

## (市場分析)：リスクプレミアムの分解による市場コンセンサスの推定

株式評価モデルを利用して、相場変動の背後にあるリスクプレミアム構造について、代表的なリスクファクターで分解することによって調べた。この手法は株価変動の支配的な要因をタイムリーに、比較可能な形で把握できるメリットがある。

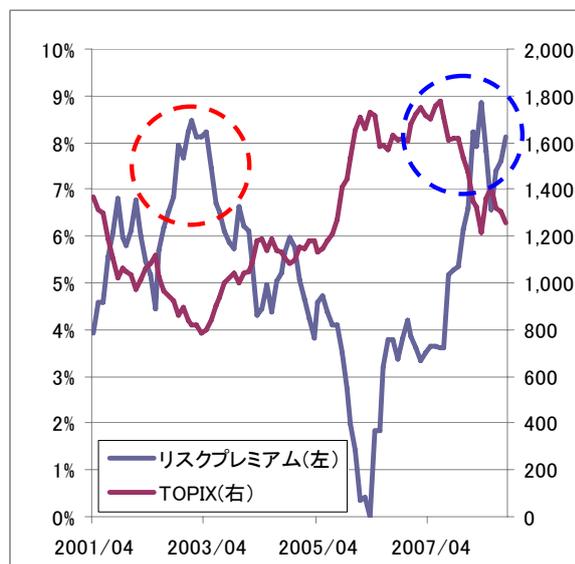
残余利益モデルと呼ばれる株式評価モデルは、当該企業の現在の純資産 ( $B_0$ ) と将来の超過利益 ( $E - rB_i$ ) の割引現在価値の合計として、理論株価 ( $V$ ) を推計しようとするモデルである。

$$V = B_0 + \sum_{i=0}^{\infty} \frac{E - rB_i}{(1+r)^i}$$

このモデルにおいて、理論株価 ( $V$ ) が市場価格に一致するように求めた割引率 ( $r$ ) が、投資家の当該株式への要求利回りであり、その主要な部分がリスクプレミアムと解釈できる。同モデルで推定したリスクプレミアムには、利益の期待成長 (増益/減益) 要因も含まれ、必ずしも、当該企業のリスクプレミアムを正確に捉えられないが、それでも推定したリスクプレミアムをいくつかのリスクファクターに分解することによって、相場の支配的な要因を定量的に把握できるメリットがあるので、ここで紹介したい。

図表1には、毎月末、アナリスト予想が利用可能な東証1部上場銘柄について求めたリスクプレミアムの単純平均値とTOPIXの推移を示した。当然のことながら、リスクプレミアムとTOPIXは逆相関の関係にある。すなわち、リスクプレミアムは投資家の要求利回りを反映していることから、要求利回りが高ければTOPIXは安くなり、逆に要求利回りが低ければTOPIXは高くなるという基本的な関係がある。一方、図表2は求めたリスクプレミアムを、市場ベータ (市場全体に対する感応度) の要因と時価総額の要因に分解して示したグラフである。

図表1：リスクプレミアムの推移



図表2：リスクプレミアムの分解



2つの図表によれば、リスクプレミアムが約8%の水準まで高まった2002年（赤点線丸印）と2007～8年（青点線丸印）は、市場ベータ要因の上昇が見られるが、いずれも市場全体に対する悲観的見方が支配的になった結果、TOPIXの下落に拍車がかかったと解釈できる。確かに2002年のわが国は、銀行の不良債権問題が長引き、デフレ下で企業業績も悪化した時期だった。2007年以降はサブプライムローン問題が契機となったが、プレミアムを分解した市場ベータの要因の動きを見ると、市場が2002年以上に深刻な問題として受け止めていると判断できる。

また、2006年1月（いわゆる「ライブドアショック」）を境に、プレミアムを分解した時価総額の要因が反転している。すなわち、経済ファンダメンタルの回復基調に合わせるように小型株が買われ続けてきた傾向は、ライブドアショックを契機に反転し、大型株へとシフトしていく傾向が最近まで続いているのである。

図表3には、2008年8月末までに至る1年間で、業種毎（東証17業種）の平均リスクプレミアムと業種指数変化率を併せて示した。これを見ると、資源価格の高騰やサブプライム問題によって、株式投資への要求利回りが高まる（リスクプレミアムの増加）と同時に、業種選別が強まる（リスクプレミアムのばらつきの増加）傾向が読み取れる。具体的には、「エネルギー資源」、「商社・卸売」、「機械」が敬遠されてリスクプレミアムが大幅増加する一方で、「食品」、「医薬品」、「電力・ガス」といったいわゆるディフェンシブ業種が物色された。

このように、株式市場に対する要求利回りが急上昇してリスクプレミアムが不安定になっているのは、企業の利益予想が下方修正されるリスクが高まっているからであろう。最近、PERが効かないという指摘をしばしば耳にするが、市場全体のリスクプレミアムが拡大している環境下では、リスクプレミアムやPERなどの、いわゆるバリュー系ファクターは効果を発揮しづらいただろう。というのも、バリュー投資とはリスクプレミアムが過大評価されている銘柄を発見することだからである。

図表3： リスクプレミアムと業種指数の変化

	リスクプレミアム			業種指数		
	2007/8/31	2008/8/31	変化		2007/8/31	変化率
エネルギー資源	8.04%	16.31%	8.27%	234.66	186.60	-22.9%
商社・卸売	6.76%	11.28%	4.52%	344.01	273.76	-22.8%
鉄鋼・非鉄	6.98%	11.23%	4.25%	481.50	324.05	-39.6%
自動車・輸送機	6.74%	10.69%	3.95%	198.46	151.97	-26.7%
(その他の業種は省略)						
食品	3.77%	3.58%	-0.19%	193.13	187.03	-3.2%
医薬品	2.92%	2.14%	-0.78%	163.81	149.04	-9.4%
電力・ガス	3.23%	0.64%	-2.59%	151.02	142.14	-6.1%

(注) 2007/8/31 と 2008/8/31 との比較。

(明治大学グローバルビジネス研究科 乾 孝治)