

セクターと株価（上）

株式投資では、特性の類似した銘柄を集約した「セクター」単位で、ポートフォリオの構築、管理、評価を行うなど、セクターは重要な役割を担っている。そこで、今回は、代表的なセクターである「業種」を取り上げ、分類方法の問題点や、運用委託者が使用する際に留意すべき点を解説する。

業種分類は、「企業が営む業態の共通性を、定性的に評価した分類」である。利益、財務構造なども類似した、業態に基づく分類であるため、マクロ経済（公共投資、民間設備投資、消費など）や、為替・金利などの外部環境の変化が企業業績に与える影響は、同一業種内では概ね共通である。このため、同一業種内では、共通の株価変動特性を持つことが多く、「業種構成比率によるリスク管理」や、「一定の評価尺度による業種内での銘柄選択」が可能である。

しかし、業種という枠組み自体について、次のような問題点が顕在化しつつある。

- ① 事業内容が変化して、業種分類と企業実態との間で不整合が発生
- ② ビジネスの多様化により、業種分類の困難な業態が出現
- ③ 経営戦略により、企業間格差が増大（例えば、輸出産業における為替抵抗、飽和市場に対するマネジメント力の差）

最初の2つは、同一業種に属する企業でも、業態の共通性が担保されないという問題である。

①のケースは歴史のある1部上場企業に、②のケースは新興の店頭公開企業に多く見られるが、産業構造が変化する中で、両ケースが同時進行しているようである（表1）。

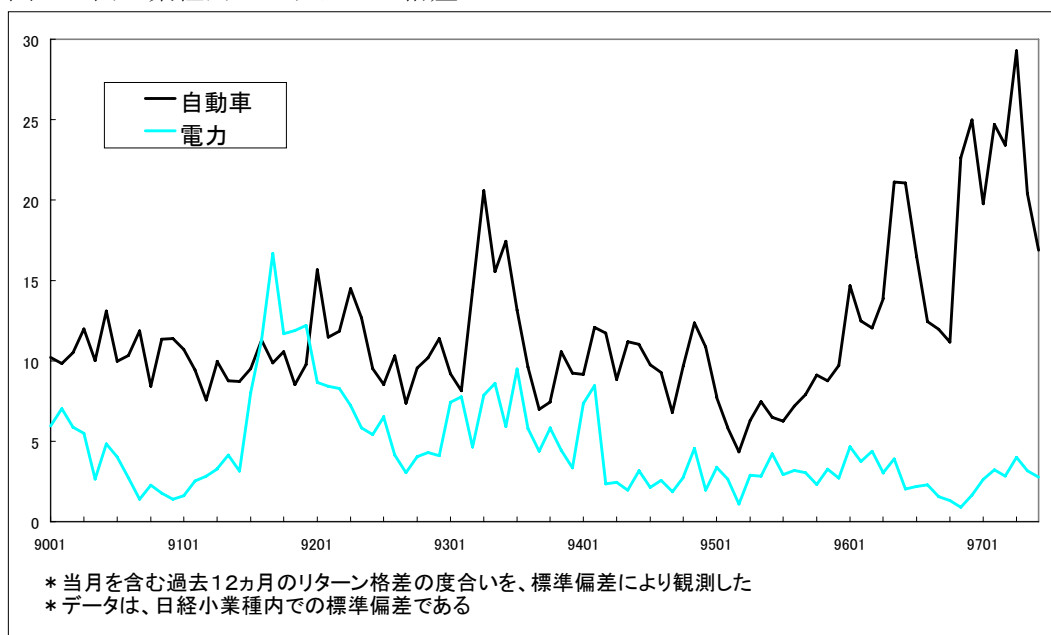
特に店頭市場において、属する企業の事業内容が実に多彩であるのに対し、「小売」「卸売」「サービス」の3業種へ分類される企業が圧倒的に多く、全銘柄の半分近くに達している。

表1 企業の業種分類と事業内容

銘柄名	公開市場	東証33業種	日経小業種	主たる事業内容
鐘紡	東証1部	繊維	綿紡績	繊維 → 化粧品、薬品
住友石炭鉱業	東証1部	鉱業	石炭鉱業	石炭 → 建材、機材
三菱重工業	東証1部	輸送用機器	造船	船舶 → 原動機、機械
HIS	店頭	倉庫・運輸	その他サービス	格安航空券販売
光通信	店頭	通信	通信	携帯電話販売
ダイワフューチャーズ	店頭	証券	その他金融	商品先物

③のケースは、昨年来の「二極化相場」のもとで、株価にも表面化している。「二極化相場」では「業種間格差」に加え「同一業種内での銘柄間格差」が取り上げられた。そこで、自動車と電力を例に、同一業種内での個別銘柄間のリターン格差をみた（図1）。

図1 同一業種内でのリターン格差



近年の動きは対照的で、電力の銘柄間格差がほぼ横這いで推移しているのに対し、自動車では、95年より急拡大している。これは、業種の持つ利益構造の違いによるもので、電力のように企業独自の要因が働きにくい業種と比べて、自動車のように競争が熾烈な業界では、経営戦略による業績格差が生じるのも当然であろう。

特に近年は、「消費者動向の捕捉力」や「為替変動への対応力」など経営戦略が試される環境であったし、また、企業グループの収益力（連結決算）に基づく株価評価が主流になるなど、銘柄格差が生じる要因が働いていたものと思われる。

運用のパフォーマンス評価時には、「業種構成比率のベンチマークとの乖離」と「業種内での銘柄選択効果」とに要因分解しているように、業種分類を用いたフレームワークが一般的で、受託機関の評価や特色を把握する上で、重要な役割を果たしている。

しかし、以上で指摘したような問題点が業種分類自体に内在しているため、そのことを認識して、要因分解の結果や組入れ銘柄の横顔を眺める必要があるだろう。

「株価の変動」が「利益の変動」と密接な関係があることは、よく知られているが、今回は、業種の取り扱いが困難な店頭市場への対応も含めて、「利益変動特性に注目した企業分類」について紹介したい。