

万人のための年金運用入門（21）－ 株式アクティブ運用（3）

今回は、「個別銘柄のファンダメンタルズ分析」における2つの着眼点（利益成長の予測、リスク・プレミアムの評価）を説明しました。今回は、「利益成長の予測」と密接な関連がある「グロース（成長株）投資」をとりあげます。

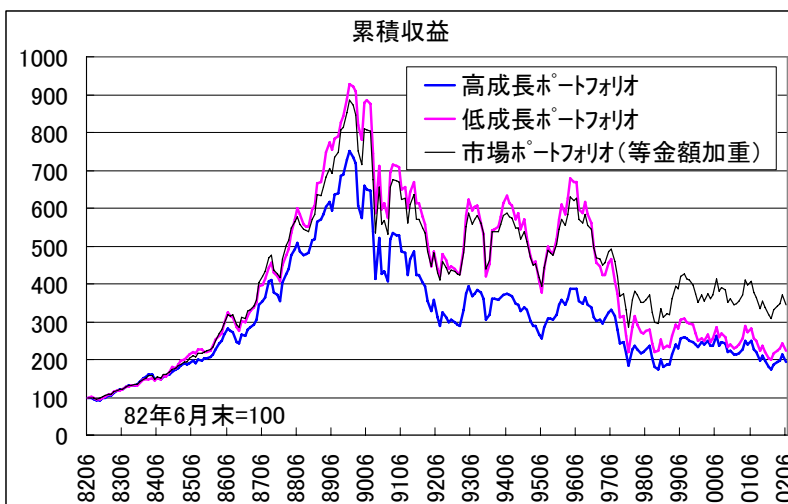
「グロース（成長株）／バリュー（割安株）投資」という考え方が、わが国の株式運用の実務で広まりつつあります。グロース／バリューについて厳密な定義は存在しませんが、主たる特徴は次の通りです。

「グロース投資」とは、企業の売上・利益等の成長性に着目し、市場コンセンサスより高い成長が見込まれる銘柄に投資して、超過リターンを狙う戦略です。一方、「バリュー投資」とは、企業の成長性よりも、現在の資産・収益力等と株価の対比指標に着目し、割安と判断される銘柄に投資して、超過リターンを狙う戦略です。

そこで、今回は、「グロース投資」について考えてみます。市場コンセンサスより高い利益成長性を持つ銘柄は、市場でついでいる株価より高い株価が正当化されます。この潜在的な高成長性が顕在化し株価に織り込まれる前に、当該銘柄に投資するのがグロース投資の真髄です。単に、現在の市場で成長性が高いと評価されている銘柄に投資すればいいわけではありません。したがって、長期（成長性）か短期（業績変化）かに関わらず、「利益成長を左右する情報を正しく評価する能力」が、グロース・マネージャーの付加価値の源泉になります。

グロース投資を実践するにあたって、押さえておくべき点がいくつかあります。第1に、過去の成長実績のみに基づいて投資しても、超過リターンは得られません（図表1）。なぜなら、過去の高成長銘柄が将来も高い成長を続ける保証はないし、また、過去の成長実績は周知の情報として、既に株価に織り込まれている可能性が高いためです。

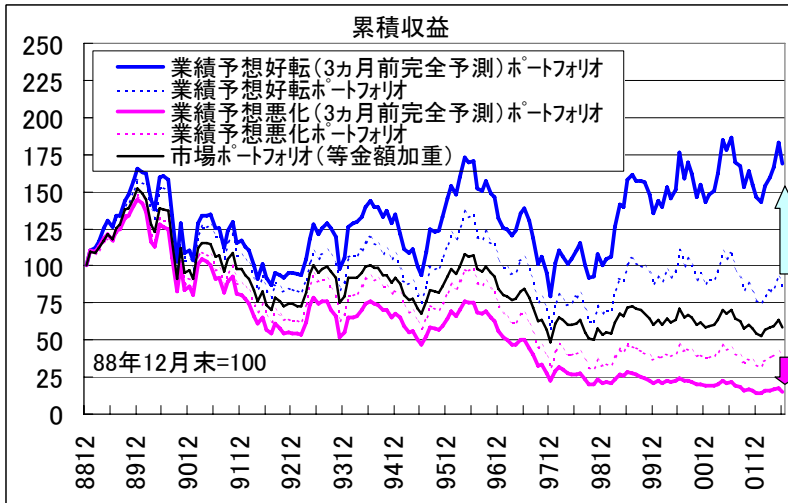
図表1：利益成長率（直近5期）格差と累積収益の関係



（注）東証1部上場銘柄を対象に、1株当たり経常利益成長率（直近5期・単独ベース）に基づき、銘柄を均等に5グループに分類し、それぞれ等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1年、取引コストはゼロ）します。図中の高（低）成長ポートフォリオは、5分位の内、最上（下）位グループを示しています。

第2に、利益成長の正確な予測はもちろんですが、それに加えて「短期の業績について、市場に先んじた予測がどれだけできるか」も、鍵になります（図表2）。

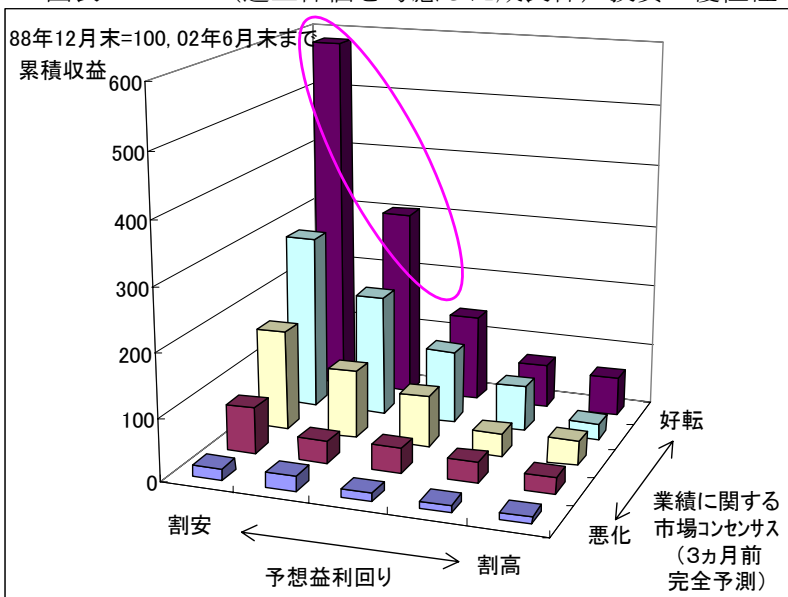
図表2：業績を「3カ月前に完全予測」できた場合の優位性



（注）東証1部上場銘柄を対象に、業績に関する市場コンセンサス（厳密には市場コンセンサスではないが、東洋経済の「1株当たり予想経常利益変化率・単独ベース」を使用）が3カ月前に完全予測できたとし、それに基づき、銘柄を均等に5グループに分類し、それぞれ等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1ヵ月、取引コストはゼロ）します。図中の予想好転（悪化）ポートフォリオは、5分位の内、最上（下）位グループを示しています。

第3に、利益成長性を左右する情報の正しい評価が重要であるものの、同時に「株価水準」を考慮することも大切です。つまり、「利益成長をいくらで買うか」という問題です。この視点を加味したグロース投資を、特に「GARP（Growth At a Reasonable Price；適正株価を考慮した成長株）投資」と言うことがあります（図表3）。

図表3：GARP（適正株価を考慮した成長株）投資の優位性



（注）東証1部上場銘柄を対象に、業績に関する市場コンセンサス（「1株当たり予想経常利益変化率・単独ベース」を使用）が3カ月前に完全予測できたとし、それと予想益利回り（1株当たり予想経常利益・単独ベース／株価）に基づき、銘柄を均等に5×5グループに分類し、それぞれ等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1ヵ月、取引コストはゼロ）します。株価の割安度を考慮して、業績予想好転グループに属する銘柄に投資を行えば、さらにパフォーマンスが改善します。

以上のように、グロース投資の成否は、周知の事実を超える情報を独自に入手し、利益成長を正しく予測する能力にかかっています。そして、実際に投資する際には、市場コンセンサスの変化に注意を払ったり、安く買うという株価水準の視点も必要と言えるでしょう。