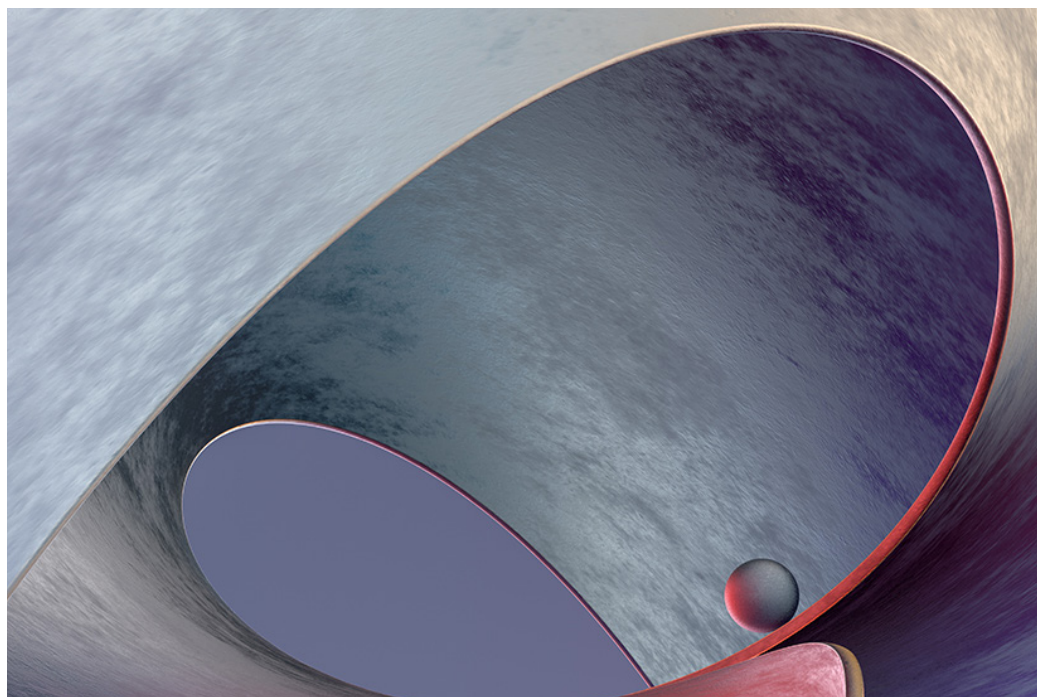

グロース株投資：なぜ外れ値 探しは依然として魅力的か

STUART DUNBAR, PARTNER

キーポイント

- グロース株投資の成功には、非常に長い投資期間とそれを継続する覚悟が必要
- グロース株かバリュー株かという二律背反的な観点で投資を考えることは有益ではない
- 利益を何倍にもすることができる企業を見つけることに集中したほうがよい



※投資価値が下落し、投資額を取り戻せない可能性があることをご留意ください。

2020年の暮れ、弊社のあるシニアアナリストがこう記しています。

「バリュー銘柄の反転上昇が迫っているとの指摘を耳にする。私はそうは思わない。素晴らしい成長企業を発掘し投資する機会は、これまでと同様に強くと信じています。」

傲慢か？過信か？それとも超低金利下でしか投資をしたことがない人の視点でしょうか？確かなことは、この文章が書かれた直後、グロース株に対するバリュー株の大幅な上昇が見られたということです。2007年半ばから明らかになった、長く緩やかなグロース株のアウトパフォームが2020年に爆発的に加速し、その後大きく反転したのです。MSCI指数で定義されるグロース株は、2022年7月末までの18ヵ月間に19%もバリュー株をアンダーパフォームしました。特に高成長銘柄はこの18ヵ月間でかなりひどい下落を示したのです。

これは予見可能だったのでしょうか。ロシアのウクライナ侵攻以前からインフレが進行していたのだから、予見できたと言う人もいるでしょう。インフレ率の上昇に対する標準的な政策対応は金利の引き上げであり、従来の常識では、企業の将来利益の現在価値を下げ、レバレッジをかけた企業の借入コストを引き上げ、アーリーステージの企業の資金調達を難しくすることになります。そして、市場はほぼ一般的な予想通りの反応を示し、将来の収益に依存する度合いが大きい銘柄ほど過酷な株価下落となったのです。

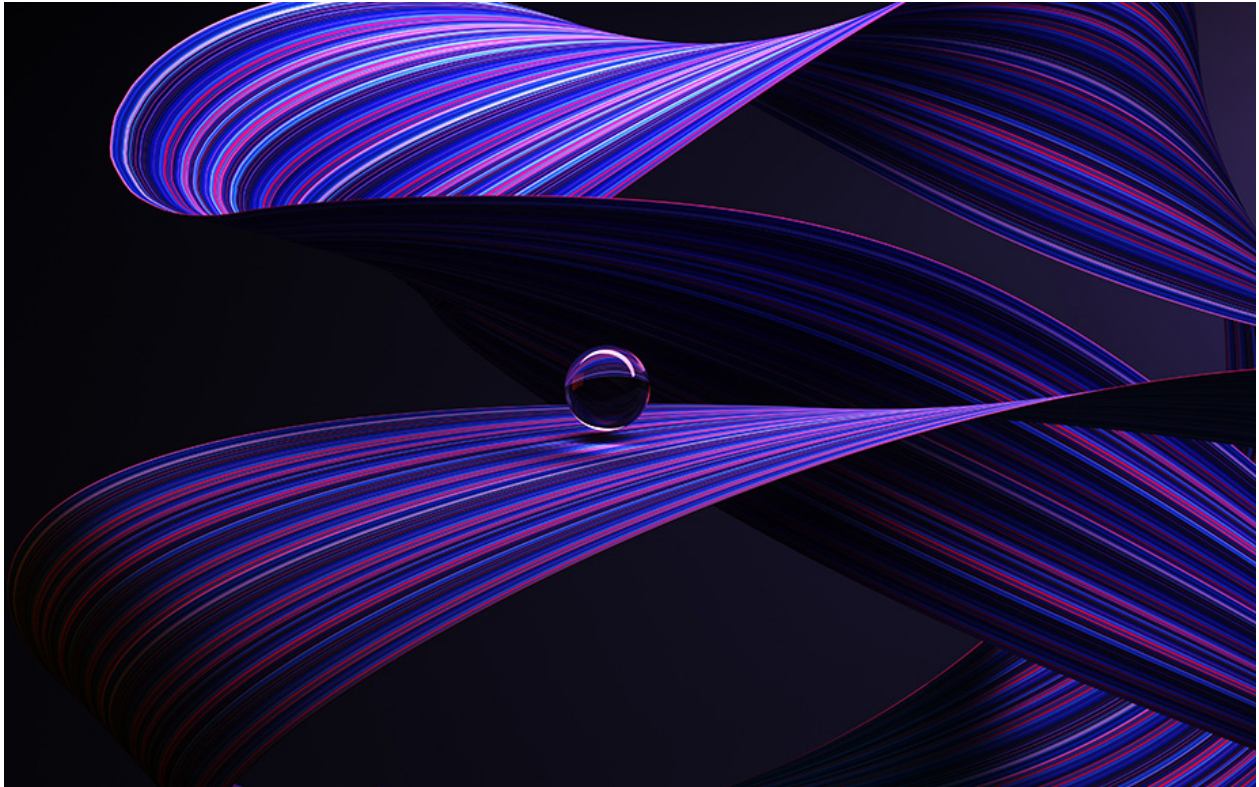
このことをどう考えればよいのでしょうか。グロース株の回復は、市場がインフレ率の低下と金利の低下を予想し始めたときはじめて起こるのでしょうか。ある程度はその通りであり、さらなる金利上昇で景気後退が迫っている今、その始まりを見ているのかもしれませんが。しかし、少なくともベイリー・ギフォードではこのようなことはあまり重要ではないと考えています。

すべてのグロース株が同じというわけではありません。成長企業には、負債を抱える企業もあれば、そうでない企業もあります。競争上の優位性が確立されているため、価格決定力を持つ企業もあれば、そうでない企業もあります。全く新しいビジネスモデルや製品を生み出している企業もあれば、コスト上昇の中で競合他社を凌駕するために熾烈な戦いを続けている企業もあります。初期段階の企業でも、資金が豊富で黒字化への道筋が見えている企業もあれば、ビジネスモデルが不安定で、資金調達の環境が違えば、決して軌道に乗らなかったかもしれない企業もあります。また、キャッシュフローが黒字の企業もあれば、今では確保が難しくなった外部資金に依存し続ける企業もあります。

グロース株のバリューエーションを見ると、投資家が極めて近視眼的でリスク回避的になっているため、割安になっている企業も存在します。過去18ヵ月の間にかかなりの数のグロース株が、事業の見通しに実質的な変化がないまま「バリュー」株となりました。他方、「バリュー」株となった企業の中には、そのビジネスモデルや製品がより優れた新しいもの取って代われ、不可逆的に衰退しているために割安になっている企業も存在します。

こうした例から明らかなように、グロース株とバリュー株を対立するものとして考えることはあまり有益ではありません。私たちが言いたいのは、投資の視野や投資アプローチの違いです。一般的にバリュー株投資とは、簡単に言えば現在市場で過小評価されている企業を、その実質的な価値や収益と比較して買うことです。グロース株投資とは（少なくとも私たちににとっては）、将来の収益に対して長期的に市場からの評価が低い企業を買うことです。バリュー株投資と正反対の投資をしようとしている人はいないでしょう。

グロース株への投資を成功させるには、非常に長い投資の視野と、特に市場全体が近視眼的になった時にも投資を維持するストイックさの両方が必要です。重要なことは、グロース株マネジャーのクライアントも同じ資質を備えている必要があるということです。投資家がスタイルファクターを源泉に超過的なリターンを追い求める際、ファンドが上昇（市場をアウトパフォーム）したら買い、下落（市場をアンダーパフォーム）したら売るという売買行動に陥る場合が多いことが過去のデータから実証されています。そのため、スタイルローテーションでの投資は一貫したスタイルでの投資と比較して、リターンが大きく毀損される可能性があるのです。



株式市場の最も過小評価されている特性の一つに、長期的には市場全体のリターンは、非常に少ない企業によってもたらされていることです。調査によると、いかなる時点のバリューストックであれグロース株であれ、ほとんどの銘柄は投資家の生涯リターンにあまり寄与していないことが分かっています。1990年から2018年にかけて、世界の株式市場で入手可能なすべての株式を購入し保有した場合、その61%はアメリカの短期財務省証券よりも低いリターンとなっています。この61%の損失を補い、より良い結果を出したのは38%だけでした。しかし、本当に驚くべき統計は、上位1.2%の企業が、その間の世界の株式市場の上昇分全体に相当する時価総額を増やしたということです。

もし、平均よりもうまく株価評価を行い取引できるマネージャーを見つけることができれば、市場の変動は確かに投資タイミングを提供するので、それほど問題にはならないでしょう。しかし、マーケットタイミングが得意でない長期保有を実践する投資家（私たち）にとって、本当に興味をそそる企業はほとんどありません。グロースやバリューストックの区分ではなく、本当に世界を変える可能性のある、ごく少数の企業を見極めることが重要なのです。そんなことが可能なのでしょうか？もちろん、それは簡単な

ことではありませんし、5~10年先、さらにその先の未来を見ようとするので、間違えることも多いでしょう。しかし、そのような企業には質の高い、非常に長期の視野を持った強靱な経営者（多くの場合、創業者が支配している企業）、企業文化の強さ、技術やビジネスモデルの大規模かつ柔軟な応用、平均よりはるかに高い研究開発費といった共通の特徴があると私たちは考えています。これらの企業の中には、収益を何倍にもする企業も存在し、長期的にはスタイルやマクロ経済、金利、インフレではなく、このような企業がポートフォリオのリターンの原動力となるのです。

冒頭のシニアアナリストの文章に戻ると、一見すると間違っていることを書いているように思われますが、この文章には「10年後の見通しで」という言葉が含意されているのです。私たちの世界は、合成生物学、人工知能、個別化医療等を現実の問題に適用するための足がかりをまだ得ておらず、エネルギー革命や電子商取引革命も長期に亘って続くと見込まれます。これらの分野の企業の評価は変動するでしょうが、優れた業績を上げ、価値ある利益を達成した企業が、株式市場のリターンを牽引することになると考えています。これまでもそうであったように。

スチュアート・ダンバー (パートナー)



STUART DUNBAR

Partner

クライアント部門のディレクター。2003年にBaillie Giffordに入社し、2014年にパートナーへ。英国ビジネスグループの議長を務めるほか、グローバルなマーケティングや商品開発活動を調整し、当社の戦略的リーダーシップグループやESGステアリンググループなど、さまざまな経営グループのメンバーでもある。Baillie Giffordでは、機関投資家向け営業やコンサルタントとの関係、金融機関専門チームの創設などに携わる。近年は、当社全体の「Actual Investors」哲学の発展、当社のESG投資リサーチ活動および戦略提供の統合と発展に注力。Baillie Gifford入社以前は、香港のDresdner RCMと英国のAberdeen Asset Managementに勤務。1993年にストラスクライド大学でファイナンスとビジネスローの学士号を取得。

重要情報に関する記述

本資料に記載されている見解は、特定の商品を購入、売却、保有することを助言又は推奨するものではありません。執筆者の意見であり、事実と見做したり、投資判断の根拠としたりすべきではありません。

本資料は2022年6月に作成及び承認され、その後更新は行っていません。本資料の記載内容は作成基準日時点のものであり、現在の見解とは異なっている可能性がある点にご留意ください。

全ての情報は別途記載がない限りは、直近かつベイリーギフォード作成のものです。

本資料に使用された写真等のイメージは本文に関連する挿図に過ぎず、投資を推奨する等の特段の意図はございません。

Baillie Gifford & Co及びBaillie Gifford & Co Limited ともに英金融行為規制機構(以下FCAと呼びます)の認可を受け、かつ、その監督下にあります。Baillie Gifford & Co Limited は英国籍投資信託(OEIC)のコーポレートダイレクターとして機能します。

Baillie Gifford Overseas Limited(以下BGOと呼びます) は Baillie Gifford & Coの100%子会社であり英国外のお客様に対して資産運用・助言サービスを提供するための会社であり、FCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

英国外に居住する投資家は投資アドバイザーからの助言に基づき、弊社商品への投資に際して政府等からの許可等が必要か否かをご確認ください。また投資に関連して発生し得る税金についてタックスアドバイザーにご確認ください。

金融仲介業者

本レポートは、金融仲介業者の使用に適しています。金融仲介業者はそれ以降の配布について単独で責任を負い、Baillie GiffordはBaillie Giffordから直接この文書を受け取っていないその他の人物によるこの文書の信頼について責任を負うものではありません。

本書は英語から他言語に翻訳されています。翻訳版には英語版の文書と同一の情報のみが含まれ、英語版の文書と同じ意味を持っています。英語版の文書と翻訳版に相違がある場合は、英語版の文書が優先します。英語版は、ご要望に応じて提供いたします。

日本の投資家に対する情報開示

三菱UFJベイリーギフォードアセットマネジメントリミテッド(以下MUBGAMといいます)は三菱UFJ信託銀行とBGOとの合併会社です。MUBGAMはFCAの認可を受け、かつ、その監督下にあります。

