

## 株式投資における割安度と業績との関係

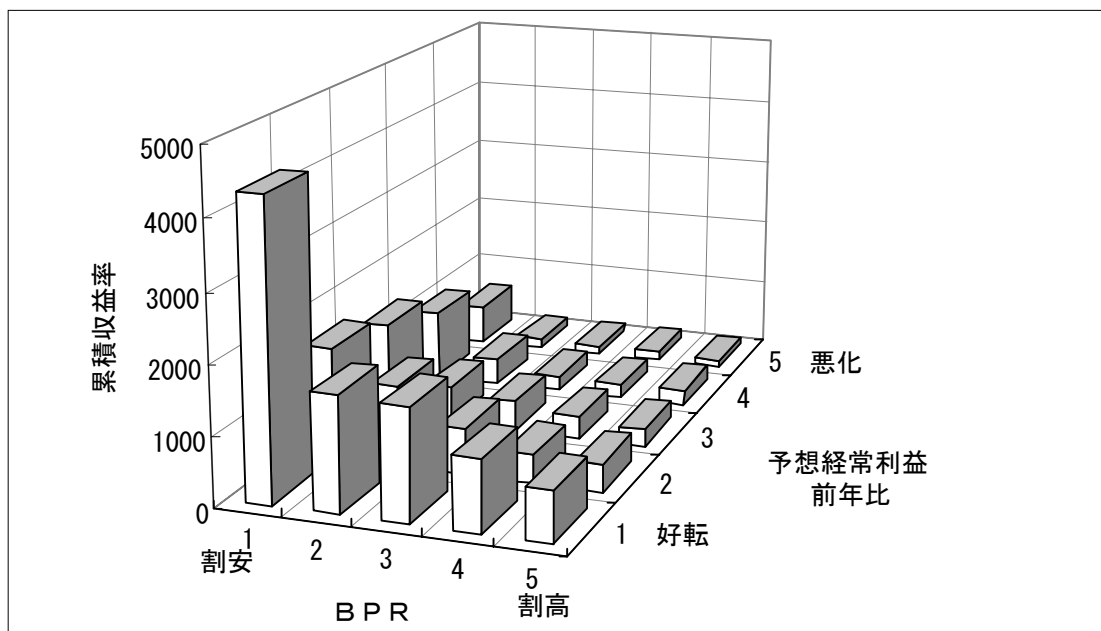
最近、株式特化型運用において、投資スタイル（Value/Growth）の明示を求められることが多くなってきた。割安度と業績・成長力に着目した分類は理解しやすいが、実は両者の関係は曖昧である。そこで、両者の位置付けを整理し、投資スタイルについて再考してみたい。

年金基金が、株式運用の「投資スタイルの一貫性と明確性」を求める傾向にある。そして、その際の切り口として、割安株／成長株（Value/Growth）がよく用いられる。前者は株価に着目して、何らかの基準から見て割安な銘柄に投資するスタイルであり、後者は企業業績に注目して、市場平均よりも高い利益成長力を持つ銘柄に投資するスタイルである。

割安度と業績による分類はわかりやすいが、本来、株式の割安度は業績・成長率を考慮して決定されるべきであろう。ところが、割安度と業績との両睨み投資は、投資スタイルが明確でないと判断される恐れもある。では、投資における両者の関係はどのようなものだろうか。

割安株／成長株投資にも多様な手法があるが、ここでは単純にBPR（純資産株価倍率）と予想経常利益の前年比を、割安度と業績の尺度にした。この2つの尺度を使って、東証1部上場銘柄をそれぞれ5分位に分類し、合計25（5×5）個のポートフォリオを作り、それらの収益率を計算して比較した。

Value/Growth 指標によるマトリクス別パフォーマンス



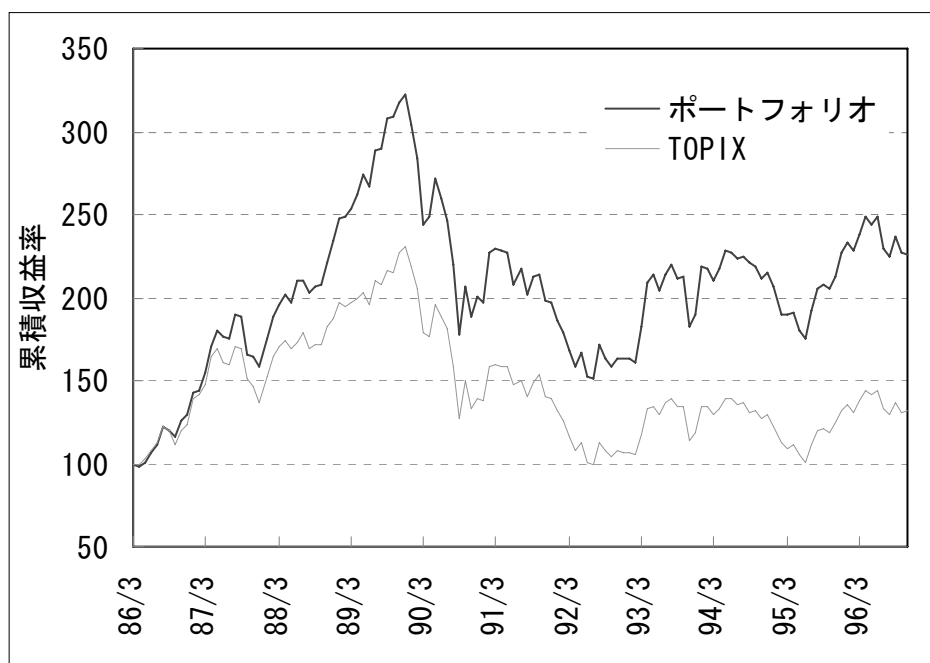
注：1982年4月から1996年11月まで、3ヵ月毎にポートフォリオを組替えた結果の等加重収益率を計測した。累積収益率は設定時を100とした数値である。両指標でそれぞれ5つに分類してマトリクスを作っているため、各ポートフォリオの銘柄数は異なっている。

最も高いリターンは、割安で業績が好転している銘柄群である。だが、このような銘柄は、全期間を平均してみると2.5%（1200銘柄のうち30銘柄）しかない。だからこそ、業績面に不安がある割安株や、割高な水準にある好業績株も、投資対象になってしまうのである。

しかし、割安であっても業績が悪化する銘柄、業績が好転しても割高な銘柄は、あまり高いリターンが望めない（マトリクスで(1,5)(5,1)の組み合わせ）。また、割安度と業績がともに平均よりやや良い銘柄群（同(2,2)の組み合わせ）は、かなりパフォーマンスがよい。

このように実際には、割安度と業績の双方が収益率に影響を及ぼしている。そこで、両者を総合して銘柄選択を行う運用例を挙げる。

Value/Growth 両指標で銘柄選択したポートフォリオの運用成績



注：日本生命が特別勘定の株式運用で使用している Relative Ranking Model（相対株価モデル）によるシミュレーション結果である。Value, Growth 指標 5 個で銘柄の魅力度をランキングしている。計測期間は 1986 年 4 月～1996 年 11 月、3ヵ月組替えて、50 銘柄ポートフォリオの例である。TOPIX に対する連動性に考慮して、ポートフォリオを構築している。

実際は、割安株マネジャーであっても業績のチェックは欠かせないし、成長株マネジャーであっても割安度への配慮は重要である。また、割安株マネジャーの投資対象外となるような「そこそこ割安」な銘柄群や、成長株マネジャーが投資しない「そこそこ好業績」な銘柄群は、なかなか魅力的な投資機会を提供している。

以上のような視点を加味することも、運用機関の投資スタイルを評価する場合に必要となつてこよう。