

2020 年度卒業論文

# 日経平均株価登録銘柄を対象としたバリュー投資の有効性の検証

法政大学 経営学部 経営学科 山崎輝ゼミナール

4年 川崎 敦 指導教員：山崎 輝

## 目次

- 1. はじめに
- 2. データと記述統計
- 3. 分析手法と分析結果
  - 3-1. 予想 PER を用いた分析結果
  - 3-2. PBR を用いた分析結果
  - 3-3. 予想 DY を用いた分析結果
  - 3-4. 総合ランクを用いた分析結果
- 4. 結論と考察
- 参考文献

## 1.はじめに

証券投資の運用手法は大きく 2 種類に分類することができ、東証株価指数や日経平均株価のようなベンチマークにある程度連動したリターンの獲得を目指すパッシブ運用と、ベンチマークを上回るリターンの獲得を目指すアクティブ運用がある。アクティブ運用は更に、マクロ経済に注目するトップダウン・アプローチと個別企業に注目するボトムアップ・アプローチに分類することができるが、本論文では後者のボトムアップ・アプローチの 1 つであるバリュート投資に焦点を当てていくことにする。

バリュート投資とは、企業の本源的価値と比較し低い株価の銘柄に投資する投資手法である。このバリュート投資が効率的にリターンを得ることのできる根拠として割安株効果が挙げられ、伊藤・萩島・諏訪部 (2009) の pp.81-82 では Basu (1977, 1983) が益利回り (PER の逆数) の高い (PER が低い) 銘柄によって構成されたポートフォリオが高いパフォーマンスを示すことを報告したことから割安株効果に関する議論が始まったと主張しており、それ以降も多くの論文により様々な指標に基づく割安株効果が報告された、とある。また、翟 (2016) は 2001 年～2014 年の東証一部上場銘柄に対して、予想 PER や PBR、予想配当利回り (以下、予想 DY) を用いたバリュート投資が有効であったと主張している。

本論文では、東証一部上場銘柄ではなく、日経平均株価に登録されていた銘柄を対象を絞り、2010 年 8 月末～2020 年 8 月末の 10 年間における割安株効果の検証をおこなった。また、検証をおこなったあと導かれた結論に対して追加で考察をおこなった。

本論文の構成は以下の通りである。2 章ではデータの取得の際の注意事項や参照したデータベースの説明、10 年分の記述統計となっている。続く 3 章では分析手法の説明、各指標の分析結果、4 章では 3 章で得られた各指標の分析結果を元に結論を導き出し、その結論に対して考察を示した。

## 2. データと記述統計

企業の財務と株価のデータは主に FinancialQUEST から取得した。しかし、予想 EPS がレンジで発表されているもののようにデータベースからの取得が困難なケースも存在したため、その場合は当該企業の決算短信等を参照した。企業の財務データは決算方式については日本基準、SEC 基準、IFRS 基準の順の優先度でデータを採用し、一部を除いて単独決算ではなく、連結決算のものを使用した。1 章でも述べた通り、分析対象期間は 2010 年 8 月末～2020 年 8 月末とし、分析対象企業は各年度 8 月末時点で日経平均株価に登録されている銘柄である。実際の投資をシミュレートするために各年 8 月末を投資開始時点、その翌年の 8 月末を投資終了時点とし、各銘柄の年次リターンの計算に使用するとともに、投資開始時点の株価は割安株を選定する投資指標の計算にも使用する。なお、銘柄の割安度を測る

指標として、今回は予想 PER、PBR、予想 DY の 3 つを使用する。また、PER や PBR には業界間で水準が異なるため、これの差を考慮し、3 つの投資指標を総合的に加味したランク付けによるバリュウ投資の分析も追加でおこなった。

分析対象銘柄は各年度 8 月末時点で日経平均株価に登録されている銘柄である、と述べたが投資期間中に上場廃止されており投資終了時点の株価が取得できない場合や投資指標の計算に使用する EPS<sup>1</sup>や BPS の取得が難しい場合、当該銘柄は分析対象外となる。

PER は株価収益率とも呼ばれ、株価を EPS で除することで求められる、株価に対して効率的に利益を生み出しているかを示す指標である。本論文では業種間の収益性の違いの考慮はせずに、PER が低い銘柄ほど割安、という判断をすることとする。企業は決算において来期や当期の業績予想を公開しており、PER の計算は投資開始時点の株価と本決算時に発表された投資開始時点を含む決算期の予想 EPS を使用することから予想 PER としている。

続いて PBR、株価純資産倍率である。PBR は株価を BPS で除することで求めることができる。予想 PER と同様に PBR が低い銘柄ほど割安と判断するが、こちらは予想ではなく投資開始時点から見て直近の本決算で発表された実績 BPS と投資開始時点の株価を PBR の計算に使用する。

最後に予想 DY である。配当利回りとは株価に対する配当金の割合であり、予想 DY が高いと得られるインカムゲインも多いことを意味する。よって、予想 DY に関しては値が高い銘柄ほど割安と判断する。予想 PER と同様に、本決算時に発表された投資開始時点を含む決算期の予想 1 株当たり配当金（以下、予想 DPS）を計算に使用するが、2011 年に発生した東日本大震災の影響やその他要因<sup>2</sup>で予想 DPS を未定とする企業も多く存在したため、このようなケースに限り前期の実績 DPS を予想 DY の計算に使用することにした。予想 DY の算出に前期の実績 DPS を使用することについてだが、記念配当のような例外はあれども、配当性向を一定に保つ企業は多く、株式併合を考慮し年度別に配当金額を確認しても大きく変化することはほとんどないため、問題ないと判断した。

次ページの表 1 は、10 年分の 8 月末を投資開始時点とした場合の予想 PER、PBR、予想 DY、リターンの記述統計である。

表 1 記述統計

---

<sup>1</sup> 証券業を中心とした金融業を展開する企業は不確実性から原則として来期予想 EPS は未発表とすることがほとんどである。

<sup>2</sup> 例として、三井化学株式会社は平成 24 年 4 月 22 日に発生した工場爆発事故により来期（平成 25 年 3 月期）の EPS や DPS の予想は未発表としたことが挙げられる。

投資年次	統計量	指標			リターン(%)
		予想 PER	PBR	予想 DY(%)	
2011 年度	平均値	23.54	1.18	2.01	0.29
	中央値	16.64	0.97	1.9	-1.95
	標準偏差	31.82	1.41	1.08	22.33
	度数	203	214	218	218
2012 年度	平均値	18.05	1.14	2.19	-8.23
	中央値	14.34	0.99	2.07	-7.86
	標準偏差	26.35	0.86	1.07	24.24
	度数	212	222	224	224
2013 年度	平均値	17.58	1.06	2.58	60.69
	中央値	11.93	0.85	2.35	50.81
	標準偏差	53.31	1.00	1.42	47.81
	度数	210	220	221	221
2014 年度	平均値	19.97	1.42	1.73	18.92
	中央値	16.67	1.20	1.63	14.19
	標準偏差	14.57	1.37	0.98	27.46
	度数	212	220	222	223
2015 年度	平均値	20.66	1.58	1.73	18.69
	中央値	17.04	1.30	1.59	17.56
	標準偏差	19.35	1.37	0.93	28.22
	度数	212	220	223	225
2016 年度	平均値	20.73	1.53	1.77	-10.7
	中央値	15.73	1.25	1.66	-14.29
	標準偏差	24.47	1.25	0.98	23.41
	度数	208	221	223	223
2017 年度	平均値	18.83	1.38	2.20	24.07
	中央値	14.01	1.12	2.11	20.33
	標準偏差	25.52	1.21	1.16	26.36
	度数	211	222	223	224

2018 年度	平均値	19.63	1.73	1.90	7.39
---------	-----	-------	------	------	------

	中央値	15.84	1.39	1.78	3.73
	標準偏差	20.55	1.51	0.99	24.32
	度数	213	224	225	225
2019 年度	平均値	17.10	1.67	2.21	-16.99
	中央値	13.60	1.29	2.21	-18.65
	標準偏差	12.87	1.32	1.08	19.44
	度数	212	222	222	222
2020 年度	平均値	14.18	1.51	2.98	-1.23
	中央値	11.25	0.97	2.93	-3.91
	標準偏差	11.67	3.23	1.50	25.27
	度数	212	222	224	224
2011 年度 ～ 2020 年度	平均値	19.01	1.42	2.13	9.28
	中央値	14.79	1.10	1.98	4.31
	標準偏差	26.65	1.59	1.19	35.14
	度数	2105	2207	2225	2229

出所：筆者作成

注：投資開始時点は 2010 年から 2019 年の毎年の 8 月末である。リターンは投資開始時点とその翌年の 8 月末終値で計算してある。投資指標は企業の決算期がいずれの月の場合も投資開始時点の 8 月末の終値で計算してある。

表 1 の記述統計からサンプル企業数が 225 社とは限らないことが分かる。投資開始時点で日経平均株価に登録されている銘柄が本来分析対象となるが、先述したように上場廃止によって投資終了時点の株価が取得できない場合や予想 EPS や BPS が取得できない場合は分析対象から除外しているためである。また、日経平均株価登録銘柄の平均リターンは年度ごとに差があり、2012 年度や 2016 年度、2018 年度はリターンが大きくマイナスの値である。参考として下に 2010 年～2020 年の 8 月末の終値と前年比の表を示す。

表 2 日経平均株価の 2010 年～2020 年の 8 月末終値と前年比

	株価(終値)	前年比
2010 年 8 月末	8824.06	
2011 年 8 月末	8955.2	1.49%
2012 年 8 月末	8839.91	-1.29%
2013 年 8 月末	13388.86	51.46%
2014 年 8 月末	15424.59	15.20%

2015年8月末	18890.48	22.47%
2016年8月末	16887.4	-10.60%
2017年8月末	19646.24	16.34%
2018年8月末	22865.15	16.38%
2019年8月末	20704.37	-9.45%
2020年8月末	23139.76	11.76%

出所：筆者作成

注：株価データはYahoo!ファイナンス (<https://finance.yahoo.co.jp/>) から取得した月次データを使用

### 3.分析手法と分析結果

毎年8月末の株価と本決算発表の財務データで算出された投資指標でサンプル企業を割安順にソートし、5分位に分け<sup>3</sup>1～5分位ポートフォリオとする。そのうち第1分位ポートフォリオを割安株ポートフォリオ、第5分位ポートフォリオを割高株ポートフォリオとし、割安株ポートフォリオと割高株ポートフォリオのリターン差をバリュースプレミアムとし、計算することにする。続いて、バリュースプレミアムが有意な差であるかを確認するために第1分位と第5分位の平均リターンに対して平均の差のt検定をおこなう。

#### 3-1.予想PERを用いた分析結果

まずは、割安株選定に予想PERを用いた際の投資結果を表3とともに次に示す。

表3 予想PERによる5分位年次リターン

投資年次	指標と リターン	分位					バリュースプレミアム(%)	t値
		1	2	3	4	5		
2011年度	予想PER	7.81	13.25	16.96	21.67	57.68	10.09	1.906
	リターン(%)	5.72	5.19	2.43	-4.19	-4.36		
2012年度	予想PER	3.10	11.48	14.43	18.66	42.35	-3.34	-0.617
	リターン(%)	-12.48	-13.16	-2.94	-4.32	-9.14		
2013年度	予想PER	4.97	9.16	12.09	16.15	45.51	5.41	0.474
	リターン(%)	69.11	64.50	51.69	49.77	63.69		

<sup>3</sup> サンプル数が5で割り切れない場合、5の倍数に切り上げ、5分位に分ける。したがって、その場合、第3分位が他の分位のサンプルより少なくなるが、バリュースプレミアムの計算に問題は生じない。

2014 年度	予想 PER	8.70	13.33	16.61	21.20	39.75	-9.79	-2.061
	リターン(%)	12.28	14.72	22.47	24.77	22.07		
2015 年度	予想 PER	9.00	13.70	17.10	21.82	41.46	-3.82	-0.628
	リターン(%)	19.58	17.99	15.48	19.50	23.40		
2016 年度	予想 PER	8.92	12.83	16.06	21.47	44.12	1.42	0.243
	リターン(%)	-9.04	-10.08	-14.25	-7.22	-10.46		
2017 年度	予想 PER	7.08	11.25	14.03	18.24	43.12	8.73	1.297
	リターン(%)	29.90	24.69	24.68	20.76	21.17		
2018 年度	予想 PER	8.48	12.79	15.75	20.11	40.81	-9.40	-1.876
	リターン(%)	7.73	0.33	3.74	8.11	17.13		
2019 年度	予想 PER	7.17	10.90	13.77	18.18	35.25	-10.40	-2.164
	リターン(%)	-22.03	-20.97	-16.50	-15.62	-11.64		
2020 年度	予想 PER	5.98	8.89	11.27	15.15	29.38	-13.43	-2.713
	リターン(%)	-2.96	-7.88	-9.09	0.59	10.47		
2011 年度 ～ 2020 年度	予想 PER	6.73	11.53	14.81	19.53	42.42	1.40	0.530
	リターン(%)	11.61	6.18	8.42	10.24	10.21		

出所：筆者作成

注：予想 PER、リターン、バリュースプレミアムの値は小数点第3位、t値は小数点第4位を四捨五入した値を記載しており、リターンとバリュースプレミアムの単位は%（パーセント）である。

表3から差のt検定で有意な差があると認められた年度は2014年度、2019年度、2020年度であった。バリュースプレミアムは2014年度から順に-9.79%、-10.40%、-13.43%と全て負の値となっており、割安株ポートフォリオが割高株ポートフォリオと比較してリターンを出せていないことが分かる。言い換えるのであれば、むしろ割高な銘柄の方が3つの年度に限って言えばパフォーマンスが良かった、ということである。また、2011年度のバリュースプレミアムは10.09%、2017年度は8.73%と高い正の値になっているが平均の差のt検定の結果、割安株ポートフォリオと割高株ポートフォリオの平均の差に有意な差があるとは言えず、割安株効果は見られなかった。このようなことから、過去10年間、日経平均株価登録銘柄を対象に予想PERを用いておこなったバリュース投資は有効でなかったと結論づけざるを得ない。

### 3-2.PBRを用いた分析結果



次に割安株選定に PBR を用いた際の投資結果を表 4 に示す。

表 4 PBR による 5 分位年次リターン

投資年次	指標と リターン	分位					バリュー・プ レミアム(%)	t 値
		1	2	3	4	5		
2011 年度	PBR	0.48	0.80	0.96	1.19	2.47	12.73	2.829
	リターン(%)	5.69	-1.50	6.91	-3.51	-7.04		
2012 年度	PBR	0.49	0.79	0.98	1.17	2.26	-14.59	-2.904
	リターン(%)	-16.13	-6.14	-11.25	-4.59	-1.54		
2013 年度	PBR	0.37	0.66	0.85	1.13	2.29	33.68	3.768
	リターン(%)	80.16	74.02	51.12	53.64	46.47		
2014 年度	PBR	0.41	0.93	1.19	1.54	3.03	2.05	0.456
	リターン(%)	16.95	16.77	24.07	20.15	14.90		
2015 年度	PBR	0.70	0.95	1.27	1.68	3.31	4.55	0.667
	リターン(%)	21.14	20.83	17.94	18.39	16.59		
2016 年度	PBR	0.47	0.99	1.27	1.68	3.19	-0.25	-0.050
	リターン(%)	-11.23	-10.48	-10.89	-10.88	-10.98		
2017 年度	PBR	0.33	0.87	1.15	1.59	2.97	8.31	1.305
	リターン(%)	27.22	24.84	28.07	22.51	18.92		
2018 年度	PBR	0.70	1.04	1.40	1.82	3.69	-9.30	-1.931
	リターン(%)	4.41	6.67	9.05	3.11	13.71		
2019 年度	PBR	0.67	0.99	1.28	1.76	3.60	-10.95	-2.587
	リターン(%)	-23.10	-16.39	-20.42	-13.11	-12.15		
2020 年度	PBR	0.48	0.76	0.98	1.37	3.93	-24.47	-5.732
	リターン(%)	-10.39	-10.78	-4.02	3.29	14.07		
2011 年度 ～ 2020 年度	PBR	0.49	0.86	1.11	1.49	3.16	8.46	3.226
	リターン(%)	14.89	8.09	9.40	7.59	6.43		

出所：筆者作成

注：PBR、リターン、バリュー・プレミアムの値は小数点第 3 位、t 値は小数点第 4 位を四捨五入した値を記載しており、リターンとバリュー・プレミアムの単位は%（パーセント）である。

表 4 より、平均の差の t 検定でバリュー・プレミアムに有意な差が認められた年度は

2011年度、2012年度、2013年度、2019年度、2020年度、2010年度～2020年度の平均である。このうちバリュエ・プレミアムが正の値となっているのは2011年度の12.73%、2013年度の33.68%、2011年度～2020年度の平均の8.46%である。特に2013年度は割安株ポートフォリオが割高株ポートフォリオと比較して多くのリターンを獲得していることが分かり、2010年度～2020年度の平均もバリュエ・プレミアムが正の値を取っていることから過去10年でPBRの低い銘柄の方がPBRの高い銘柄よりもパフォーマンスが良かったという傾向があるのも同時に分かる。しかしながら、2012年度、2019年度、2020年度のバリュエ・プレミアムは有意な負の値となっていることから過去10年間、日経平均登録銘柄を対象にPBRを用いておこなったバリュエ投資は有効である年度は存在するが、必ずしも有効ではないということが分かる。

### 3-3. 予想DYを用いた分析結果

次に割安株選定に予想DYを用いた際の投資結果を表5に示す。

表5 予想DYによる5分位年次リターン

投資年次	指標と リターン	分位					バリュエ・プ レミアム(%)	t 値
		1	2	3	4	5		
2011年度	予想DY(%)	3.53	2.55	1.95	1.45	0.56	4.02	0.772
	リターン(%)	4.81	-2.23	-1.26	-0.75	0.79		
2012年度	予想DY(%)	3.79	2.64	2.08	1.64	0.81	-5.01	-0.925
	リターン(%)	-12.91	-7.32	-9.60	-3.45	-7.90		
2013年度	予想DY(%)	4.68	3.03	2.35	1.85	0.96	-17.19	-1.473
	リターン(%)	55.68	50.86	56.25	67.39	72.87		
2014年度	予想DY(%)	3.18	2.14	1.64	1.23	0.48	-6.90	-1.315
	リターン(%)	10.83	19.67	28.20	19.19	17.74		
2015年度	予想DY(%)	3.14	2.12	1.60	1.19	0.58	0.15	0.021
	リターン(%)	22.13	25.01	17.97	6.81	21.98		
2016年度	予想DY(%)	3.09	2.20	1.67	1.32	0.59	-0.69	-0.159
	リターン(%)	-12.59	-9.83	-10.64	-8.55	-11.91		
2017年度	予想DY(%)	3.91	2.72	2.13	1.55	0.68	2.54	0.466
	リターン(%)	20.79	27.12	27.96	26.98	18.25		
2018年度	予想DY(%)	3.42	2.30	1.81	1.34	0.62	-0.93	-0.184
	リターン(%)	9.50	5.58	0.84	10.60	10.43		
2019年度	予想DY(%)	3.77	2.77	2.19	1.57	0.77	-7.60	-1.684

	リターン(%)	-19.59	-21.24	-19.85	-12.45	-11.99		
2020 年度	予想 DY(%)	5.13	3.87	2.90	2.02	0.98	-13.18	-2.608
	リターン(%)	-9.63	-3.82	2.10	1.71	3.55		
2010 年度 ～ 2020 年度	予想 DY(%)	3.94	2.61	1.98	1.46	0.66	-1.43	-0.596
	リターン(%)	7.80	9.21	10.35	9.84	9.23		

出所：筆者作成

注：予想 DY、リターン、バリュースプレミアムの値は小数点第 3 位、t 値は小数点第 4 位を四捨五入した値を記載しており、予想 DY、リターン、バリュースプレミアムの単位は%（パーセント）である。

表 5 より、平均の差の t 検定でバリュースプレミアムに有意な差が認められた年度は 2020 年度のみであった。2020 年度のバリュースプレミアムは-13.18%と負の値であり割安株ポートフォリオは割高株ポートフォリオと比較してパフォーマンスは著しくなかったことが分かり、割安株効果の存在を説明することは出来なかった。よって、過去 10 年間、日経平均株価登録銘柄を対象に予想 DY を用いておこなったバリュース投資は有効ではなかった、ということになる。

### 3-4.総合ランクを用いた分析手法、分析結果

3 章ではここまで、予想 PER、PBR、予想 DY という 3 つの投資指標を用いた分析をおこなってきたが、1 章で述べたような割安株効果は PBR を用いた際に僅かに見られるにとどまった。予想 PER や PBR は業界により基準が大きく異なる場合もあり、翟（2016）でおこなわれていたように複数の指標を活用し総合ランクで割安株を選定すれば、業界間の基準の差を是正できるのではないかと考えた。

続いて、総合ランクを用いた分析の詳しい説明をおこなう。分析手法は翟（2016）に準拠することにする。各銘柄の予想 PER、PBR、予想 DY を割安な順、つまり予想 PER と PBR は低い順にソート、予想 DY は高い順にソートをし、それぞれに順位を付けた後、3 つの順位の合計が低ければ低いほど総合的に見て割安な銘柄として判断して先ほどの分析と同様に 5 分位に分け<sup>4</sup>、第 1 分位ポートフォリオを割安株ポートフォリオ、第 5 分位ポートフォリオを割高株ポートフォリオとしバリュースプレミアムを計算する。なお、総合ランクを用いた分析の対象となる企業は 3 つの指標を問題なく取得できた企業に限定することとする。下に割安株選定に総合ランクを用いた際の投資結果を表 6 に示す。

<sup>4</sup> 第 1 分位と第 2 分位の間、第 4 分位と第 5 分位の間などのように 2 つの連続する分位間に同じ合計順位の銘柄がある場合は対象の銘柄の平均を求め各銘柄に割り振り各分位のリターンを計算する。

表6 総合ランクによる5分位年次リターン

投資年次	分位					バリュー・プレミアム(%)	t 値
	1	2	3	4	5		
2011 年度	11.57	3.59	-4.34	-4.08	-2.29	13.85	2.608
2012 年度	-14.11	-10.52	-8.53	-7.74	-1.54	-12.57	-2.402
2013 年度	65.78	57.69	57.46	61.06	56.77	0.09	0.841
2014 年度	13.38	12.77	32.06	22.16	16.78	-3.41	-0.801
2015 年度	21.33	22.77	16.71	15.00	20.30	1.03	0.171
2016 年度	-10.58	-6.88	-13.21	-7.20	-13.14	2.55	0.724
2017 年度	25.73	24.95	26.08	30.28	14.73	11.00	2.075
2018 年度	7.05	2.95	3.60	13.01	10.43	-3.38	-0.780
2019 年度	-21.58	-20.59	-16.58	-16.05	-11.97	-9.61	-2.203
2020 年度	-8.06	-7.55	-7.77	3.94	9.46	-17.52	-3.624
2011 年度～ 2020 年度	9.41	9.54	10.28	9.11	8.19	1.22	0.538

出所：筆者作成

注：リターン、バリュー・プレミアムの値は小数点第3位、t 値は小数点第4位を四捨五入した値を記載しており、リターン、バリュー・プレミアムの単位は%（パーセント）である。

表6より平均の差のt検定により有意な差と認められたバリュー・プレミアムは2011年度、2012年度、2017年度、2019年度、2020年度の5つであった。このうちバリュー・プレミアムが正の値となっているのは2011年度の13.85%と2017年度の11.00%であり、この2年に関しては総合ランクを用いてのバリュー投資は有効であった。しかし、それ以外の2011年度、2019年度、2020年度のバリュー・プレミアムは全て負の値であり、割高株ポートフォリオの方が割安株ポートフォリオと比較して良いパフォーマンスであった。このようなことから、総合ランクを用いたバリュー投資はPBRと同様に有効である場合もあるが、それは必ずしもではない、ということが分かる。そして、PBRを用いてバリュー投資をした際の有効性を上回る結果も確認できなかった。

#### 4.結論と考察

3章では3つの指標とそれらの指標を活用した総合ランクを用いた際の投資結果と結論を述べた。4章では、3章の各セクションの結果を含め総合的な結論を出し、それに対して考察をおこなう。

日本株式市場に存在すると言われてきた割安株効果であるが、投資対象を日経平均株価登録銘柄に限定した場合、割安株の選定に PBR、もしくは予想 PER、PBR、予想 DY の 3 指標での総合ランクを使用した際のごく一部の年度にのみ存在を確認することができ、予想 PER 単体や予想 DY 単体を使用した際は存在を確認することができなかった。

2019 年度と 2020 年度に限って投資結果を見てみれば、2019 年度は予想 PER、PBR、総合ランクを割安株選定に使用した場合、2020 年度は 4 つの投資指標すべてを割安株選定に使用した場合に有意な負の値のバリュースプレミアムを観測することができた。これは、近年は割安株効果が失われているのみならず、割安株よりも割高株が良好なパフォーマンスを見せていることを意味し、日経平均株価登録銘柄に対してのバリュース投資は有効でないと結論付けざるを得ないだろう。

ではなぜ、投資対象を日経平均株価登録銘柄に限定してしまうと割安株効果は失われてしまうのか、考察していこうと思う。まず 1 つ目に考えられるのは日経平均株価登録銘柄の性質上の問題である。日経平均株価は日本国内では非常に知名度の高い株価指数であり、登録される 225 社の知名度や流動性は非常に高く、成熟した企業も多い。投資家は企業の業績に関わるニュースや IR 情報も比較的容易に入手可能であり、これらの点から日経 225 登録銘柄間の割安さのアドバンテージが薄れてしまっている可能性がある。つまり、市場の効率性<sup>5</sup>が保たれており、市場アノマリーが消滅した可能性が高いということである。

2 つ目に考えられるのは日経平均株価に登録されている企業数、225 社という少なさである。1 章でも述べたが、2004 年～2011 年における日本株式市場、その中でも東証一部上場銘柄<sup>6</sup>を投資対象、予想 PER、PBR や予想 DY を投資指標とし、バリュース投資をおこなった場合は割安株効果の存在を確認することができていた(翟,2016)。翟(2016)の続編である翟(2020)<sup>7</sup>は 2015 年～2018 年の東証一部上場銘柄に対しての予想 PER、PBR、予想 DY を用いたバリュース投資が有効でない年度が見られたものの、総じて有効であったと主張している。

このようなことから、割安株を選定するためには同一指標を用いた銘柄間の比較は避けることができず、比較対象が 225 社であるとあまりにも少ないということが考えられる。

---

<sup>5</sup> 市場の効率性の成立について、Fama (1970) が提唱した効率的市場仮説がある。伊藤・萩島・諏訪部 (2009) の p76 に

よれば、効率的市場仮説とは「合理的な市場参加者によって構成される市場では株価に影響を与える情報は瞬時に織り込まれてしまうため、いかなる情報を用いてもリスクに見合う以上のリターンを上げることはできない」というものである。

<sup>6</sup> 日本取引所グループ (<https://www.jpx.co.jp/>) によれば 2021 年 1 月 15 日現在の東証一部上場会社数は 2189 社である。

<sup>7</sup> 翟 (2020) では翟 (2016) から分析手法に多少の変更がある。予想 PER がマイナス、もしくは 0 の場合は投資対象から除外されている。

よって、バリュー投資の有効性を高めるためにはより多くの銘柄を対象とし、場合によっては日本以外の国々の銘柄をも比較対象に加えることが必要であると推測する。

なお、これらの考察に対して定量的な検証はおこなっていない。分析の結果判明した、近年日経平均株価登録銘柄に対して見られる割高株が割安株よりも比較的パフォーマンスが良く、リターンを獲得しやすい現象は今後も見られるのか注目していきたい。今回は割安株の選定に予想 PER、PBR、予想 DY を使用したが、キャッシュフロー面から見た PCFR や EV/EBITDA のような指標を使用した場合や投資開始時点を 8 月以外に設定した場合、あるいは予想 PER や PBR がマイナス、0 の企業を分析対象から除外した場合、また違った結果が得られるかもしれない。

## ・参考文献

伊藤敬介・萩島誠治・諏訪部貴嗣（2009）『新・証券投資論Ⅱ 実務篇』

日本経済新聞出版社。

翟林瑜（2016）「日本の株式市場におけるバリュート投資の有効性」大阪市立大学経営学会『経営研究』第67巻、第1号、pp.37-52.

翟林瑜（2020）「日本の株式市場におけるバリュート投資の有効性：続篇」大阪市立大学経営学会『経営研究』第70巻、第4号、pp.1-9.

<https://finance.yahoo.co.jp/>

（Yahoo!ファイナンス）

<http://finquest.nikkeidb.or.jp/ver2/online/>

（日経 FinancialQUEST）

<https://indexes.nikkei.co.jp/nkave>

（日経平均プロフィール）

<https://minkabu.jp/>

（みんなの株式）

<https://www.meti.go.jp/>

（経済産業省ホームページ）

<https://www.jpx.co.jp/>

（日本取引所グループホームページ）

<https://jp.mitsuichemicals.com/jp/>

（三井化学株式会社ホームページ）

を始めとする各企業の決算短信