

アノマリーを利用した投資戦略（２）

－ 今後注目が高まる会計科目を使った分析 －

目 次

- ・はじめに
- ・「マネーレッスン 貸借対照表の注目点」（日本経済新聞）より
- ・会計情報と株価の関係
- ・おわりに

南山大学経営学部助教授 徳永 俊史

１．はじめに

これまで様々な視点から日本の株式市場を分析してきた。基本的なスタンスは、(1)サーベイ：これまで報告されたアノマリーの紹介、(2)基本分析：日本の株式市場でのアノマリーの確認、(3)応用分析：投資戦略の紹介、を中心に話を進めてきた。議論の根本は「魅力ある会社をいかに見つけるか」である。つきつめれば、「投資」の究極的課題である。したがって、この連載では、アノマリーというキーワードにより、テーマを絞った議論を行ってきた。今回のテーマはその本題から少しそれるかもしれない。

日本の株式市場は、バブル崩壊後長い低迷期にある。その間、日本経済の建て直しを目指し「日本版ビッグバン」を始め数多くの対策がとられてきた。それらがどのような効果を発揮したのか議論は分かれるが、少なくとも、今後も様々な視点から対策が必要であるということが言える。そんな中、先日（５月１４日）も政府の「証券市場活性化に関する閣僚会議」においていくつかの提案がなされたのは記憶に新しい。

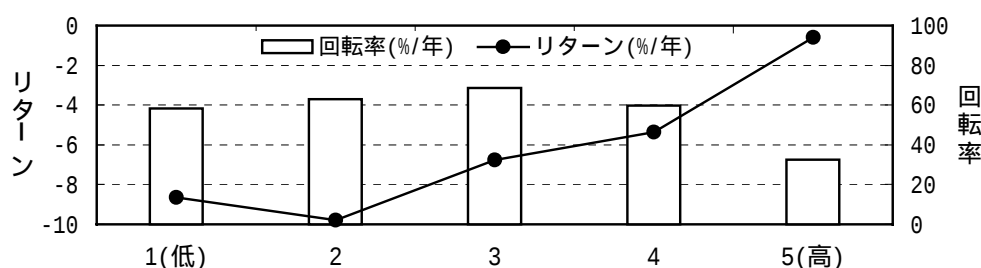
日本経済の構造変化は、日本企業の構造変化でもある。我々投資家は、この企業の構造変化をいち早く読み取り、「魅力ある会社」を見つけなければならない。その変化を客観的に記録している情報源の一つが会計情報である。

会計情報から企業の状態を把握する際、最低限二つの点に注目する必要がある。一つは、企業の収益創造構造の改革による変化である。ROE(Return on Equity：自己資本当期利益率)を例にとると、まさに分子(当期利益)の改善である。分かりやすい一方、景気等の

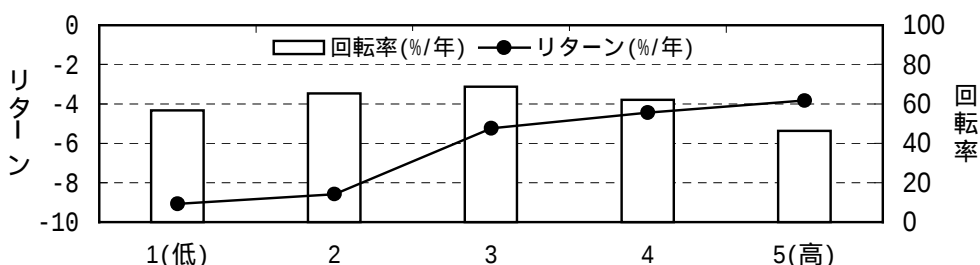
外部要因の影響は避けられない。もう一つは、会計制度に関する改革による変化である。先程述べた5月14日の証券市場活性化案の早急に対応する項目の一つである「自社株買いのより簡潔な手続きでの実施」などが一例である。次の章で詳しく考察するが、一昨年の商法改正で自社株買いの原資拡大が容易になったことで、貸借対照表・資本の部・自己株式は約3倍に増加した。自己株式は発行済の株式(株主資本)に含まれないため、ROEの分母である株主資本が減少しROEが高まる。

前置きが長くなったが、今回の連載では、こうした流れを簡潔にまとめた新聞記事を引用する。具体的には、日本経済新聞(夕刊)で連載された「マネーレッスン 貸借対照表の注目点」を再考したい。ただし、私の連載が投資と関係した話題を提供しているので、単に会計情報の整理をするだけではなく、株価との関係も考察(詳細は第3章)する必要がある。

図表1-a: ROAランキングポートフォリオのパフォーマンス



図表1-b: ROEランキングポートフォリオのパフォーマンス



図表1a,bは、ROA(Return on Assets : 総資産利益率)とROEでランキングしたポートフォリオの翌1年間のパフォーマンスを表している。計算方法は、ある年の連結ベースのROAやROEで小さい順にランキングし、5つのグループに分類する。そして、それぞれのグループ(ポートフォリオ)の翌1年間のリターンを計測する。最終的に、1998年から2002年の5回リバランスを繰り返す。図表の数値は5回分のリターンの平均値を表す。

図表1の解釈は、もしROAやROEが各企業の経営の効率性(投下資金が効率的に利益に結びついているか)を表すのにふさわしい指標であるなら、良い状態を表すポートフォリオほどその後良好なパフォーマンスを示すであろう。

ただし、ファイナンスの理論には、「効率的市場仮説」と呼ばれる仮説が存在する。これを避けて通ることはできない。ちなみに、セミストロング型の効率的市場によれば、会計情報のような公の情報は、瞬時に価格に織り込まれるので、その情報に基づいてポートフォリオを構築してもリターンに格差は生じないというわけである(もちろん、リスクに見合ったリターンは存在する)。

図表 1 の結果は、株式相場が低迷していることもあり、全てのポートフォリオがマイナスリターンであるものの、高 ROA や高 ROE ポートフォリオになるにつれてパフォーマンスは良好になる。また、両指標とも分子が時系列的に不安定な利益を表しているので、ポートフォリオの回転率は 50% 弱である。すなわち、ポートフォリオに組み込まれた銘柄の半分は入れ替えが起きている。

以下の二つの章では、具体的な会計指標を取り上げ、その特徴を整理すると共に、株価の動きとの関係を考察する。

・「マネーレッスン 貸借対照表の注目点」(日本経済新聞)より

日本経済新聞(夕刊)の「マネーレッスン」では、2002 年 10 月 8 日から 18 日まで「貸借対照表の注目点」を連載した。内容は以下のとおりである。

棚卸し資産	～ 効率化へ減少目立つ ～
無形固定資産	～ 見えない価値 評価難しく ～
繰り延べ税金資産	～ 株主資本かさ上げ効果も ～
投資有価証券	～ 時価評価導入で影響拡大 ～
有利子負債	～ 規模で財務の健全性測る ～
退職給付引当金	～ 負債の「処理済み分」表す ～
資本金・準備金	～ 法改正で活用範囲が拡大 ～
自己株式・剰余金	～ 自社株の買い戻し広がる ～

議論を始める前に、以下の分析で使用するデータについてまとめる。まず、次章で簡単な投資戦略を実行するため、3 月決算の非金融企業だけを取り上げる。また、東京証券取引所 1 部上場企業だけを対象とする。期間は、新聞記事に合わせて、1998 年 3 月決算から 2002 年 3 月決算までの 5 年分とし、連結決算を 5 年間連続して公表しているという制約を考慮する。新聞記事との違いは、新聞記事での分析対象銘柄が新興 3 市場を除く全国上場企業としている点である。

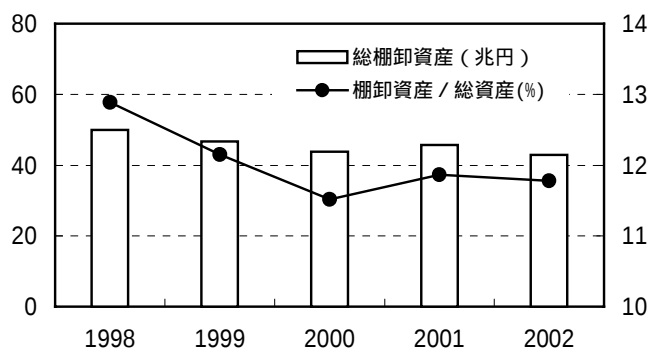
図表 2 -a は、「棚卸し資産」に関する情報である。まず、事実から整理すると、ここ 5 年、棚卸し資産は減少傾向にある。これは、金額ベースの数値からも、総資産に占める割合からも読みとれる。無駄な資産を整理し、それに伴う費用を抑えるというのが教科書的

な説明である。新聞記事では、製品のライフサイクルの短期化にも触れている。もちろん、資産のスリム化は、ROA の分母を小さくするので、ROA 自身を高めることになる。

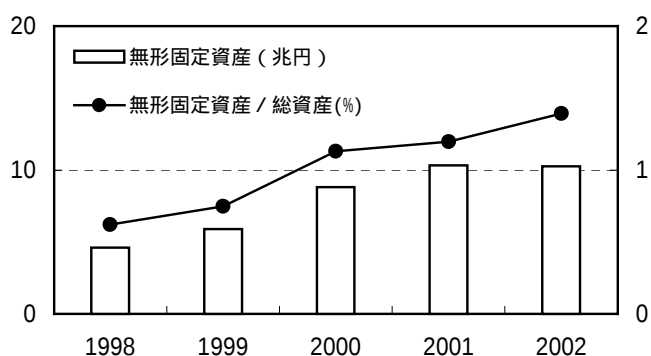
図表 2 - b は、「無形固定資産」に関する情報である。こちらはその数値を着実に増やしている。無形固定資産には、特許権・商標権等が含まれており、企業の「ブランド力」を反映した部分である。企業の目に見えない価値を高める経営はここ数年注目されているが、図表の数値はその現れと考えることができる。ただし、新聞記事でも指摘しているように、例えば無形固定資産から正確な特許権を調べようとしても限界がある。会計数値は、形式的な数値を表しているにすぎない。

図表 2 - c は、「有利子負債」に関する情報である。ここ数年の動きは、有利子負債を圧縮する傾向にある。バブル期の多額の資金調達、その後の経営を圧迫し、最悪の場合倒産に至るケースが後を絶たない。そんな中、有利子負債を減らし、資本面でのスリム化を図るとともに、信用力の向上を目指す動きが根底にあると考えられる。日銀発表の資金循環表を見ても、これまで資金不足部門の代表であった民間企業(非金融法人企業)は、最近、資金余剰部門に転換している。経済の転換期を模索する中、無理な資金調達による拡大路線ではなく、積極的か消極的かの大きな差が企業間にあるとはいえず、キャッシュ・フローのバランスを考えた経営への転換が背景にあるものと思われる。

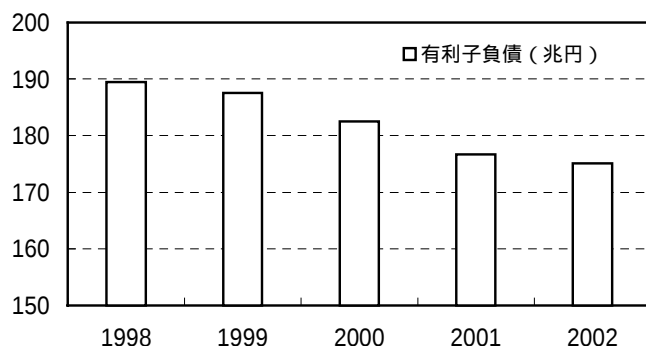
図表 2 - a : 棚卸資産



図表 2 - b : 無形固定資産



図表 2 - c : 有利子負債



図表 2 - d は、「退職給付引当金」に関する情報である。企業年金を取り巻く環境は大きく変わりつつある。退職給付引当金は、退職給付債務と年金資産の差額のうち、会計上既に処理した部分である。ここ 5 年間を見ても上昇傾向にあり、負債に占める割合も同様に上昇している。退職給付に関しては、

2001 年 3 月期から導入された退職給付会計により、退職給付債務から年金資産と退職給付引当金を引いた残高(未認識債務)を一定期間内に処理しなければならなくなった。具体的な数値は、2001 年 3 月に約 11 兆円、2002 年 3 月に約 18 兆円と大幅に増加している。

図表 2 - e は、「自己株式」に関する情報である。企業が市場から購入した自社株の取得額(マイナス)を表し、ここ数年増加傾向にある。自社の株式を購入する理由はいくつかあるが、前章で取り上げた ROE で考えると、その分母を減少させるので、ROE を向上させることができる。図中の数値が 2002 年に大幅に上昇している

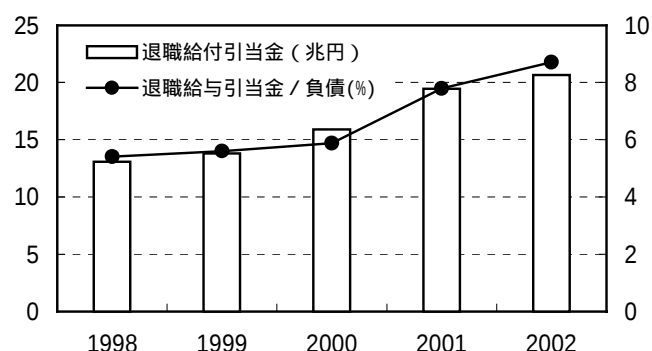
理由は、2001 年 10 月の商法改正で、自社株取得の条件が緩和されたことによる。

以上は、新聞記事で取り上げた貸借対照表上の注目科目に関する最近の動向をまとめたものである。次の章では、この数値と株価の関係について考察する。

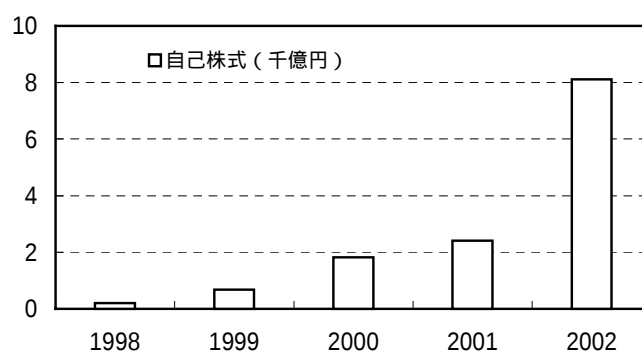
． 会 計 情 報 と 株 価 の 関 係

データを再度確認すると、前節で取り上げた図表の数値は、1998 年 3 月決算から 2002 年 3 月決算まで連続して連結決算を発表している東証 1 部上場企業を分析対象としている。企業数は 769 社である。この章では、これら会計情報がその後の株価とどのような関係にあるのか考察する。分析方法は、図表 1 と同じである。各年の会計数値を小さい順に並べ、5 つのグループに分類する。そして、各グループの翌 1 年間のリターンを計測する。これを 5 年間繰り返し、最後に平均リターンを計算する。

図表 2 - d : 退職給付引当金



図表 2 - e : 自己株式



図表 3：ランキングポートフォリオのパフォーマンス

	(a) 棚卸資産 / 総資産			(b) 無形固定資産 / 総資産		
	最小	中間	最大	最小	中間	最大
リターン(%/年)	-3.75	-5.66	-9.71	-7.30	-5.36	-5.48
回転率(%/年)	8.44	32.42	13.12	21.30	41.96	18.05
	(c) 有利子負債 / 自己資本			(d) 退職給付引当金 / 負債		
	最小	中間	最大	最小	中間	最大
リターン(%/年)	-2.82	-7.31	-11.38	-7.24	-7.07	-3.70
回転率(%/年)	9.22	20.26	8.70	16.88	33.20	16.88
	(e) 自己株式 / 自己資本			(f) レバレッジ		
	最小	中間	最大	最小	中間	最大
リターン(%/年)	-11.42	-4.92	-1.67	-1.41	-7.33	-11.67
回転率(%/年)	22.86	67.84	41.17	9.35	22.22	7.92

図表 3 はその結果である。以下に、項目別の考察を要約する。

(a) 棚卸し資産 / 総資産

棚卸し資産の少ない銘柄ほどその後のパフォーマンスは(相対的に)良好である。前章で考察した結果と整合的である。

(b) 無形固定資産 / 総資産

パフォーマンスに格差はみられない。前章で考察したように、会計上の無形固定資産からは本質的な情報を抽出できない。

(c) 有利子負債 / 自己資本 (デット・エクイティ・レシオ)

有利子負債の少ない銘柄ほどその後のパフォーマンスは良好である。前章で考察した結果と整合的である。

(d) 退職給付引当金 / 負債

パフォーマンスに格差はみられない。そもそも、この数値そのものがパフォーマンス格差を予想する指標ではない。一方、2001 年以降 2 年間の分析に限定されるが、「未認識債務 / 負債」を使い同様の分析をすると、この比率の最も高いグループに含まれる銘柄だけが低いパフォーマンスを示している。

(e) 自己株式 / 自己資本

自己株式をより多く購入した銘柄ほどその後のパフォーマンスは良好である。前章で考察した結果と整合的である。

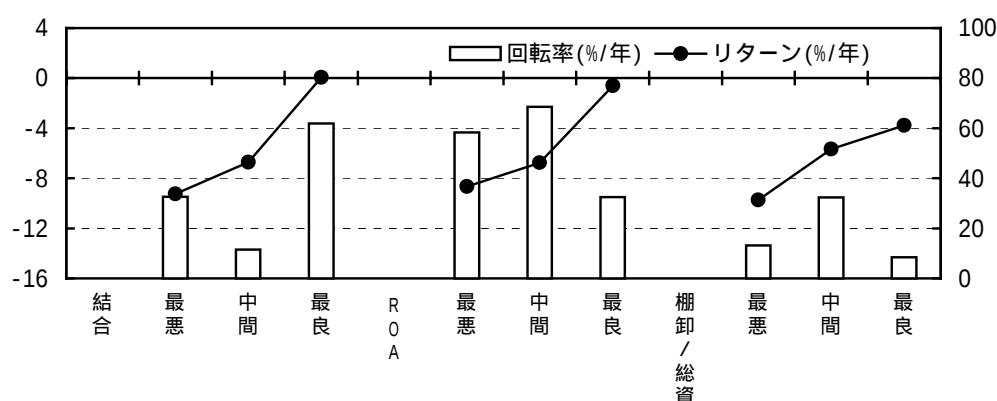
(f) レバレッジ (1 / 自己資本比率)

レバレッジの低い銘柄、すなわち負債依存度の低い銘柄ほどその後のパフォーマンスは良好である。

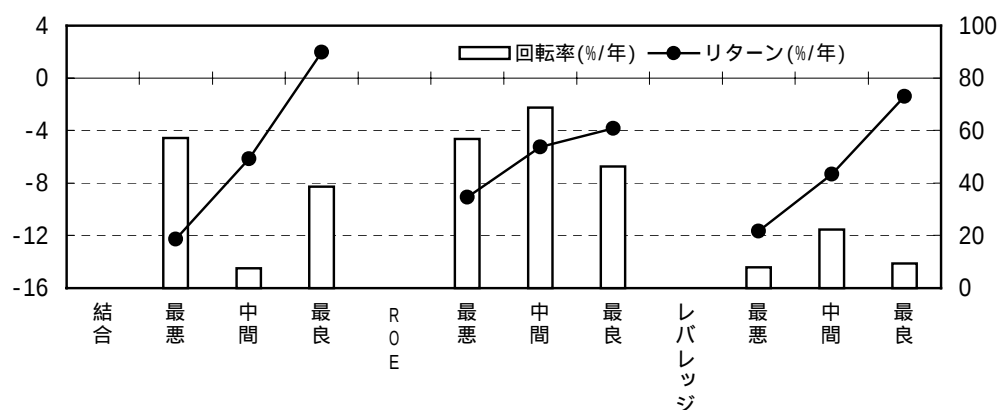
以上の結果から、特に、株式パフォーマンスは負債の大きさと負の関係があると考えられる。

最後に、図表1で考察した ROA と ROE に基づくポートフォリオ構築に、図表3の指標を追加したときの効果を測定する。結果は図表4である。まず、図表4-aは、ROA と棚卸し資産を結合する。図は三つの部分から成るが、右の二つは図表1と図表3で考察した個別のケースである。左の結合は、それら二つの指標を結合したときの結果である。「最悪」とは、それぞれの指標から想定される最悪のシナリオ(低 ROA & 高棚卸し資産)を表す。一方、「最良」とは、それぞれの指標から想定される最良のシナリオ(高 ROA & 低棚卸し資産)を表す。「中間」とは残りの組み合わせである。結果は、わずかながら結合効果がみられる。

図表4-a：ROAと棚卸資産の結合ポートフォリオ



図表4-b：ROEとレバレッジの結合ポートフォリオ



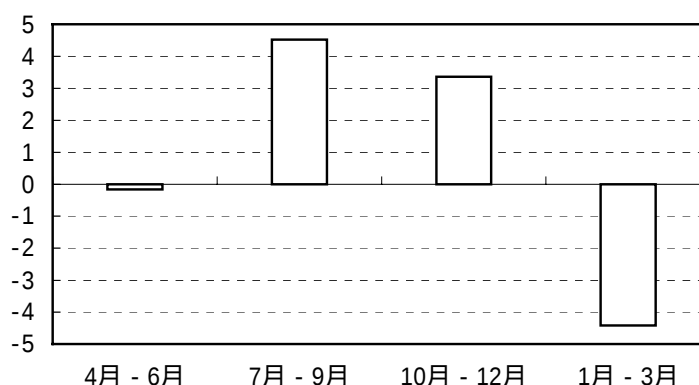
一方、図表4-bは、ROE とレバレッジを結合する。図表4-aと同様、左の結合は、それら二つの指標を結合したときの結果である。「最悪」とは、それぞれの指標から想定される最悪のシナリオ(低 ROA & 高レバレッジ)を表す。一方、「最良」とは、それぞれの指標から想定される最良のシナリオ(高 ROA & 低レバレッジ)を表す。特に、「最良」ポートフォリオがわずかながらではあるが正のリターンを示している。結果は、大幅な結合効果を示している。図表では示していないが、ROE ともう一つの負債関連指標(有利子負債 / 負

債)の結合も、明らかなプラスアルファの効果を生みだしている。

補足として、四半期リターンの動向を図表4-cに示す。

目的は、前章で述べたように、市場が(セミストロング型で)効率的であれば、会計科目はその数値が公になると同時に銘柄間のリターン格差に関する情報を含まないはずである。すなわち、本章で考察した結果は、会計情報

図表4-c：四半期リターン(最良 - 最悪)



が完全に入手できない4月から6月までに集中している可能性がある。ところが、図表4-cを見ると、「最良」ポートフォリオのリターンが「最悪」ポートフォリオのリターンを上回るのは、会計科目が完全に入手できるようになる7月以降に集中している。

．おわりに

本連載では、少し本来の目的から離れ、最近注目されている会計科目に焦点を当て、その特徴を探ると共に、株価との関係を考察した。後半部分に関しては、投資戦略としての有効性を主張するためには、業種・規模・バリュー効果等の(リスク)調整による詳細な分析が必要である。

また、今回取り上げた指標は、制度的に大きく変わりつつある会計科目が含まれている。このような指標の場合、今回のような機械的なランキングが適しているかは議論の余地がある。もう少し、各企業の特徴を反映した考察を加えることで新たな発見があるかもしれない。

(H15/5/26 記)