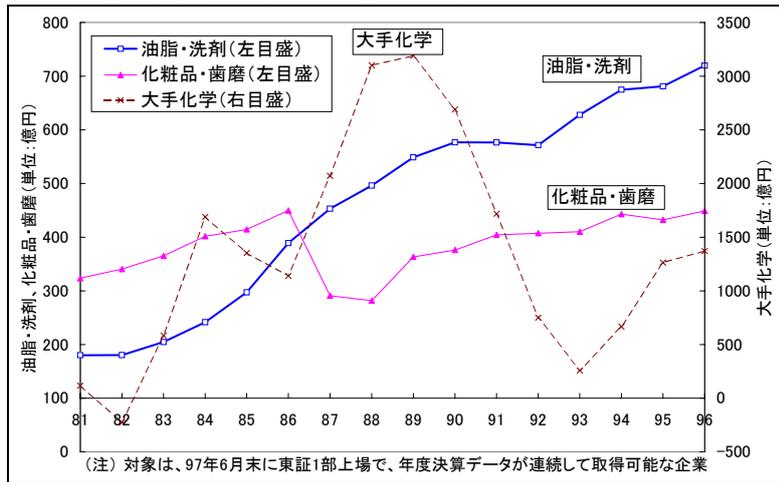


セクターと株価（下）

ファンド管理ツールの一つであるセクター分類につき、今回は、従来型の「業種」分類の問題点を指摘した。そこで、今回は、株価の原点である利益に着目して、「利益変動特性」（安定性、成長性）によるセクター分類の可能性につき、株価変動との関係も合わせて、紹介する。

同じ業種分類に属していても、利益の変動特性が、大きく異なる場合がある。例えば、業種分類の「化学」は、「製造工程が化学的」という共通性で括られているが、その製造物は「基礎素材」から「最終消費財」まで多岐で、経常利益の推移にも特色がある（図1）。

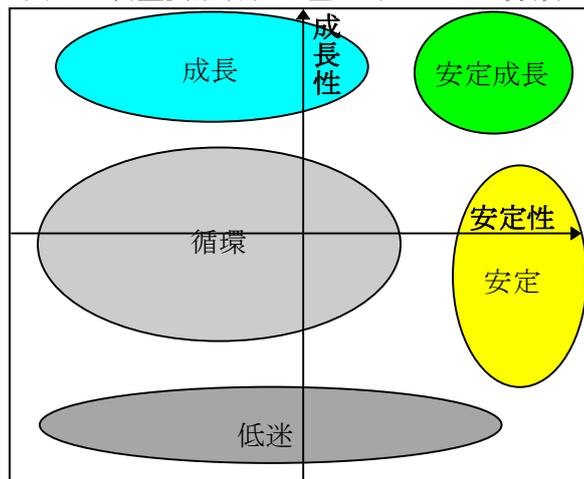
図1 経常利益の推移（日経小業種分類）



このように、最近、企業の事業内容が多様化して、業態の類似性による企業分類が困難になりつつある。特に、店頭市場では、「その他商社」「その他サービス業」「その他小売業」の3業種（日経小業種139業種中）に約3割の237銘柄（全体785銘柄：97年7月末）が集中的に分類されていることから、従来の業種分類が必ずしも適当とは思えないのである。

そこで、利益変動特性（経常利益推移の形状）に着目した企業分類を考えてみた。ここでは、過去の利益変動特性を、「安定性」と「成長性」の2軸によって評価し、収益性の水準を考慮した上で、「安定成長」「成長」「安定」「循環」「低迷」の5つのセクターに分類している（図2）。

図2 利益変動特性に基づくセクター分類



(注) 詳細は、遅澤・黒木「利益変動特性から見た業種構造」
(証券アナリストジャーナル 97年8月号)

分類結果をみると、成熟企業の多い東証1部市場では「循環」の割合が過半を占めているのに対し、新興企業中心の店頭市場では「成長」「安定成長」の割合が相対的に高い。また、同じ業種分類でも、様々な利益変動特性を持つ企業が混在していることもわかるだろう（表1）。

表1 市場別、業種別のセクター構成 (97年7月末時点)

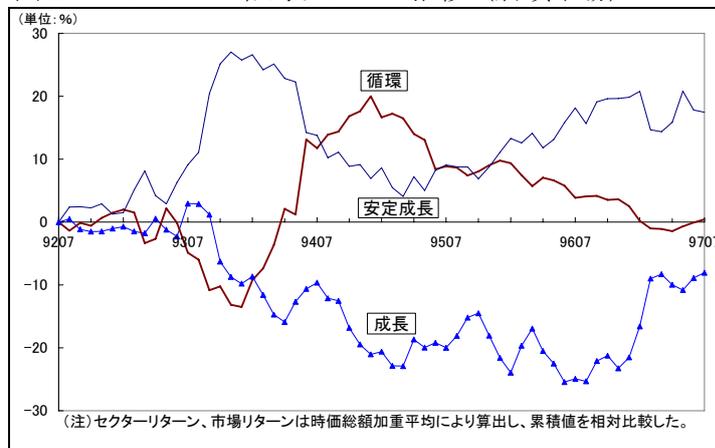
	安定成長		成長		安定		循環		低迷	
	銘柄	比率	銘柄	比率	銘柄	比率	銘柄	比率	銘柄	比率
東証1部	70	10.3	77	10.4	120	11.7	843	64.9	88	2.7
店頭	104	21.4	117	32.2	77	9.5	435	36.3	15	0.6
その他商社	11	42.7	7	44.1	5	5.9	17	7.4	0	0.0
その他小売	13	25.4	10	31.0	3	4.0	28	39.7	0	0.0
その他サービス	24	31.1	28	23.8	12	7.0	59	38.0	1	0.1

(注) 銀行及び決算データが不足する企業は分類の対象外とした。比率(%)は、各業種内でのセクター時価総額の割合。

次に、従来の業種分類では適当でなかった店頭銘柄について、今回の分類による「安定成長」「成長」「循環」の3セクターを取り上げて、株価との関係をみてみよう。

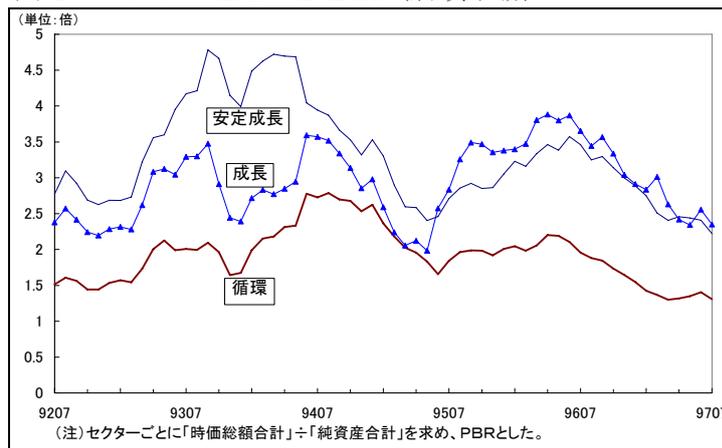
セクターごとの株価変動を観察するために、相対リターン(対市場平均)の累積値を比較した(図3)。「循環」セクターと成長性セクターとは逆相関で、さらに、成長性セクターの間でも、「安定成長」と「成長」とが異なって動く時期がある。

図3 セクターの相対リターン推移 (店頭市場)



セクターごとに、投資尺度の水準の違いを観察した(図4)。「循環」セクターが成長性セクターのPBR(株価純資産倍率)水準を上回る(割高に買われる)時期は見られない。このように、銘柄選択の際には、利益変動特性(セクター)の違いを考慮する必要がある。

図4 セクターごとのPBR (店頭市場)



店頭市場は、同一業種の中に成長性や収益性の異なる企業が存在し、まさに玉石混交である。従って、今回のような視点で店頭銘柄を分類して、セクターごとの株価変動特性や投資尺度の違いを認識しながら、投資戦略策定や銘柄選択に当たる必要があるだろう。