

銘柄属性に潜む落とし穴：バリューとグロースからの考察

RBC欧州株式チーム



知らない現象に直面したとき、既存の類似現象と同じように扱おうとしてしまうものです。全く新しい出来事であっても、良くも悪くもそれを説明できそうな箇所を百科事典から見つけ出すように、既にある知識を使って説明しようとしています。

ウンベルト・エコー

20世紀を代表するアルゼンチン出身の執筆家、ホルヘ・ボルヘス氏が述べた動物の分類体系「*The Celestial Emporium of Benevolent Knowledge*」が、古代中国の百科事典の一つとして発見されたと考えると、冒険物語やインディ・ジョーンズを思い起こさせるかもしれません。この動物の分類体系は、1942年に出版されたホルヘ・ボルヘス氏のエッセイに書かれたもので、その中で人類をとりまく世界を分類しようとする試みについて述べています。動物に関しては、1) 皇帝に属するもの (*those that belonged to the Emperor*)、2) 防腐処理が施されたもの (*embalmed ones*)、3) 驚かせるもの (*fabulous ones*)、4) 野良犬 (*stray dogs*)、5) 遠くからみるとハエに似ているもの (*those that, at a distance, resemble flies*)、など14属性に分けられることを示そうとしています。

ボルヘス氏は、厚かましくも多くの中国文献に携わったドイツ人翻訳家フランツ・クーンを参考にしてしています。しかし、あまりに出来すぎている多くの物事が真実ではないように、この古代中国の百科事典は架空のものです。この話の要点は、人は何かを分類しようとする際、その分類は恣意的になりやすく、様々な点で空想に過ぎないということです。そして、そうした人間の特性は変わらないのです。また、人間は、常に分類という行為を通じて、周囲の世界を理解したり、理論化しようとしてきたと言えます。

現代の金融市場は、特にコンピューターが普及して以降、世界を覆う巨大な存在となりました。そして、活動の速度は、さらに増えています。この複雑さに直面すると、内部の構造を把握するために、分類の必要性を感じられるかもしれません。しかし、分類の必要性があるように見えるということに、多くの問題があります。第一に、分類は還元主義的性質があります。つまり、属性化や一般化しようとするあまり、そのニュアンスや詳細部分が、いの一に失われるのです。

例えば、株式市場で銘柄を分けるためによく使われるグロースとバリューという属性があります。グロースとバリューは、株式用語としてすっかり定着しており、関連するインデックスや投資信託の数の多さからも分かるように、今や多くの市場が、その属性に従って機能しています。直近10年間の大部分で大きな影響力のあったグロース銘柄（短絡的に米国のテック銘柄と考える人も多い）のパフォーマンスが失われ、一方、バリュー銘柄は長い眠りから覚めつつあるように見受けられます。

しかし、その表層を少しめくってみると、これらの2つに分類される企業群は、曖昧な指標やレシオによっておおまかに分類されているだけであり、その幅も奥深さも全く異なっていることが分かります。実際、グロースとバリューは、本質的につながりあっているという事実が、この問題をさらにこじれさせています。無理やり分けて、互いが無関係に見えるようにすることは誤った二分法と思われます。こうしたことは、短絡的に属性を与えることによる深刻な問題を指摘します。その問題とは、必ずしも属性そのものではなく、私たちがどのような意味を与えるかに関連したものです。

属性については、更に検討に値すると思われる興味深い点が2つあります。1つ目は、企業は、恒常的、または、経済危機時においてバリューとグロースの両要素をもつことがあるということです。Axiomaモデルを用いて、バリューとグロースの両方の特性を持つ企業（この例では、バリュー＝P/Bレシオ（株価純資産倍率）、グロース＝実績と予想に基づいた売上高成長率と利益成長率）を抽出すると、興味深い事例が見えてきます。

海運会社のAP Moller Maerskをみてみましょう。私たちのモデルでは同社は、バリュー値が1.46、グロース値が1.21となりました（これは、バリュー、グロースの両指標において、平均に対して1標準偏差以上、上方に乖離しているので、どちらの属性も有していることを意味します）。しかし、このような単純な分析では、同社がこのような評価を得た理由は示されません。原因は複数考えられますが、大きな理由としては、パンデミック時の中国での活動停止、航空便の不足（多くの国際貨物輸送は一時的に利用されなくなった長距離便を使用しています）、消費活動の地域的な偏り、それによる輸送用コンテナの不足などを受けて輸送料金収入が大きく増加したことが挙げられます。この環境から業界自体が恩恵を受け、同社にいたっては、収益が2020年の約400億米ドルから2022年には800億米ドル超へと倍増しました¹。

2023年収益のコンセンサス予想550億米ドルを用いて平準化しても、この2年間の年平均成長率は10%になります²。これはグロース株の特徴です。また、長年ため込まれた残余利益によりキャッシュ・ポジションは大きく、これが環境を配慮した造船に再投資されることから、同社の市場における地位はさらに強化されることでしょう。しかし、こうしたキャッシュ・ポジションは純資産を増加させるうえ、業績が改善したにも関わらず、株価が伸び悩んだことから、P/Bレシオは過去10年間で最低水準の0.64倍となりました³。これはバリュー株の特徴になります。

こうした状況を見ると、同社の株価はなぜ、一般的な株価指標に従って動かないのだろうという疑問を抱きます。そして、結局は、次のようなありふれた結論が導き出されます。「長期的には、企業のファンダメンタルズ分析に勝るのはほとんどない。ボトム・アップ分析は、株式投資の複雑さを解決する万能薬とは言い難いものの、投資家にとっては、長期的な株価の動きを理解するために欠かせない情報を見つけ出す優れた手法である。」

属性に関する2つ目の興味深い点は、属性が、時には意識的に、そして多くの場合は無意識的に、銘柄の値動きに影響を与える点です。過去10年間、バリュー株のパフォーマンスはさえませんでした。その要因については、かなりの部分が、ゼロ金利政策を主流としたマクロの経済情勢にあります。利回りが低下し、投資家はリスクカーブから外れた運用をせざるをえなかったのです。あるいは習性的な要因があったのかもしれませんが。ある銘柄が既存の定義に基づいて「バリュー株」と分類されると、その分類に基づいて投資制約が与えられます。経済的な観点からそのスタイルに対する確信度が高い期間においてはそれが継続され、それが循環作用をもたらし、その特性をさらに強めることになるのです。多くの場合、企業のファンダメンタルズは見向きもされません。こうした現象はESGやテクノロジーといった分野で顕著です。事業内容に基づかず、テクノロジーやESG指標、ファンド、産業といった属性に従って運用資金が割り当てられるのです。あたかも属性が運用を支配しているかのようです。

さらに危険な落とし穴は、新たな投資の枠組みが現れたときに、既存の分類や構造を用いて、その新しい概念、革新的なものを理解しようとしてしまうことです。先述したボルヘス氏の分類体系よりもひどい事例があります。1770年にキャプテン・クックがエンデバー号でオーストラリアに初めて上陸した時、乗組員はそれまで見たことのない動物を目にし、完璧に不適切な比較を用いてそれを無理矢理説明しようとしていました。クック自身はこの動物を、「色は薄ネズミ色、大きさや体の特徴はグレーハウンド犬の様で、尾っぽが長い。その尾っぽは、グレーハウンド犬の様だ。」と書いています。すぐには分かりませんが、カンガルーのことを述べています。理解はできますが、既存の枠組みを用いて、前例のないものを理解しようとすると、最終的には、間違った理解が適用されるのです。

投資家にとって、緻密な調査や、詳細を理解することが最も大切であり、その代替は無いと思われます。疑問を抱き、問い、類推や属性分類に対して懐疑的な姿勢で臨まなければなりません。私たちが見たい世界では無く、ありのままの世界を理解する必要があります。

¹ www.maersk.com.

² Bloomberg 2023.

³ Bloomberg 2023.

ディスクレーム

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management (UK) Limitedによって提供された情報を元に、RBC Global Asset Managementの関連会社であるブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッドが編集したものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに他人に配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略への参加の申し出を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性、完全性、または正確性について、明示または黙示を問わず、表明または保証は行われません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見は、このドキュメントの日付時点のもので、ここに記載されているすべての情報および意見は、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management (RBC GAM) は、カナダロイヤル銀行 (RBC) のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント (US) Inc. (RBC GAM-US)、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。(UK) Limited、BlueBay Asset Management LLP、BlueBay Asset Management USA LLC、およびRBC Global Asset Management (Asia) Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management (UK) Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



RBC BlueBay
Asset Management