

テーマ別戦略の評価方法



Matthew Bartolini

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ
マネージング・ディレクター

この資料は、2021年3月2日に弊社ブログ Indexology® に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語をご参照下さい。

英語版：<https://www.indexologyblog.com/2021/03/02/how-to-value-thematic-strategies/>

新型コロナウイルスのパンデミックを受け、明確な行動変容が起きており、経済全体にわたり非常に大きなトレンドが形成されています。これにより、将来の新たな成長機会が生じる可能性があります。

こうした中で、投資家の間ではテーマ別 ETF への関心が高まっています。テーマ別 ETF を活用することにより、イノベーションの最前線にある企業へのエクスポージャーを保有することが可能となります。2020年には、フューチャー・コミュニケーション、クリーン・エネルギー、スマート・トランスポーターション、およびクラウド・コンピューティングなどのテーマに特化した ETF に 400 億ドル以上の資金が流入しました¹。

これらのイノベーション分野に対するファンダメンタルな見方を策定するためには、どのバリュエーション指標が最も適切であるかを検討する必要があります。

テーマ別戦略を評価するためのファンダメンタルな指標

最も適切な指標を選択するためには、当社がテーマ別戦略として特定した 145 のファンドの中にどのようなタイプの企業が含まれているかを理解する必要があります。当社の証券リスクスルー分析によると、これらのファンドに組み入れられている企業の多くは、一般消費財・サービス、ヘルスケア、および情報技術などのセクターに集中しています。重要なこととして、これらのセクターの企業は通常、バランスシート上に重要な無形資産²を有しています。無形資産を多く保有していると、一般に企業の純資産額が少なく見積もられるため、企業の株価純資産倍率が上昇する可能性があります。したがって、株価純資産倍率は最適な指標ではないと判断できます。

テーマ別戦略にとって収益関連指標が最適な指標ではない理由

ただし、収益に関連する指標（例えば、株価収益率（PER）、予想株価収益率（12 ヶ月先）、企業価値（EV）/EBITDA 倍率など）を用いた場合にも問題点があります。まず、収益がマイナスの企業を除外する必要があり、その結果、分析の対象となるエクスポージャーが不完全なものになります。また、結果を歪めないようにするためにも、これらの企業を除外する必要があります（つまり、ポートフォリオの平均的な PER 値を計算する際に、仮にマイナスの PER 値があれば、高い PER 値が抑えられることになる）。

一部のテーマ別エクスポージャーの中に収益がマイナスの企業が存在する場合、テーマ別戦略を評価する上では、分母の中に収益関連の情報が入っている指標を利用すべきではないと言えます。このことは、PEG レシオ（株価収益率（PER）を一株当たりの利益成長率で割った指標）にも当てはまります。PEG レシオには、分母の中に収益の関連の情報が入っていますが、株価収益率は予想成長率により正規化されています。

収益ベースの指標は最適ではないが、売上高ベースの指標は活用できる

革新的な企業の中には赤字の企業もありますが、多くの企業は売上高/収入を計上しています。したがって、次の2つの売上高ベースの指標（「株価売上高倍率（PSR）」および「EV/売上高倍率」）の1つを使用することが最適である可能性があります。EVは企業の株式価値と負債額の両方を考慮しているため、企業の経営状況を判断する上では、EV/売上高倍率が最も適切かつ包括的な見解を提供すると考えられます³。企業は資本構成にとらわれずに、売上高を生み出すためにバレッジ/負債を活用することから、負債の水準を考慮することにより（つまり、株価を基準とする指標では企業の負債が指標に反映されないため、負債水準の高い業種は通常、割安なように見える一方で、EVの下では、負債が考慮に入れられる）、産業全体にわたり比較が可能になる傾向があります。

指標リスト（およびテーマ別バリュエーションの強みと欠点）は以下の通りです：

指標	テーマ別の強み	テーマ別の欠点
株価純資産倍率	収益がマイナスの企業に対して使用することができる	無形資産が多い企業に対しては適切ではない
株価収益率	費用控除後のキャッシュフロー、および株主に支払われる、または成長のために留保される可能性のある企業の収益を考慮する	資本構成による影響を受け、収益がマイナスの企業に対しては適切ではない
PEG レシオ	株価収益率や、成長見通しのような指標を考慮する	資本構成による影響を受け、収益がマイナスの企業に対しては適切ではない
EV/EBITDA 倍率	資本構成にとらわれず、キャッシュフローを考慮する	収益がマイナスの企業に対しては適切ではない
株価売上高倍率（PSR）	収益がマイナスの企業に対して調整を加える	資本構成による影響を受け、利益率が異なる様々な業種を比較するには適切ではない
EV/売上高倍率	資本構成にとらわれず、収益がマイナスの企業に対して調整を加える	売上高は、利益率が異なる様々な業種を比較するには適切ではない

出所：SPDR アメリカス・リサーチ

以下の表は、様々な指標の観点から、18本のブロード・イノベーション・ファンド⁴から成る総合ポートフォリオを、S&P 500 および S&P 500 グロース指数と比較したものです。予想通り、ブロード・イノベーション・カテゴリーの平均値は、広範な市場よりも高くなっています。ただし、企業価値（EV）/売上高倍率に関しては、上述した理由により、大きな違いがありません。

	株価収益率	株価収益率（初年度は推定値を使用）	株価純資産倍率	株価売上高倍率	EV/EBITDA 倍率	EV/売上高倍率
S&P 500	27.5	23.8	3.8	2.6	16.0	3.2
S&P 500 グロース指数	34.9	30.3	7.7	5.1	19.3	4.9
ブロード・イノベーションの平均	42.3	37.7	5.9	5.1	19.5	4.0
S&P 500 との比較	54%	59%	54%	95%	22%	23%
S&P 500 グロース指数との比較	21%	25%	-24%	-1%	1%	-18%

出所：ファクトセット、2020年11月30日現在

これらのエクスポージャーは、昨年末時点で割高な水準で取引されてきました。しかし、予想成長率見通しが高かったことや、将来の成長機会を生み出すために行動の変化が生じる可能性があることにより、倍率は広範な市場よりも高くなっています。

2021 年以降の分析

新型コロナウイルスのパンデミックにより、非接触型の意思疎通、高度な医療品、デジタル接続、およびインテリジェント・インフラなどを可能にする革新的な技術に対するニーズが引き続き高まると考えられます。

これらのテーマ別のトレンドに投資する方法が増えている中で、投資家はデューデリジェンスの最初の段階として分類の枠組みを必要としています。また、各エクスポージャーの構築アプローチを理解することも重要です。多くの評価指標がある中で、企業価値（EV）/売上高倍率が最適な指標である可能性があります。

¹ ブルームバーグ・ファイナンス L.P.、2020 年 12 月 31 日現在、SPDR アメリカス・リサーチの計算に基づいています。

² 無形資産とは、本質的に物理的なものではない資産のことです。のれん、ブランドの認知度、および特許・商標・著作権などの知的財産はすべて無形資産です。無形資産は、土地、車両、設備、および在庫などの有形資産と対になる概念です。

³ EV とは、企業の時価総額と、短期および長期の負債からバランスシート上の現金を差し引いたものです。

⁴ 2020 年 12 月 15 日時点で SPDR アメリカス・リサーチが分類した 18 本のファンド。

用語集

S&P 500®: 米国の大型株の一般的なベンチマークであり、米国の主要産業を代表する 500 社で構成されており、米国株式市場の時価総額の約 80% をカバーしています。

S&P 500® グロース指数: スタンダード&プアーズ社が開発した時価総額加重指数であり、S&P 500 内で高い成長性を示す銘柄で構成されています。

Disclosures

The views expressed in this material are the views of Matthew Barotlini through the period ended February 12, 2021 and are subject to change based on market and other conditions. This document contains certain statements that may be deemed forward looking statements. Please note that any such statements are not guarantees of any future performance and actual results or developments may differ materially from those projected. Investing involves risk including the risk of loss of principal. Past performance is no guarantee of future results.

The information provided does not constitute investment advice and it should not be relied on as such. It should not be considered a solicitation to buy or an offer to sell a security. It does not take into account any investor's particular investment objectives, strategies, tax status or investment horizon. You should consult your tax and financial advisor. All material has been obtained from sources believed to be reliable. There is no representation or warranty as to the accuracy of the information and State Street shall have no liability for decisions based on such information. The whole or any part of this work may not be reproduced, copied or transmitted or any of its contents disclosed to third parties without State Street Global Advisors' express written consent.

The trademarks and service marks referenced herein are the property of their respective owners. Third party data providers make no warranties or representations of any kind relating to the accuracy, completeness or timeliness of the data and have no liability for damages of any kind relating to the use of such data.

Investing involves risk including the risk of loss of principal.

ETFs trade like stocks, are subject to investment risk, fluctuate in market value and may trade at prices above or below the ETFs net asset value. Brokerage commissions and ETF expenses will reduce returns.

Standard & Poor's®, S&P® and SPDR® are registered trademarks of Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P); Dow Jones is a registered trademark of Dow Jones Trademark Holdings LLC (Dow Jones); and these trademarks have been licensed for use by S&P Dow Jones Indices LLC (SPDJI) and sublicensed for certain purposes by State Street Corporation. State Street Corporation's financial products are not sponsored, endorsed, sold or promoted by SPDJI, Dow Jones, S&P, their respective affiliates and third party licensors and none of such

parties make any representation regarding the advisability of investing in such product(s) nor do they have any liability in relation thereto, including for any errors, omissions, or interruptions of any index.

State Street Global Advisors, One Iron Street, Boston, MA 02210.

© 2021 State Street Corporation. All rights reserved.

3373882.2.1.AM.RTL | EXP. 2/28/2022

The posts on this blog are opinions, not advice. Please read our [Disclaimers](#).

このブログの記事は意見であり、助言ではありません。免責条項をお読み下さい。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

©S&Pグローバルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC 2021 年。不許複製。Standard & Poor's、S&P、は、S&Pグローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズ LLC (以下「S&P」) の登録商標です。「ダウ・ジョーンズ」は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」) の登録商標です。商標は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして(または)複製を書面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ、S&P 或いはそれぞれの関連会社(これらを合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス」という)が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

指数に直接投資することはできません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、第三者が提供し、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることに保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC は投資顧問会社ではなく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。S&P の米国のベンチマーク指数及びダウ・ジョーンズの米国のベンチマーク指数の終値は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスがサードパーティ・ベンダーの 1 社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2 次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容(指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力)も他のいかなる部分(以下「内容」という)も、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる事前の書面による承認なくして、いかなる形式といかなる手段によっても、改変、リパースエンジニアリング、再製作または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー(合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者」という)も、内容の正確性、完全性、適時性或いは利用可能性を保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても(逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず)、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲介業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ 「[Indexology](https://www.indexologyblog.com)」 (英語) をご覧になりたい方は、こちらのサイト www.indexologyblog.com よりご登録いただけますと、更新の都度メッセージが届きます。