



## ポストコロナもグロース株は魅力的か？



2021年3月10日



フランク・カルーソ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国成長株式運用 最高投資責任者

投資家の人気を集めていた米国のグロース株が足元で売りを浴びたことは、そうした企業の潜在的成長力が極端に高いバリュエーションを依然として正当化できるのか、懐疑的な見方が高まっていることを反映している。しかし成長を追求する投資家は、利益水準が高く、持続可能なビジネスモデルを備えた質の高い企業に投資することで、バブルとは関係なく着実なリターンを得ることができる。

ラッセル1000グロース指数は、2020年3月22日に付けた安値から同年12月31日までに81.1%も上昇した。それをけん引したのは、コロナ危機を通じてデジタル化の恩恵を受けた少数の銘柄で、その大半はテクノロジー企業だった。しかしながら、2021年に入ってからはその勢いが失速しつつあるように見える。グロース株のベンチマークである同指数は年初から2月末までに0.8%下落

しており、上位構成銘柄の一部は直近の高値を15-20%下回っている。

足元の急落に先立つ2020年には、記録破りの数の新規株式公開(IPO)から個人投資家の急増まで、株式市場で投機的な動きが目立った。企業の基本的な経済価値を収益ベースの指標よりも正確に評価する、キャッシュフローに基づく指標である「経済価値収益率」によると、ハイパーグロース株のバリュエーションは2000年のITバブルの水準に接近した(次ページの図表、左図)。また、利益を生んでいない赤字企業が黒字企業を大幅にアウトパフォームした(次ページの図表、右図)。結局のところ、こうしたトレンドは、パンデミック以前から進行していた企業のバリュエーションとファンダメンタルズのかい離をさらに増幅させることになった。

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。

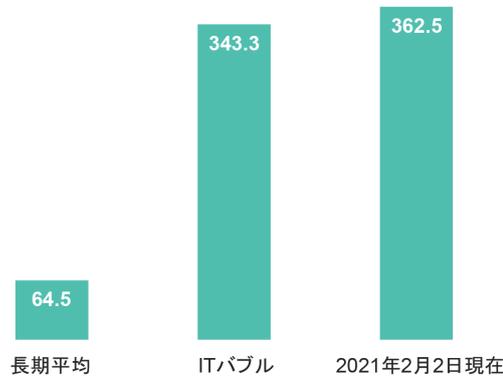
<https://blog.alliancebernstein.com/library/are-growth-stocks-attractive-in-a-post-pandemic-world.htm>

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に関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

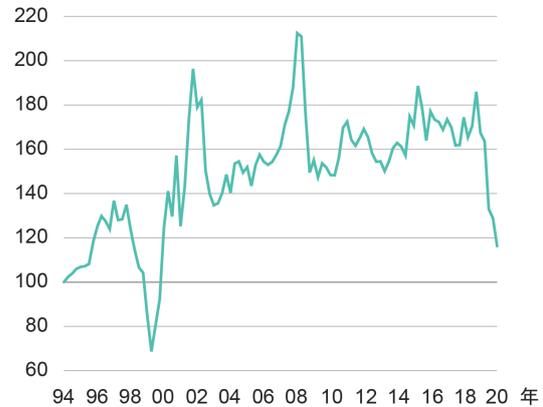
当資料は、2021年3月1日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発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・バーンスタイン及び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。

## 【図表】 株価は企業利益よりも投機的な動きに左右されている

ハイパーグロース株のバリュエーションは  
ITバブル時と同水準…  
経済価値収益率(倍)



…なぜなら、赤字企業が黒字企業を  
アウトパフォームしているため  
赤字企業と比較した黒字企業の累積リターン\*



過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。図表は例示のみを目的としています。

\*1994年を100として指数化

12カ月移動平均時価総額ベースの上位1,000社に基づきます。

HOLTの経済価値収益率はネット営業キャッシュフローに対する企業価値の比率。利益1米ドル当たりの株価を反映する伝統的な株価収益率と同様に、

HOLTの経済価値収益率はすべての資本提供者がネット営業キャッシュフロー1米ドル当たりを支払った価格を反映しています。

左図は2021年2月2日現在、右図は2020年12月31日現在

出所:ブルームバーグ、クレディ・スイスHOLT、AB

多くの投資家はそうした高バリュエーションの持続力を疑問視しており、特に金利が上昇したり、他の業界の事業環境が改善したりした場合には、バリュエーションを維持できないのではないかと考えている。パンデミック下で最大の勝者となった企業は、前年の高い売上高や利益を基準とした比較を行うこととなるため、市場の高い成長期待に応えることが難しくなる可能性もある。グロース株の投資家は今、どこに目を向けるべきなのだろうか？ 正しい判断基準に従うことを前提として、株価が上昇している局面で魅力的だったように、強力なファンダメンタルズを持つ企業に注目すべきであるとアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は考える。

### 真の成長は持続力のあるファンダメンタルズから始まる

今日のような極端な値動きは、企業が着実な利益を上げていなくても極めて高いリターンをあげ得ることを思い起こさせる。2020年に平均リターンが250%に達した「跳躍」している米国の成長企業15社のうち、8社は金利・税引き前ベースで過去12カ月間に利益を計上しておらず、残りの7社も企業規模に照らせば利益は取るに足らない水準だった。ABのリサーチによると、それらの企業は平均で企業価値の87%を将来の成長見通しが占めている。このことは、投資家はこれらの企業の価値のほぼすべてについて、現在の成功ではなく、将来的に成功を収める可能性に依存していることを示唆している。

これらの企業の多くは、売上高の高い伸びが追い風となっている。クレディ・スイスの企業価値評価システムHOLTによると、跳躍企業の売上高は2024年まで平均で20%を上回る伸びを遂げると見込まれている。だがそれ以降は、そのトレンドはおそらく維持できないだろう。実際のところ、企業の初期における高成長が永遠に続くことは滅多にない。HOLTによると、初期段階にある急成長企業と定義される米国の跳躍企業上位1,000社の中で、5年後も年間売上高を15%伸ばした企業はほとんどなかった。しかも、売上高の伸びは、収益力が安定していることを示唆する好ましい指標ではない。

しかし、投資家は、より安定したパフォーマンスをあげながら高い収益性を実現している大型株を見つけ出すことができる。そうした銘柄の多くは株価が高騰している同業他社をアンダーパフォームしてきたが、依然として魅力的な長期投資の機会を提供している。特に、着実な総資産利益率(ROA)や投下資本利益率(ROIC)、自己資本による再投資の規律、耐久性のある成長モデル、ビジョンや説明責任を重視する企業カルチャーといった特定の条件を満たしていれば、その魅力はさらに高まることになる。

### ROA: 長期的な視点

収益性は多くの場合、基本的なパフォーマンスを評価する上で利益水準よりも好ましい指標となる。公表された利益は必ずしも全体像を表しているわけではなく、企

業が容易に操作できると考えることもできる。特にさまざまな企業を比較する場合には、ROICやROAが業績の伸びやサステナビリティを測る優れた指標になるとABでは考えている(以前の記事『利益だけを見ても成長企業はわからない』ご参照)。

ROICとROAは、パンデミックのピークに多くの企業が業績見通しの公表を取りやめた場面でとりわけ役立った(以前の記事『企業の業績予想がない時、株式投資家はどうすべきか』ご参照)。金利が上昇し、資本コストや将来のキャッシュフローを評価する割引率が押し上げられれば、両指標は特に重要性が高まる。景気回復に伴ってインフレ率が上昇する可能性があることも、リスクを高めかねない。ROICとROAは、景気回復後にその企業がどうなるかについて、ゆがみのない客観的な視点を提供してくれる。

### 再投資: 持続可能な成長に向けた種まき

収益力のある企業が余剰資金をどのように活用しているかに注目することが重要だ。自社株買いや配当は投資家にとって魅力的だが、企業が最大の成功を収めるのは将来に向けて投資した場合であるとABでは考えている。自己資本に基づいた戦略的な再投資は、長期的なリターンを生み出す可能性があり、真の株主価値を創出することになる(以前の記事『米国企業は将来のために十分投資しているか?』ご参照)。

景気が上向けば、再投資とサステナビリティが足並みをそろえた動きを示すようになる。例えば、現在あまり投資を行っていない企業は利益率が高くなるかもしれないが、弱点が隠されていたり、ビジネスモデルに対する潜在的な脅威への備えができていなかったりする可能性

がある。パンデミック下で成功を収めた成長企業を評価する場合、売上高の伸びは誤解を招く可能性がある。投資家は、消費者や企業の行動が幅広く正常化した場面で収益性を維持及び強化するために、急成長企業が十分な投資を行っているかどうか確認しなくてはならない。

### 企業文化: 企業の姿勢がなぜ大きな違いを生み出すのか

投資家は、環境、社会、ガバナンス(ESG)問題が企業の利益や成長の持続力に与える影響についても考慮しなければならない。その意味では、企業文化がとりわけ重要な意味を持つ(以前の記事『企業文化が成長の秘訣』ご参照)。なぜなら、企業文化はダイバーシティ、信頼、説明責任、ビジョンに対する企業のコミットメントを示すもので、それらはいずれも長期的な成功の基盤を構築するからである。企業文化は目に見えない資産とみなされているが、企業の業績に測定可能な影響を及ぼす。例えば、パンデミックの期間を通じて従業員の安全を確保するという課題をクリアした企業は、従業員の安全確保がなぜ収益性のあるビジネスを支えるのか理解している企業文化を備えている場合が多い。

コロナワクチン接種の進展や政府による支援策は、経済回復の確実性を高めることにつながる。卓越した、持続性のあるビジネスモデルを持った企業は、コロナ禍が過ぎればさらに強力になるだろう。そしていずれは、景気回復がさらに幅広い成長企業に恩恵をもたらすとABではみている。株価バリュエーションが企業のファンダメンタルズの強さに見合った銘柄に焦点を当てるという規律を維持することが、次の回復段階に向けて成長の可能性を取り込む最善の方法であろう。

## 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

<https://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。特定の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、全て投資者の皆様へ帰属します。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3.3%(税抜3.0%)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2.068%(税抜1.880%)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、元金及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。