ASSET CLASS INSIGHT

株価が織り込むシナリオ

市場の信頼感が高いときこそ規律あるバリュエーションが重要となる理由

概要

- 株価は市場が提示するものですが、企業価値は企業自身が正当化できるものであり、バリュエーションは、この株価と企業価値とをつなぐ規律です。
- バリュエーションが高い銘柄には、より厳格な検証が求められます。支払う株価が高くなるほど、将来のキャッシュフローの持続性に対してより強い確信が必要となります。
- バリュエーションは、投資家の視点を企業の本源的価値に立ち返らせる役割を果たします。その目的は、成長やイノベーションを否定することではなく、どのようなファンダメンタルズ要因が株価を正当化できるのか、あるいはどのようなシナリオが過度に織り込まれているのかを精査することです。

執筆者

ROSS CARTWRIGHT
リード・ストラテジスト
ストラテジー・アンド・
インサイト・グループ

KELLY GARRETT
シニア・アナリスト
ストラテジー・アンド・
インサイト・グループ

バリュエーションとは、将来のキャッシュフローを想定し、企業の持続性を評価し、支払う株価がリスクに十分見合うリターンを提供するかどうかを判断するための規律です。AIのような強力なテーマによって形成されている市場では、企業に対する高い期待が株価に織り込まれ、予測の誤差を吸収する余地が限られるため、バリュエーション規律の重要性は高まる一方であり、低下することはないと考えています。多くの場合、リスクは誤った投資テーマを追求することにあるのではなく、投資テーマが想定通りに実現することを前提に株価を支払うことにあります。

バリュエーションの永続的な役割

バリュエーションが軽視される状況は、あらゆる市場サイクルで生じているように見えます。例えば、1990年代後半にはインターネット・バブルが発生し、2000年代半ばには金融イノベーションと住宅ブームが発生しました。そして現在は、人工知能（AI）、潤沢な流動性、政策支援、資本負担の軽いビジネスモデル、大手プラットフォーム企業の規模の優位性などが、バリュエーションが軽視される背景として挙げられます。状況はそれぞれ異なりますが、本質的な問いは共通しています。それは、株価が割高でも将来の魅力的なリターンを期待して投資する場合、その投資が成功するためにはどのような条件が必要か、という問いです。

株価は、投資家が現時点で支払う意思のある価格を表しており、市場のセンチメント、流動性、ポジショニング、市場の株価に織り込まれた期待などの影響を受けます。一方、企業価値には長期的に見た企業の経済的実態、すなわち、持続的なキャッシュフローを生み出す能力、相対的に魅力的な収益率で資本を再投資する能力、競争圧力や景気循環的な圧力への耐性が反映されます。株価と企業価値は、短期的には大きく乖離することがあります。株価は、企業の経済的実態を上回る速さと幅で変動する場合があります。だからといって、市場が非合理的というわけではありません。これは単に、株価の動きには長期的な企業業績の変化だけでなく、流動性、投資家のポジショニング、リスク選好度、投資シナリオの転換なども反映されることがあるためです。したがって、株価と企業価値の乖離は投資機会とリスクの両方を生み出すものであり、規律あるバリュエーション分析はこれらを評価するためのものとなり得ます。

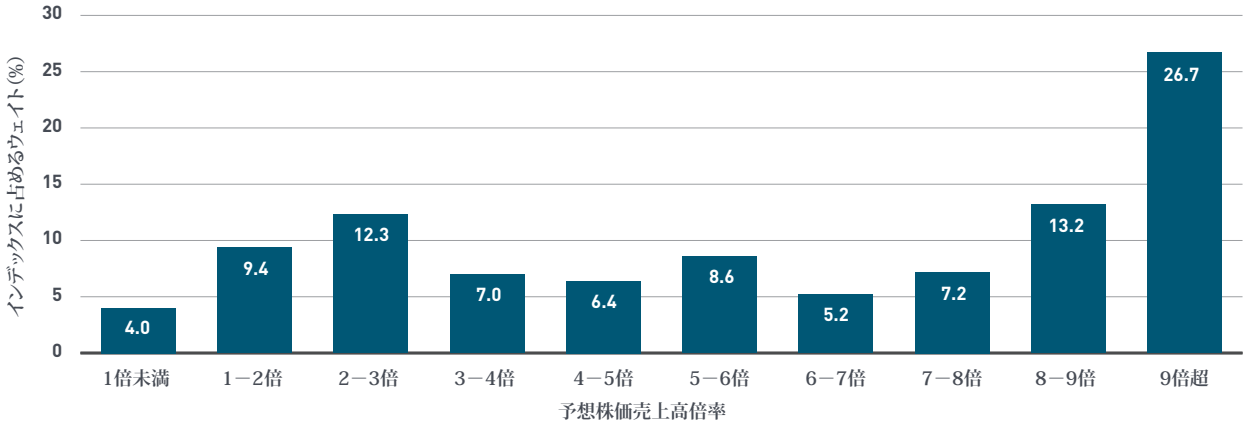
当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

バリュエーションから読み解く市場の期待

有効なバリュエーション分析を実現するためには、市場が織り込んでいる仮定を特定することが必要です。従来の株価倍率で見て株価が割高か割安かを判断するという単純なものではありません。株価倍率は便利な指標ではありますが、あくまで算定結果であり、最終的な結論ではありません。織り込まれた将来のキャッシュフローの持続性、成長性およびリスクに照らして株価を評価する場合にのみ、有意義なツールになります。問うべきは、現在の株価を正当化するためには、どのような条件が実現する必要があるか、ということです。

この問いの目的は、市場サイクルのピークを予想することではありません。現在の株価を正当化するためにはどれほどの収益力が必要かを理解することが、その目的です。株価がファンダメンタルズに対して割高なほど、業績が期待を下回った場合の許容度は低くなります。そうした意味では、バリュエーションは、将来に対する期待を、それを実現するために必要とされる利益、キャッシュフロー、資本利益率へと具体化する機能を持つといえます。

図表1：バリュエーションが高い銘柄は、より厳格な検証を要する



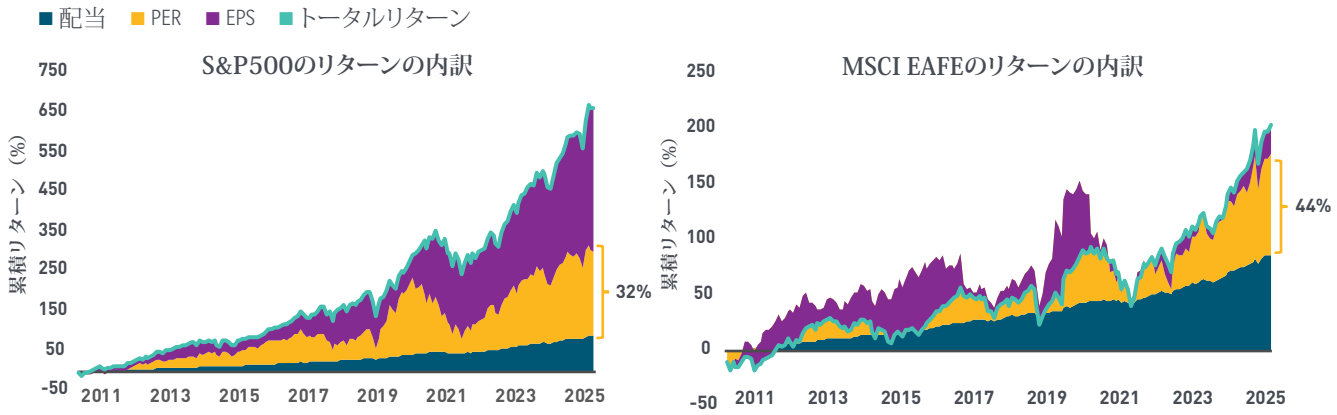
出所：FactSet Portfolio Analysis。2026 年 6 月 30 日現在。市場予想平均に基づく 12 カ月先の予想。S&P500 構成企業に基づく。

高い株価売上高倍率が示唆する前提は厳しいものです。売上高が継続的に成長し、利益率が大幅に拡大することが前提となっており、さらに、その競争優位が長期にわたって維持されなければ、現在の株価を正当化することは困難であると考えます。

将来には不確実性が伴うため、バリュエーション分析においては、単一の精緻な予測に依存するのではなく、可能性の高い複数のシナリオを検証することが必要です。ここで不可欠となるのが安全性マージンであると考えます。安全性マージンは、支払った株価が保守的に見積もった企業価値を大幅に下回っている状態を指し、予測の誤差、事業の低迷、市場環境の変化による影響から投資家を保護する役割を果たします。その目的は予測の精度ではなく、規律ある投資判断を行うこと、つまり、期待リターンが引き受けるリスクに十分見合うものであるかどうかを見極めることです。

バリュエーションの枠組みは、指標上割安な銘柄を保有することではありません。キャッシュフロー創出力、再投資の機会、および競争優位性によって株価を正当化できる企業は、バリュエーションが高くても魅力的な投資対象であると考えられます。一方、事業の持久力を欠く企業、資本利益率が低下している企業、あるいは景気サイクルを通じてキャッシュフローを維持することができない企業は、バリュエーションが低くてもバリュートラップ（万年割安株）と見なされる可能性があります。そうした意味で言えば、バリュエーション分析はグロース企業に対する高い確信を裏付けることが可能であり、単にバリュエーションの高い銘柄を投資対象から一律に除外するものではありません。合理的に達成可能な水準以上の業績が株価に織り込まれている銘柄を除外することが可能ということです。最近の株式市場のリターンのかなりの部分は、利益の伸びやキャッシュフローの改善だけでなく、こうしたファンダメンタルズに対して高いバリュエーションを支払うことをいとわない投資家の動きによってもたらされているとみられます。

図表2：米国ではバリュエーションの拡大を主な追い風に将来の期待リターンが上昇しており、米国以外では配当の重要性が高まっている



出所：FactSet Market Aggregates。2011年7月31日～2026年7月31日の月次データ。12カ月先予想に基づく。トータルリターンはS&P500がグロス、MSCI EAFEとMSCI Europeがネットで、いずれも米ドル・ベース。ファンダメンタルズの影響（1株当たり純利益（EPS）、株価収益率（PER）、トータルリターン・インデックス、プライスリターン・インデックス）は、現在の値を2011年7月31日時点の値で除した比率の自然対数として算出。配当の影響は、10年間のトータルリターンの影響とプライスリターンの影響の差として計算。

バリュエーションと株主の意識

バリュエーションの最も重要な役割の1つは、株主の意識、すなわち単に画面上で変動するティッカーシンボルとしてではなく、実体ある企業の一部を所有する権利として株式を捉えるという意識の育成を促すことです。そのためには、企業のファンダメンタルズ、競争優位性、バランスシートの健全性、再投資の機会、経営陣の資本配分に目を向ける必要があります。

一方、市場参加者の意識はこれとは異なり、株価の動きや他の市場参加者の次の動きをチェックすることを優先するため、株式は企業が長期的に生み出すキャッシュフローに対する請求権ではなく、市場のセンチメントを測る手段となっています。

株式を単なる価格として捉えるようになると、投資家の焦点は、企業を評価することからティッカーシンボルを売買することにシフトします。株価は一目見れば分かりますが、企業価値は分析しなければ分かりません。企業価値を評価するためには、企業のデューデリジェンスを行い、資本利益率の維持、競争優位の保持、収益性の高い再投資、および将来のキャッシュフローに対するリスクの管理が可能かどうかを精査する必要があります。

モメンタムやセンチメントの変化はトレーダーのリターンを一時的に高めるかもしれませんが、長期投資家のリターンを最終的に決めるのは、企業業績と、それに対して支払われる株価です。優れた企業であっても、想定通りの業績が株価に織り込まれている場合は、投資家の失望を招くことがあります。一方、持続的なキャッシュフローを生み出しているにもかかわらず、不人気で割安に放置されている企業は、期待が過度に低下している場合、投資家にリターンをもたらす可能性があります。

バリュエーションは投資家の意識を企業の経済的実態に向けさせるものであり、投資家が「魅力的なストーリー」と「優れた投資」を区別するのに役立つツールと言えます。

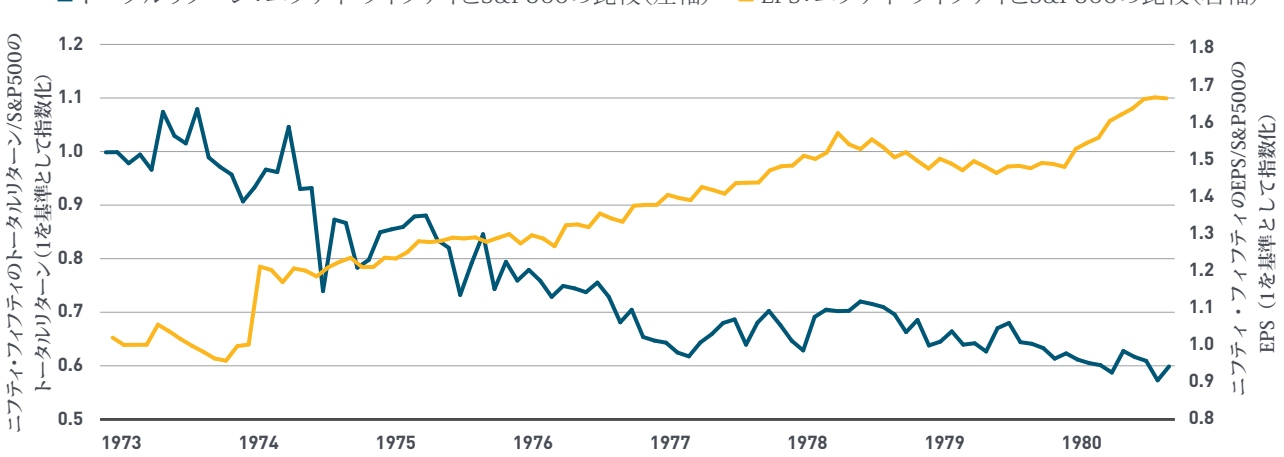
当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

楽観的な市場で規律を保つ

バリュエーションが高いからといって、それだけを理由に投資を避ける必要はありませんが、バリュエーションが高い銘柄には、より厳格な基準を適用して検証を行うことが賢明です。株価に織り込まれている期待が楽観的であればあるほど、期待を下回る結果を許容する余地は小さくなります。規律ある投資家は、投資先企業を高く評価し、その経営陣を尊重し、その企業が手掛ける製品を信頼していても、株価に織り込まれている期待は楽観的過ぎると結論付けることがあります。企業の質と投資リターンの魅力度には関連性はありますが、必ずしもイコールではありません。

1970年代のニフティ・フィフティ（素晴らしい50銘柄）と呼ばれた株式を例に見てみましょう。当時、米国市場を牽引していたこれらのグロース株は、株価水準にかかわらず一度買ったら恒久的に保有する「ワン・ディシジョン」銘柄として広く知られていました。ニフティ・フィフティは市場の熱狂が高まるにつれ、多くの銘柄が50～60倍を超える高いPERで取引されるようになりました。ところが、1973年の石油危機を契機にインフレ率と金利が上昇し、株式市場が全面安になると、これら企業の株価も急落しました。多くの企業が堅調な経営を維持し、成長し続けていましたが、問題は、バリュエーションと市場の期待値が現実的に見込まれる将来のリターンから乖離していたことでした。

図表3：ニフティ・フィフティは企業利益は堅調だったが、相対的にはアンダーパフォームした



出所：BNP Paribas。1973年2月28日～1980年12月31日の月次データ。

バリュエーションが最も重要になるのは、このように市場の信頼感が最も高まっている局面です。なぜなら、我々の経験によると、こうした局面では不確実性が過小評価される可能性が最も高いためです。株価が上昇すると、企業に対する市場の期待値がますます高まっているにもかかわらず、リスクが低下したかのような印象を受ける可能性があります。

バリュエーションが最も必要とされる局面で最も有用性が感じられないのは、そのためです。市場はその時々の状況に適応していくものです。つまり、成功している戦略には資金が流入し、投資家のポジションが集中することで、最終的には実現困難な期待が株価に織り込まれることになります。図表4は、こうした市場の適応プロセスを示しています。勝ち組と見なされる銘柄に投資家が殺到すると、負け組と見なされる銘柄に対するバリュエーション・プレミアムが拡大し、期待リターンのハードルは一段と高まります。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

図表4：投資家は勝ち組と見なされる銘柄には大幅なプレミアムを支払うこともいとわない



出所：FactSet portfolio analysis。MSCI World Indexの2006年7月31日～2026年7月31日の月次データ。グラフは、第1五分位（プレミアムが最も高い銘柄）と第5五分位（プレミアムが最も低い銘柄）の予想株価収益率（PER）の差（スプレッド）を示す。五分位は予想PERの加重調和平均を用い、利益がマイナスの企業を除外して月次で作成。五分位群は均等加重。予想利益は12カ月先予想で、証券会社の予想平均に基づく。

市場で勝ち組と見なされる企業とそれ以外の企業との間のバリュエーション格差が拡大すればするほど、将来の期待リターンが企業の継続的な事業遂行力と投資家の強気な見方の持続性に大きく左右されることになると考えます。

規律あるバリュエーション分析の実践：評価の枠組み

株主の視点で見ると、バリュエーションは、株価に織り込まれている前提条件を精査するための実践的な評価の枠組みになります。

- 現在の株価には、どのようなシナリオがすでに織り込まれているのか？
- 投資先企業は様々な市場環境を通じてキャッシュフローと資本利益率を維持できるのか？
- 投資家は取るリスクに十分見合うリターンを期待できるのか？
- 好調なパフォーマンスは企業のファンダメンタルズによるものなのか、それともバリュエーションの拡大によるものなのか？

規律あるバリュエーション分析のプロセスは、バリュエーションがファンダメンタルズに裏付けられている企業と、ほぼ想定通りの事業執行が織り込まれている企業とを区別するのに役立ちます。

結論

バリュエーションとは、成長やイノベーション、あるいは変化を否定するものではなく、どんなに優れた企業であっても、株価に過度な期待が織り込まれている企業は投資対象としての魅力に欠ける可能性があることを認識するための規律です。魅力的なシナリオに支配されている市場では、投資家はバリュエーションを重視することで、自分たちが実際に保有しているのは、単なるシナリオへのエクスポージャーではなく、企業が将来生み出すキャッシュフローに対する請求権であるという意識を常に持つことができます。最終的に、バリュエーションは、企業への高い評価と、その企業への投資が妥当であるかという判断を区別するものであると考えます。

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

当レポート内で提示された見解は、MFSディストリビューション・ユニット傘下のMFS ストラテジー・アンド・インサイト・グループのものであり、MFSのポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいはMFSの代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

いかなる運用スタイルも、利益を保証したり、損失を回避したりすることはできません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

ミューチュアル・ファンドを含むすべての投資には、投資元本を割り込む可能性等を含む一定のリスクが伴うことにご留意ください。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービセズ・カンパニー（MFS）および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合があるため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312号

加入協会：一般社団法人資産運用業協会

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。

MFSE_FLY_5145900_8_26　69009.1