

## (年金運用入門)：株式アクティブ・マネージャーの評価(1)

### －「良い会社を買う」か「良い株を買う」か、評価の着眼点

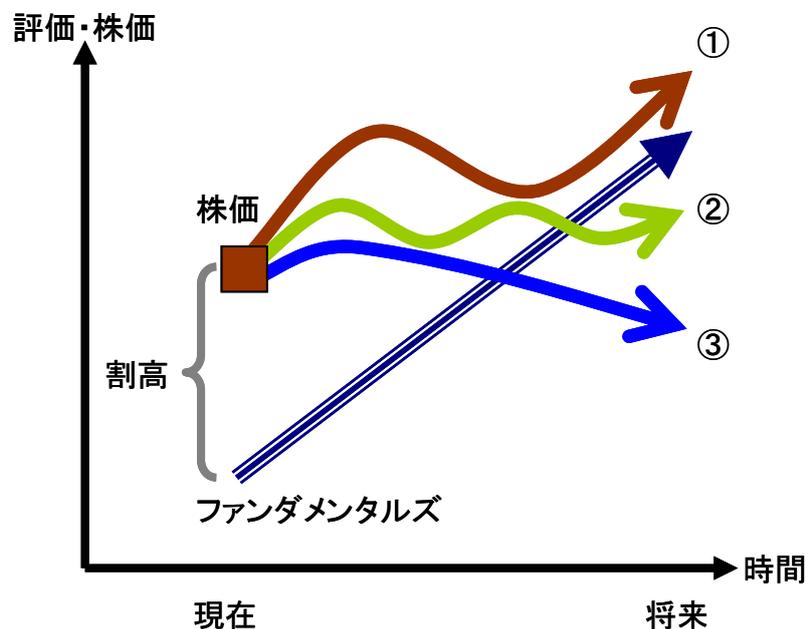
株式アクティブ・マネージャーは、「良い会社を買う」タイプと「良い株を買う」タイプの2つに分類できよう。それぞれ、超過リターン( $\alpha$ )を再現する仕組みはどこにあるのか、評価する際のポイントを考える。

株式のアクティブ・マネージャーを採用するなど、アクティブ運用を評価するには、どのようなメカニズムでアルファ( $\alpha$ :インデックス運用に対する超過リターン)を生み出すのかを考えることが大切である。過去、偶然によって $\alpha$ が生じたのではなく、組織だったメカニズムによって、 $\alpha$ 追求に再現性があるか(過去起きたことが将来も起こるか)否か評価する。 $\alpha$ を生むメカニズムとしては多々考えられるが、ここではマネージャーのタイプを、大まかに「良い会社を買う」タイプと、「良い株を買う」タイプの2種類に分類して考えてみよう。

「良い会社を買う」タイプとは、ファンダメンタルズが良く、高い成長が見込まれる会社に投資すれば、高いパフォーマンスを得られると考えるマネージャーである。このような良い会社は、常に成功の機会を捉え、ファンダメンタルズが現在よりも更に良くなり、それに合わせて株価も上昇するはずだ、という信念に基づいている(図表1の①)。そもそも、このような会社の株価は既に割高になっていることが多いが、株価の割高・割安はそれほど重視せず、割高であっても成長して利益が伸びれば、更に値上りするはずだという考えである。

もちろん、思い通りにならないこともある。例えば、図表1の②のように、ファンダメンタルズが更に良くなっても、株価が既に割高であるため、予想していたほど値上りしないかもしれない。あるいは、③のように、予想に反してファンダメンタルズが悪化したり、それを先読みして、株価が値下がりする可能性もある。

図表1: 「良い会社を買う」タイプのマネージャーの運用利益の予想



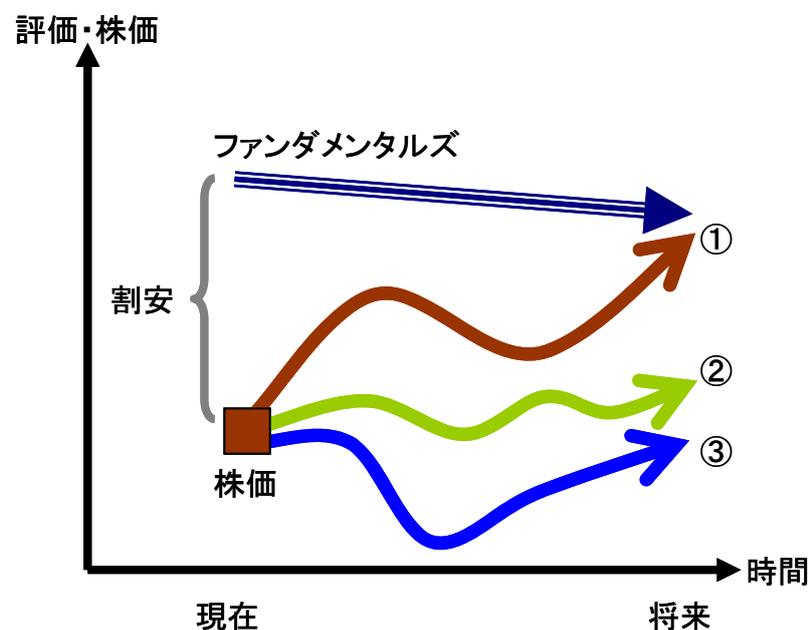
このようなマネージャーの  $\alpha$  の源泉は、企業の将来像を予測する点で、他の人より優れた能力（直感）及び経験と、それを支えるリサーチ体制の充実度にあると言える。ただし、運用会社の組織的な能力より、運用担当者個人の資質による場合もある。将来を予測する方法は個別性が強く、企業や時期によって異なるため、この能力を科学的に立証することは難しい。結局、運用担当者の主張に共感できるか、あるいは、過去の主張の正しさ等が判断基準となる。

一方、「良い株を買う」タイプのマネージャーとは、ファンダメンタルズに比べ、株価が割安となっている株式に投資すれば、高いパフォーマンスが得られる、と考えるマネージャーである。相場にはサイクルがあり、いずれ株価は適正な水準に回帰するはずだ、という信念に基づいている（図表2の①）。一般に、良い株は必ずしも良い会社ではない。どちらかと言うと、ファンダメンタルズが悪い企業である場合が多い。そのため、多くの投資家が魅力を感じないで割安となっている株や、注目されていない株に投資妙味を見出す傾向がある。

思い通りにならない例として、図表2の②のように、株価が適正な水準に戻るまで、予想していたより長い時間がかかるかもしれないし、永久に戻らないかもしれない。あるいは、③のように、長期的には株価は適正水準に回帰するかもしれないが、短期的には、予想に反して更に値下がりして、損失がかさんで耐えられなくなることもあり得る。

このタイプのマネージャーでは、割安さを測るためにコンピュータを利用した何らかのモデルを持っており、このモデルの優劣により、 $\alpha$  を生み出せるかが決まってくる。モデルは、PER や PBR などの株価指標に関連したものや、会計情報等を基に、将来の利益を予測し割引現在価値を推計する、いわゆる配当割引モデルに近いもの等が考えられる。もっとも、どんなにモデルが優れていても、それを使いこなせないという意味がない。従って、このタイプのマネージャーの評価には、モデルの本質と、それを使いこなせる体制かが判断材料となる。

図表2: 「良い株を買う」タイプのマネージャーの運用利益の予想



(北村 智紀)