



## 投資尺度を検証する

対談 吉野 貴晶 vs. 岡本 和久

### 吉野貴晶氏プロフィール

1989年、岡三経済研究所入社以来、クオンツ分析に長く携わる。大和総研などを経て2009年より大和証券投資戦略部クオンツチーム部長、チーフクオンツアナリストを務める。システムズ・マネジメント博士。

注目を浴びる ROE(株主資本利益率)

岡本 | 吉野さんは2013年、日本経済新聞の「なるほど投資講座」に「投資尺度と経験則」という連載を寄稿されました。大変興味深く拝読しました。今日は投資尺度ということに関して計量分析に定評のある吉野さんからお考えを伺いたいと思い、お時間を頂戴しました。

吉野 | 今、一番注目されているのが ROE だと思います。「ROE が高ければバリュエーションが高くてもいい」という方もいます。東証と日経が JPX400 という新しい指数を開発しました。以下のグラフをご覧ください。東証から2013年11月6日に指数に含まれる銘柄が発表され、本年1月から指数の計算が始まっています。大手証券会社はすぐに JPX400 指数に連動する ETF を上場したり、新聞でこの新指数についての記事を出したりして、一生懸命、注目を喚起しようとしているような流れがあります。そこで機関投資家も ROE の高い銘柄をユニバースに入れていこうということになっています。ある意味、企業側の ROE に対する意識を高めようという背景があるようで

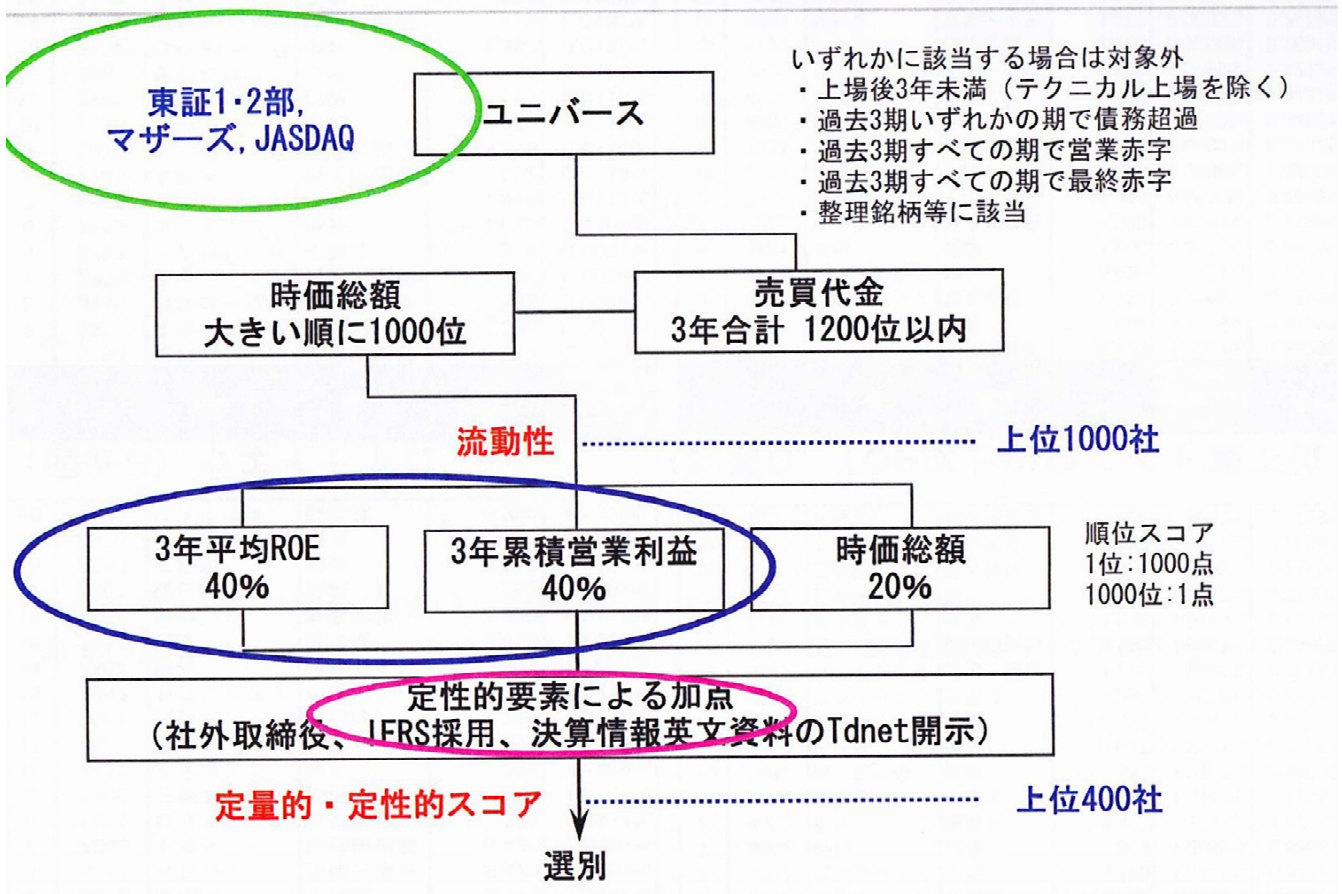




## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

す。また、政府の長期成長戦略の一環であるというようなことを言う人もいます。この400指数に組み入れられる銘柄は日本のクオリティの高い銘柄であるというような位置づけにしたいのでしょう。そのせいか2014年に入ってからマーケットはパツとしないのですが、総体感で言うとROEの高い銘柄はそれほど悪くない。

(図表A) ルール



岡本 | 株価下支え要因の一つにはなっているのでしょうか。

吉野 | そういう感じですね。NISA などが始まっていることもあり、クオリティをテーマにした投資信託がいろいろ出始め、また現在、設計段階のところもあるようです。この1年ぐらいを見ると、ROE がらみの話とか、クオリティの高い銘柄が注目される感じになってきています。

岡本 | JPX400の採用銘柄を選ぶ際にROEを使うということですが、個別の銘柄についてROEの構成要素をきちんと分析しているのでしょうか、あるいは単に決算上の株主資本と利益の数字だけを使ったものなのでしょうか。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

吉野 | 単純に過去3年平均のROEの高い銘柄を選んでいるようです。

岡本 | それでは、ある1年に特別益などが出ている場合にはどうなるのでしょうか。まあ、3年間の平均をとることである程度、平準化されていると考えているのでしょうか。また、例えばレバレッジを上げてROEは高くなります。色々な要因が統合されてROEが出来ているわけですから、中身を分析する必要というのは本当に重要だと思います。

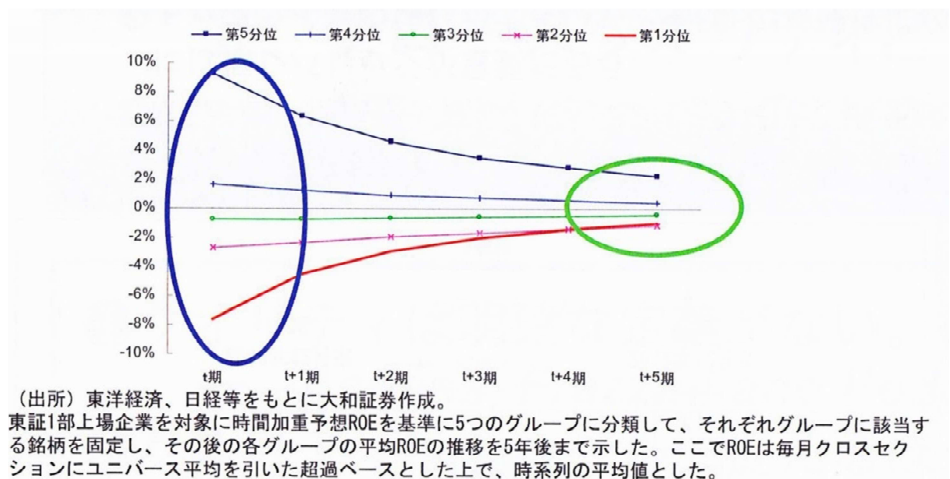
吉野 | その通りです。ただ、現実的には日本企業の多くの場合、経営者の中にROEを高めるといふ意識があまりになさ過ぎる。ついキャッシュでお金をためこんでしまう。お金を外部に支払うことを嫌がる傾向があります。それを修正していきたいという意図があるように思います。

岡本 | 吉野さんのレポートでも指摘されていますが、業績が大きく転換する点では必ずしも株価のパフォーマンスとROEの関係が強くないようですね。要するに、過去3年間非常に苦しんでいた企業が、大きく変化し、復配するという事になりそうだと前もって株価は大きく上昇する。

吉野 | ROEの平均回帰ということがあります。以下のグラフをご覧ください。東証1部上場企業を対象に、時価加重予想ROEを5つのグループに分類します。そして、それぞれを一つのユニバースとして固定をします。その上で各ユニバースのROEがどう変化していくかを検証していくわけです。さらに翌年、翌々年、その次の年と、分析する期間を伸ばしていくとROEのもとと高かったグループはROEが低下している。ROEが最初は低かったグループが上昇しているという傾向が見られます。これは何を示しているかと言うと、単純に今ROEが高い企業を買うのではなく、将来のROEが高い企業を買っていく必要があるということです。そこが難しいところですね。

岡本 | 景気循環の影響が結構大きいということでしょうか。

吉野 | そういう議論は成り立ちますね。あと、ヒット商品が出たとかです。例えば任天堂とファーストリテイリングの





## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

ROEを取ってみます。WIIが売れている時の任天堂のROEは30%以上になっています。しかし、今のようにケータイが主流になってくるとROEが下がってしまう。ファーストリテイリングでも一商品が出ると上がるのですが、その後は低下してしまう。なかなか高いROEを持続できる企業は日本には少ないと言えます。

岡本 | そういう意味では、一つの商品の売れ行きに左右されるとか、景気循環に左右されると言うような点を考えると3年という平均の期間ではちょっと短すぎる気がしますね。ある意味、10年とか20年という長い期間を取って、何代かの経営陣の推移を経る中で、高いROEが維持されているかどうかという点が本当は重要です。それこそ本来の会社としての質だということと言えるのだと思います。

吉野 | おっしゃる通り、それが経営の質という問題だと思います。

岡本 | その意味では経営の質を3年間という対象期間で見るのはちょっと無理がありますね。

吉野 | そう思いますね。まあ、趣旨としてはアベノミクスの政策目標でもある企業成長のために、なるべくROEを高めていきたいという本音があるのでしょうか。日本の企業のROEは平均すると5%ぐらいしかないのですが、海外では15~16%が平均です。やはり、それに追いつかないとなかなか外国人投資家は日本の株を買ってくれない。ROEを増やしているということは、分子の利益を増やすという事ですから、そのためには成長しなければいけない。一方で分母の株主資本をそれほど増やさず利益を維持できればROEを維持することが可能です。会社側でキャッシュをため込んだりするよりも、配当金を支払っていくことで、あるいは自社株買いを行うことでROEを高めるということもあります。ですから、例えば商社株はなかなか株価が上がらない。新規事業も難しい。その上、業績を上げても利益をため込むばかりで、配当として支払わない。そのようなところはなかなか評価されない。

岡本 | JPX400のルールでも定性的要素が必要なケースは多いと思います。例えば社外取締役を入れると点数が上がる。「それなら社外取締役さえ入れればいいのですね」ということで、お友達企業から誰かを引っ張ってくる。それでも点数が上がる。それではあまり意味がない。定性的な要素といっても、最終的には定量的な成果として現れてこなければ意味がありません。例えば、経営者は美しい言葉でどんなに良いことを言っても最終的に配当金なり、自社株買いなどで株主に対する還元が行われなければそれは絵に描いた餅です。長い期間にわたって言っていることとしていることが一致していなければいけない。ROEに注目することは良いことだと思いますし、計量的に色々なものを見ていくというのも大事だと思います。しかし、長期にわたってROEの水準と安定性に経営の質が反映されているか、それを判断することが重要なのだらうと思います。





## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

吉野 | JPX400 のルールでは、「ガバナンスの側面もちゃんと考慮していますよ」というイメージを出したいということもあって定性的要素による加点というのが入っているのでしょうね。

岡本 | JPX 400 という指数そのものは東証全体の動きを表すものではない。少なくとも ROE などの基準で良いとされる銘柄のパフォーマンスを表す指数だということでしょう。

吉野 | まさにそういうところを見ていきたいという趣旨だと思います。

岡本 | でもこの指数を使って東京市場はこんなに株価が上がっていますよと言うのはちょっと誤解を招くかもしれません。誤表示かもしれない(笑)。

### モメンタムとリバーサル

吉野 | 例えば東証1部で過去5年間、最も下落をしている銘柄の2割を買うと、最も値上がりしている2割の銘柄に対して儲かっているのです。つまり、過去5年間、株価パフォーマンスの悪い銘柄を買ったほうが儲かったのです。しかし、過去1年で下がった銘柄を買えば横ばいになっている。昔は過去1年ぐらい下落をした銘柄を買えば結構パフォーマンスが良かったのですが、2000年頃を境として、1ヶ月とか1年のリターンリバーサルが効きづらくなってきた。しかし、依然として5年リターンリバーサルは効いている。なぜ日本で長期リターンリバーサルが効くかと言えば悪かった銘柄が回復しており、それを反映して株価が先行しているのではないかと思います。同じようなアプローチでアメリカのケースを見てみたのですが、アメリカは36ヶ月のリバーサルが効いている。米国も確かに平均回帰をしているのです。ただ、日本と違うのは、過去1年株価が上がってきた銘柄を素直に買うという戦略が米国はうまくいっている。1年モメンタム戦略が有効なのです。日本だと、それがうまくいかない。



岡本 | なぜこのような違いがあるのでしょうかね。

吉野 | やはり日本の場合はダメになった企業が回復をするので、リバーサルが強く効いている。イメージ的に言えば、政府が公共投資をしたりする。ダメなところから支援していこうという傾



## 長期投資仲間通信「インベストラ이프」

向が非常に強い。しかし、米国ではパンナムを潰してしまうとか、本当に軍需産業とか基幹産業でないところは潰してしまい、新陳代謝が進んでいく。米国では ROE の悪いのが戻るのではなく、それら企業は退出して行く。それがモメンタムにあらわれているのではないかと思います。

岡本 | なるほど。日本の場合には、同じ企業が政策的な支援もあって、回復する。アメリカの場合には悪くなったところが潰れる、良くなったところはどんどん良くなる。その辺に大きな違いがあるということですね。

吉野 | 米国は新規に新しい企業が上場してどんどん成長する。日本の従来型の戦略は、やはり公共投資をしたり政府支援をしたり、それはそれで良い面もあるのですが、それでやっていると全体的な成長は見込めない。やはり、米国流に絞っていかなければいけないという事情がある。それが今回の JPX 400 の導入の背景だと思います。良いモノには高い評価を与えると言うことです。ある意味、米国型のマーケットに近づきたいという趣旨もあるのかなと思います。ただ、短期的にそれをやってしまうと弱い企業がどんどん脱落しまい、景気自体が悪くなってしまふ。一方で、長期ではマーケットも変質し続けています。アベノミクスの成長戦略は本当にいいのかどうかわかりませんが、市場の構造が米国流のものになるのか、あるいは従来型の日本的な構造が残るのか、投資家もすごく見極めが難しくなっているのではないのでしょうか。

岡本 | 以前、ACWI(全世界の株式指数)をベースにしてどれくらいの期間でリバーサルがあるかを調べてみたことがあります。大体やはり3年ぐらいが1つの「目の子」の期間では無いかなという印象を持ちました。あと1ヶ月、2ヶ月、もっと短期で考えた場合だと、ほとんどトレンドフォローなんですね。しかし、3ヶ月になるとリバーサルを起こすケースが多い。短期的には3ヶ月ぐらいで一休みがあり、それからまた新しいサイクルが始まる。そんな傾向が見られました。昔から日本でも「小回り3ヶ月、大回り3年」などと言いますからね。大体それも正しいのかなと思いました。

吉野 | おっしゃる通りですね。短期ではモメンタムが強い。特に去年などは1ヶ月のモメンタムが非常に強かったのですがオーバーリアクションがあって、3ヶ月位でリバーサルになる。それが短期リターンリバーサルの原因でしょう。行動ファイナンス的なオーバーリアクションに対する修正運動です。しかし、先ほど見たように長期的に見れば業績が平均回帰する。利益が増加し、その結果、PER(株価収益率)が効くという循環があるように思います。マーケットはこの業績の平均回帰に強く影響されています。PERは株価と利益の比較で計算されます。株価が下がってくるとPERが10倍だとか5倍とか大幅に下がる。そうすると、過去のヒストリカルな水準から見て株価は割安に見えてくる。しかし、実はその後、業績が落ち込



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

んでくるというケースがあります。これがよく言われる「バリュートラップ」です。業績が落ち込むことによって PER が低下をする。

岡本 | なるほど、業績の低下を予見して株価が下がり、PER が低下する。そのあとで業績が悪化する。典型的にはシクリカルな銘柄(循環株)などでよくある現象ですね。

吉野 | はい。その通りです。裏返せば、鉄鋼株など業績が極端に落ち込み PER が非常に高くなったときに買ったほうが良いということも言える。株価が下がっても業績が維持できるというのであれば、それはミスプライスですから PER は有効な指標だといえます。クオリティさえ良ければですね。つまり、PER という指標は業績が悪くなっても、また回復するということが前提になっています。そこが重要なところですよ。そうなってくると、従来型の日本のマーケットだとリバーサルで業績が戻っていける場所は PER が有効なのですが、一方で二極化してしまうと、いくらバリュエーションが割安でも業績がどんどん悪くなってしまってもでてる。そうすると投資としては成功しない。日本のハイテク産業はなぜ PER が低いまま放置されているかと言うと、なかなか日本のハイテク産業が昔のような利益を回復するイメージが湧いてこない。そこに理由があるのではないかと思います。PER は安くても評価されない。

PBR(株価株主資本倍率)という指標はどう判断すべきか

岡本 | 結局、ROE の平均回帰があるからでしょう。ROE というのは、PER と PBR をかけ合わせたものです。そこで PBR という指標が重要になってくるのです。投資家が株式を買うという事は、結局、一株当たりの株主資産を買っていることに他なりません。吉野さんは PBR についても分析をされていましたが、こちらの方が何か安定的な説明力があるような印象を受けました。

吉野 | 確かに日本では PBR は説明力が高いのですが、アメリカではそれほどうまく説明できない。ファーマ、フレンチの 3 ファクターモデルというのが今までありました。2013 年にはファーマがノーベル賞を取りましたよね。そのファーマがファーマ・フレンチファクターモデルを修正しています。その中の論文で PBR を外してもいい、その代わりに ROE と資産の伸びですね、つまり配当をしないで資産が増加を続ける企業がよくないとしている。つまり、市場と小型株効果と ROE と資産の伸びと言うファクターでいいのだということを言っています。言い換えれば、アセットグロースはよくないとしているのです。日本は PBR が効のはやはり日本はストックを重視する社会である。何でもモノの担保価値などにつながってくる。アメリカはむしろフローの支払い能力などが重視される。そういう何か国民性みたいなものが根底にあるのではないかという気がします。PBR 自体は、今後、マーケットが米国型に変わっていくとすると、外国人投資家はあまり PBR を重視しないので PBR による株価評価は厳しい状態



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

になる可能性がある。ただ1つ重要なのは、企業のPBRは解散価値ですから、それを下回るというのは基本的に割安だということで、それは評価されると思うのですが、問題は今までデフレだっただけに、純資産の評価が下がってきている。これから本当にインフレになるというのであれば純資産の価値が増加する。そこでPBRが再評価されるということもあるかもしれません。

岡本 | 私が感じるのは資産を評価する場合、リプレースメント・バリュー(再取得価値)をどう評価するかという点です。アメリカや日本の工場を同じ国内でリプレースするというのはもはや現実的ではなくなっています。安いところに持っていけばいくらでも安くできる。そうすると例えば、アメリカの工場の価値というのは、アメリカで工場を再取得した時の価値ではなく、新興国で工場を再び作る時の価値に等しいということになってしまう。アメリカで工場を作った時の償却をベースに、純資産を計算するという事は本当に正しいのかという点で疑問を感じています。

吉野 | そこまで考えたことがなかったのですが、確かにその通りですね。だから、純資産のリプレースメント・バリューというのは日本で工場を取得して減価償却をしているだけですからそれは大きいですね。

岡本 | 例えば、日本にある工場を日本で再取得するのではなく、ミャンマーに移転したらどうなるのかという事です。その意味で、グレアム流のネット・ネット・バリューというようなコンセプトが必要になってくるのではないのでしょうか。

吉野 | そうですね。グレアムの場合には、本当のリプレースメント・バリューというか、まあ、似たようなものですが、解散価値をどう評価するかということです。グレアムは固定資産を50%の評価としています。

岡本 | 私は極論を言えば固定資産価値はゼロとしてもいいと思っています。結構、探すと固定資産を0と評価しても流動資産－負債総額が株式の時価総額よりも大きい企業もあるようです。もちろん、その企業はその手持ちのネットの流動資産をどれだけ活用しているのかという点は問われなければならないと思いますが。そうするとまたROEの議論に戻ってくる。

吉野 | 資産価値でしか評価されないというのはやはり持っている資産を活用しきれていないという点にも通じます。リプレースメント・コスト以上に超過利益を生まないということがそのような評価になっている原因なのでしょう。伝統的なPERとかPBRという指標については外人が大きな影響力を持つ大型株では効かなくなっている。小型株ではそれがすごく効いている。機関投資家はこれから大型株で起こっていることが小型株に広がるのではないか、





## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

とすごく意識している感じはありますね。もしかしたら変わるのではないかと。

岡本 | 個人投資家が投資をする上で知っておくとよいことは何かありますか。

吉野 | よく言われるのは年末時点で、PBR の低い銘柄を買って、1 年間持つとパフォーマンスが良いというようなこともあります。結構、そのようなシンプルな戦略というのは、有効性があるのではないかと考えています。ただ、マーケットが少し変わってきているので ROE とかクオリティを考えていかなければならない時代に入ってきている。銘柄を選ぶときも PER が低いというだけではなく、ROE は今ある程度高いことが必要。業種によって違いますが、PER が 10 倍とか 12 倍ぐらいまでだとしても、その中で ROE は足元で 5~6%、そして、長期的に下がりにくいことがイメージできる。そのようなことを考えていくことが必要かもしれません。少しテクニカルになりますがそのようなことが必要な状況なのではないかなあとと思います。

企業にとってグローバル化とは

岡本 | いろいろな意味で企業のグローバル化ということが影響を与えてきていると思います。このようなトレンドのなかで日本株式のバリュエーションをグローバル基準で見なければいけないとお考えでしょうか。平準化するというような動きですね。そうすると際立って ROE の低い日本企業は毛嫌いされることにもなりかねない。どんなに PBR 面ではすごく安くてもね。

吉野 | やはりそのような動きにはなるのでしょうか。

岡本 | 今、思い出したのですが、たまたま去年の夏だったですかね、アメリカ人の友人がメールを寄越してきて、地方の小さな会社、上場はしていますが、まあファミリー企業ですね。持っている資産のほとんどがキャッシュで借金を全部返済しても一株あたりの現金が株価よりもはるかに大きい。そのような資産そのものに注目をしている人がいました。私は、「でも、これはファミリー企業だからね」ということでやや曖昧な返事をしたのですが、彼は「ファミリー企業でもいいんだ。自分がその仲間に入ってしまうといい。彼らが自分たちのファミリーのために良いことをしたら、その恩恵が受けられる」と言っていた。それ相応に株主の自分にとってもメリットがあると言うんですよ。

吉野 | それは面白い発想ですよ。

岡本 | 機関投資家ではそういう発想は難しいでしょうが、外人の個人投資家で、そういう視点から日本株を見ている人もいるということです。とても面白いと思いました。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

吉野 | 確かにアメリカでは借金がないというのは事業がうまくいっているという証拠であると考えようです。そのような視点から見ると日本企業でも魅力的なものがでてくるかも知れない。成長企業と言われていてもキャッシュフローが入ってこないというケースが多いのです。ちゃんとキャッシュフローが入ってくる企業でないとなかなか成長企業としてもうまくいかないという考え方があります。当然、キャッシュフローを重視するというアプローチになると思います。

岡本 | アメリカの個人投資家でもかなり投資に造詣の深い人たちなんでしょうね。

吉野 | 先程のグローバル化の話に戻しますと、アメリカはグローバル化の中で、自国の経営戦略がそのまま他国で通用するという非常に珍しい国だとよく言われています。日本国内で成熟してグローバル展開しようというときに日本の経営戦略がそのまま通用しないのが普通です。そこは日本企業にとっては難しい点だと思います。昔のハイテク産業みたいに技術を売っていた時代は技術力を評価されていました。ですから、グローバルでも成長ができた。今でも組み立て技術などは日本が高いと言われますが、昔ほどの技術力の格差がなくなってきている。そのように成長が止まりやすい、平均回帰しやすい。

岡本 | 経営力と言えば単純過ぎますが、グローバルな経営力、つまり、グローバルに散らばった生産設備や販売網をすべて統括して全体をうまく経営していくというノウハウは日本の経営陣にはあまり無いような気がします。

吉野 | 本当ですね。

岡本 | では経営者を外人にすればいいかといえば、それもまたなかなかうまくいかない。何か日本企業の場合、マネージメント・サイドのチャレンジというのが非常に大きいように思います。多分みんな困っているのではないのでしょうか。だからオリンパスのようなケースもあれば、また、ソニーや武田のようなケースもある。日産のような場合もある。いろいろな例が出てきていますが、試行錯誤が続いています。今の経営陣の中心となる人たちが、やはりバブルの良い時を経験した人が多い。何かジャパン・アズ・ナンバーワンで、日本でうまくいくことは世界でもうまくいくという幻想に囚われているような面もあるのかもしれない。

吉野 | まあ、何処の国でもグローバル化に対応するのは難しいのですが、比較的小さい国の企業で、例えもともと自国マーケットが小さいノキアなど、最初からグローバル戦略を考えなければならなかった。そのような企業は結構、グローバルでうまくいっている。

岡本 | ネスレなどもそうですね。昔はなんとなくイメージとして日本の人口は1億人もいて、世界の



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

中の人口の比較的大きな国であるというイメージがあったのですが、グローバル化が進むにつれて、それよりもはるかに大きな国が経済活動に参加してきた。日本国内の市場だけではマーケットが小さい。それだけ企業のポテンシャルが広がったのだけど、それを十分に取り込むだけの対応が十分できていない面はありますね。まあ、これからでしょう。

吉野 | 日本の企業のどこも抱える問題は、今、経営者とか、担当役員になるような人は、どちらかというとイエスマンがなっている傾向がある。私が社会に出た頃は、証券会社だと何か面白い事業があってやってみたいと言うと、まだバブルの名残があり、本当に儲かるのかという疑問は持ちながらも、まあ、そんなに言うのならやってみようという発想が経営陣にもありました。そのような人がいたのです。リスクを取っても全体が儲かっているからいいだろうという余裕があった。その結果、若い人も事業計画を立てるようなトレーニングをする機会があったのです。今は逆にデフレが続いてそのようなチャンスがなくなってきた。そのようなチャレンジをした人も失敗をしてしまって、第一線から消え去ってしまっている。結局、何もしないで上の言う事をストレートに下に落とすような人が上になっている。そのような面があります。ここでアベノミクスが目指すように、いろいろな事業展開をしなければならない事態になったときに、新しいことを考える力が下の人間になくなってきている。また、上の人もこのような余裕のある考え方をしにくくなっている。どこの企業にもそのような傾向があるように思います。先程の経営者の質ということに関連しますが、デフレに慣れてしまってそのようなチャレンジをする人が排除されてしまった。トップがよほど優秀であればストレートに考えが部下に降りるのでしょうが。何かみんな考えてやっていこうと言うやり方は難しいのではないかなと感じています。

岡本 | ハンドルの遊びのような部分がなくなっている。

吉野 | 特に、非常に大きい企業がそのような状態にあるのではないかという印象を持ちます。逆にそうではない企業はこれから大きく伸びるのではないかと思います。外からなかなか判断しにくいし、もともとそのような企業の数も少ないので発見するのは本当に難しいですね。

岡本 | 小さい企業がもっとたくさん出てくるといいんですけどね。いろいろな意味でライブドア・ショックは大きなインパクトを持ったと思います。もちろん違法行為は許されるものではありませんが、ホリエモンのような若者が世の中に出ようとする芽を摘んでしまったような気がします。

吉野 | 本当にそうですよね。ライブドアの後は企業の上場なども厳しくなっている。アメリカでは赤字の企業なども上場ができる。日本では審査が厳しいし、上場した企業の経営が苦しくな



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

ると大問題になる。個人投資家が損をしたという話ばかりがクローズアップされてしまう。逆にそこは自己責任のもとに考えるべきなのかもしれませんが。自己責任を徹底することで、個人も企業を評価する目を養っていくことができる。

岡本 | なんて言うのかな、上場をして大金がぱっと手に入った時のその人たちの生活というのがいかにもバブル的な、すごく成金的な方に行ってしまうケースが多いような印象を持ちます。松下幸之助さんにしても、本田宗一郎さんにしてもあまりそのような感じではなく真摯にどんなに儲かって居ようがひたすらお客様のために一生懸命やっているという印象があります。どうも若者の場合には大金をつかんでバブル的な生活をして「俺はやったぜ」みたいな感じになってしまう。まあ、アメリカもそういうところありますけどね。

吉野 | そういう雰囲気は事実ありますよね。

### 景気循環と株価

岡本 | アメリカでも最近是非常にショートターミズム(短期主義)の弊害という事を言います。何でもかんでも非常に短期に物事を判断しようとする。それが問題だということです。安易に、短期で結果を求める。そういう風潮は何か経営戦略にも影響を及ぼしているかもしれません。あと、景気局面と投資収益の関係について吉野さんのコメント非常に面白いと思いました。

吉野 | そうですね。よく金融相場とか業績相場というような言い方をしますが、それらとバリエーション指標との有効性をドッキングして考えてみたら面白いのではないかなと思います。次の図をご覧ください。景気局面と投資指標の有効性のイメージです。一つは景気が良くなっていくときには PER が効いて、景気が落ち込んでいくときは PBR が効くということです。景気が良くなっていくときは、一つの業種の中でも悪いものが良くなっていく。キャッチアップしていく。PER に関しては PER 有効性の三つのポイントがあります。まず、業績が二極化するときは、PER が効きにくい。第二に業績の予想がどれだけ振れないか、予想の確信度にも影響されます。第三は先ほど述べた業績の平均回帰をする時の方が PER 指標の有効性が高いということです。

岡本 | つまり、PER が効きやすい相場環境と効きにくい環境がある。

吉野 | 例えば、二番目の予想の確信度を見てみましょう。外需産業のように為替の影響は非常に大きいときは、PER はあまり有効ではありません。業績が変動してしまう。PER10 倍と 11 倍ではちょっと為替が変わるだけで逆転をしてしまう。結局は PER 自体の格差がどれぐらいついているか。ついていないとしたら、それだけ業績の精度が高くなければいけない。完全





## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

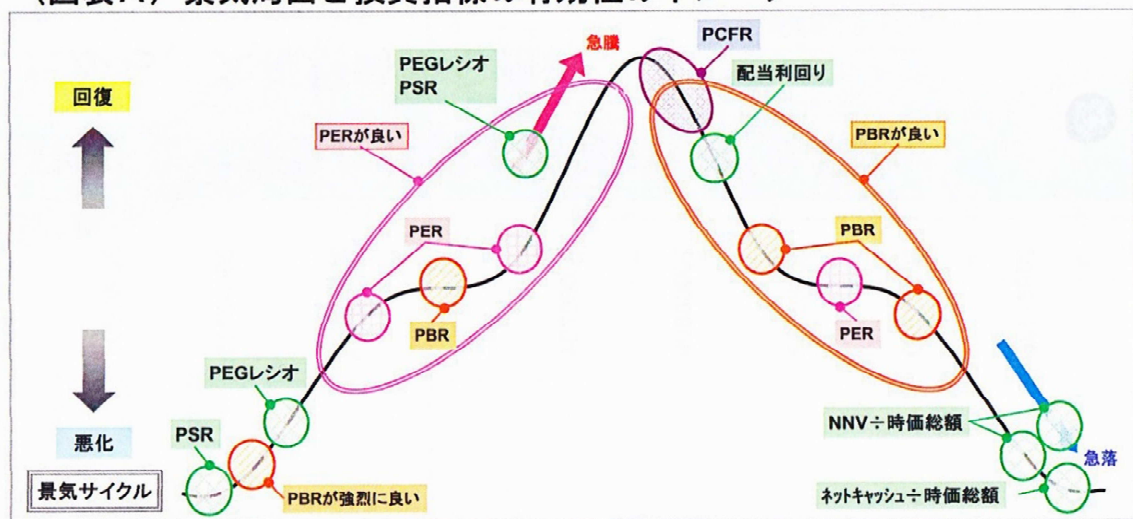
予見 PER というのを調べてみました。完全に将来を予測することはできないのですが、過去のデータに基づけば、完全な予測が可能であったとしたら、どのようなパフォーマンスになっていたかという事は分かるはずですよ。これを見ると約二年先の収益予想を的中させることが一番、効果的であるということが分かります。

岡本 | 二期先と言う事は 13 カ月から 24 カ月先ということですね。

吉野 | はい、そうです。一応、一年以上先を予測しようとしているということです。景気が落ち込んでいくときは、悪いものはどんどん悪くなりやすいし、良いものは持続するので二極化をします。そのような時は PER が効かない分、資産の価値を注目する保守的なアプローチになります。一昨年のアベノミクスのスタート時点で日本株が上昇を始めたときは、必ずしも PBR が買われたというのではなく、リバーサルが買われた。株価が落ち込んでいた銘柄が買われた。そのあとで PER よりも業績の成長を考慮した PEG レシオが投資尺度として注目されたのです。

### 参考：景気とファクター効果

(図表 A) 景気局面と投資指標の有効性のイメージ



岡本 | 利益の成長期待が上昇することで PER が上昇する。利益が成長しないので資産の割安なものを買おうというのではなく、利益が伸びそうだから資産価値から見て割安なものを買おうという発想になる。このグラフは興味深いですね。これを見ていると景気のピークでは業績よりもキャッシュフローが出ているかが注目される、PCFR(株価キャッシュフロー・レシオ)が有効なんですね。あと、人口構成の関係で配当指向が強まるという事はあるのではないのでしょうか。



## 長期投資仲間通信「インベストライフ」

吉野 | そうですね。結構配当で面白いのは、アメリカ株などですね。リーマンショック以降で S&P が史上最高値を更新するときには、配当利回りの効果が非常に高かったことが指摘できます。去年の日本株は配当金利回りは全然ダメでした。

岡本 | ジョンソン・エンド・ジョンソンとかペプシコとか非常に安定的に増加する配当金を支払っている。あまりきらびやかではない、むしろ地味な銘柄はしっかりとした配当を支払っている。シーゲルなども配当金の再投資という事を強調しています。結局、株価は半分になっても普通、配当は半分にはならない。だから、もらった配当金で安くなった株価を再投資していけば、ある意味、ドルコスト平均と似たような効果を得ることができる。七掛けになった配当金で五割になった株価に再投資をする。

吉野 | それは面白いですね。

岡本 | これは個人ではなかなかできないので、そのような戦略の投資信託が出たらいいのになあといつも思っています。

吉野 | しかしまた、配当利回りだけと言うのではなく、その企業の株価が最終的にまた戻ると言うビジネスの健全さが必要なのは言うまでもありませんね。やはり、一時的に株価が下がってもいずれ戻る銘柄の高配当というのは魅力的です。たぶん単純な配当利回りだけではなく、そこに ROE などの指標も考慮する必要があるだろうと思います。

岡本 | やはり安定的なビジネスの成長の持続性ということが重要なのでしょう。

吉野 | PER とか PBR などバリュエーションの指標をどう計算するかということを解説する本はいくらでもあるのですが、それをどのように使っていくかということについての説明が一般的にはあまり十分でないように思います。すごく単純に、例えば PBR 1 倍割れは買いですというような説明しかない。それだとちょっとこれらの指数を十分には使えないですね。

岡本 | 今日はお忙しい中お時間をいただき、大変ありがとうございました。

(図表は大和証券作成です)