

## 割安株投資のリスクと運用プロセス

わが国では割安株投資が高い収益率を得てきたが、同じ割安株投資であっても、優劣が出る。そこで、その優劣の原因となる、割安株投資のリスクに対応した運用プロセスや、投資スタイルを活かした運用サポート体制を、実例も含めて検討したい。

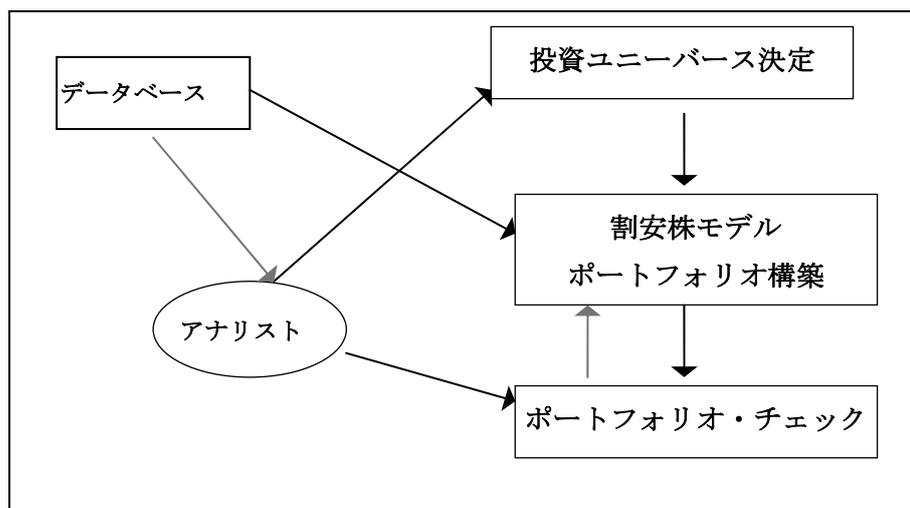
割安株（Value）投資は、わが国では過去、長期的に高い収益率を享受してきた。だが、個々の割安株マネジャーを見れば、パフォーマンスは千差万別だろう。その優劣を決定付けるのは、徹底したリスク管理による運用プロセスと、運用サポート体制だと考えられる。

割安株投資のリスクには、割安株投資が有効でないことによるリスク（スタイル・リスク）、銘柄選定指標が有効でないことによるリスク（ファクター・リスク）、割安との判断が誤りであることによるリスク（個別リスク）などがある。

個別リスクは、収集した情報が不正確であったり、加工・分析を誤ったりするために生じる。例えば、PERが低かったとしても、それが将来の業績悪化を織り込んでいるのであれば、割安だと判断するのは誤っている。

割安指標は定量化して処理しやすいので、割安株投資はクオンツ運用（計量的運用手法）になじみやすい。だが、機械的に割安判断を行うには、データの質が問題となり、個別リスクを避けられない。このため、アナリストを含めた運用サポート体制が重要になる。

割安株投資の運用プロセス（クオンツ運用とアナリストの連携）



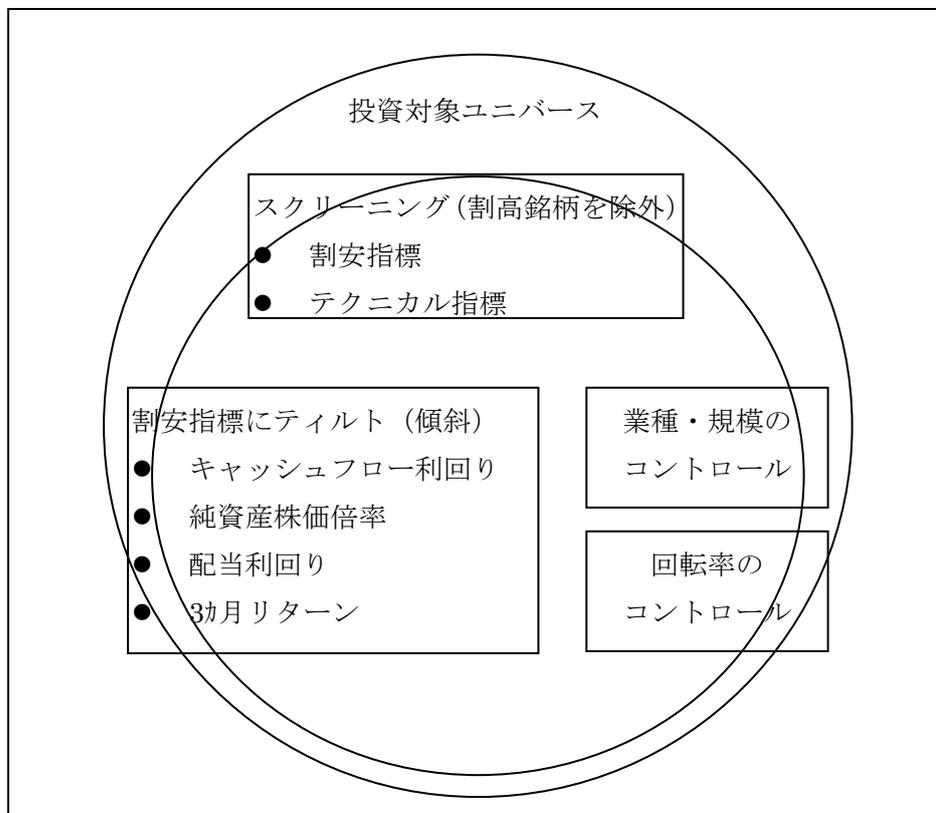
(注) 上図は、ニッセイ投資顧問の Value 型モデルの運用プロセスを示した概念図である。

データベースを使って、投資ユニバーズ（母集団）からポートフォリオを構築する前後に、アナリストによる質的検討が入る。

ファクター・リスクの例は、低P E R 銘柄のリターンが高く、低P B R 銘柄では低いような時に、企業業績よりも純資産価値の割安感に着目していた投資家のパフォーマンスが悪化することに見られる。このリスクは、複数の指標をミックスして、ポートフォリオを構築することにより軽減される。

また、ポートフォリオがベンチマークに対して取っているリスクが、一貫して管理されているか、という点も重要である。割安株の運用成績が、ベンチマークを常に上回る保証がない(スタイル・リスク)ため、意図せざるリスクや過大なリスクを避けることが求められよう。

複数割安指標を使用した割安株ポートフォリオの構築例



(注) 上図は、ニッセイ投資顧問の Value 型モデルの概念図である。

複数の指標を使用することにより、超過収益率獲得の安定性を増すと同時に、業種・規模や売買回転率を管理して、TOPIX に対する連動性を考慮した場合の運用例である。

株式特化型運用の投資スタイルは、過去の高リターンを背景に、割安株 (Value) 投資が主流になりそうである。だが、同じ投資スタイルを標榜する運用機関の中にも、優劣が存在する。従って、投資スタイルに止まらず、投資戦略の一貫性、運用組織、サポート体制の充実度、リスク管理の貫徹などの「運用の質」を吟味することが、今後一層重要になるだろう。