

日本市場におけるバリュートラップ： 会計原則の影響に基づく説明の検証

小野 慎一郎
(大分大学)

椎葉 淳
(大阪大学)

村宮 克彦
(大阪大学)

要旨

本稿では、日本のバリュー株（高 B/P 銘柄）の期待利益成長率が高く、その成長が実現しないリスクも高いことを発見した。この結果は、事業リスクが高く保守的な会計処理を行う企業がバリュー株に該当し、その高リターンはリスクに見合った報酬であることを示唆する。本稿の特徴は、経営者予想利益という日本特有の変数を活用して先行研究の分析方法を精緻化し、バリュー株効果に対する会計原則の影響を裏付けた点にある。

キーワード

バリュー株効果、会計原則、期待リターン、株式益回り (earnings-to-price; E/P)、株主資本簿価／時価比率 (book-to-price; B/P)

1 はじめに

本稿の目的は、日本市場のバリュー株効果が会計原則の観点から説明できるか否かを明らかにすることである。本稿ではまず、保守主義の原則や実現原則という会計原則にリスクの考え方が組み込まれており、会計数値やそれに基づく株価指標（バリュー株に該当するか否かを識別するための指標）がリスクを反映するという見解を述べる。そして、バリュー株の期待利益成長率やその成長が実現しないリスクが実際に高くなっているかを検証する。

一般に、株式益回り (earnings-to-price; E/P) や株主資本簿価／時価比率 (book-to-price; B/P) が高い銘柄はバリュー株、 E/P や B/P が低い銘柄はグロス株とよばれる。バリュー株の平均的な将来リターンがグロス株より高くなる現象はバリュー株効果またはバリュープレミアムとよばれ、[Fama and French \(1992\)](#) 以降は B/P に基づくバリュー株が特に注目されてきた。このバリュー株効果は、日本を含む多数の国の株式市場で観察されている ([Chan et al., 1991](#); [Fama and French, 2012](#))。他方で株式投資の実務では、バリュー株の中にも将来の株価が上昇しないケース（いわゆるバリュートラップ）が存在することへの注意喚起も行われている（たとえば、[吉野, 2015, p.198](#)）。

では、なぜバリュー株効果やバリュートラップが生じるのであろうか。[2.1](#) 節で詳述するように、既存研究は企業のキャッシュフローや投資家の行動に注目し、リスクやミスマーケティングの観点からバリュー株効果を論じてきた。しかし、 E/P の分子である純利益や B/P の分子である株主資本は、キャッシュフローだけでなく会計処理の影響も受ける。その影響は既存研究で見落とされてきた。

他方で [Penman et al. \(2018\)](#) や [Penman and Reggiani \(2018\)](#) は、会計処理やそれを規定する会計原則の観点から、バリュー株効果やバリュートラップが生じる理由を説明している。会計上の保守主義の原則や実現原則のもとで、リスクの高い事業投資（研究開発や広告宣伝など）は即時に費用化