

日本株にはバリュー戦略が有効

緒方 克明

アライアンス・バーンスタイン株式会社 代表取締役会長
兼 日本バリュー株式最高投資責任者



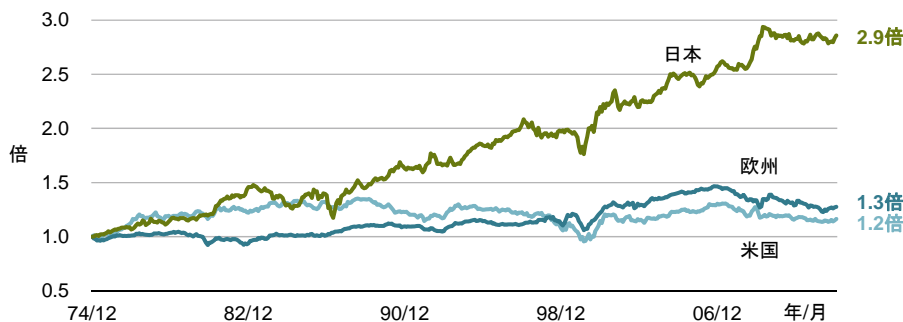
日本株式市場にはいくつかの顕著なアノマリーがあるが、その中でも最も大きなもののひとつがバリュー株投資の優位性だと言えよう。世界各地におけるバリュー株指数の市場全体に対する相対パフォーマンスを過去40年間遡って見ると、欧米における累積リターンが1.2-1.3倍程度であるのに対し、日本では2.9倍にのぼる(図表1)。また、株価のパフォーマンスに影響するさまざまな特性値を見ると、株価予想収益率や株価純資産倍率といったバリュー・ファクターの効果がきわめて高いことがわかる。

なぜこのようなことが起きるのだろうか。それを解き明かすために、まずバリュー株投資とはそもそも何なのかを考えてみよう。バリュー株投資とは、多くの投資家から見放されている企業に価値を見出し、それに投資すること

である。成長分野が見えず地味で目立たない企業、業績不振が続き倒産すら懸念される企業、あるいは不祥事などでイメージが下がってしまった企業の中から、高い実力を秘め、復活が期待できる銘柄を発掘するのが目指すところだ。

なぜ多くの投資家はこうした銘柄を忌避するのか。これには、まず行動ファイナンスの専門家が「損失回避」と呼ぶ行動パターンが影響している。人間は、経済的に同程度の価値であっても、利益から得られる喜びに比べ損失がもたらす痛みを何倍にも感じる(次頁の図表2左)。このため、株価が底を打つことよりも、株価下落が続くリスクを過剰に心配する。また、過去の延長線上に将来を見がちな「アンカリング効果」も継続的な下落への不安を助長している。しかし、業績の悪い企業がいつま

【図表1】バリュー・インデックスの対市場の累積リターン比



過去の一定期間のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。
1974年12月-2013年1月まで。各国のスタイル・インデックスを基に算出。日本:MSCI 日本指数、米国:MSCI 米国指数、欧州:MSCI ヨーロッパ指数の各バリュー・インデックスとインデックスの累積パフォーマンスの比。
出所:イボットソン・アソシエイツ、アライアンス・バーンスタイン

当資料は、2013年3月8日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン株式会社が作成した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は2013年3月8日の作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。

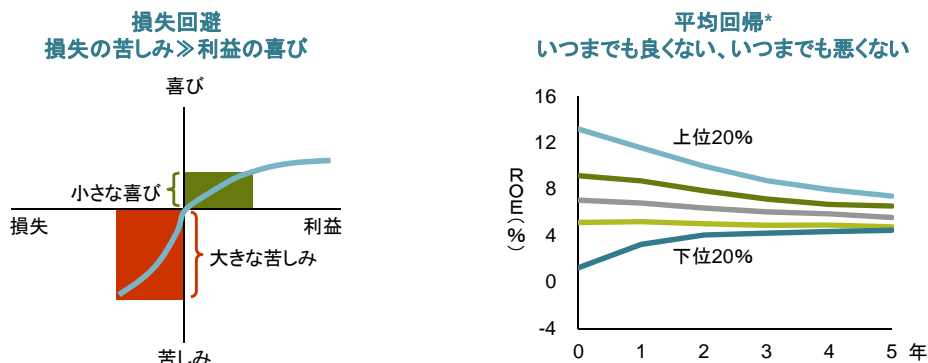
でも手をこまねいて低迷したままではいいわけではなく、良い企業もいつまでも良いわけではない。日本の大企業を株主資本利益率(ROE)の高い順に五つに分け、それぞれのグループの5年間の推移を見て行くと、強い会社の強みも弱い会社の弱みも全体として薄れて行く「平均回帰」の傾向があることがわかる(図表2右)。

投資家の非合理的な行動バイアスは市場の不安が高まった時に顕著となるが、日本においては「安全」志向のせいか、ことさらその傾向が強い。そして、これがバリュー投資の有効性を高めている。図表3は、日本株の主な回復局面における市場およびバリュー株の底値からのパフォーマンスである。バリュー株はここにあげた全ての回復期において大幅にアウトパフォーマンスしていることがわかる。これは、その前の下落局面においてそれだけ大きな歪みが生じていたことの反映である。リーマン・ショックや欧州ソブリン債務危機、東日本大震災や円高・デフレの悪影響を考えれば、昨年秋に始まった日本株式市場の正常化、バリュー株の回復はまだまだ息の

長いものになると確信している。

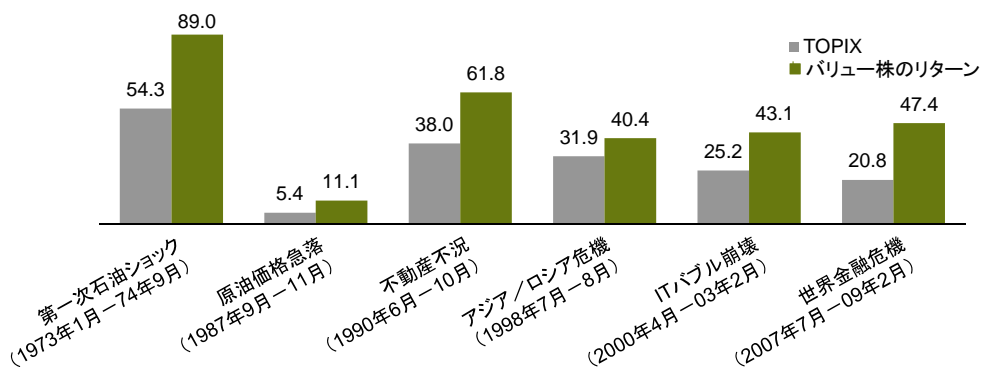
では、バリュー株投資を成功させるためにはどうすればいいのだろうか。アライアンス・バーンスタインでは、そのカギはリサーチと規律だと考えている。バリュー投資を成功させるためには、不安に流されず、他人と異なる見解を持つ必要があるが、その拠り所となるのは徹底的なリサーチである。特に企業活動のグローバル化が進む中、グローバルなリサーチ体制が不可欠と考えている。例えば、日本の化学会社をリサーチするためには、世界需要のドライバーや、世界中のプラントの生産コストといったグローバルな動向を知る必要がある。また他人と異なる見解を持ったとしても、それに基づき行動するためには規律が必要である。結果が出るまでは、さまざまな不確実性やリスクとの戦いとなるからだ。割安な銘柄を買い、割高になったら売る—この一見当たり前のことをするのがなかなか難しい。しかし、これを実践することによってバリュー株投資の効果を楽しむことができるのだ。

【図表2】



*1976年度から2011年度までの東京証券取引所一部上場銘柄のうち、時価総額上位300銘柄(除く金融)のROE平均から算出。
出所:シカゴ大学証券価格研究センター、日経、アライアンス・バーンスタイン

【図表3】バリュー株*のリターン(%)：過去の東京株式市場の低迷期からの底打ち後1年間



過去の一定期間のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。
*株価純資産倍率と株価収益率(過去12ヶ月)などからみて割安度の高い銘柄上位20%。TOPIX構成銘柄のうち時価総額比率が1パーセント以上のもの。
出所:東京証券取引所、アライアンス・バーンスタイン株式会社

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会

<http://www.alliancebernstein.com>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており、勧誘を目的としたものではありません。特定ファンドの取得をご希望の場合には当該ファンドの目論見書をご覧いただき、投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。下記の内容は、ファンドをお申込みされる際に、投資家の皆様にご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

■ ファンドのリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用するファンドは株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。ファンドが投資した資産の価値の減少を含むリスクは、ファンドの受益者に帰属します。リスクの要因については、各ファンドが投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各ファンドの目論見書をご覧ください。

■ お客様にご負担いただく費用:ファンドのご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用:申込み手数料 上限3.15%(税込み)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用:信託報酬 上限1.974%(税込み)です。

その他費用:上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的なファンドを想定しています。費用の料率につきましてはアライアンス・バーンスタイン株式会社が運用するすべてのファンドのうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

アライアンス・バーンスタインはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。