

# バリュー投資かグロース投資か

## - 揺れる市場と投資家 -

金融研究部門 遅澤 秀一

### 1. 変調を来した株式市場

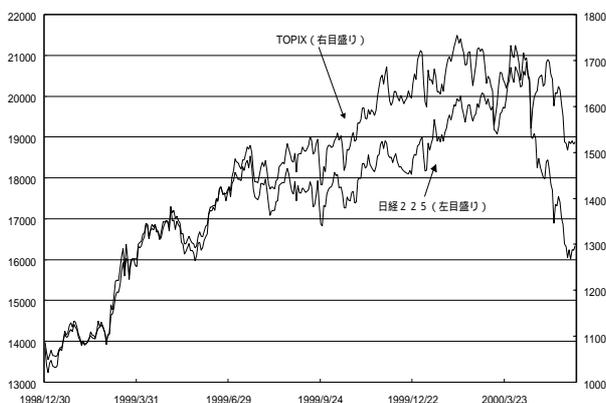
99年のわが国の株式市場は、IT（情報技術）関連銘柄を中心にしたグロース銘柄（成長株）の上昇に引っ張られて堅調であったが、2000年に入ってから、相場の牽引役となってきたIT銘柄が崩れ出し変調を来した（図表 - 1）。「IT銘柄は米国のハイテク株との相関が強い」と、かねてから言われていたが、99年央から急騰していたNASDAQ総合指数急落（図表 - 2）の影響を強く受けた。また、大型増資や新規公開・上場が相次いだことも、需給を悪化させた一因であろう。ともあれ、相場の歯車が逆転しだした観がある。

たとえば、99年に株価がそれぞれ29.5倍、14.4

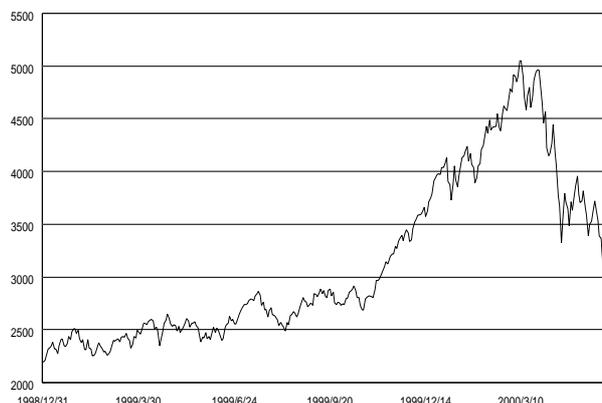
倍になって話題を呼んだ光通信とソフトバンクが、2月末から5月末までの3ヶ月間に - 97.6%、- 69.0%もの下落を示した。特に光通信の場合、3月30日から20日間連続でストップ安を付ける間、比例配分すら成立しない日も多く、投資家は気配値が下げるのを傍観するしかない状況に追い込まれた。信用取引で買っていた個人投資家は追証の発生に伴い、そして投資信託は顧客の解約増加によって、他の保有銘柄を売却せざるを得なくなったのである。このことは成長株の価格評価のあり方に加え、投資信託を始めとする機関投資家の資産運用のあり方にも問題を投げかけた。

そこで本稿ではまず、成長株投資について考えてみたい。そもそも、IT関連業界のような

図表 - 1 TOPIXと日経225の推移



図表 - 2 NASDAQ総合指数の推移



成長産業に属する企業への投資は報われるのか、という問題について、過去の歴史を振り返りつつ考えてみる。

つぎに、昨年グロース投資が株式市場を席卷したように、わが国においては投資スタイルが時に偏向することがあったことを示し、その背景と理由について検討する。

さらに、これらの議論を踏まえて、昨年のグロース相場に内包された問題点を、投資信託を中心に議論する。

最後に、バリュー（割安株）投資とグロース（成長株）投資のあり方を再整理する。バリュー投資は、従来、PBRやPERが低いなど定量的に定義づけられていた。ところが、近年のバリュー投資のパフォーマンス悪化によって、企業の成長性を加味する動きも出てきており、グロース投資との相違が明確ではなくなっている。また、従来の定義では、バリュー投資の割安度とグロース投資の成長性を、統一的に関連づけできていなかった。そこで、今回、運用者としての優位性（超過収益率の源泉）をどこに求めるかによって、バリュー投資とグロース投資を定義づけ、両者を統一的に位置づけることを試みる。

## 2. 成長株は永遠か

次代の成長産業を予見することと、その産業における勝者を見出すこととは、まったく別のことである。たとえば、1920年代の米国において、自動車産業は紛れもなく成長産業であった。本格的モータリゼーションは、第二次世界大戦後にハイウェイが整備されてから起こったにせよ、当時の人々の目にも前途洋々たる成長産業と映ったことは間違いなからう。しかし、自動車株への投資で富を築くことは容易だったのだろうか。米国の自動車産業黎明期に存在したピ

ッグ3以外の幾多の企業が、形はともあれ消えていったことは事実である。生き残ったビッグ3にしても、1980年代には経営が著しく悪化したことを忘れてはなるまい。そして、クライスラーにしても、もはや純粋な米国企業ではないのである。つまり、自動車産業の行く末を的確に予想できたとしても、個々の企業の運命を予測することは至難の業であった。

同様なことは、空運や石油業界についても言えるであろう。20世紀が航空機の時代であり、石油の世紀であることに異議を唱える人は少なからう。そして、そのことは早くから共通の認識になっていた。にもかかわらず、個別企業を見れば、厳しい競争の中で当初の形のままの企業は少ない。航空会社の間にはM&Aの嵐が吹き荒れ、国際的グループ化で覇権を競い合うようになった。石油メジャーでさえ、かつての権勢はなく、合従連衡による生き残りを図っているのだ。

では、ITにつながるコンピュータ業界はどうであろうか。かつて隆盛を誇ったメインフレーム・メーカーは、ダウンサイジングの波に洗われ、凋落していった。絶大な地位を誇ったIBMですら、パソコン事業を強化し、軸足をソフトに置くとの宣言を余儀なくされたのである。

また、ソフトウェアに関しても、マイクロソフトがパソコンのOSで圧倒的な地位を占めるにつれて、初期の頃に使われていたソフトは姿を消していった。そのマイクロソフトにしても、司法省の訴訟とLINUXの普及によって、揺れ動いている。このようにコンピュータ業界こそ、他の産業にもまして栄枯盛衰が激しいのである。

このように、メガ・トレンドを予見し、成長産業を見抜くだけの洞察力があったとしても、株式投資で成功する保証はない。新たな産業の萌芽が大きく育つのは、そこに集う人や企業が

多いからであり、それは取りも直さず、競争の厳しさと変化の速さを意味するからである。したがって、成長産業の中にあっても、成長し続ける勝ち組企業を選び出すのは容易でないのである。

成長株投資の例として、ソニーや本田技研が上場した時に投資していれば、驚異的なリターンが得られたなどと言われる。しかし、戦後雨後のタケノコのようにできた新興企業群の中から、ソニーや本田技研を選ぶのに必要だったのは、洞察力よりも運であったろう。

また、成長産業も成熟してくれば成長力が鈍る。特にITのように変化が激しい場合、成長も速いが、他のビジネス・モデルに取って代われ、成長期が終わるのも早いかもしれないのである。IT革命は社会への影響が大きいと言われるが、逆に言えば、ITが社会基盤として組み込まれることを意味する。そうなれば、ITが既存産業・企業に取り込まれてしまい、現在の先行企業の優位性がなくなることも考えられる。半導体産業がシリコン・サイクルの影響を受ける市況産業になったように、IT産業も社会システムに組み込まれるほど普及してしまえば、成長産業から循環産業になる。その中で成長を続けられるのは、最先端を走る一握りの企業だけであろう。

このように考えれば、永続的成長を遂げる勝者を選ぶことが難しく、また、その成長力を失うリスクを軽視すべきでないのは明らかであろう。

### 3. 投資スタイルの変遷

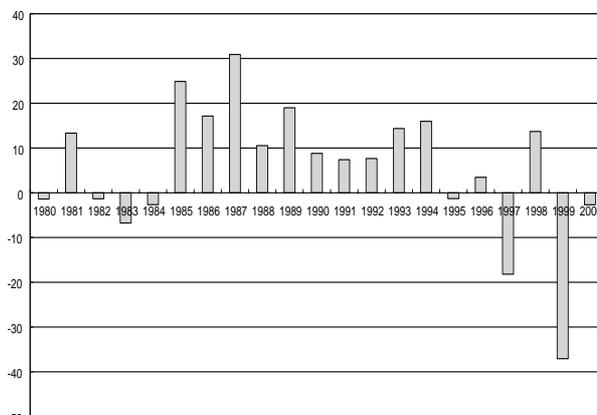
わが国で投資スタイルという言葉が使われるようになったのは、さほど昔のことではない。本当の意味で、資産運用業界に定着したかどうか、いまだ疑問が残るところである。なぜ定着しきれないのかを明らかにするために、80年

代後半から現在に至るわが国の株式市場を、グロース（成長株）投資、バリュー（割安株）投資の観点から振り返ってみよう。

80年代後半には、グロース型と銘打った投資信託が多数設定された。たしかに、株価が上昇を続ける中で、割安株投資を謳った投信商品を出すのは難しかったかもしれない。個々の銘柄にせよ、市場全体にせよ、投資尺度から見て割安とは言い難かったからである。しかし、実はこの時期ほどバリュー指標が銘柄選択に有用だったことはない（図表 - 3）

図表 - 3 は、東証1部上場銘柄を毎年末のPBRで昇順（割安な順番）に並べ、等しい銘柄数を持つ5個のポートフォリオを作った時の、第1分位（低PBR銘柄＝割安株）と第5分位（高PBR銘柄＝割高株）ポートフォリオの年間収益率（等加重計算）の差を棒グラフに表わしたものである。リスクを調整していない便宜的な評価であるが、高い数値となっている時期は、バリュー投資の収益率がグロース投資の収益率を上回っていたと考えてよい。図表 - 3 で目を惹くのは、低PBR銘柄の80年代後半の高リターンと、97年と99年（二極化の時期）の低リターンである。

図表 - 3 低PBR銘柄と高PBR銘柄の年間収益率の差



(注)東証1部上場銘柄を毎年末のPBRで昇順にソートし、等しい銘柄数を持つ5個のポートフォリオを作る。その第1分位（割安銘柄）と第5分位（割高株）の翌年の年間収益率（等加重計算）の差を示す。

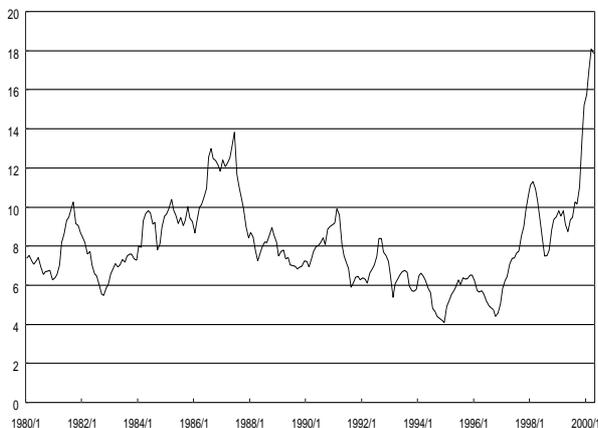
特に80年代後半と言え、大手証券会社によるシナリオ相場の全盛期で、ミクロよりもマクロが重視された時期であった。それにもかかわらず、バリュート投資が全期間中で最も良いパフォーマンスを示していることは注目に値する。しかし、これは大手証券会社の交通整理のもと、安い銘柄から順番に買い上がっていった投資行動を反映した、事後的結果に過ぎない。つまり、バリュート指標が銘柄選択に有効であったことが、投資スタイルや投資哲学としてのバリュート投資の定着を意味しないのである。

90年代に入り、株式市場が暴落に見舞われた後、ボックス圏での往来相場の展開になったとき、投資家の関心は個別銘柄の選択よりも市場全体の方向性に向かった。株式組入れ比率の判断が重視された結果、銘柄間の収益率の相違は低減するようになった(図表 - 4)

図表 - 4 は、東証1部上場銘柄の月次収益率の標準偏差を時価総額加重で計算し、その6ヶ月移動平均をとって滑らかにしたものである。銘柄間の収益率のばらつきは、二極化相場が始まる96年央頃まで、減少傾向にあったことがわかる。

銘柄間のリターン格差の減少は、銘柄選択に

図表 - 4 月次収益率の銘柄間のばらつき  
(東証1部上場銘柄)



(注)東証1部上場銘柄の月次収益率の標準偏差(時価総額加重)の6ヶ月移動平均をとった。

よってベンチマークを上回る超過収益を得ることが困難になることを意味する。そこで、株式投資のタイミングで勝負するマーケット・タイマーがもてはやされる一方、バリュートやグロースといったスタイルが問題にされることもなくなった。両者のパフォーマンス格差が相対的に小さくなったからである。

このような投資環境の中で、年金資産運用の分野では規制緩和が相次ぎ、このことが資産運用業界に影響を与えていった。95年4月に運用拡大部分の運用機関に関わる安全資産比率の規制が撤廃されることにより、特化型運用の環境が整備された。特に投資顧問会社は、信託・生保と差別化を図るため、投資スタイルを明確に打ち出すようになってきた。これは年金基金や年金コンサルタントが超過収益率の源泉に対する説明を運用機関に求めるようになったことも一因であろう。

この時、バリュート投資を標榜した投資顧問会社も少なくなかった。もちろん、今まで暖めてきたバリュート投資の哲学やスタイルを満を持して出してきたわけではない。一つの理由は、グロース型運用のためには、個別企業の業績や成長率の予測が重要になるが、そのために必要なアナリストを十分に抱えている投資顧問会社が少なかったからである。また、特化型運用の実際の運用実績がないため、過去の検証結果を提示しやすいバリュート投資が選好された面もあったらう。

だが、96年後半から始まった「二極化」相場によって、わが国の投資スタイルの未熟さが露呈することになった。本来、スタイルを明示した特化型運用は、スタイル・インデックスで評価されるべきであろう。しかし、わが国の年金基金のベンチマークはTOPIXのままであることが多かった。このことは投資スタイルが単に運

用の手段に過ぎなかったからだと考えられる。それは投資スタイルを堅持する姿勢を示した投資家が少数派であったことから裏付けられる。

また、この時期の「二極化」は、金融危機によって信用不安が増大し、投資家が優良企業に逃避することによって生じた。つまり、消去法的投資によって二極化が起こったのである。

ところが、99年の二極化は全く別の様相を呈している。急騰した銘柄は、IT関連銘柄や新しいサービス業など、投資家に成長性を期待させることのできた企業であった。二極化といっても、より積極的意味合いの強い二極化に転じたわけである。

この間、多くのグロース型の投資信託が設定された。そして、「株式投資は企業の成長に参加することであり、株価ではなく企業に投資する」と公言するファンド・マネジャーも増えたようだ。だが、なぜこのような投資哲学を持つファンド・マネジャーが突然現れたのだろうか。投資哲学やスタイルは一朝一夕に確立しないと考えるのが普通であろう。1年間のブル・マーケットで培われた投資哲学が、3ヶ月のベア・マーケットで消えゆくはかないものなのか、今後も永続する強固なものなのかを注視していかなければならない。

2000年になって、グロース銘柄の株価が変調を来すようになると、パリュウ型の投資信託の設定が相次ぐようになった。もちろん、設定を計画したのはもっと以前であったろうが、グロース一本槍の相場に不安を覚えたからに違いはなからう。

このことが、何よりもわが国の投資信託の性格を如実に表わしていると言える。自らが強みがあると信じる、特色ある運用を提供するのではなく、市場のトレンドやタイミングに合わせて、証券会社が販売しやすい商品を提供する、

ということである。

このように、わが国の資産運用を省みるに、運用会社あるいは商品の投資スタイルは、便宜的な都合によって変動してきたと言わざるを得ない。つまり、投資スタイルは、運用者が市場のトレンドに乗る努力を反映した結果に過ぎず、投資哲学を表徴するものではなかった。それゆえに、「パリュウ」や「グロース」という言葉が氾濫するほどに、投資スタイルがわが国で定着したとは言えないのである。

このことは、わが国株式市場において、外国人投資家の動向が注目される理由の一つであろう。自らの投資尺度や哲学をもたず、市場のトレンドに追随することを狙う投資家には、先導役が必要になってくる。その役割を担っているのが外国人投資家である。そして、ジャパンマネーが世界を席卷していたバブル期を除けば、わが国の株式市場は、常に「外国人の投資動向」を必要としていたのである。

#### 4. 1999年のグロース投資、特に株式投信

さて、99年の二極化相場をより詳細に振り返ってみよう。このグロース相場の特色は全員参加型だったことである。外国人投資家、個人投資家、機関投資家が勝ち組の銘柄を買い上がっていったのである。

そのことは、グロース銘柄の外国人持株比率の上昇、信用取引の買い残の増加、グロース型株式投資信託の資産純増や保有上位銘柄の顔触れからも裏付けられる。

投資主体の中でも、特に注目されるのは投資信託であろう。日本版401Kを始め、個人が株式に投資するピークル(器)として定着するかどうか、危ぶまれてきた経緯があるからである。

従来、そう思われていた理由は二つある。第

一に、投資信託を短期に乗り換えさせる証券会社の営業政策によって、長期投資の対象と位置づけるのが難しかったからである。第二に、顧客が満足するだけのパフォーマンスを過去に挙げてきていなかったからである。

果たしてこれらの点は改善されたのだろうか。ファンドの乗り換え営業については、相変わらず変わっていないという声も聞こえてくる一方で、銀行の窓口販売やインターネットによる直販などの販売チャンネルの多様化もあり、全般的には改善の方向にあると言えよう。また、最近の新しい動きとして、旗艦ファンドを作ろうとする傾向がある。これはファンドを粗製濫造するのではなく、長期投資に耐えうる投資対象とすることを意識している点では望ましいと言える。しかし、たとえばフィデリティの旗艦ファンドとして名高いマゼラン・ファンドは、最初は小さかったが、高パフォーマンスを続けた結果、人気を呼び大きく育っていったのだ。つまり、結果として大きく育ったファンドが旗艦ファンドと呼ばれるようになったのである。わが国の場合、募集時に大量資金を集めた巨大ファンドを旗艦ファンドと位置づけようとしており、この点が大きな相違となっている。運用機関の経営資源を結集して運用するのは結構だが、実績が伴わなければ、旗艦ファンドでなく、ただの巨大ファンドで終わりかねない。

99年の株式投信のパフォーマンスは総じて良好であった。ただし、これは市場が堅調であったことによるところが大きい。そのため、2000年に入ってグロース銘柄が変調を来すと、グロース型投信のパフォーマンスも悪化し出した。もっとも、このような短期的な収益率の変動で、運用の善し悪しを評価するのは適当ではない。

問題なのは、長期的な観点で優れたパフォーマンスを期待できるような運用が行われている

かどうかであろう。そもそも、投資信託とは、「少額資金」を集めて、「分散投資」によってリスクを管理しつつ、「専門家」が運用を行うものである。ところが、外資系投信会社のファンドの中には、ソフトバンクと光通信の2銘柄だけで一時3分の1のウエイトを占めたものまであるという。もちろん、これは極端な例だろうが、一握りの銘柄に集中投資したファンドが、昨年高リターンを享受したことは確かなようである。さて、このようなファンドが投資信託として妥当な運用がなされていたかどうかを検討してみよう。

集中投資された銘柄の多くは、信用取引の買い残が多いことでもわかるように、個人投資家が高値まで買い上がっていった銘柄である。この過程で、専門家としての的確なバリュエーション判断をしたのが、疑問の余地が残るところである。分散投資については、ポートフォリオ運用と言えるのか疑わしいくらい、少数銘柄に集中投資されている。結局、先ほど述べた投資信託の3要件のうち、少額資金で投資できる点しか残らない。すなわち、このようなグロース型投信は、零細投資家には手が届かなくなった値高株に少額資金でも投資できる機会を与えたという意味しかなかったのである。

長期投資を考えるのであれば、リスクとリターンのバランスを考えた上で、一貫した方針の基に運用を続けるべきだろう。しかし、実際には、短期的リターン獲得のためにリスクを軽視し、結果的に値高株への代替投資手段になっていたといった言い過ぎであろうか。もっとも、個人投資家の多くが、このような短期的リターンを望んでおり、それゆえにハイリスク・ハイリターン型の投資信託を購入したとも解釈できる。とすれば、投資家に対する啓蒙活動が不十分だったのかもかもしれない。

## 5. グロース投資とバリュー投資の境界

ここ数年来、バリュー投資家にとって冬の時代が続いた。そこで、「売られ過ぎ」と見なせば、いわゆる成長株と目される銘柄でも投資対象にするバリュー投資家も出てきた。つまり、成長株の中でも、成長力から見て割安といえるほど売られた銘柄を買うのは、バリュー投資家というのである。

このように投資対象を従来より拡大することを是とする者も非とする者も、バリュー/グロース投資を勘違いしている場合が多い。そこで、投資スタイルについて株価評価の基本に溯って考えてみよう。

そもそも、割安株であろうと、成長株であろうと、「株価は将来のキャッシュフローを割引率（リスク・フリー・レートとリスク・プレミアム）の和）で割り引いて得られる現在価値の総和」で与えられる。バリエーションとして、配当割引モデル、フリーキャッシュフロー・モデルや、最近注目されているEVA<sup>TM</sup>など種々のモデルが提唱されているが、基本的考え方は同じである。

このような株価モデルに基づけば、割安株であっても、株価には将来のキャッシュフローの成長率が反映される。すなわち、割安株に投資する場合であっても、成長率と無縁でないのは当然のことである。また、成長株であっても、成長力とリスクを勘案した上で、株価が割安かどうか判断されることになる。

従来のように、PBR等の投資尺度や成長率に基づいてバリュー投資かグロース投資かを定義づけるのでは、株価評価モデルと整合性が取れない場合が出てくる。たとえば、割安株の業績好転に着目する投資や、GARP(Growth At a Reasonable Price、妥当な価格の成長株投資)が、

バリュー投資かグロース投資なのか、位置づけが困難になる。

このような混乱の原因は、バリュー投資/グロース投資と、割安株/成長株に対する投資とを混同していることにある。たしかに、バリュー投資の対象は低PBR銘柄や低PER銘柄が多いし、グロース投資では逆の属性を持つ銘柄が多くなるが、それは結果に過ぎない。単に低PBR銘柄や低PER銘柄に投資することがバリュー投資ではないし、成長力が高い銘柄に投資することがグロース投資ではないのである。また、もう一つの混乱の原因は、割安株投資を、株価が何らかの基準に対して割安な銘柄への投資と定義することにある。これではグロース投資であっても、成長力を考慮すれば割安だと判断できる銘柄に投資するのであるから、バリュー投資と見なせることになってしまう。

そこで、これらの問題を解決するため、株価評価モデルに即して、バリュー投資、グロース投資を統一的に定義してみよう。

グロース投資とは、投資家がマーケット・コンセンサスよりも高い成長力を予測している場合に投資する戦略である。投資家の超過収益率の源泉は、将来の企業業績を正確に予測する能力にある。他方、バリュー投資とは、投資家が市場価格に織り込まれているリスク・プレミアムを過大だと判断する場合に投資する戦略である。この場合の超過収益率の源泉は、割引率に織り込まれるリスク・プレミアムの評価能力にある。

要するに、グロース投資とバリュー投資の相違は、投資家が超過収益率の源泉を何に求めるかで決まるのである。つまり、前述の株価モデルにおいて、平均的投資家よりも、成長力を正確に予測できると信じている投資家がグロース投資家であり、リスク・プレミアムを的確に判

断できると信じている投資家がバリュート投資家である。

いわゆる成長株は業績の成長を見通すのが難しいが、マーケット・コンセンサスを上回る成長を遂げる銘柄も多いので、グロース投資家の出番も多い。だが、成功シナリオが崩れたときのリスクの大きさを考えると、投資家の要求リスク・プレミアムも大きくなるので、バリュート投資家の投資対象とはなかなかなりにくい。ただし、業績変動の大きさを反映したリスク・プレミアムを考慮しても、なおかつ割安だと判断できる局面では、バリュート投資の対象となりうる。

また、低PBR銘柄とは、市場が企業に要求する資本コストに見合うだけの収益力がないと見なされている銘柄である。業績が安定しているのか、低迷しているのかを別としても、投資家の業績予想のばらつきが小さければ、グロース投資家にとっては妙味がない。だが、こういう銘柄群こそ、業績の下振れリスクが過大視さ

れている（割安な水準まで売られている）局面も多くみられ、バリュート投資家の出番も多くなる。こういうわけで、バリュート投資家が投資する対象は、一般的投資尺度から見て割安な銘柄が多くなる。しかし、低PBR銘柄であっても、自分の業績予想がマーケット・コンセンサスよりも高い場合は、グロース投資家の投資対象となりうるのである。このような投資を、特に利益モーメント型と呼ぶことがある（図表 - 5）

以上のように定義づけした場合、二極化相場時のバリュート銘柄の低迷の原因は、業績悪化と、市場全体、特にバリュート銘柄のリスク・プレミアムの増加であったと考えられる。特にリスク・プレミアムは、信用不安の増大や株式持合い解消による需給不安が背景にあり、将来の経営ビジョンが不鮮明な企業が投資家の不安感、不信感を払拭するのは難しかった。

逆に言えば、株式市場における負け組が復活するには、業績回復とリスク・プレミアムの低下が必要である。特に投資家心理を反映するリスク・プレミアムが低下するには、業績改善に加え、株主重視の経営への転換と情報開示の徹底が必要になってくるだろう。

ここ数年、株主重視の経営を標榜する企業やIR（インベスター・リレーションズ）活動に熱心な企業と、そうでない企業との株価格差が拡大しているが、これはリスク・プレミアム格差を反映した結果だと考えられる。この傾向が続くならば、従来のように景気回復による業績好転が株価に素直に織り込まれるとは限らない。企業業績が景気の自律回復によって改善しても、それだけでは長期的投資対象として魅力に乏しいと、投資家に判断されるかもしれないからである。

図表 - 5

スタイル・インデックスのバリュート/グロースの定義

指数を発表している会社によって異なるが、下記のファクターで銘柄を分類していることが多い。

バリュート 低PBR、低PER

グロース 高PBR、売上高の伸び率大、利益成長率大

投資スタイルのタイプ

いくつかのサブスタイルに分類できる。

バリュート型 低PER型、低PBR型、高利回り型

グロース型 継続的グロース型、利益モーメント型

（「資産運用新時代の株式投資スタイル」、T.ダニエル コギン/フランク J.ファボツィ編、野村総合研究所による）