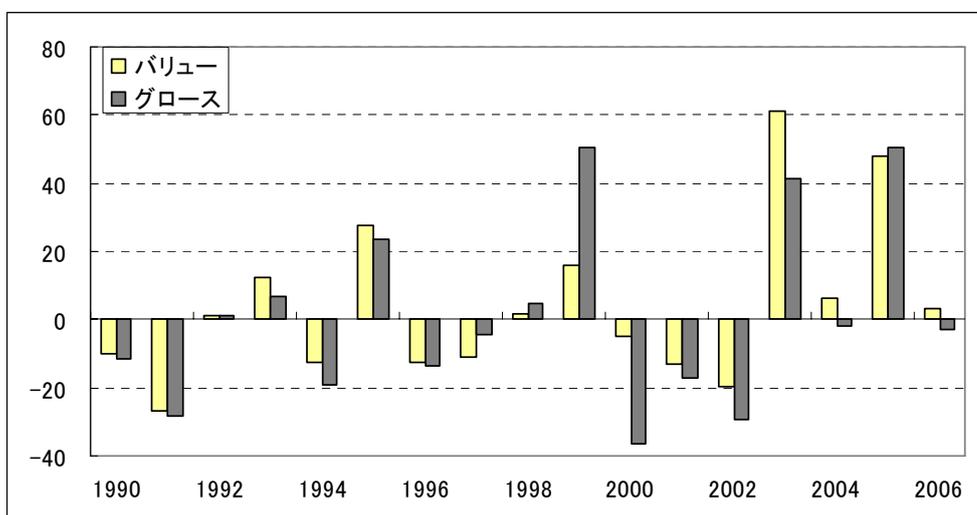


## (年金運用)：グロス・インデックスの構成銘柄は成長株ばかりだろうか

株式のスタイル・インデックスで、「グロスがバリュウよりも長期的リターンが低い」理由の一つとして、グロス・インデックスには「成長株」だけでなく「割高株」も多く含まれていることが考えられる。そこで、グロス銘柄を研究開発費に着目して分類し、パフォーマンスを計測してみたところ、R&Dに積極的でない企業のリターンが特に低いことがわかった。どうも、単なる割高株がパフォーマンスの足を引っ張っているようである。

株式のスタイル・インデックスで、グロス・インデックスの方がバリュウ・インデックスよりも長期的にリターンが低いことはよく知られている。図表1に示すように、Russell/Nomura日本株インデックスでも、グロスのリターンの方がバリュウよりも低い年度が多い。

図表1：Russell/Nomura 日本株インデックスのバリュウ・グロスの年度別リターン



その原因としては、バリュウ銘柄のリターンが高い「割安株効果」だけでなく、グロス銘柄のリターンが低いことも要因かもしれない。グロス・インデックスの場合に、そもそも指数構成銘柄が「成長株」と呼べる銘柄ばかりなのか、という疑問がある。

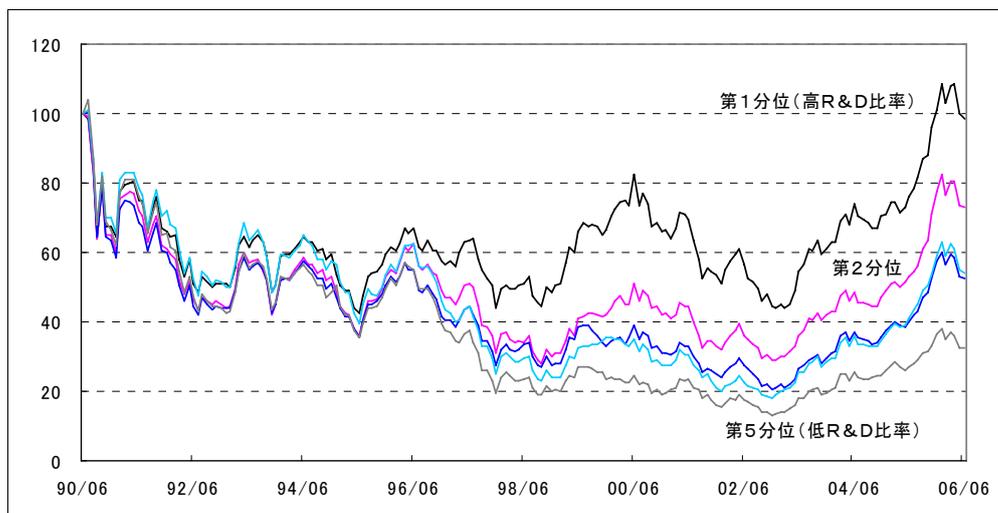
Russell/Nomura 日本株インデックスでは、バリュウ/グロスのウェイト決定に、含み損益で修正したPBRを使用している。つまり、「非バリュウ」銘柄をグロス銘柄と見なしているのである。これはPBRが高いのは成長性の高さが織り込まれているからだという考えに基づいている。しかし、株価が高い水準まで評価されているからといって、必ずしも「成長株」とは限らないだろう。つまり、グロス・インデックスには単なる割高株も含まれていることが、パフォーマンス悪化の一因だと考えられる。

スタイル・インデックスの中には、グロスを定義する際に、PBRのようなバリュウ指標以外に、成長率などを考慮しているものもある。しかし、成長率といった定量的基準だけで市場が評価する成長銘柄を選別するのは難しく、バリュウ指標による判別の欠点を完全に払拭できているわけではないと考えられる。

グロース・インデックスの指数構成銘柄を「成長株」と「割高株」に判別するのは難しいが、角度を変えて、成長力の源泉となる研究開発に注目してみよう。そこで、東証1部・2部上場の3月決算銘柄（金融セクターを除く）をPBRで2分し、その後、各々をR&D比率（開発費・試験研究費/売上高）で5分位ポートフォリオを作る。1990年から2006年まで、毎年6月末に銘柄を組み替え、1年間買い持ちする場合の等加重リターンを計測する。

ここでは、グロース銘柄のパフォーマンスに焦点を当てているので、2分したうちのPBRが高い銘柄群をR&D比率で5分位にした、各ポートフォリオの1990年6月末日時点をもとに100とした、その後のパフォーマンスの推移を図表2に示す。

図表2: 高PBR銘柄のR&D比率別ポートフォリオのパフォーマンス



図表2からわかるように、R&D比率が高い銘柄群にしてみてもとりわけ高いリターンを得ているわけではないが、R&D比率が低い銘柄群に比べて、相対的にリターンは高い。逆に第5分位（最もR&D比率が低い銘柄群）のパフォーマンスがもっとも悪くなっている。

この結果については慎重に考えるべきであろう。というのは、業種によってR&D比率の水準が異なるのは当然であるし、また成長力の源泉としては、R&Dに基づく技術力だけでなく、人材、組織、経営力、ブランド力等も重要だからである。それに、研究開発に力を入れたとしても、それが売上や利益につながる成果を産み出す保証もないからである。

しかし、そのようなことを踏まえて考えてみても、将来の売上や利益の種となる研究開発に積極的でない銘柄のリターンが低いという事実は、グロース・インデックスには、成長力があるわけではない、単なる割高株がある程度含まれており、それがグロース銘柄のリターン低下の一因になっていることを裏付ける材料になるだろう。

もちろん、この理由以外にも、投資家の過度の楽観がグロース・インデックスのリターン低下をもたらしていることも考えられる。つまり、投資家がR&Dの産み出す将来利益を過大に見積もり、株価が割高な水準まで買い上がっている場合には、将来のリターンは投資家の期待を裏切る結果になるだろう。

(遅澤 秀一)