

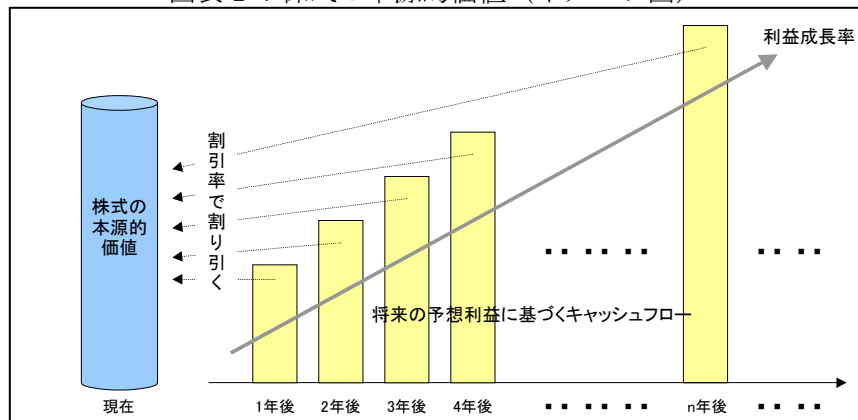
万人のための年金運用入門（20）－ 株式アクティブ運用（2）

今回は、「トップダウン・アプローチによる業種ローテーション戦略」を説明しました。今回は、株価評価の基本的考え方について解説した後、「ボトムアップ・アプローチ」の真骨頂と言える「個別銘柄のファンダメンタルズ分析」に基づく投資戦略をとりあげます。

ボトムアップ・アプローチでは、「個別銘柄の調査・分析に基づく銘柄選択能力」が重要です。企業訪問等による徹底したリサーチや、独自の投資尺度に基づく評価などといった、具体的な手法・着眼点は様々ですが、株価評価の基本的な考え方は共通です。

株式の本源的価値は、当該企業の将来の予想利益に基づくキャッシュフローを、割引率（無リスク金利＋リスク・プレミアム）で現時点まで割り引いた価値です。配当割引モデルやフリー・キャッシュフロー・モデル等、種々の現在価値を求める株価モデルが提唱されていますが、基本的な考え方は同じです（図表1）。ここで、割引率とは、市場（投資家全体）が当該株式に期待する収益率のことです。また、リスク・プレミアムとは、将来の利益が不確実であることに対して、市場が無リスク金利よりも高い収益率を期待する「割増し収益率部分」のことです。

図表1：株式の本源的価値（イメージ図）

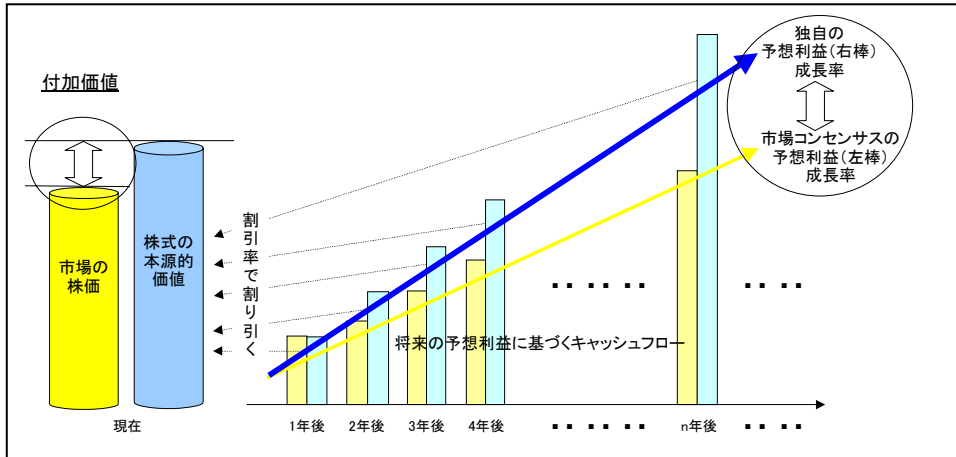


株価は、主として、①将来の企業利益、②リスク・プレミアム、③無リスク金利、の3つの要因で決まることがお分かりになると思います。そこで、個別銘柄のファンダメンタルズ分析を行って得た「①将来の利益（成長性）に関する独自の予測」や、「②リスク・プレミアムの確かな評価」に基づき推定した本源的価値と比べて、現実の市場の株価が割安な銘柄を発掘するのが、ボトムアップ・アプローチの真骨頂と言えるでしょう。

それでは、まず、「将来の利益（成長性）に関する独自の予測」に賭ける投資戦略について考えてみましょう。高い利益成長が市場で予想されている銘柄は、その市場コンセンサスを既に織り込んで、株価が決まっているはずですが、そのため、首尾よく当該銘柄が予想通りに高成長を達成しても、超過リターンは得られません。市場のコンセンサス予想を上回る利益成長が可能な銘柄を独自に発掘して、はじめて超過リターンが得られるのです。

つまり、将来の利益（成長性）に対する「市場コンセンサス予想と独自予想の差（プラス・マイナスともにある）」が、付加価値の源泉になります（図表2）。したがって、独自の調査・分析能力（アナリストの質・量）が最大のポイントになります。

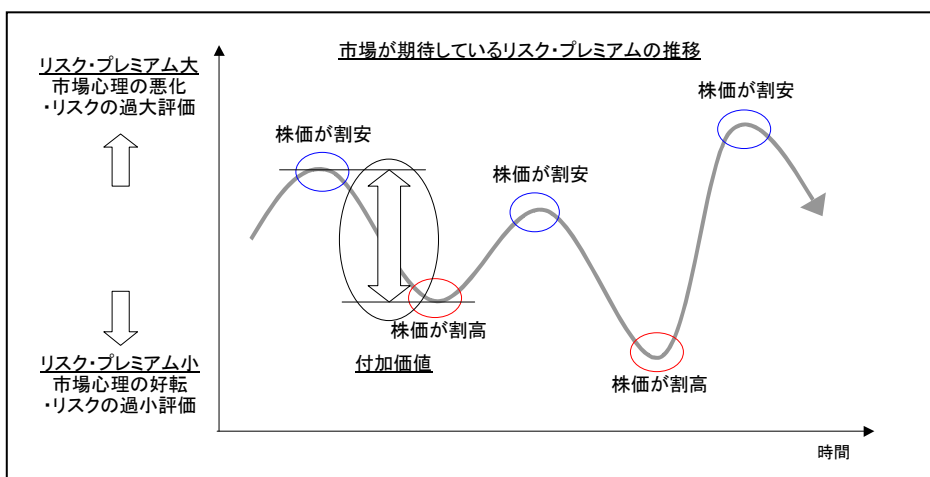
図表2：「将来の利益（成長性）に関する独自の予測」に賭ける投資戦略



次に、「リスク・プレミアムの的確な評価」に賭ける投資戦略について考えてみましょう。リスク・プレミアムは、当該企業の利益変動リスクと市場心理（利益変動リスクに対し、市場がどれくらいの割増しを求めるか）により決まります。株価が大幅に下落し、リスク・プレミアムが過大（株価が割安）になっている銘柄に投資します。

つまり、株価に反映されている「市場のリスク評価の行き過ぎ（リスクの過大・過小評価）の判断」が最大のポイントで、付加価値の源泉になります（図表3）。

図表3：「リスク・プレミアムの的確な評価」に賭ける投資戦略



別の角度から見ると、実は、この2つの投資戦略は、世間一般に言われている「グロース（前者）／バリュウ（後者）投資」と言えるかもしれませんので、次号では、グロース／バリュウ投資について解説します。