

# ファンダメンタル分析の4類型

## それぞれに必要な投資家の資質とは？

(株)インフォストックズドットコム  
鈴木一之

### 株式投資の四つの類型

投資先進国の米国は、歴史的にも天才と呼ばれる偉大な投資家を何人も輩出しているが、マット・セトもその一人と認められる。日本では『天才少年投資家マット・セト 108の法則』（日本短波放送、1996年）で紹介されている。本書によれば、マット・セトは9歳のときに株式投資に興味を持ち、14歳で株の取引を始めて、15歳になった1993年にミューチュアルファンドを立ち上げた。1996年までに年率でプラス30%以上の利益を稼ぎ出し、あのピーター・リンチが天才と認めたと書かれている。

そのマット・セトは、ファンダメンタル分析に基づいた株式投資のアプローチ手法を四つの類型に分けている。以下前この欄でも紹介したことがあるが、

成長株（投資）、バリュー株、循環株（シクリカル）、企業再生株、その4類型である。

そして、それぞれの手法ごとに投資家として要求される資質が大きく異なっており、ひとりの投資家はこのうちのひとつ、もしくは二つの手法を駆使することができるといふ。4種類の手法すべてを使いこなせるのは天才だけだそう、ピーター・リンチは4種類すべてをカバーすることができたそう、マット・セトの指摘するように、株式投資の4類型それぞれで投資家として要求される資質が異なるというのなら、果たしてその資質とはどのようなものなのか。今回はこの点について総論的に考えてみたいと思ふ。

### ファンダメンタル分析とは？

本論に入る前に「ファンダメンタル

分析」という領域をきちんと定めておくべきであろう。あらためて指摘するまでもなく、ファンダメンタル分析とは、売上高や利益の水準など、その企業が持っている企業本来の実力を調べ、株価が割安か割高かの判断を下す方法である。株価がたどってきた値動き（チャート）に基づいて、売買のタイミングを判断するテクニカル分析とは対極をなしている。

ファンダメンタル分析をさらに詳細に見てゆくと、「トップダウンアプローチ」と「ボトムアップアプローチ」の2種類に分けることができる（図表1参照）。

### トップダウンアプローチ

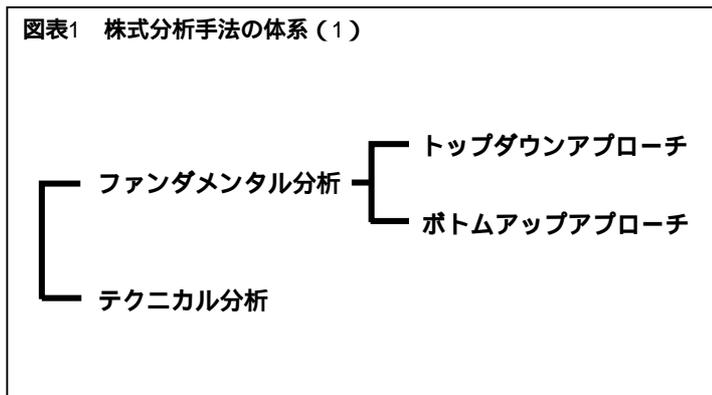
「トップダウンアプローチ」とは、投資対象としての有望銘柄を探す場合に、文字通り「上から（トップダウン）」

降りてくるようにして銘柄にたどりつく分析方法である。ここでは企業を取り巻く経済状況の分析に最も力を入れて調査がなされる。米国や欧州、中国の景気はどうか？ 為替相場の方向性はどちらを向いているのか？ 原油価格は上がるのか？ 米連邦準備理事会（FRB）の金融政策は？ 日本の財政赤字問題は？……などが主な分析の対象となり得る。

トップダウンアプローチに基づく調査対象はマクロ経済全般にわたり、世界全域まで際限なく広がっている。「国家」や「世界」という巨大な経済の主体を一つの投資対象に見立てて、「国家」や「世界」の持っているファンダメンタルズを検討し、その作業を通じて、実際に投資すべき投資対象（業種や銘柄）を見つけ出してゆく。イメージとしては逆三角形を上から下に降りてくる、まさにトップダウンの考え方で

ファンダメンタル分析の4類型

図表1 株式分析手法の体系(1)



る。

グローバルな金融市場を相手とするファンドマネジャーの大半は、トップダウンアプローチに基づく分析手法を得意としている。代表格はヘッジファンドであり、米国のミューチュアルファンドや日本の投資信託もトップダウンアプローチを駆使して熾烈な運用競争に挑んでいる。ストラテジストと呼ばれるセルサイドのプロも、トップダウンアプローチに基づいて相場の見通しを組み立てる。

ボトムアップアプローチ

これに対して「ボトムアップアプローチ」は、トップダウンアプローチとは反対に、実際の投資対象となる企業そのものに調査の焦点を絞り込んでゆく。企業が持っている本質的な価値に着目して、そこにピンポイントで迫ってゆく試みがなされる。企業の稼ぎ出す利益の絶対額、利益や売上高の伸び(過去、未来)、業界全体としての成長性、業界におけるシェア、あるいは実際に企業が保有している資産の額、経営陣の能力、ブランド力、販売ネットワーク、などが調査領域となる。

ボトムアップアプローチが探し求める点は、経済全体の動向ではなく、個々の企業が持っている潜在的な力である。トップダウンアプローチの視点が「上から下」に下りてくるのに対して、ボトムアップアプローチの視点は「下から上へ」上がってゆく。両者はまったく反対のルートをとることによって、有望な投資対象を見つけ出しつゆく。

ボトムアップアプローチの調査対象は企業そのものであり、この手法を探るにはあらゆる企業をつぶさに調べていかななくてはならない。トップダウンアプローチがエコノミストやストラテジスト(または多くのファンドマネジャー)の手法だとすれば、ボトムアップ

アプローチはアナリスト(または少数のファンドマネジャー)の採用する手法だろう。

そしてボトムアップアプローチは、企業の中の部分に焦点を当てて調査を行ってゆくかというテーマ性によって、さらに二つの種類に分かれる。一つは企業の「将来的な成長性」、もう一つは企業の「現在の資産価値」である。

「将来的な成長性」では、企業の売上高や利益の伸び(=成長)が今後どこまで続くのか、という点を中心に企業の事業内容が調査の対象になる。具体的には、前の年と比べて売上高や利益が大きく伸びている会社を探し出す。

過去何年間にもわたって売上高と利益が2ケタ以上伸びている会社が見つかったとすれば、その企業は高成長企業というイメージでとらえることができる。その上で、現在の事業環境を重ね合わせて、これまでのような高成長が今後も続くかどうかを予想する。ここ数年、バツとした業績の伸びがなかった企業でも、突如として高い成長路線に入ることもあり得る。

高い成長を実現する企業を探し求めることは対照的に、「現在の資産価値」という視点もボトムアップアプローチの立派な調査領域に入る。そこでは企業が現在保有している資産(土地、現金、預金の額、技術の蓄積、販売拠点のネットワーク、子会社株式など)を金銭価値に計算して、株式市場における評

価額(すなわち時価総額)と比較する。金銭価値に計算した資産価値と市場での評価額とが大きく食い違っている場合(資産価値<市場の評価額)、その企業は有望な投資対象となり得る。

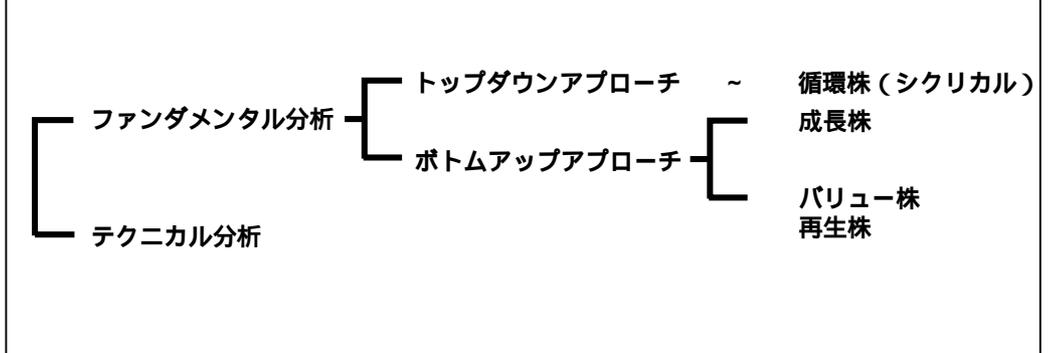
アプローチと4類型の関連

前置きが長くなったが、ここでマツト・セトの示した投資手法としての4類型が出揃った。冒頭に紹介した、成長株投資、バリューストック、循環株(シクリカル)、企業再生株は、それぞれ 図表2 のように分類しなおすことができる。

成長株投資は、ボトムアップアプローチに基づく「将来的な成長性」を探ること、同じくバリューストックは、ボトムアップアプローチに基づく「現在の資産価値」を求めること、循環株(シクリカル)投資は、トップダウンアプローチに基づくマクロ経済への幅広い判断を求めること、になってくる。

企業再生株は、これは言ってみれば究極のバリューストック投資である。したがってバリューストックと同じく、ボトムアップアプローチに基づく「現在の資産価値」の範疇にひとまず入れておく。このように類型分けを行った上で、次はそれぞれの投資スタイルごとに要求される資質というものを考えてみたい。

図表2 株式分析手法の体系(2)



成長株投資の資質

まずは成長株投資から。公開したばかりの小企業が何年か経って大企業に変身。この間に売上で5倍、利益は10倍以上に伸び、株価上昇率はなんと50

倍！まさに株式投資の醍醐味であり、誰もが夢見る究極の成功体験である。成長株投資は、見通しがみこと当たったときのリターンが他の投資手法に比べて格段に大きい。元本の5倍、10倍はザラ、何年かに1回は100倍を超える株価上昇も起こり得る。

80年代前半の日本ビクター、80年代後半のユニクロ、2002年以降のヤフーなど、いずれもその時々を背負って立っていた。

どの成長株も、独自の製品、独自のサービスによってビジネスを急拡大させたが、それは企業単独の力だけで成し遂げられるものではない。いずれも時代背景の大きな変化、産業構造の変化に支えられて業績を飛躍させたのである。時代の風をとらえて快走する企業、それが成長株である。

投資家として必要となる資質は、時代をとらえる感性、時代感覚そのものになる。

急成長している企業の株価は常に割高に見える。PER 50倍、100倍はザラであるため、現実問題として、どの時点でその株を買うかの判断もかなりむずかしい。時代背景を見極めないと企業の成長に賭けることはできない。

しかも成長産業であるだけに、企業間の競争は激烈なものになる。どの企業が最後まで勝ち残るかを見極めることも至難の業である。当たれば株価の

リターンは大きい、敗れ去ったとき高成長が止まったときの株価の下落もまた激しい。さらにうまく勝ち組に乗れたとしても、株価が10倍になるまでの期間、ずっと保有し続けることもむずかしい。ここではマネー管理の技術もひときり要求される。

バリューストック投資の資質

次にバリューストック投資。バリューストックは割安株への投資である。そこでは「今、そこに在るものの評価」が要求される。

企業の評価を数値化することができ、成長株投資に比べて冷厳に企業を比較することが可能だが、そのためには財務会計の知識が絶対的に必要になる。いつの時代も「簿記」は極端に好き嫌いがはっきりと分かれる科目の代表格である。しかしバリューストック投資には、貸借対照表の知識は欠かせないものとなっている。

投資リターンは比較的小さい。成長株投資のように株価が5倍、10倍に変化することはほとんどない。期待すべきリターンは2割から5割、よくて2倍程度までだろう。

しかもどの時点で値上がりするかが分からない。割安株のグループは「常に割安」であることが多く、投資家はいつ上がるか分からないまま辛抱強く

待ち続けなければならない。ある日突然、割安株が株式市場で動き出すと、今度は割安ではなくなり簡単には買えなくなってしまう。ここでは万年割安株を突き動かすカタリスト(触媒)の到来をじっと待つ忍耐力が不可欠の資質となってくる。

循環株投資の資質

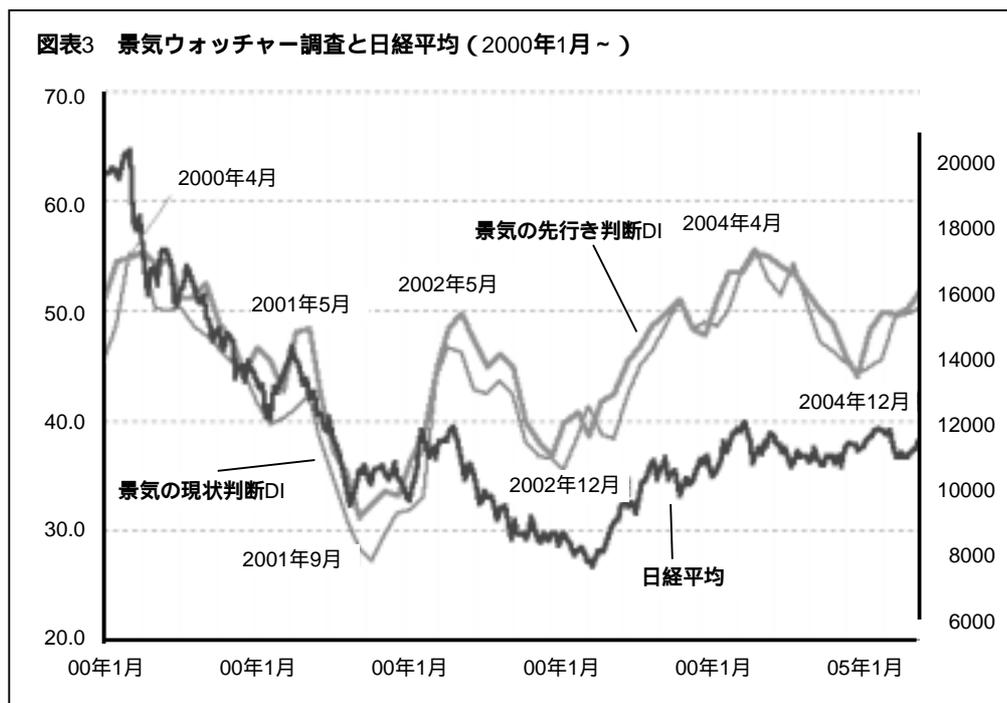
3番目は循環株(シクリカル)投資。トップダウンアプローチに基づく景気そのものの判断が何よりも欠かせない。「景気」は必ず巡ってくる」という真理に基づいた投資スタンスである。

波をとらえられるかどうかは、経験から来る知恵が必要になる。かつて景気の変動を何度見てきたか。そもそも(エコノミストでもむずかしいと言われる)景気の変動をとらえることができるのか。それには経験値が何よりも物を言う。

シクリカル投資の投資リターンは比較的小さい。それでも景気拡大の規模によっては、1波動で3倍から5倍の株価変動も十分に起こり得る。

問題は、景気という難物に対して自分が下した判断をどこまで信じられるかどうかにある。株価は景気に先行するかどうかにある。シクリカル株が底入れ反転したときは、まだ世間一般では景気反転に対して悲観的な論調が満ち溢れている。「株価は先に動き出す」という経験がど

ファンダメンタル分析の4類型



ここまで染み込んでいるか、最後は勇気が問われる投資手法である。  
景気と株価の関連性として、経済統計のひとつである景気ウォッチャー調査のグラフを挙げておく(図表3参照)。

企業再生株投資の資質

最後に企業再生株。2003年のりそな銀行や千代田化工建設、長谷工など、死の淵から生還した銘柄は究極のバリュース株投資といえよう。極論すれば、

ば、リップルウッドが旧長銀を買い取る決断を下したのと同じような、投資銀行家としての掘り下げた法律の知識が必要になる。

ただし、企業として一般社会に生還できるかそつでないかの変極点はどこかを見定めるだけなら、新聞・テレビ等で報じられる継続的なニュースを追跡することも事足りるケースがある。

再生株投資では、成長性分析、企業価値、ニュースフローの継続フォローというファンダメンタル分析の手法を総動員することになる。成功すればリターンは成長株投資に次ぐ大きさに達するだろう。ただし失敗したときは投資資金がゼロになることもあり得る(図表4参照)。

繰り返しになるが、マット・セトは四つの投資手法のうち、すべてを使いこなせるのは天才だけだと言っている。ひとりの投資家はこれらのうちの二つ、もしくは二つの手法を使いこなすことで十分なのだそう。そうであるなら、できるだけ早く自分に合った(あるいは好きな)手法を見つけ出すに限るといっわけだ。

鈴木一之(すずき かずゆき)

(株)インフォストックズドットコム、リサーチ部チーフアナリスト。1983年、大和証券に入社。87年に株式トレーディング室に配属され、一貫して株式トレードの職務に従事。バブル前夜から崩壊後まで、相場の最前線にいた。2000年5月に現職に就く。

図表4 株式投資の4つの類型

	成長株	バリュース株	循環株(シクリカル)	企業再生
ポイント	産業構造の変化	現在の企業評価	景気判断	究極のバリュース株
資質	時代感覚、感性	財務会計の知識	経験から来る知恵	法律の深い知識
特徴(1)	競争は激烈	数値化がたやすい	波は必ず巡ってくる	変化点はどこか?
特徴(2)	常に割高	忍耐力が必要	波をとらえられるか?	ニュースフローの追跡
リターン	大きい	小さい	比較的小さい	大きい
備考	反動も大きい	「カタリスト」が不可欠	人一倍の勇気	企業価値の総合判断