

## バリューストック効果の再検証 —Value Stock is Still Alive—

井出 真吾 CMA  
小松原 宰明 CMA  
竹原 均

### 目 次

1. バリューストックは死んだか？
2. 新たな観察事実
3. 技術競争力、デフォルトリスクとバリューストック効果
4. バリューストック効果の観察条件
5. 結論と今後の課題

本稿では技術競争力、デフォルトリスクをコントロールした上で、バリューストック効果を再検証する。実証結果から、簿価時価比率（PBRの逆数）と実現リターンとの関係は技術競争力水準により異なり、さらに、デフォルトリスクがゼロに近い企業ではバリューストック効果は観察されないことが示された。これらの新たな観察事実は、残余利益モデルやデフォルトリスクを考慮した株式価値評価モデルと整合的に説明することが可能である。



#### 井出 真吾（いで しんご）

ニッセイ基礎研究所 首席研究員 チーフ株式ストラテジスト。1993年東京工業大学工学部卒業、同年4月日本生命保険入社。1999年ニッセイ基礎研究所、2023年より現職。主な著作に、「株式市場における特許情報の価値関連性に関する実証分析」（『現代ファイナンス』37、2016年、共著）、『40代から始める攻めと守りの資産形成』（日本経済新聞出版、2022年）などがある。日本ファイナンス学会理事。



#### 小松原 宰明（こまつばら ただあき）

イボットソン・アソシエイツ・ジャパン チーフ・インベストメント・オフィサー。1987年慶應義塾大学理工学部卒業、同年4月日本長期信用銀行入行。長銀投資顧問、UBSアセットマネジメントを経て、2000年イボットソン・アソシエイツ・ジャパンを共同設立。主な論文・著書に、「ポリシー・アセットアロケーションの説明力」（『証券アナリストジャーナル』46（9）、2008年）、『企業価値向上のための資本コスト経営』（日本証券アナリスト協会編、共著、日本経済新聞出版、2020年）などがある。日本証券アナリスト協会認定アナリスト。日本アクチュアリー会準会員。日本ファイナンス学会理事。日本保険・年金リスク学会評議員・理事。MPTフォーラム幹事。



#### 竹原 均（たけはら ひとし）

早稲田大学大学院経営管理研究科教授。1989年筑波大学博士課程社会学部研究科単位取得退学、同年4月エムティービーインベストメントテクノロジー研究所（現三菱UFJトラスト投資工学研究所）入社。1993年博士（経営工学・筑波大学）。筑波大学社会学部社会学系助教授、早稲田大学ファイナンス研究科教授を経て、2016年4月より現職。主な著書に、『*Reform and Price Discovery at the Tokyo Stock Exchange from 1990 to 2012*（Palgrave MacMillan、2015年、共著）がある。