

万人のための年金運用入門（22）－ 株式アクティブ運用（4）

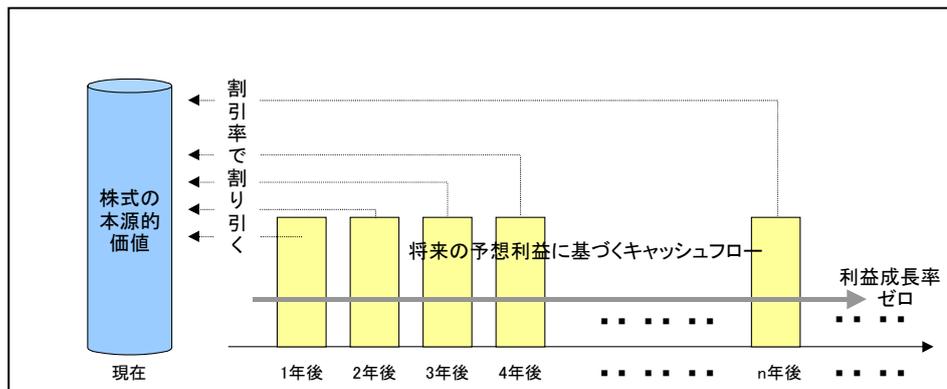
前回は、「グロース（成長株）投資」を説明しました。今回は、「リスク・プレミアムの評価」と密接な関連がある「バリュー（割安株）投資」をとりあげます。

「バリュー投資」とは、現在の資産・収益力等と株価の対比指標に着目し、割安と判断される銘柄に投資して、超過リターンを狙う戦略です。割安度を判断するための代表的な指標の1つに、PER（株価／1株当たり予想利益）があります。まず、このPERの意味を確認しましょう。

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＋適正リスク・プレミアム）で現時点まで割り引いた価値です。一方、市場の株価は、上記の割引率部分に、市場が評価したリスク・プレミアムを反映して値付けされています。

仮に、利益成長を考えなければ、「株式の本源的価値 or 株価＝1株当たり予想利益／割引率」となります（図表1）。その時、PERの逆数である益利回り（1株当たり予想利益／株式の本源的価値 or 株価）は、割引率に等しくなります。したがって、「株価が割安かどうか」を判断する指標として、「市場が評価したリスク・プレミアムが適正水準より過大かどうか」を指し示すPERが用いられるわけです。つまり、PERが、適正PERに比べて過小になった銘柄を、割安と判断して投資します。

図表1：「利益成長がない」株式の本源的価値（イメージ図）

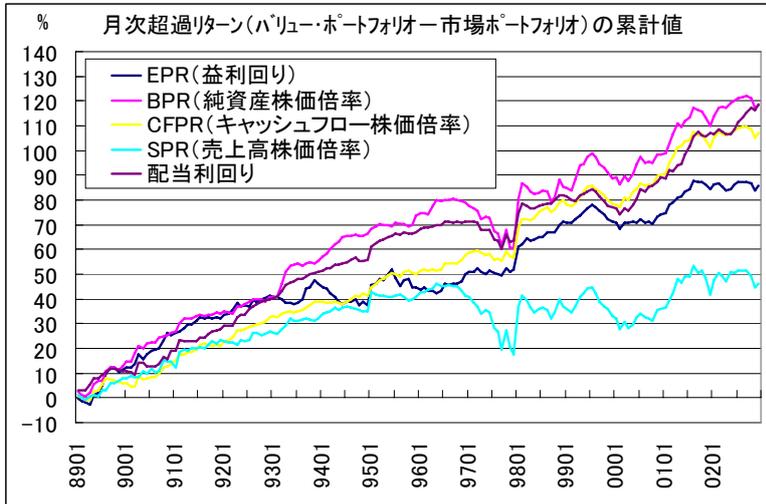


（注）割引率（無リスク金利＋リスク・プレミアム）とは、市場が当該株式に期待する収益率のことです。また、リスク・プレミアムとは、将来の利益が不確実であることに対して、市場が無リスク金利よりも高い収益率を期待する、いわば「割増し収益率部分」のことです。

もともと、成長性やリスク水準の違いから、個々の銘柄毎の適正PERは、時間的に不安定である上、銘柄間でも異なるはずですが、PERで単純に時系列比較したり、銘柄間で横断比較するのは、簡便過ぎるかもしれません。これは、PBR（株価純資産倍率）、PCFR（株価キャッシュフロー倍率）、PSR（株価売上高倍率）、配当利回り等のバリュー指標についても同様です。

ところが、これまでの株式市場では、これらバリュー指標によって、銘柄間で単純に横断比較し、割安と判断される銘柄群に投資するだけでも、市場ポートフォリオに対し超過リターンを獲得できました（図表2）。

図表2：バリュー・ポートフォリオの良好なパフォーマンス



（注）東証1部上場銘柄を対象に、益利回り・純資産株価倍率・キャッシュフロー株価倍率・売上高株価倍率・配当利回り（東洋経済予想・単独ベース）のそれぞれに基づき、銘柄を均等に5グループに分類し、等金額加重ポートフォリオを構築（リバランス間隔は1ヵ月、取引コストはゼロ）します。5分位の内、各指標値の最上位グループを、バリュー・ポートフォリオとしています。

この現象は、CAPM（資本資産評価モデル）では説明できないアノマリー（変則性）の一種で、「バリュー効果」と呼ばれており、わが国の株式市場に限ったことではありません。なぜバリュー・ポートフォリオで超過リターンが得られるのかについては、現在のところ、①リスク・プレミアム説（何らかのリスクをとった見返り）、②ミスプライシング説（何らかの非合理性に起因する体系的な価格形成の歪み）、の2つの考え方が提示されています。

こうしたバリュー効果を狙った運用は広く行われていますが、過去に有効であった指標が、今後も継続して有効である保証はありません。また、それぞれのバリュー指標について、過去のパフォーマンスを詳細に見ると、有効な局面が微妙に異なっていたことがわかります（図表3）。したがって、バリュー投資を実践するには、各指標を単独で用いるのではなく、適切に組み合わせるなどの工夫が必要です。

図表3：バリュー・ポートフォリオの年次超過リターン（対市場ポートフォリオ、%）

年	89	90	91	92	93	94	95	96	97	98	99	00	01	02
EPR	11.3	14.0	6.5	9.6	4.8	-8.9	7.3	5.2	1.9	19.6	-0.4	3.1	9.9	1.8
BPR	12.7	13.5	7.7	7.0	14.3	11.2	7.4	5.1	-18.1	24.3	3.4	9.8	11.6	8.5
CFPR	6.2	7.8	7.1	11.7	6.3	2.1	8.9	7.8	-1.0	23.0	-1.0	11.5	11.0	5.9
SPR	8.1	6.4	8.9	3.2	5.4	3.3	5.8	0.5	-23.9	19.2	-3.6	2.7	6.2	4.3
配当利回り	10.7	8.3	8.7	12.2	11.3	4.4	11.4	4.3	-8.0	18.7	-4.8	12.2	17.5	11.6

（注）年次超過リターンは、月次超過リターンを年間累計して算出。それ以外は、図表2の（注）と同様。

バリュー投資の成否は、リスク・プレミアムの代理変数としてのバリュー指標をいかに上手く使用するか、そしていかに新たに工夫して作成するかにかかっています。それが、バリュー・マネージャーの付加価値の源泉になります。