



収益の持続性を見極めるための3つの質問



2018年3月13日



ジム・ティアニー (写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
米国成長株集中投資戦略 最高投資責任者



マーク・フェルプス (写真)

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル成長株集中投資戦略 最高投資責任者



デブ・チャクラバルティ

アライアンス・バーンスタイン・リミテッド
グローバル成長株集中投資戦略 ポートフォリオ・マネジャー／シニア・リサーチ・アナリスト

景気や市場環境に左右されにくい、収益力のクオリティが高い銘柄を見つけ出すことは、多くの株式戦略において不可欠な要素である。だが、幅広い産業に変革の波が押し寄せる中、高クオリティな銘柄とはどのようなものだろうか？

グロース株投資家は一般に、時間の試練に耐え得るビジネスモデルを持った企業を探し求める。その本質は今も変わっていないが、とりわけ市場におけるボラティリティ再燃があらゆる銘柄を圧迫するとみられることを考えれば、今最も重要な問題は昨日と同じではない。アマゾンの台頭や無数の市場におけるデジタル化といった

急速な変化が進むグローバル経済の中で本当に質の高い企業を見つけ出すためには、絶えず銘柄選択の手法に磨きをかけることが求められる。投資対象企業の収益力の持続性を見極めるには、以下の3つのポイントが参考となるのではなかろうか。

経営陣は脅威に目をつぶっていないか？

現代の企業経営者に最も求められる資質は、足元に迫る脅威を認識できることであろう。大きな市場シェアを持つ大企業は、往々にして環境変化に対する自らの耐久力を過大評価しがちだ。ブロックバスター・ビデオやコダックに何が起きたかを見れば、それは明らかだ。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/quality-control-three-questions-for-stocks-in-a-changing-world>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去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。

当資料は、2018年2月20日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、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。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびAB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。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

決定的な変化が進む中、彼らは手遅れになるまでそれを否定し続けた。投資対象銘柄をリサーチするにあたっては、その企業が自らの事業分野で起きている変化をしっかりと把握しているかどうかを確かめることが重要だ。

例えば、ABの運用チームとの対話の中で、ジョンソン・エンド・ジョンソンの幹部は最近、いかに小さな企業が低コストの請負生産契約やデジタル技術を用いた顧客へのアクセスを通じて大企業に挑戦し、伝統的な消費者市場への参入障壁を突き崩しつつあるかという状況を明快に説明してみせた。こうした動きはよく知られていることだが、大企業は自らが直面している脅威を全面的に認めるような発言はしないものだ。警戒心を持っていることは、その企業が変化に対応しようとしていることを示す好ましいサインである。

売上高は本物か？

苦境に立った企業はそれを隠すために多くの裏技を使う可能性がある。それを見破るには、売上高の中身を精査し、競争環境の悪化によって利益率が損なわれていないかどうか確かめることが重要だ。高級ブランドのメーカーが売上高を年間10%伸ばしているならば、ハンドバッグの販売個数が増えたのか、それとも単に既存製品の値上げで売上高をかさ上げしただけなのかを調べる必要がある。競争上の脅威に立ち向かうには、値上げは持続可能な戦略とは言えない。

経常的な収益にも注目すべきだ。変化の激しい世界でも、高速道路の料金所のように安定的な定期収入のある企業は粘り強さを持っている。つまり、市場環境がどう変わろうが顧客が購入をやめることができないサービスを提供している企業を探そうということである。ただし、その高速道路の隣に無料の道路を建設する動きがないことを確かめなくてはならない。例えば、ウェスタン・ユニオンは長年にわたり送金決済サービス分野で料金所運営会社のような立場を享受してきたが、現在は無料送金サービス・アプリのベンモのような新興企業との競争に直面している。長年にわたり安定的な収入をもたらしてきた大型医薬品を持つ製薬会社ですら、予想もせぬライバル企業に簡単に地位を脅かされる可能性がある。

優位な市場ポジションは永続するか？

投資する際には、その企業が競争に負けない商品を持っていることを確認しなくてはならない。そして、その企業の主力商品の市場を侵食しかねないイノベーションの動向にも目を光らせる必要がある。かつては高かった参入障壁も、もはやそれほど高くないかもしれないからだ。アンハイザー・ブッシュは世界を代表するビール会社だが、世界中で誕生している「マイクロブルワリー」と呼ばれる小規模製造者が新たなリスクをもたらしている。小規模な同業他社を吸収しようとする同社の戦略に関しては、同社が市場ポジションを守ることに寄与するのか、それとも同社のような大企業の傘下に入るとそうした小規模ブランドも消費者から背を向けられることになってしまうのか、投資家はよく考えなくてはならない。

変化しつつある市場においては、顧客の集中も弱点となり得る。1社や2社の主要顧客に依存している企業は、新たな競争相手が現れた場合に価格交渉で弱い立場に追い込まれかねない。一方、ネットワーク効果を活かしている企業は、変化の大きな市場で優位に立つことができる。アマゾン、グーグル、フェイスブックなどは、常に利用者を増やすこと自体によって自社のサービスの魅力を強化し、競合他社にとっての参入障壁を高くしている。

そして、何よりもイノベーションが不可欠である。圧倒的な市場支配力を持っている企業ですら、市場環境の変化に応じて商品やサービスを刷新できる能力を示さなければ、将来も繁栄を謳歌することはできない。

厳しい問いかけが必要

これらの課題に対する答えは、セクター、業界、個別企業によって異なるだろう。しかし、投資家は厳しい質問を投げかけるのを避けてはならない。ビジネスの質を過大評価された企業は、市場が危機に見舞われた場合に大きな影響を被りやすいからだ。常にビジネスの質を確認していくことにより、市場環境が変化する中でも長期にわたり力強いパフォーマンスを達成できる銘柄を見極めることが可能になる。

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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp/>

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。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託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。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、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。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託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、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託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…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)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2.0304%(税抜1.8800%)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。投資信託説明書(交付目論見書)、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、一般的な投資信託を想定しております。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全ての投資信託のうち、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。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。