%	5%	4%	26%
リターン プラス ↑		バリュエーション 1% TOPIX 1%	グロース 26% TOPIX 24%	グロース 19% TOPIX 19%	グロース 33% TOPIX 31%		グロース 70% TOPIX 56%
		グロース 0%	バリュエーション 22%	バリュエーション 18%	バリュエーション 28%		バリュエーション 44%
リターン マイナス ↓	グロース -7% TOPIX -9% バリュエーション -11%					グロース -9% TOPIX -11% バリュエーション -13%	

(資料) 野村証券 HP、Datastream より筆者作成。全て配当込み指数。

バリュエーション指数：Russell/Nomura トータル・マーケット・バリュエーション指数、グロース指数：Russell/Nomura トータル・マーケット・グロース指数。

図表2：高PBR株と低PBR株のBPS成長率の差の推移



（資料）日経 NEEDS のデータより筆者作成。TOPIX500 採用銘柄を期初PBR（＝期初株価/期初BPS）で4つのグループに分けて、PBRが最も高いグループと最も低いグループのBPS成長率の中央値の差を算出。なお、資本移動があった場合や債務超過に陥った場合にBPS成長率は異常値となるため、平均値ではなく、異常値の影響を受けにくい中央値を集計した。「除く金融」では東証33業種の「銀行業」、「証券、商品先物取引業」、「保険業」、「その他金融業」を除外。

2013年度は、期初に量的質的金融緩和政策が導入され、銀行株が低迷した。2015年度は夏のチャイナ・ショック以降の株価の急落や、1月末のマイナス金利政策の導入を受けて、銀行株、保険株、証券株が特に大きく下落した。そのため、低調な金融株は低PBR株全体のパフォーマンスに悪影響を及ぼしていた可能性が大きい。

その他の要因として、BPS成長率の格差が挙げられる。一株当たり自己資本（BPS）は、主に配当などの株主還元に戻らなかった利益の内部留保によって積み増され、成長する。仮にPBRが変動しないとすると、BPSの増加に伴い株価も上昇する（下式）。

$$PBR(\rightarrow) = \frac{\text{株価}(\uparrow)}{BPS(\uparrow)}$$

つまり、相対的にBPS成長率が高かった分、低PBR株よりも高PBR株の株価は下支えされていたと考えられる。実際に高PBR銘柄と低PBR銘柄との年度ごとのBPS成長率の差の推移を見ると、金融株の有無に関係なく、高PBR株が低PBR株と比べて一貫してBPS成長率が高い傾向があった（図表2）。特に、2015年度はBPS成長率の差が大きかった。

さらに2010年以降、BPSの成長格差が拡大していたことも、低PBR株にはマイナスに働いたと思われる。BPSの拡大が緩慢な企業は、投資家の間で評価が見直されにくいのではないだろうか。そのため、この6年間は低PBR株が低PBRのまま放置されやすい環境にあったと思われる。

低PBR株は足元、復調の兆しが見えている。7月中旬以降の株価の反発に伴い、低PBR株の株価が大きく上昇したためである。しかし、BPSの成長格差は維持され、BPSの成長を織り込む過程で再び高PBR株（グロース指数）が浮上してくる可能性がある。また、金融株は金融政策や市場の動向に左右され、引き続き大きく変動することもあるだろう。ゆえに、足元の低PBR株の急反発は長く続かず、一時的な動きで終わってしまうこともあると筆者は考えている。今後の動向には注意が必要といえよう。

（前山 裕亮）