

## (証券市場)：日本の株式市場で PBR が効かなくなったワケ

日本の株式市場では、以前と比べて PBR の効きが悪い状態が続いており、ファンドマネージャーを悩ます一因となっている。調べてみると外国人の売買シェアや売買動向と密接な関連がありそうだ。今後 PBR 効果が復活するかどうか、考え方を整理した。

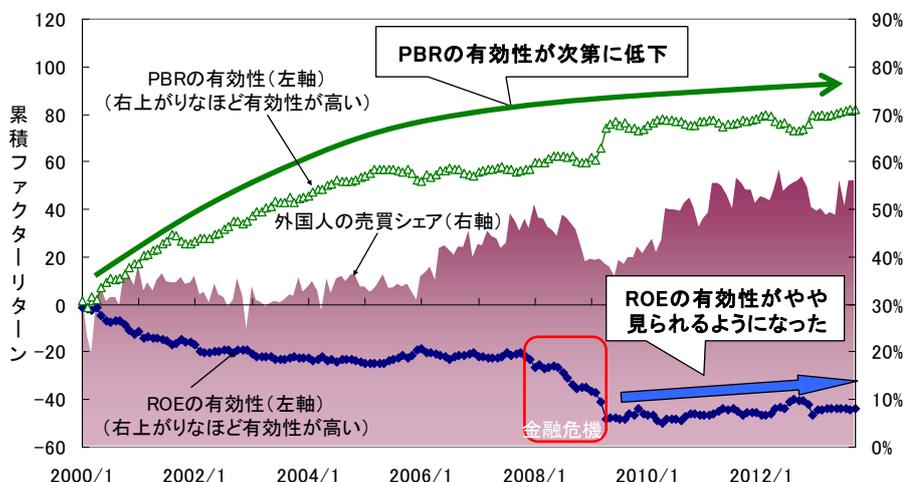
日本と米国の株式市場が異なる点として、PBR（株価純資産倍率）が低い銘柄ほどリターンも高い“バリュー株効果”の現れ方が挙げられる。米国ではバリュー株効果がプラスの時期とマイナスの時期が数年タームで循環的に現われたのに対して、日本では IT バブルなど特定の時期を除いて安定的にバリュー株効果が観察されてきた。

ところが近年の日本株市場では以前のように強く安定的なバリュー株効果が観測されない状況が続いている。理由のひとつに、日本の株式市場における外国人投資家のシェア拡大が考えられる。そこで、代表的なバリュー指標である PBR と外国人投資家が重視するとされる ROE（株主資本利益率）の有効性、および外国人の売買シェアの推移を見てみよう（図表 1）。折れ線グラフは右上がりの傾きが大きいほど PBR や ROE の有効性が高いことを意味する。

図表 1 から、外国人の売買シェアが 30%程度であった 2005 年頃までは PBR が安定して有効であった一方で、ROE は有効でなかったことが分かる。ところが 2006 年以降に外国人の売買シェアが 40~50%前後に増えると、それまでと比べて PBR の有効性が薄れ、これと対照的に ROE の有効性が観察されるようになった。

もっとも、ROE の有効性がみられるようになったとはいえ 2005 年までの PBR ほど高くない。しかし、以前は有効性がマイナス（グラフが右下がり）、即ち ROE が高い銘柄ほどリターンが低い傾向にあったことと比べればトレンドが変わったという見方もできるかもしれない。では今後、外国人の売買シェアが減らなければ ROE に着目した銘柄選択が奏功するのだろうか。

図表 1： 外国人の売買シェアと PBR および ROE の有効性

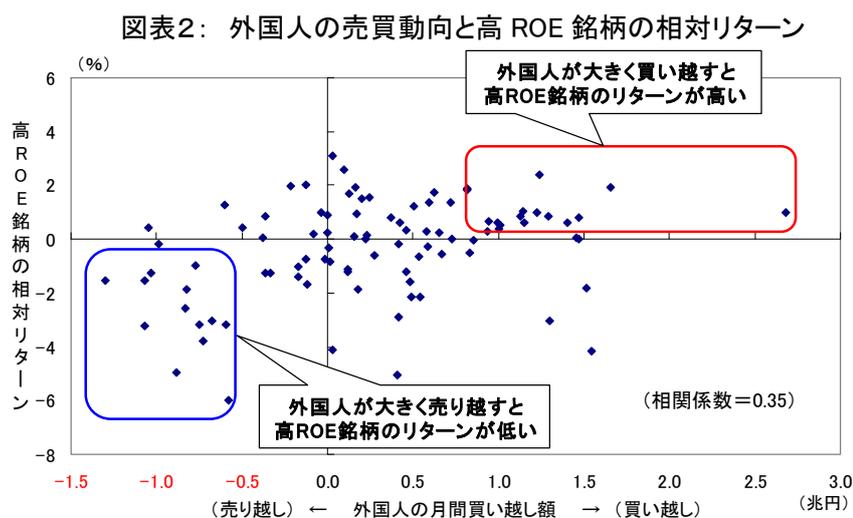


(注) PBR と ROE の有効性は月次ファクターリターンの累積値（対象は TOPIX500 銘柄）  
 ファクターリターン＝ファクター値と実績リターンの回帰係数（感応度）

図表2は外国人の売買シェアが拡大した2006年以降について、横軸に「外国人の月間買い越し額」を、縦軸に「同月の高ROE銘柄の相対リターン」をプロットしたものである。外国人が大きく買い越した月は高ROE銘柄のリターンが他の銘柄よりも高いが、逆に外国人が日本株から資金を大量に引き揚げた月は高ROE銘柄のリターンが低い傾向がある。

この傾向は、高ROE銘柄を好むとされる外国人の嗜好を考えればしっくりくる。まず、外国人が日本株を大きく買い越すときは積極的に物色する高ROE銘柄のリターンが相対的に高くなる。一方、売却するときを考えると、そもそも外国人が保有している銘柄はROEが高いので、大幅に売り越した月は高ROE銘柄の相対リターンが低くなったのだろう。

この仮説が正しければ、外国人の売買動向と高ROE銘柄の相対リターンは正の相関を持つことが示唆される。実際に数えると、図表2の93ヶ月のうち外国人が3千億円以上の買い越しは44ヶ月と約半分を占めた（相関係数=0.35）。このことから、2006年以降は外国人の買いが優勢であったためROEの有効性が観測されたに過ぎない可能性がある。さらに、一般的にROEが高い銘柄はPBRも高いので、2006年以降にROEの有効性が観察されるようになったことと以前よりもバリューストック効果が薄れたことは、同じ背景に基づくと考えられる。



(注) 高ROE銘柄の相対リターンは、毎月初め時点のTOPIX500銘柄の中で「ROEが高い100銘柄の月間リターンの平均値」と「500銘柄全体の月間リターンの平均値」の差

今後についても同様で、高ROE銘柄のリターンが相対的に高いかどうか、そしてバリューストック効果が観察されるかどうかは外国人が日本株を買い越すかが一つのカギになるのではない。例えば、アベノミクスや予定通りの消費税率引き上げが海外から評価され、外国人の投資マネーが日本株に大きく流入すれば高ROE銘柄のリターンが相対的に高くなるだろう。その場合はバリューストック効果はあまり期待できない。

一方、何らかの理由で海外マネーが日本株から大量に流出すれば高ROE銘柄に売り圧力がかかり、その裏返しとしてバリューストック効果の復活が想定される。なにせ売買シェアが半分以上を占める外国人投資家。その動向には引き続き注意が必要だ。

(井出 真吾)