

リサーチ・インスティテュート

クレディ・スイス・リサーチと世界最前線の専門家による
リーダーシップの探求



クレディ・スイス
グローバル・インベストメント・
リターンズ・イヤーブック 2015

0.80	+5.57	12'76	+2.175	2411.02	+5.582	38
			+3.208	1843.47	+1.255	47
			+3.125	0208.62	+0.224	53
			+8.742	9744.43	+3.125	02
			+0.224	5368.41	+7.248	14
			+5.582	3886.80	+0.435	03
			+7.248	1421.51	+1.255	47
			+4.248	9774.43	+0.435	03
			+8.742	9744.43	+2.175	24
					+3.208	18

目次

- 3 序文
- 5 産業：その栄枯盛衰
- 17 責任ある投資：悪役を演じることで利益は出せるのか？
- 29 株式の割引率は平均に回帰するのか？

- 35 国別市場ハイライト
 - 36 オーストラリア
 - 37 オーストリア
 - 38 ベルギー
 - 39 カナダ
 - 40 中国
 - 41 デンマーク
 - 42 フィンランド
 - 43 フランス
 - 44 ドイツ
 - 45 アイルランド
 - 46 イタリア
 - 47 日本
 - 48 オランダ
 - 49 ニュージーランド
 - 50 ノルウェー
 - 51 ポルトガル
 - 52 ロシア
 - 53 南アフリカ
 - 54 スペイン
 - 55 スウェーデン
 - 56 スイス
 - 57 英国
 - 58 米国
 - 59 世界23ヵ国
 - 60 米国を除く世界22ヵ国
 - 61 欧州16ヵ国

- 63 参考文献
- 65 著者紹介
- 66 この出版物について・免責事項

本書に掲載された記述についての詳細は、下記のいずれかにお問い合わせください。

Michael O'Sullivan, Chief Investment Officer
UK & EMEA, Credit Suisse Private Banking
& Wealth Management,
michael.o'sullivan@credit-suisse.com

Richard Kersley, Head of Global Securities
Products and Themes, Credit Suisse
Investment Banking,
richard.kersley@credit-suisse.com

著者へのお問い合わせ、またイヤーズブック
および付録ソースブックのご注文をご希望
の方は66 ページをご覧ください。

序文

2015年は明白な矛盾および劇的な反転と共に始まりました。先進国では、株式・債券市場の両方が記録的高水準にあります。石油価格は暴落し、スイスフランは対ユーロ相場の上限を撤廃しました。世界経済の成長は低迷しており、デフインフレは多くの中央銀行の更なる利下げ余地を広げ、また最近の欧州中央銀行のケースでは、量的緩和プログラムという形の異例の行動を取らせています。この不安定な背景の中、私たちは今回2015年のクレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ・イヤーブックを発表し、本書中の株式、債券およびインフレに関する豊富なデータが、長期での資産価格のトレンドの観点から市場の進展を組み立てる助けとなることを願っています。

2015年のイヤーブックには、26の市場・115年間分のデータを使用しています。付属のクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック2015ではこのデータを更に活用し、詳しい表、グラフ、一覧表およびさまざまな参考文献を活用し各国について発展的な分析を行っています。本書の第1章と第2章では、ロンドン・ビジネススクールのエルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントンが、この豊富なデータを基に分析を行い、投資に関する新しい方法を確立しています。

第1章では、長期投資家にとっての産業のウェイトの重要性に焦点を当てます。今日、米国および英国市場では、銀行業と鉱業だけが1900年に近い水準のウェイトを占めています。確かに、1900年には鉄道業が英国市場の50%を、また米国市場の3分の2近くを占めていました。この章では、新旧両方の産業のリターンと、「産業の分散化は国の分散化よりも重要か？」そして「新旧どちらの産業のウェイトを高めるべきか？」といった疑問を検討することによって、事業分野に沿ったポートフォリオを構築する投資家に対して持つ意味を調査しています。結果、興味深いことに、新産業よりも旧産業に投資することでリターンが高くなる場合もあることが分かりました。

本イヤーブックの第2章では、責任ある投資について検証しています。これは、2012年のクレディ・スイス・リサーチ・インスティテュートのレポートである『インパクトをもたらす投資』で発展させたテーマです。私たちは、このテーマが資産運用の領域にとって重要かつ成長中の分野であると考えています。この章では社会、環境、倫理面に考慮した投資へのいくつかのアプローチを評価しています。また、環境問題、社会問題、またはコーポレート・ガバナンスのいずれに焦点を当てるかに関わらず、企業との関わり（エンゲージメント）が成功する可能性があるとの証拠を提供しています。

最後に、第3章ではクレディ・スイスHOLTチームのデイビッド・ホランドとブライアント・マッシュューズがイヤーブック掲載の過去のデータについて、マーケット・インプライド（市場が織り込んでいる）・アプローチによって補足しています。その中で、インプライド資本コストがどのように時と共に平均に回帰するのか、また、それは多少なりとも予測可能なのかについて検討しています。国レベルでは、中国とスイスのインプライド割引率が最も低く、一方、ロシア、イタリア、アルゼンチンが最も高くなっていると述べています。

エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン共著の“Triumph of the Optimists”（Princeton University Press[2002]、邦訳『証券市場の真実—101年間の目撃録』）は投資分析に大きな影響を及ぼしており、彼らと共に今回のレポートを作成できたのは大変光栄なことです。本イヤーブックは、クレディ・スイス・リサーチインスティテュートの作成している出版物の一つで、クレディ・スイスの世界規模のリサーチ・チームのリソースと世界トップクラスの外部の調査機関とを結び付け、作り上げたものです。

ジャイルズ・キーティング
プライベートバンキングおよび
ウェルスマネジメント部門調査
部長兼副グローバルCIO

ステファノ・ナテッラ
インベストメントバンキング
部門グローバル・エクイティ・
リサーチ部長



産業：その栄枯盛衰

本稿では、長期の投資家にとっての産業のウェイトの重要性に焦点を当てます。ここでは技術の進歩とともに産業がどのような栄枯盛衰を見せてきたかを示します。次々に登場した新たな産業や企業は世界を変えてきましたが、投資としては期待外れとなる場合もありました。そこで、期待外れに終わった一部の新産業への投資と共に、旧産業の衰退が曲がりなりにも全体的に良好なリターンを生み出してきたことについての説明を試みています。最後に、これが投資家にとって持つ意味を検討しています。産業のローテーションは行う価値のあるものでしょうか？全産業にわたりよく分散化されたポートフォリオの構築に対し投資家は注意を払うべきでしょうか？産業の分散化は国の分散化よりも今や重要なのでしょうか？

エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン（ロンドン・ビジネススクール）

プロ投資家は、株式のリターンをもたらす要因について理解しようと長年探求してきました。知識の集積から、時にスマートベータと呼ばれるファクターへの投資が注目されるようになりました。これは従来強調されてきた産業および国というファクター、または規模、価格、モメンタムというファクターさえもはるかに超えるものです。Hsu (2014)は、クオンツ運用を行う投資家が今や1人で81ものファクター・モデルを使用していると報告しています。

ファクターの増殖にもかかわらず、産業は基本的で最も重要なファクターの座を維持しています。産業は、重要な構築概念です。投資を行う組織は継続的に産業の分類を見直しており、また、必要な場合は修正を推奨しています。企業はしばしば自社が特定の産業に関係しているように「飾り付け」ることで利益を得ようとします。投資調査は大半の場合、産業分野に沿って体系化されます。

ファンドマネジャーは、ポートフォリオを構築、変更、または報告する際に産業のウェイトを参照します。毎年、各産業のリターン間には大きな差が出て来るため、こうしたウェイトを適正にするか間違うかによって結果は変わってきます。産業メンバーシップはポートフォリオのリスク管理、相対評価、競合企業間の評価のためのグループ化には最も一

般的な方法論です。投資家は、資産配分の際、またアクティブなポジションを取る時、そして分散化を求める時に、産業と国のどちらを最重視するかに取り組んでいます。

しかし、調査の面では、産業はファクター投資の「シンデレラ」的存在です。Antti Ilmanen (2011)の『期待リターン』と Andrew Ang (2014)の『アセットマネジメント』はファクター投資に関する最も包括的で影響力のある2つの著作ですが、どちらも産業については何も説明されていません。本稿では、このアンバランスな状況の是正を試みています。

大転換

私たちのグローバル・リターンズ・データベースの開始年である1900年には、事実上、自動車を運転し、電話をかけ、電気照明を使い、映画を観たり録音された音楽を聴いたりしたことのある人は一人もいませんでした。飛行機で空を飛び、ラジオを聴き、テレビを見て、コンピュータを使い、Eメールを送りスマートフォンを使ったことのある人もいませんでした。X線も、断層撮影装置も、DNA鑑定や移植、抗生物質もありませんでした。そのため、多くの人は長生きできませんでした。

人類は、産業革命から始まり、19世紀後半の発明の黄金時代を通して継続され、今日の

情報革命にまで伸展しつつある革新的イノベーションの波を享受してきました。これが、電気および発電、自動車、航空宇宙、航空会社、電気通信、石油・ガス、医薬品・バイオテクノロジー、コンピュータ、情報技術、メディア・エンターテインメントといった新産業の全てを生み出してきました。一方、馬車や荷馬車、運河用の小舟、蒸気機関車、ロウソク、マッチ等のメーカーは自社の産業の衰退を目の当たりにしてきました。

こうした変化は世界の株式市場に上場している企業の種類の構成が移行してきたことに表れています。図表 1 は、米国および英国における上場企業の構成を示しています。上の 2 つの円グラフは 1900 年初、下の 2 つは 2015 年初の構成をそれぞれ表しています。

20 世紀初頭の市場は鉄道に独占されていました。英国では、鉄道会社は株式市場の価値のほぼ半分を占めており、米国では 63% を占めていました。しかし、115 年後には、鉄道が株式市場に占める割合は米国では 1% 以下、英国ではほぼゼロとなり、鉄道市場はほぼ消滅というレベルにまで衰退しています。

1900 年に上場していた米国企業を見ると、その価値の 80% 以上が今日縮小しているか消滅した産業に属していることが分かります。英国企業ではこの数字は 65% となります。鉄道以外では、織物、鉄鋼、石炭の各産業が急激に衰退しました。これらの産業はまだ存在していますが、コスト低下が可能な市場として新興国へと移転されてきました。一方、

1900 年と 2015 年の間には類似点も見られません。銀行および保険業は引き続き重要です。同様に、食品、飲料（酒類を含む）、タバコ、ユーティリティの各産業は 1900 年には今日と同様存在していました。また、英国では、上場している鉱業会社は、現在のロンドン同様、1900 年には重要な存在でした。

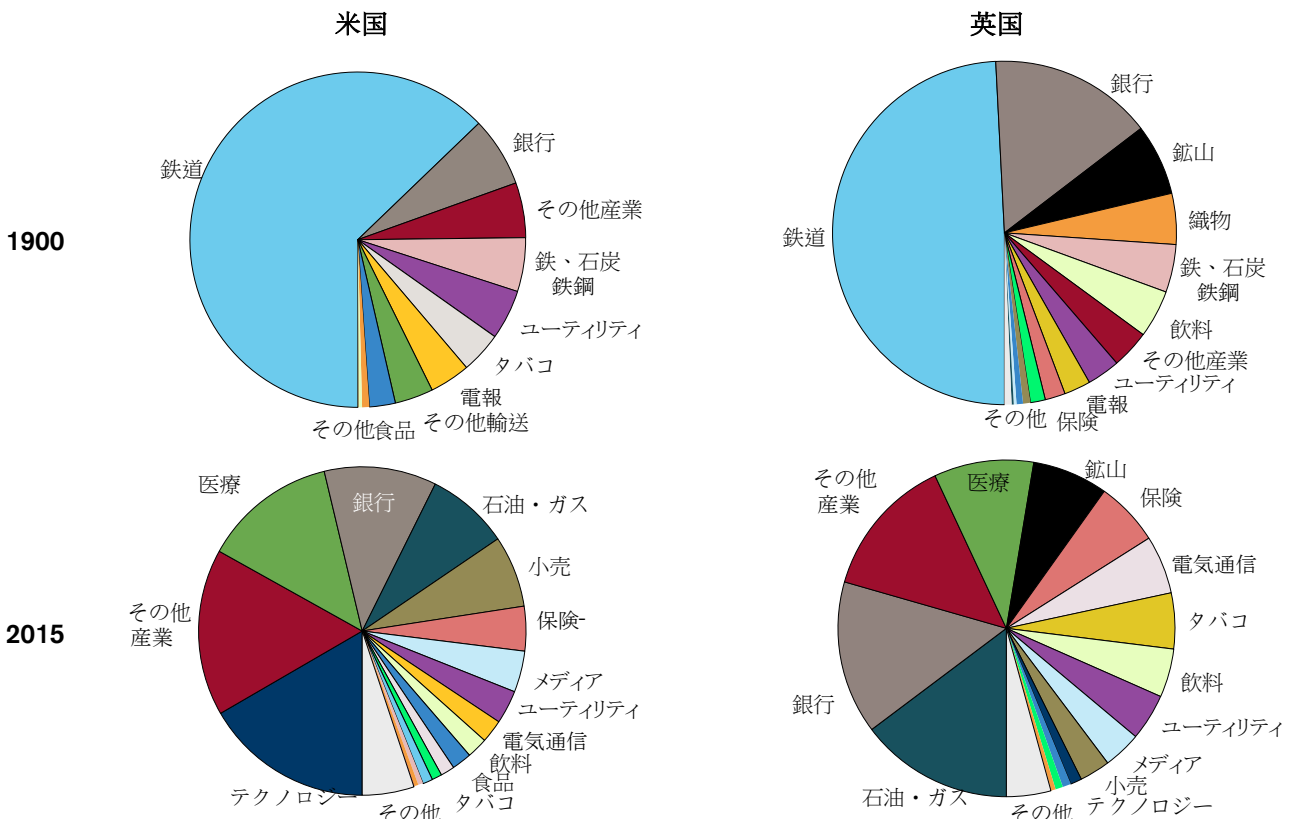
ただし、当初は同様と思われた産業もしばしば劇的な変化を遂げてきています。例えば、1900 年の電報と 2014 年のスマートフォンを比較してみましょう。両方とも当時のハイテク産業でした。あるいは、1900 年のその他の輸送である海運会社、路面電車、船着場を現代の航空会社、バス、トラック輸送と比べてみましょう。同様に、1900 年の製造業や産業株の中の企業を見ると、当時最大のロウソクメーカーと最大のマッチメーカーが含まれていることが分かります。

図表 1 から浮かび上がるもう 1 つのポイントは、今日、1900 年には小さかったか存在していなかった事業を手掛ける企業の割合が、米国では 62%、英国では 47% と高いことです。2015 年において最大の産業はテクノロジー（特に米国）、石油・ガス、銀行、医療、その他産業、鉱業（英国）、保険、電気通信、小売業です。もちろん、中でも石油・ガス、テクノロジー、医療（医薬品およびバイオテクノロジーを含む）は 1900 年にはほぼ全く存在していませんでした。電気通信およびメディアは、少なくとも現在私たちが知る形としては、本当に新しい産業でした。

図表 1

米国および英国の産業のウェイト（1900 年と 2015 年の比較）

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン『証券市場の真実』（1900 年：英国は上位 100 社、米国は市場全体）、FTSE 全世界指数（2015 年）



私たちの分析は純粋に上場企業のセグメントに関連するものです。この 115 年間を通してずっと存在してきた産業もいくつかあるものの、上場企業ではなかった場合もあります。例えば、1900 年には多くの小売業者が存在していましたが、大手デパートを除いては大抵が小さな地元店舗で、ウォルマートやテスコのような全国的な小売チェーンなどではありませんでした。同様に、1900 年には、製造業者の大半は上場企業ではなく、家族経営の会社でした。

英国その他の国では、国有化によって、鉄道、ユーティリティ、電気通信、鉄鋼、航空会社、空港といった全ての産業が上場廃止され、その後しばしば再び民営化されました。私たちの分析には、例えば上場された鉄道会社の価値は含まれる反面、大半が国有または政府系会社のみである高速道路会社は除外されています。こうした注意点はあるものの、上記の比較は、企業形態の変化だけでなく、20 世紀に起こった産業の進化を概ね反映しています。

長期での産業のパフォーマンス

長期での産業のパフォーマンスを見るのは有益なことです。米国に関しては、Ken French の産業データ(Fama and French, 1997)を使用しています。このデータには 49 の産業が含まれますが、そのうち 40 業種は 1926 年を開始年としています。1900~1925 年については、Cowles (1938)の 57 業種を使用しており、このうち 20 業種は 1900 年を開始年としております。私たちは、セクターではなく産業に焦点を当てています。「セクター」と「産業」はよく同じ意味で使われていますが、私たちは、「セクター」は経済の大きなセグメントを表し、「産業」はより詳細な事業のグループを指すものとしします。例えば、銀行産業は金融セクターの 1 部分です。特に記載のない限り、本稿はより詳細な産業グループに基づくものとしします。

図表 2 は、1900 年までデータを遡ることのできる米国の 15 の産業のパフォーマンスを示しています。赤い線は、1900 年初に米国市場で投資された 1 ドルが、配当を再投資した場合に 2014 年末には 38,255 ドルとなり、年率 9.6%のリターンとなったであろうことを表しています。各産業はこの赤い線の上に幅広く拡散しています。最もパフォーマンスの悪かった造船および船会社に 1 ドルを投資していたなら、わずか 1,225 ドルまでにしか成長せず、年率リターンは 6.4%だったこととなります。一方、最も成績の良かったタバコ産業のリターンは年率 14.6%で、ターミナル・バリューは 620 万ドルとなり、これは造船および船会社の 5,000 倍に相当します。

産業間の長期リターン間の拡散は国家間の拡散に似ています（以下の 37~60 ページおよび付属のソースブックを参照）。一部の国が「幸運」でその他があまり幸運でなかったのと同じ様に、一部の産業は繁栄し、その他の産業は沈下していきました。そして、まさに

私たちが将来の国のリターンについてほとんど推察できないように、過去の記録から遠い将来の産業のリターンを推察することはほぼ不可能です。実際、Ilmanen (2011)は、国と産業は非価格の投資ファクターの好例であると結論付けています。もしファクターが織り込まれていたなら、投資家は長期のプレミアムが生み出されることを期待できたでしょう。しかし、産業にとっては、その他のファクターに晒されている部分を除いて、同じ様な期待リターンとなるだろうという考えが原点となっています。例えば、ある産業では、ある時点においてベータが高まり、または、価値志向のため、または、添付の記事で説明しているように、投資家に敬遠されて、ファンダメンタルな価値に対する時価の割合が低く期待リターンが高くなっている可能性もあります。

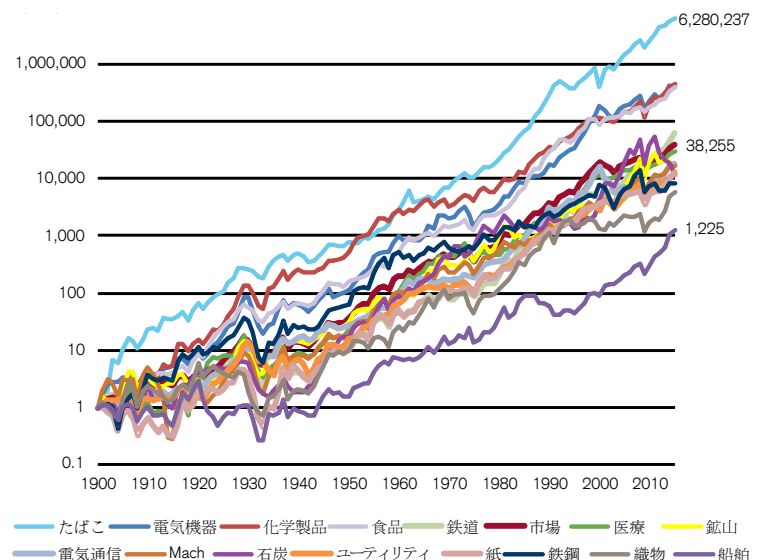
しかし、産業が「織り込まれた」ファクターにならない可能性がある一方で、産業の重要性に変わりはありません。各産業のリターンの拡散は、115 年の期間で見ても、あるいは各年のリターンで見ても、大きくなっています。米国の全産業（図表 2 の産業以外も含む）における横断的な拡散の年間平均値の 1900~2014 年の平均は 22%でした。一方、パフォーマンスが最高だった産業と最低だった産業間の年間の平均格差は 108%でした。産業間の差を事前に予測することは難しいものの、各産業のパフォーマンスは非常に異なります。産業と産業のウェイトは重要です。

図表 2

米国の各産業の長期でのパフォーマンス

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、Cowles (1938)、Ken French の産業データ、DMS 米国指数

1900 年初に米国の各産業に投資された 1 ドルの累積価値



図表 2 には後知恵バイアスという問題点があります。115 年間の完全な歴史に焦点を当てていることから、私たちのデータには 1900 年の時点で存在し、生き残った産業しか含まれていません。後知恵から、生き残った産業の多くが重要性を低下させたことを知っています。図表 2 中の 15 の産業のうち、10 の産業が市場を下回っています。当然、この 10 産業の中に石炭、鉄鋼、織物、造船業が含まれています。1900 年以降、これらの産業は先進国では衰退しましたが、発展途上国では重要性を増しました。

1900 年以降に出現した産業を除外していることから、図表 2 が示しているのは部分的な視点でしかありません。しかし、代わりに、今日重要な産業のパフォーマンスに焦点を当てるとすると、成功バイアスを持ち込むことになるでしょう。1900 年に存在していた産業で開始するのか、あるいは今日重要な産業で始めるのか、いずれにしても、後知恵が入り込むのを防ぐことは困難です。これは長期の産業のパフォーマンスに関する大半の分析に内在する問題点です。

英国についても同様の長期の産業の歴史的な分析を行うため、1962 年から始まる FTSE 国際産業指数を使用しました。元々は 40 業種が含まれているのですが、時と共に内容が変化しています。1962 年以前に関しては、1990 年から 1955 年では英国の上位 100 社に基づく独自の産業指数を構築し、その後の期間はロンドン株価データベースを使用しました。

図表 3 は、115 年間の完全なデータの存在する英国の 11 の産業について示しています。化学製品や織物など一部の産業は、図表 2 の米国の分析でも見られるものです。しかし、米国の長期産業史におけるいくつかの業種は、英国の産業史の中に見つけることができません。これは、英国の戦後の国有化プログラムによって鉄道、ユーティリティ、電気通信、鉄鋼、石炭、造船業が国営企業となったからです。後に再び民営化されたものの、これらの産業のデータには継続性がありません。しかし図表 3 には、長期での米国の指数に含まれない、銀行、保険、酒類の 3 つの産業が入っています。これは、金融株が Cowles のデータから除外され、また、酒類は禁止されていたからです。

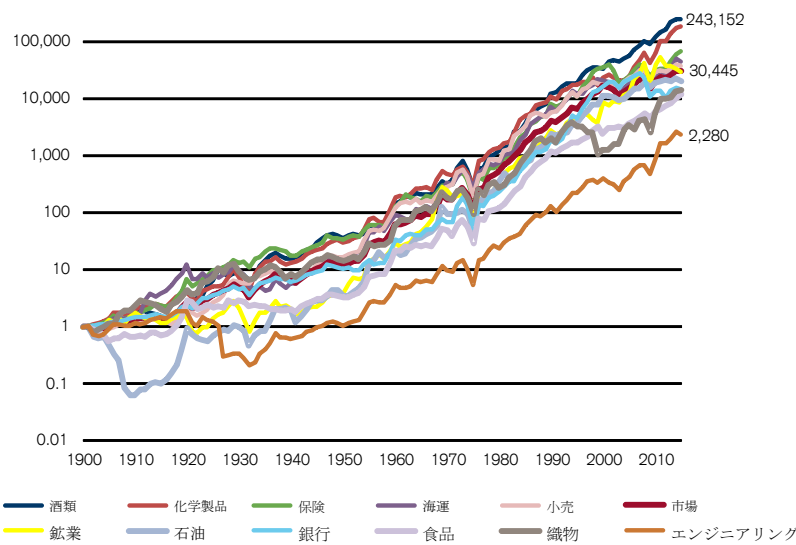
英国市場全体を表す図表 3 中の赤い線は、1900 年に投資された 1 ポンドが、2014 年末には 30,445 ポンドまで成長し、年率リターンが 9.4% になったであろうことを示しています。図表 3 中のその他の線は、ここでも、産業のパフォーマンスが広く拡散していることを表しています。最もパフォーマンスが良かった産業は酒類で、最も悪かったのはエンジニアリングでした。英国の保険会社のパフォーマンスは堅調だった一方、銀行のパフォーマンスは下回るの、近年の金融危機が原因にあります。パフォーマンスが最高となったのが、英国では酒類、米国ではタバコと両国で「罪深き産業」であったことは興味深い事実で、この問題は次の章で取り上げることとします。

図表 3

英国の各産業の長期でのパフォーマンス

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、トップ 100 データベース、FTSE 国際、DMS 英国指数

1900 年初に英国の各産業に投資された 1 ポンドの累積価値

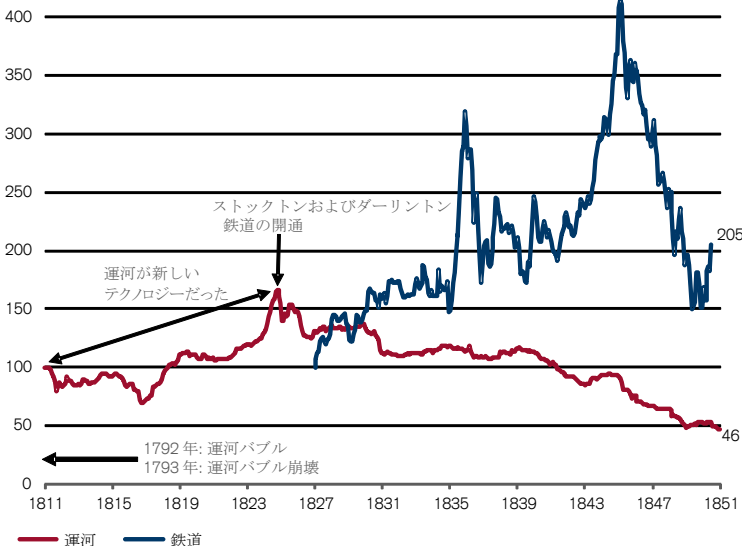


図表 4

英国の運河会社および鉄道会社の株のパフォーマンス (1811~51 年)

出所: Rostow and Schwartz (1953)

運河/鉄道への投資の累積価値



破壊的技術による盛衰

産業革命は、ジェニー紡績機や力織機などの発明や精錬法や蒸気の利用法の改善によって支えられて、18 世紀後半、英国において始まりました。しかし、これらの新たに製造されたモノの輸送体制は不十分でした。これを解決したのが運河です。優良道路の管理者や、数多くの荷馬車や馬の所有者にとっては、運河は破壊的技術でした。運河によって、1 日当たりトンマイル換算で 60 倍の効率でモノを輸送することが可能となりました。

Naim (2002) は、18 世紀後半から 1824 年の間に、ロンドン証券取引所では 60 社以上の運河会社が取引され、現在の貨幣価値に換算して 320 億ドル相当の資金を集めていたと指摘しています。1792 年には熱狂的な運河バブルが起きましたが、翌年にはバブルは崩壊し

ています。このバブルとその崩壊の規模を示す指数は存在しませんが、図表 4 の後半の期間では Rostow and Schwartz (1953)がまとめた運河会社の株価 (赤い線) を表示しました。これを見ると、1816 から 1824 年にかけて、運河株は 140%値上がりしています。

ところが 1825 年には、ダーリントン鉄道が開通しました。その後四半世紀の間、運河会社の株価は 70% 超も値下がりしました。Rostow and Schwartz の指数には配当が含まれていないものの、図表 4 に示される 40 年の間、投資家の総リターンは低かった可能性があります。破壊的技術であった運河が、今度は鉄道によって「破壊」されたのです。鉄道輸送が確立されると、今度もまた、輸送効率は、運河に比べて 1 日当たりトンマイル換算で 60 倍改善されました。

英国では鉄道ブームが起り、1848 年にはこれがピークに達し、272 の新しい路線が許可されました。図表 4 中の青い線は、この期間の株式市場の熱狂を示しています。鉄道会社の株価は 1835 年には 2 倍以上に跳ね上がり、ほぼ元の水準まで戻しています。1845 年には再び株価は 2 倍以上になり、1849 年には 3 分の 2 まで下げました。多くの著者がこれをバブルと表現していますが、極めて重要なインフラが建設され、図表 4 中に示される四半世紀を超える期間、投資家は年間 3% のキャピタルゲインおよび配当という妥当なリターンを獲得しています。ただし、不安定な過程ではありましたが。

Alasdair Nairn (2002)はその著作『市場を動かすエンジン』の中で、運河・鉄道から始まり、電報、電気、原油、自動車、無線通信、ラジオ・テレビ、コンピュータ、パソコンと続き、インターネットに至るまでの、歴代の新技術への投資を分析しています。Nairn は、新技術の大半が、当初は懐疑論や嘲笑に迎えられる、受容されるまでの苦闘に直面していたことを発見しています。Nairn の著作の中では、『蒸気機関車が駅馬車の 2 倍の速さで走れるという予想ほど、明白に滑稽なものがあるだろうか?』(Quarterly Review, 1825)といった数々の面白い引用文が紹介されています。

しかし、一度懐疑論が征服された後は、過度な熱狂が続き、しばしば新技術が株式市場の「バブル」をもたらすという傾向が見られます。これについて、Nairn は、投資家が合理的なバリュエーションを保留し、その後典型的により冷静で合理的な評価が続く期間と定義しています。新技術から長期に亘り金を稼いだ企業は、独占保護、効果的な障壁や持続可能な優位性を持つ傾向が見られました。

Nairn は、株式市場の投資家が常に新技術の恩恵の最大の受益者であったとは限らない、と結論付けています。最大の受益者となったのは、「インサイダー」つまり発明者、創業者やベンチャーへの資金提供者、また消費者や社会全体だった傾向があります。2014 年のイヤープックの中でも、新興市場の成長が、いかに株式市場での投資家よりも地元の人々に恩恵をもたらしてきたかという点で、同様の説明を掲載しています。

新産業か旧産業か？

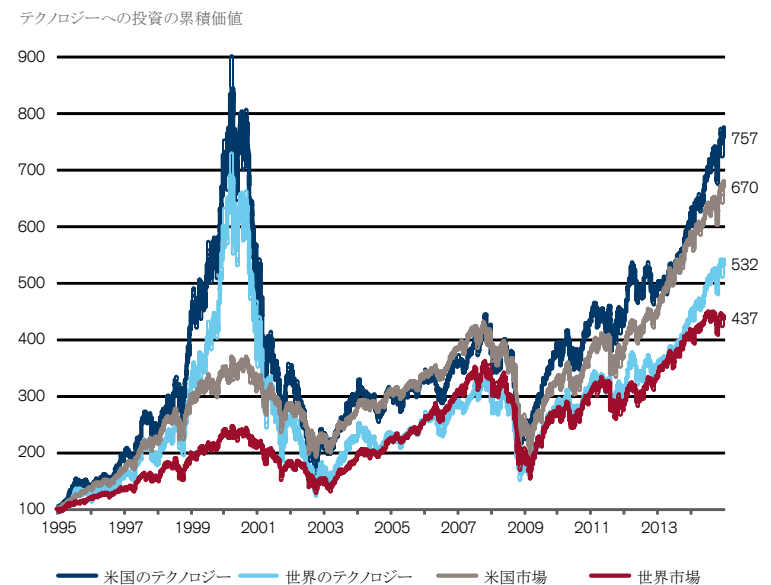
新産業のリターンは、初めの株式市場での価格が、将来の伸びに関して楽観的すぎる場合、期待外れとなる場合もあります。衰退しつつある産業も、投資家はその消滅のスピードと程度の認識に失敗した場合、期待外れとなる場合があります。しかし、もしこれが歴史的なパターンであるなら、株式市場はどのようにして長期での良好なリターンを生み出してきたのでしょうか？おそらく、これは「中間の」または「試行し検査した」産業から生み出されたのでしょうか (Siegel (2005))。

新産業と旧産業の違いは、近年で最も有名な「バブル」であるドットコム・ブームとその崩壊によって表されています。図表 5 は、ハードウェアおよびソフトウェア産業から成るテクノロジー・セクターについて、インターネット・ブームの始まる 1995 年からの 20 年間の総リターンを示しています。濃い青色の線は FTSE US テクノロジー指数を示し、水色の線は FTSE 世界テクノロジー指数を示しています。灰色と赤の線は、それぞれ、米国および世界全体の市場のリターンを示します。2000 年 3 月を中心とする株価の急上昇は劇的なもので、その前の 5 年間の 9 倍の上昇率となりました。テクノロジー株はその後 2 年半の期間中、82%下落しています。

図表 5

テクノロジー株のパフォーマンス(1995年～現在)

出所: FTSE 国際全世界指数シリーズ



しかし、この期間中、テクノロジーへの投資は、悪いものではありませんでした。過去 20 年間テクノロジー株に投資した投資家のパフォーマンスは年率 10.5%となり、9.9%だった米国市場全体を上回ったと考えられます。今日テクノロジー・セクターの株式を保有している人も、運悪く 2000 年の 1 月から 9 月の間に株式を購入していた場合を除いて、損をしていないこととなります。バブルが発生したにもかかわらず、テクノロジー・セクターは、大半の投資家にとって、良好なリターンをもたらしたのです。

旧産業や衰退しつつある産業もまた、良好なリターンをもたらす場合があります。上述の通り、鉄道は 1900 年の米国株式市場の 63%を占めていたのに対し、現在は 1%以下であり、究極の衰退産業だといえます。図表 6 は、1900 年から今日までの鉄道のリターンを米国市場との対比で示しており、また、航空会社および道路輸送（バス、トラック等）会社のリターンも示しています。航空会社は 1900 年には存在しなかったため、データは 1934 年以降となっています。同様に、道路輸送銘柄の指数も、それ以前は指数が存在しなかったことから、1926 年に始まっています。どちらのデータも、それぞれの開始年における鉄道指数の値を出発地点としています。

図表 6 は、1900 年から現在まで、実際には鉄道のパフォーマンスが市場を上回ったことを示しています。しかし、1970 年代前半までは、鉄道産業のビジネスモデルが航空機での旅行とトラック輸送の両方によって破壊されたため、ひどく低迷しました。1950 年代と 1960 年代は特に困難な時代でした。州間高速道路網の開通によって、トラック輸送が鉄道の担っていた貨物輸送の役割を奪った一方、米国人は自動車に熱中し、短距離の鉄道利用客の数は減少しました。その間、航空会社は長距離の旅行客のほぼ全てを奪っていきました。これがいくつかの大型の倒産に繋がり、とうとう 1970 年には、当時の米国史上最大の倒産となるペン・セントラル鉄道の経営破綻にまで至りました。

しかし、図表 6 は、それ以降の期間では鉄道が航空会社、道路輸送、そして米国市場のパフォーマンスを上回ってきたことを示しています。Siegel (2005) が指摘するように、後知恵からは、鉄道会社の株価が、倒産後の期間に過剰に落ち込んだということが出来ます。この復活によって、鉄道業界は合理化、規制緩和、そして生産性の大幅改善を促進することにもなりました。一方、同期間では、当時最新だったテクノロジーである航空会社のパフォーマンスが最低となっています。ウォーレン・バフェットがライト兄弟について述べたように、「もしも、先見の明のある資本家がキティホーク（ライト兄弟初飛行の地）にいたなら、オービル（初飛行をした弟）を撃ち落すことで資本家はその後継者に莫大な恩を施していただろう。」

投資家は、新産業と旧産業のどちらも避けるべきです。新産業の株価が成長に関する過度の熱狂を反映する時もあれば、衰退産業に対して投資家が過度に悲観的になる時もあります。しかし、投資家が永続的に同じ方向の失敗をすると想定することは危険です。投資家が、時には新技術の価値を過小評価したり、また、瀕死の産業が生き残る見通しを過大評価したりする可能性もあります。伝統的な投資分析には、価値があることを示している産業と銘柄を見出し、また割高に見えるものを回避するという役割があります。

産業の誕生

18 世紀の運河ブームから 19 世紀のインターネット革命に至るまで、新産業の誕生は、IPO（新規株式公開）を通して株式市場に参加する企業の連続的な波によって予告されていました。

S&P 500 指数は 1957 年に開始しました。以来、指数が確実に「主要業種を代表する銘柄」で構成されるように、定期的にリバランスされています。新しい企業は、しばしば新産業を代表していますが、IPO か、十分な規模にまで成長した後に組み入れられています。2003 年まで、同指数に新規で組み入れられた銘柄数は 917 です (Siegel, 2005)。一方、企業が買収されるか、縮小、衰退するか、または消滅した場合には指数から除外されます。

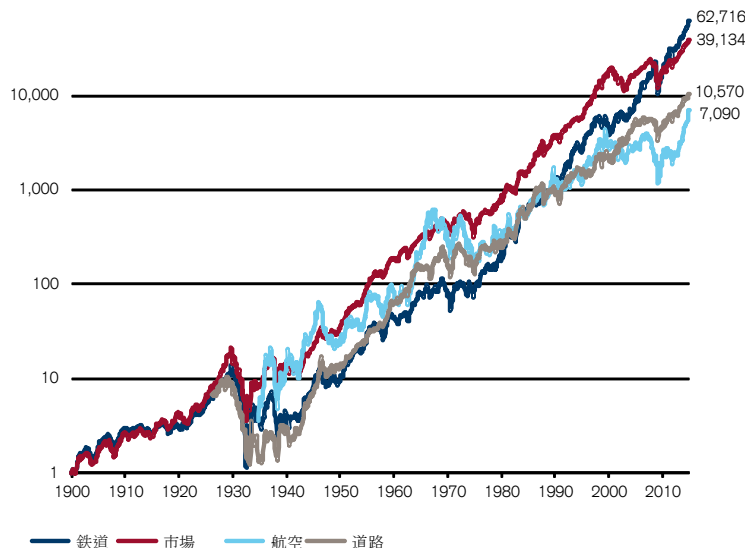
Siegel は、元々の構成成分を保有し、消滅した企業からの収益を存続している企業に再投資するという戦略の下、実際の S&P 500 社に投資した場合のリターンを比較しました。結果、初めの投資先を維持していた方が、投資家の利益が大きくなることが分かりました。この方法では、リスクもより低くなりました。Siegel は、「投資家には、『新しいもの』には過剰に支払う一方、『古いもの』を無視する傾向がある...成長が貪欲に追求されるあまり、投資家は、変化と競争の激しい産業における割高な銘柄におびき寄せられるが、そこ

図表 6

米国の運輸業界株のパフォーマンス（1900 年～現在）

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、DMS 米国指数、その他 CRSP 作成の指数

1900 年初に投資された 1 ドルの累積価値



では、少数の大きな成功者が無数の敗者の埋め合わせとなるようなことはない。」と説明しています。

Siegel の発見は、IPO に関する証拠の大半と一致しています。Ritter (2014) は 1980~2012 年間の間の、米国における 7,793 件の IPO について分析しました。発行価格で購入した投資家は、初日には平均 17.9% のリターンをあげています。しかし、その後の 3 年間、投資家は市場の調整後の平均で 18.6% の損失を経験しています。

英国の結果も同様のものでした。Dimson and Marsh (2015) は 2000~2014 年間の 3,507 件の IPO について分析しました。時価総額加重平均によると、発行価格で購入した投資家の初日のリターンは、8.5% でした。その後の 2 年間、市場動向の調整後の平均損失は 9.4% でした。Gregory, Guermat and Al-Shawwreh (2010) は、IPO 後のパフォーマンスの不振はそれよりも更に長引くことを示しています。英国における 1975~2004 年間の 2,499 件の IPO では、IPO 後の 5 年間で市場平均を 31.6% 下回ったことが分かりました。

Loughran and Ritter (1995) は、IPO では体系的に割高になると主張しています。「IPO では、多くの若い企業が IPO 前に急速に成長するため、自分がマイクロソフトの再来となる企業を発見した、と信じたい投資家による高いバリュエーションが正当化されやすくなります。」しかし、なぜ投資家はこれを学び、IPO 価格を下げるよう主張しないのでしょうか？ 結局、過去 30 年間に於いて、IPO 後の長期のパフォーマンスがお粗末であったことは十分に公表されてきています。Loughran and Ritter は、行動学的な説明を提案し、次のように述べています。「投資家は、大穴に賭けているのです... (そして) 大きな勝者を発見する公算に関して、体系的に間違っただ判断をしているように見えます。経験を期待が打ち負かしているということです。」

IPO は、典型的に、成長産業における成長株であるため、そのパフォーマンスは、長期では成長株のパフォーマンスが市場とバリュエーションの両方を下回ってきた、という広範な証拠に適合しています。この証拠は付属のソースブックの中で再調査されています。バリュエーション・プレミアムが行動学的なファクターから生まれるのか、あるいはリスクへの報酬からなのかという論争はいまだ存在しています。行動学からの主要な主張は、投資家は、成長に対してあまりにも恋をしており、また、過剰な支払いをしているというものです。これが Loughran and Ritter の立場です。

IPO 後のパフォーマンスに関する証拠を前提としても、IPO 後に過ぎた時間として定義される「シーズニング」によって、株式のリターンが左右されると予想することも考えられます (Ibbotson, 1975 を参照)。図表 7 は、英国株式のリターンに対するシーズニングの影響を示しています。4 つの線グラフは、各年の初めに、それぞれ 3 年以下、4~7 年、8~20 年、20 年超のシーズニングの期間を持つ株式に投資する戦略をとった場合の、過去 35 年間のリターンを示しています。この 4 つのポートフォリオは毎年リバランスされ、常にシーズニングが所要の幅となるよう確認されます。

図表 7 は、シーズニングの期間が長いほど、リターンが高くなることを示しています。この中での唯一の例外は、ドットコム・バブルとその崩壊の期間の周辺のみです。しかし期間の最後になると、シーズニング期間が最長のものの最終資産の大きさは、最短のものほぼ 3 倍となっています。株式のレベルでは、古いものが新しいものを明らかに上回ってい

ます。また、IPO の中に占める新産業の比率は偏っていることから、これは、新産業と新しいテクノロジーではしばしば過度の熱狂が経験されるという Nairn の観察の信憑性を高めています。

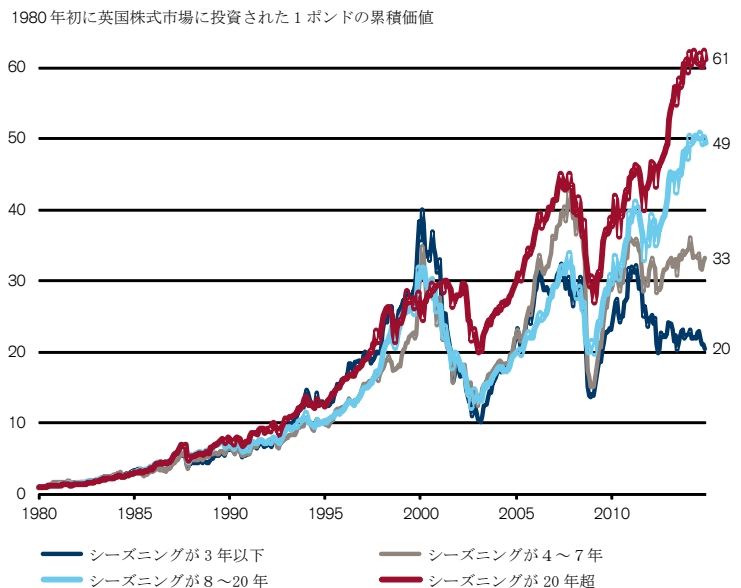
産業ローテーション戦略

産業に過大評価または過少評価される期間が訪れるのであれば、これを産業ローテーションによって利用できる可能性があります。私たちは、これについて、上述の産業データを用いて米国と英国の事例で調査しました。その中で、過去のリターンとバリュエーションの 2 つの変数に焦点を当てました。後者に注目したのは、データの入手しやすさによるもので、これは産業の簿価/時価比率 (米国、1927 年以降) または、業種別利回り (米国、1927 年以前の期間および英国の全期間) のいずれかを使用しています。

図表 7

英国株式のリターンに対する「シーズニング」の影響 (1980~2014 年)

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン



毎年、その時点で存在している産業を、前年のリターンまたはバリュエーションによってランク付けします。そして、それらの産業を最低位から最高位までの 5 分位のグループに分類し、各グループに同額ずつ投資することになります。産業のランキングは毎年見直され、新たに出現した産業は組入れ、指数が消滅した産業は除外します。この戦略を 1900 年から 2014 年まで繰り返します。図表 8 はこの結果をまとめたものです。

産業ローテーション：リバーサルかモメンタムか？

図表 8 の左側の 2 つのグループは、米国（濃い青）および英国（灰色）での前年のリターンに基づくローテーションに関わるものです。棒グラフはそれぞれ、「敗者」から最高位の「勝者」までの各グループに投資した場合の年率換算されたリターンを示しています。産業が定期的に過大評価または過小評価され、その後フェアバリューに回帰する場合は、過去の敗者が過去の勝者に勝つリバーサルを予想する可能性があります。

図表 8 は、このリバーサルが本当に起きたことを示しています。勝者が勝ち続け、敗者が負け続ける傾向があり、産業のモメンタムが顕著に見られます。これは、過去の研究と一致しています。Moskowitz and Grinblatt (1999) は、産業のモメンタムは個別の銘柄のモメンタムの例外的な動きの大半を占めると主張しています。Grundy and Martin (2001) は、銘柄別の要素がより重要であることを発見しています。Scowcroft and Sefton (2005) は、大型株に関しては、モメンタムの大半が産業から導かれる一方、小型株では株式からなることを発見しています。

図表 8 に示されるモメンタム効果は大きく、米国と英国間で驚くほど一致しています。ボラティリティがその理由ではありません。米国では、ポートフォリオのボラティリティは勝者と敗者との間で同じです。一方、英国では、勝者の方がボラティリティは低くなっています。従って、シャープレシオと共にリターンは、敗者よりも勝者のグループでずっと高くなっています。更に、分析における保有/リバランスの期間を、モメンタム戦略に一般的に関連付けられる、1~6 ヶ月に短縮化した場合、一層強力な効果が見出されることが期待されます。確かに、図表 8 は 1 年の区間における産業のリバーサル効果については何の証拠も提供していません。

産業バリュー・ローテーション

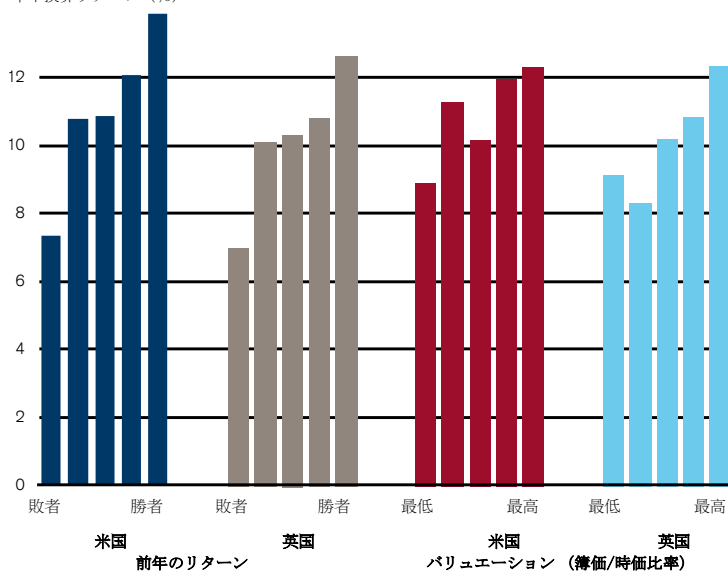
図表 8 の右側の 2 つのグループは、単純なバリュエーションに基づくローテーションに関わるものです（赤い棒は米国、水色の棒は英国）。各グループは、最も利回りあるいは簿価/時価比率の低い産業から最も高い産業まで、それぞれに投資した場合のリターンを年率換算したものを表しています。利回り、簿価/時価比率の低いものは、ともに成長産業に関連付けられました。新産業の企業およびテクノロジーでは、キャッシュを成長と投資のために保持し、初めの配当が低くなる傾向があります。見込みの少ない、成熟および衰退中の産業では、配当はより高くなります。成長産業では、時価総額の大部分は、まだ簿価に反映されていない、または資産として計上されていない将来の機会を資本化したものから構成されます。従って、簿価/時価比率の低い場合は、新しい成長産業となり、一方、バリュエーションの高い場合は「バリュー」型産業である傾向があります。

図表 8 は、米国と英国の両方において、「バリュー」型産業が「グロース」型産業よりも高いリターンを生み出しており、産業のバリュー・プレミアムが存在することを示しています。これは、バリュー型産業においてリスクが高いことが理由になっている可能性もあります。しかし、米国と英国の両方において、バリュエーションが最高だったグループと最低だったグループの標準偏差は類似しています。同様に、リターンの差はベータによっては説明されていません。成長産業よりもむしろバリューを重視した投資がアウトパフォームしたことは、標準的なリスク調整に対して頑健（ロバスト）性があります。税金など、プレミアムを説明するその他のファクターも考えられます。しかし、プレミアムの存在は、ローテーション戦略によって回避が容易になる、成長産業が過大評価される期間と、ローテーション戦略によってそこから利益を得ることが容易になる、バリュー型産業が過小評価される期間が存在することと一致しています。

図表 8

米国と英国での産業ローテーション戦略（1900~2014年）

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、Ken French の米国産業データ、Cowles (1938) 産業データ、FTSE 国際英国産業指数
年率換算リターン (%)



今日の産業

図表 9 は、世界、米国、英国、ドイツ、日本、新興国の各市場における、2015 年初のセクターのウェイトを示しています。ウェイトは、産業の広範なグループをカバーする 10 の業種分類ベンチマーク (ICB) のセクターに基づいています。この中で世界指数は、その他の地域がオーバーウェイトなのかアンダーウェイトなのかを判断するためのベンチマークとなります。

国家間には、大きな差が見られます。米国はテクノロジーのウェイトが高く(17%)、石油・ガス、医療、消費者向けサービスのウェイトが高くなっており、素材産業、消費財、電気通信のウェイトは低くなっています。英国ではテクノロジーのウェイトは極めて小さい(1%)一方、資源(25%超が石油・ガスおよび素材産業の中の鉱業株)および金融業(22%)のウェイトは高くなっています。

ドイツと日本では、製造業のウェイトが高い反面、資源(石油・ガスおよび鉱業)のウェイトは低いかごくわずか(ドイツ)です。ドイツで素材産業のウェイトが高く(23%)になっているのは、化学製品部門のためです。ドイツと日本では消費財のウェイトが高く、中でも自動車特に重要です。両国とも医療のウェイトは低く、ドイツでは消費者向けサービスも低くなっています。

新興市場では、金融のウェイトが高く(32%、そのうち3分の2が銀行)、石油・ガス、素材産業のウェイトは世界指数でのウェイトよりも高くなっています。これら 3 つのセクターは新興国の時価総額の半分近くを占めています。新興市場では、電気通信のウェイトも高く、逆に医療のウェイトは非常に低く、また消費財・サービスのウェイトも低くなっています。

国別での産業の集中度

図表 10 は、多くの産業が特定の国に集中していること示しています。ICB の分類システムでは、図表 9 中の 10 のセクターを 40 の産業に分けています(ただし、紛らわしいことに、ICB は、セクターを産業と呼ぶなど、用語の使用法が異なっています)。図表 10 は、そのより詳細な産業グループの下位のセットを示し、最もウェイトが高い国(米国なら青、その他の国の場合は赤)および 2 番目にウェイトが高い国(灰色)を示しています。世界の時価総額の約半分を占める米国は、33 の産業の中で最もウェイトが高くなっています。

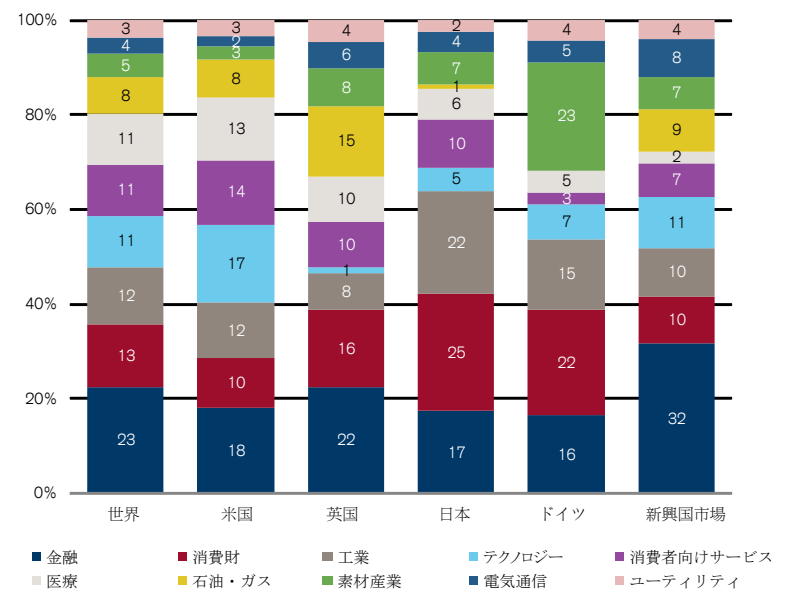
図表 10 中の赤い棒は、米国が最大のプレイヤーではない 7 つの産業を示しています。日本は自動車、モバイル電気通信およびエレクトロニクス、香港は不動産、英国は鉱業、中国は代替エネルギーでそれぞれ第 1 位となっています。加えて、図表 10 には、米国のウェイトが世界全体の 3 分の 2 を占める、あるいは、第 2 位となる国の占めるウェイトが 20% を超える全ての産業が含まれています。後者のグループは灰色の部分で、国名と共に表示されており、具体的には、生命保険およびタバコでは英国、インダストリアル・エンジニアリングおよびレジャー用品では日本、化学製品ではドイツ、鉱業ではオーストラリア、食品ではスイス、代替エネルギーではデンマークがこれにあたります。

明らかに、産業は特定の国に集中しています。40 の産業のうち 30 の産業において、1 位と 2 位を占める 2 カ国のウェイトの合計が、その産業での世界の時価総額の半分を超えています。30 の産業のうち、1 位と 2 位の 2 カ国がその産業のウェイトの 60% 超を占めています。1 位と 2 位が占めるウェイトが 70% を超える産業は 18 あり、また、80% を超える産業は 7 つあります。

図表 9

主要国・地域におけるセクターのウェイト (2015 年初)

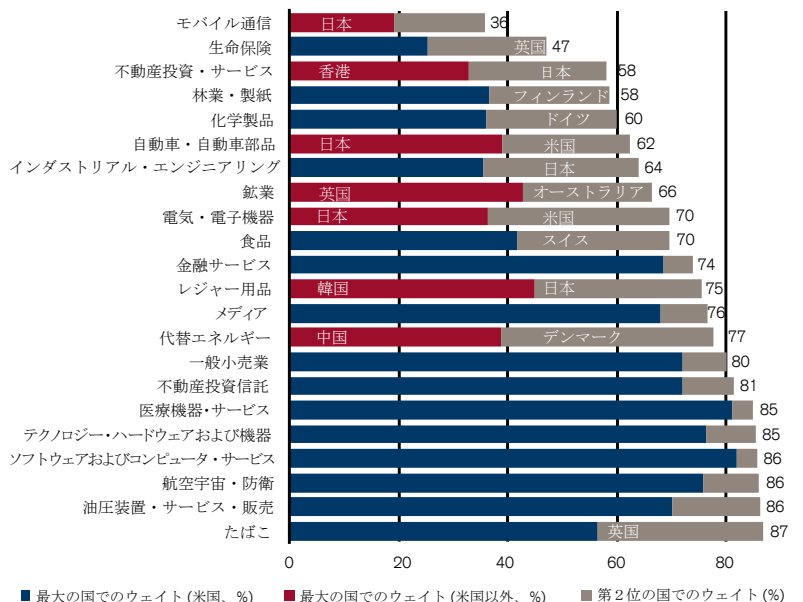
出所: FTSE 国際世界指数シリーズ



図表 10

各産業における国の集中度 (2015 年初)

出所: FTSE 国際世界指数シリーズ



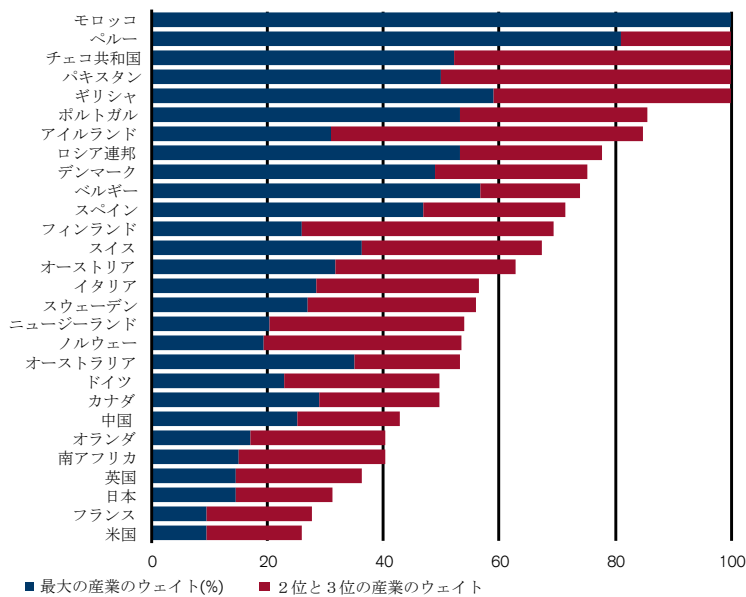
各国における産業の集中度

産業が少数の国に集中し得るように、一国の中でもわずかな数の産業に独占されることがあります。図表 11 は、FTSE 全世界指数の 47 カ国中 28 カ国の各国において、ウェイトが最大の産業と上位 3 位までの産業のウェイトを示したものです。このグラフは、産業の集中度の最も高い 5 カ国（グラフ上部）、集中度の最も低い 5 カ国（グラフ下部）、そしてその他のイヤーブック掲載国の全てについて示しています。上の 5 カ国では、3 つ以下の産業がその国の時価総額の全てを占めています。

図表 11

各国における産業の集中度（2015 年初）

出所: FTSE 国際世界指数シリーズ



米国、日本、フランス、英国は最も産業の集中度が低い 4 カ国です。しかし、この 4 カ国においてすら、上位 3 産業（全 40 業種中）がその国の時価総額の 26%（米国）から 36%（英国）までを占めています。

47 カ国（図表 11 に表示されていない国も含む）中 42 カ国において、上位 3 産業はその国の時価総額の 40%以上を占めています。33 カ国では、50%以上、21 カ国では 60%以上、そして 16 カ国では 70%以上となりました。この意味するところは明白です。大半の国の投資家は、もし投資先が自国に限定されるなら、産業の集中度が高く、分散度の低いポートフォリオを保有するでしょう。このことが、国際分散投資の必要性を強調しています。しかし、多くの産業が特定の国に集中しています。これは、産業全般にわたり効果的な分散投資を行うためには、各国へのグローバルな分散投資が必要となることを強調しています。

重要なのは産業？国？

グローバルに投資を行う投資家にとって、産業と国のどちらがより大切かを理解することは重要なことです。これは、資産配分とアクティブなポジションにおいて産業と国のどちらを主に重視すべきか、また、より大きなリスク低減に繋がるのは産業と国のどちらでの分散化なのか、を決定付けます。また、これは、調査と調査部をどのような組み立てるか、という問題にも意味を持ちます。

Lessard (1974) および Heston and Rouwenhorst (1995)などの早期の研究では、国のファクターが産業を支配することが発見されました。しかし、グローバル化やユーロ圏などの発展により、国家間の相違が小さくなってきたように思われます。確かに、より最近の研究では、産業が国との比較で重要性を増してきたことを示しています。難しいのは、国の影響から産業を取り外すことです。英国株式市場は世界の上場鉱業会社の 43%を占めています。石油はロシア市場の時価総額の 56%を占めています。ロシアを石油の影響から分離したり、英国から鉱業を分離したりすることは困難です。

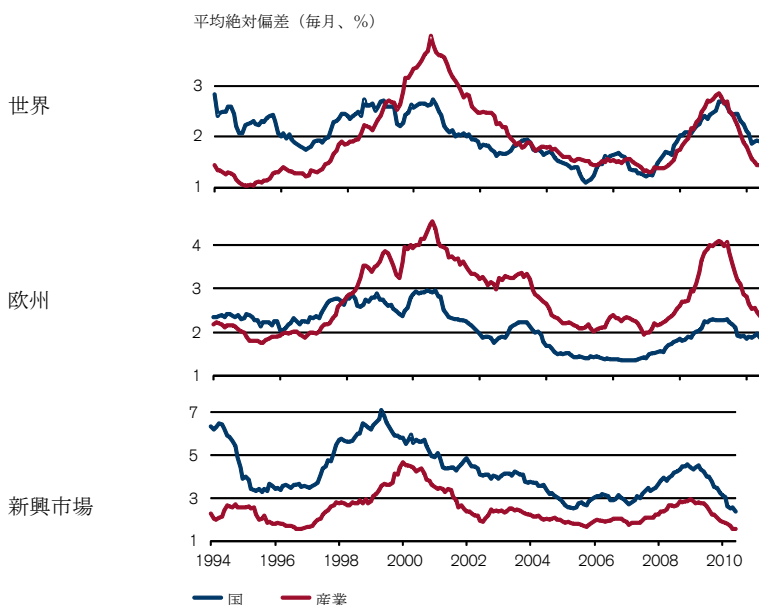
Menchero and Morozov (2012)による最近の総合的な研究では、この問題に取り組むために、グローバルなファクター・モデルが使用されています。この研究では、1994~2010年のMSCI全世界指数（All Country World Investable Market Index）の全ての構成要素を対象とする広範な株式のデータについて調査を行いました。図表 12 は、この研究の成果を、研究の基準の 1 つである、産業の国に対する相対的強さを測る平均絶対偏差によって再現したものです。

図表 12 の 1 番上のグラフは、世界全体に関する Menchero and Morozov の発見を示しています。1999 年まで、国は産業を支配していましたが、ドットコム・バブルとその崩壊の期間中は、産業がより重要視されました。2013 年以降、産業と国の重要性はほぼ同等でした。図表 12 の中央は、欧州内において、

図表 12

産業と国の相対的な重要性

出所: Jose Menchero and Andrei Morozov (2012)



1998年までは国が支配していましたが、1999年のユーロ導入以降は、産業がより重要になったことを示しています。図表 12 の下のグラフは、新興市場では、国が産業をずっと支配してきたものの、その差が縮まってきていることを示しています。

結論

産業は、主要な投資のファクターです。多くの国の株式市場において、少数の産業への集中度がきわめて高い一方、多くの産業が少数の国に集中しています。分散化の機会を最大限活用するには、投資家は広範な産業および国にわたり分散化させる必要があります。グローバル化によって国の重要性が相対的に落ち、産業がより重要視されるようになっていくとの証拠もあるものの、両方とも大切です。

テクノロジーの進化と共に、産業は盛衰を繰り返してきました。どの産業のパフォーマンスが最高で、どの産業が最低だったかを見るのは興味深いことですが、将来への教訓になることはほとんどありません。21世紀中には、産業の状況が過去よりもおそらく更に劇的に変化する可能性すらあります。1902年に Charles Duell 米国特許商標庁特許長官が述べたように、「私の意見では、現世紀中に発明されるものに比べたら、様々な発明におけるこれまでの前進の全ては全く取るに足らないものとして映るでしょう。」投資家は、将来に焦点を当てる必要があります。

私たちが自信を持って言えることは、各産業のリターンの間では今後も大きな差が維持されるだろうということです。勝者および敗者となる可能性のある産業の予想は引き続き困難となるでしょうが、産業とそのウェイトは大切であり続けるでしょう。

投資家は、新産業に焦点を当て、旧産業を避けるべきでしょうか？あるいは、逆張り戦略をとるべきでしょうか？本稿では、新産業と旧産業の両方が、報酬をもたらし、また期待外れとなり得ることを見てきました。これは全て、株価が期待を正しく織り込んでいるかどうかによって左右されます。典型的に、新産業は IPO 活動の波の上に誕生しており、本稿では、投資家が特に IPO のバリュエーションと新規上場株式には慎重になるべきであることを見てきました。

新産業を過大評価し、旧産業を過小評価するあらゆる傾向を頼りにする 1つの方法は、産業のバリュー・ローテーション戦略に従うことです。歴史的に、この方法はプレミアムを生み出してきました。この戦略は、成長産業には、同戦略によって回避が容易になる過大評価の期間が存在し、バリュー型産業には、同戦略によって活用が容易になる過小評価の期間が存在することと一致します。

しかし、モメンタムは更に効果的なローテーション戦略であるように見えます。1900年以降の期間において、昨年のパフォーマンスが最高だった産業を買い、最低だった産業の 5 分位のグループを売った場合の、年率換算の「勝者—敗者」のプレミアムは米国では

6.1%、英国では 5.3%でした。費用を考慮しなければ、米国の投資家は負け組ではなく勝ち組の産業をかうことで 870 倍儲かったことになります。

このようなローテーション戦略が成功し続けたとすると、2015年初において最も魅力的な産業と最も魅力のない産業は何になるのでしょうか？米国では、ユーティリティ、保険、運輸、医療が選好され、一方、最も魅力がないのがレジャー、ソフトウェア、電気機器、飲料です。英国では、ユーティリティ、たばこ、医薬品、生命保険が最高で、最低なのはテクノロジー・ハードウェア、航空宇宙、インダストリアル・エンジニアリング、電子・電気機器です。

これは例を示しているにすぎず、推奨ではないことを断言しておきます。歴史的に、ローテーション戦略は、複数を組み合わせたとしても、大体3年のうち1年は失敗してきました。モメンタムの場合、市場の転換点における失敗は特に悲惨な結果となり得ます。しかし、忍耐強く、そのような出来事に耐える長期の投資家にとっては、そうした戦略の過去の成功は、思考の糧となるかもしれません。



責任ある投資：悪者を演じることで利益は出せるのか？

社会や環境、倫理などの問題に対する投資家の不安は大きくなる一方で、投資活動では責任ある投資行動を示さなければならないという圧力がますます強まっています。この圧力は倫理的スクリーニングを通じた「離脱」や、取り組みや介入を通じた「声」という形を取る場合もあります。本稿では、「罪深い」株式からの離脱を決意した人の行動によって、少なからず、良心の呵責をあまり感じない人に利益がもたらされるという意味で、その「罪」も割に合う可能性があるということを示しています。しかし手ぬるい除外では、期待される経済的効果は一般的に小さくなります。さらにここでは、環境、社会、コーポレート・ガバナンスのいずれに焦点を当てるにしても、会社の取り組みは割に合うという証拠を示しています。

エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン著（ロンドン・ビジネススクール）

投資家の中には「レッセフェール」（自由放任主義）のアプローチをとり、最も将来性があると思われるところに投資を行うだけで、社会や環境、倫理といった問題を考慮しない人が存在します。一方で「責任」により重きを置くアプローチをとる人もいます。責任ある投資家として選ばれるためには、3つの理由が必要となります。1つ目は、事業主も、会社の行動に対して責任を共有しているということです。2つ目は、事業主が会社の行動を改善に導くことができるということです。そして3つ目は、長期的な利益拡大が社内に高い行動基準を定着させることによって実現可能となる点です。

事業主の責任が問われた事例では、BPの施設爆発事故（「ディープウォーター・ホライズン」）やユニオンカーバイドのガス漏れ事故（ボパール）、ロンミン労使争議（マリカナ鉱山）、エクソンの原油流出事故（エクソンバルディーズ号）、東京電力原子力発電所事故（福島原発）、マッセイエナジーの鉱山爆発事故（アッパー・ビッグ・ブランチ鉱山）、サバールでのビル倒壊事故（ラナプラザ）などが思い起こされます。そこには不誠実な対応や不正行為も絡んでいました。例えばロッキード（賄賂）、シーメンス（汚職）、エンロン（粉飾決算）、ウォルマート（児童

労働）、マテル（鉛塗料）など、訴えられた事例は数多くあります。

現在、「レッセフェール」の価値観はその足元が揺らいでいます。世界トップの資産家は今、大量の資源を社会や環境の問題、コーポレート・ガバナンスに注ぎ、投資先の企業と共にこのような課題に対する取り組みを進めています。

その取り組みの広がりや過去最大規模との報告もあります。国連が提唱する「責任投資原則」には現在1,349名が署名しており、その総資産は45兆米ドルを超えています。これは全世界の機関投資家市場における資産の半分程度に相当します（Shubb, 2014）。GSIA（グローバル持続可能投資アライアンス）の推定によると、世界的にプロが運用しているポートフォリオのうち14兆米ドル程度において、意思決定の中に環境や社会、ガバナンスの問題が考慮されているとされています。

企業やその経営陣もやはり、単なる経済的見返りだけでなく、より広い意味での利益をもたらすことに取り組む責任ある存在として見られることを望んでいます。国連グローバル・コンパクトの下、145カ国12,000社以上の事業者が責任と持続可能性のある企業活動に取り組んでいます。

なぜ善人になるのか？

責任ある投資アプローチを採用する動機は様々ですが、その中には「共犯」「影響力」「ユニバーサル・オーナー」といったものがあります。「共犯」という考え方は、「ノルウェー政府年金基金-グローバル」が採用しているスクリーニングプロセスを支持するものです（Nystuen, Follesdal and Mestad (2011)）。ノルウェー人にとっては「まったく倫理的でない活動を行うと予想される会社の株式や社債を保有するということは、その活動の『共犯』と捉えることもできるのです」（Graver, 2003）。信念に基づいて投資をしている人であれば、事業が自分たちの価値観に反するという理由から、ある一定の会社（例えば酒類メーカーなど）に投資することを拒否する可能性があります。

「影響力」（Richardson (2013)が好んで使用した言葉を使えば「レバレッジ」）とは、会社に対して行動を変えるように説得を試みる力となります。投資家に「レバレッジ」が備わっていれば、投資先である会社の経営陣や、場合によっては規制当局や司法当局、その他権力の行動を改善するように説得することも可能になるかもしれません。この改善は、社会正義や利害関係者の利益が原動力となる場合もあります。

3つ目の動機は、最も上位に分類される資産家がますます「ユニバーサル・オーナー」になる傾向にある事実と関係しています。この「ユニバーサル・オーナー」とは、Monks and Minow (1995)によって提唱された言葉です。資産家の規模が相当に大きくなってくると、本質的には各市場に自分の会社を持つようになります。さらに彼らの中には、投資期間が遠い将来にまで続く投資家も多くいます。「ユニバーサル・オーナー」の場合、コスト要因や企業個別の事情から逃れることができません。つまり、1つの投資先が別の会社の支払いコストを増やすことによって利益を上げているとすれば、両方の会社に投資している株主にとっては差引の利益が出ないかもしれないということです。理論的には、「ユニバーサル・オーナー」はパイ全体の大きさ、すなわちすべての会社の総合的な価値を高めることに力を注ぐべきであり、それぞれの会社の間でこのパイをどのように切り分けたいか、ということにあまりとらわれないようにしなければなりません。

このように視野を広く持つ例として、労働に関する慣行を挙げてみます。投資先の会社の中には児童の採用や、児童を採用している会社からの人材派遣により資産コストを下げているところがあるかもしれません。しかしこのような会社からは、児童の健康や教育の問題に関する費用の支払いは見込まれません。「ユニバーサル・オーナー」であれば、1つの企業での児童労働によって児童を採用していない別の企業の利益が減り、また教育の不備により広い意味での経済発展が阻害される可能性があるということに気づくかもしれません。長期的な視点で見ると、このオーナーは企業や規制当局との関係を深めることにより、結果的に自身の経済的利益も手にすることができると考えられます。これはビジネスの話ですが、当然、倫理的な話もあります。汚職、核の拡散、気候変動、その他社会問題に関しても、同じような議論を展開することができます。

「ユニバーサル・オーナー」は、文字通りの意味として捉えた場合、その数は非常に少ないのが現状で、その例として「ノルウェー政府年金基金-グローバル」「カリフォルニア州職員退職年金制度（カルパス）」「カリフォルニア州教職員退職年金制度（カルパス）」「ニューヨーク市職員退職年金制度（NYCERS）」「英国大学退職年金基金（USS）」「BT年金制度」などが挙げられます。投資先の会社との対話を持つとするファンドマネージャーは他にも多数存在し、これは特に保有資産がそれほど大きくない投資家を多数抱える、グローバル分散型のパッシブファンドに目立ちます。

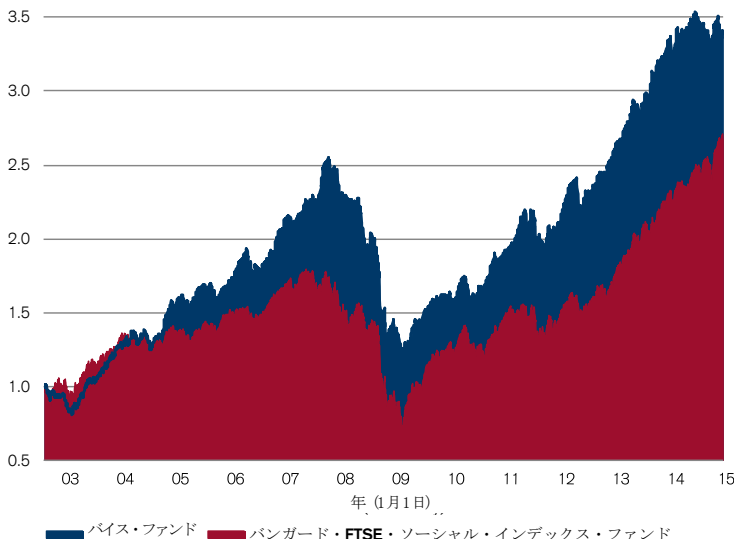
「ユニバーサル・オーナー」のアプローチは、「共犯」と「影響力」に関わる手法と少し重なるところがあります。しかしこのアプローチは、責任ある企業活動という広い視野を持つことで経済的見返りが発生するという考え方に基づいています（Dimson, Kreutzer, Lake, Sjo, Starks (2013)参照）。これは非常に規模の大きな投資家、特に政府系ファンドについては当てはまるのですが、多くの機関投資家の場合は、責任ある投資を最大限に実践しているながらも目先の投資収益にとらわれてしまい、受託者義務に違反してしまう可能性があるというリスクを背負っています。「ユニバーサル・オーナー」のアプローチで得られた利益は定量的に測定するには難しく、また短期的な経済の観点から見てもコストが高すぎると考えられます。これが正しいかどうかは経験的な問題であり、これを次に考えてみたいと思います。

図表 1

2002～14年のバイス・ファンドとバンガード・FTSE・ソーシャル・インデックス・ファンドの比較

出所: モーニングスター。データは2002年8月30日以降。分配金は再投資、手数料は考慮していません。

2002年8月30日のバイス・ファンド設立時に投資された1ドルの累積価値



離脱と声

政治経済学者の Albert Hirschman は、ある組織でメンバーに対するメリットを減らされていることが彼らによって悟られたときにメンバーに提示する 2 つのオプションについて説明しています。1 つ目のオプションは「離脱」です。つまり、彼らはこの関係から身を引くことができます。もう 1 つは、「声」をあげることです。言い換えると、彼らは苦情や怒りの表明や変化の必要性の訴えを通じて、この関係を改善するための発言をすることができます。

Admati and Pfleiderer (2009) はこの「離脱」のことを「ウォール街ウォーク」と呼んでいます。これは単なる「選別」または「売り判断」であるかもしれませんが、しかしアクティブな投資家にとって「離脱」は、問題の企業や業界に対して圧力をかける意図が込められた、政治寄りの行動となる可能性があります。「離脱」は、連系的な行動をとるならば、事業者や業界、あるいは国を説得して政策や体制を変えさせることを意図した、強調的な資本引き上げとなります。

離脱と罪の賃金

図表 1 は、2000 年代前半に米国で運用が開始された 2 つの投資信託について、再投資された分配金も含めた累積リターンを示しています。この比較での勝者はバイス・ファンド (Vice Fund) でした。その見事な運用成績 (設定当初の 10,000 米ドルから 2015 年初頭の 33,655 米ドルまで増加) により、リップーとモーニングスターから最高ランクの格付けを獲得しました。一方でバンガード・FTSE・ソーシャル・インデックス・ファンドは同じ期間でも運用資産の伸びは小さく (10,000 米ドルが 26,788 米ドルに増加)、相対的に敗者となりました。この期間中の S&P500 指数の業績は、2 つのファンドの間となりました。

バイス・ファンドは社会的に無責任であると一般的に考えられている企業に投資します。最近このファンドはバリアー・ファンドと名前を変え、「たばこ、アルコール飲料、ゲーム、防衛・航空宇宙産業など、参入に大きな障壁 (barrier) のある業種」に 2 億 9,000 万米ドルの資産を保有しています。ソーシャル・インデックス・ファンドは社会性や人権、環境といった基準でスクリーニングされた指標を追跡しています。構成銘柄は厳しい環境政策を有する企業、マイノリティー、女性の雇用や昇進で高い実績を持つ企業、安全な職場を実現している企業などです。たばこやアルコール、アダルト向け娯楽、火器、ギャンブル、原子力、不当労働行為に関わる企業はありません。運用資産総額は 15 億米ドルで、これはバイス・ファンドの 5 倍を超えます。

数多くの倫理的投資家が、「良いことをして成功する」ことを重視しています。信念に基づいた責任ある会社への投資は、長期的に見て株価の上昇という形で報われる可能性が高いと彼らは考えています。Peter Camejo は

著書『SRI のメリット：なぜ社会的責任ある投資が経済的に良い成績を収めているのか』

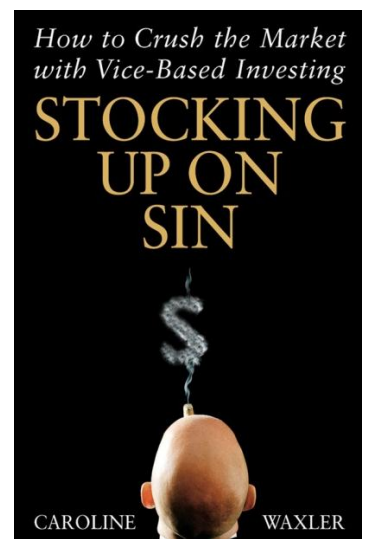
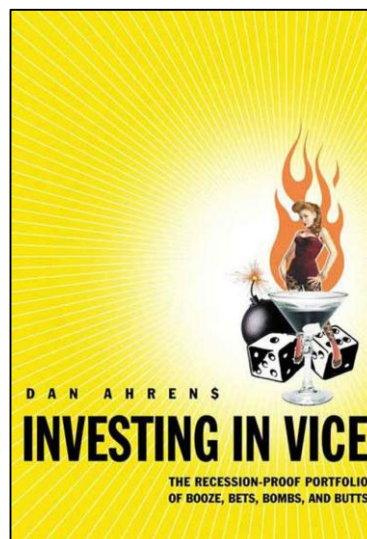
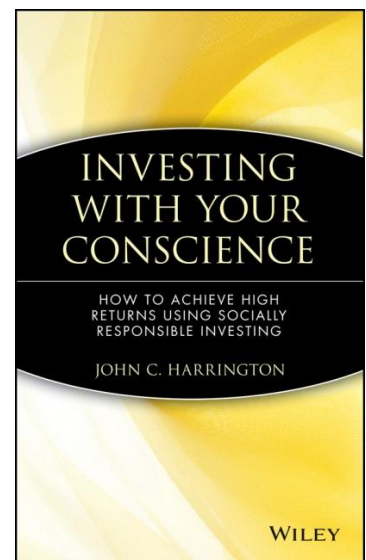
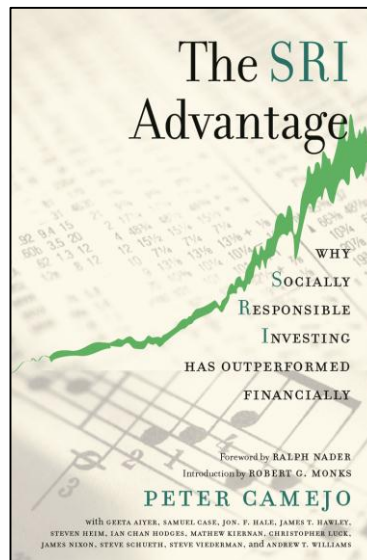
(図表 2) の中で、SRI (社会的責任投資) の方が経済的に優れた業績を残しているという圧倒的な証拠を示し、なぜ SRI が良い業績を上げられるのかを具体的に説明した上で、投資の専門家や投資家、年金基金、コミュニティーグループや非営利団体などにとってどのような意味を持つのかについて検証しています。

ジョン・ハリントンも自身の著書『自分の良心に従って投資する：社会的責任ある投資を利用して高いリターンを獲得する方法』の中で同様の話をしてしています。

図表 2

責任と罪に基づいた投資に関する著書

出所：各出版社。出展は参考文献に記載しています。



ところがその証拠を見直してみると、バイス・ファンドによって示されたとおり、現実にはその多くで「罪」への投資が割に合うという結果が出ています。非倫理的な銘柄、産業、国に対する投資が、他を上回る運用成績をあげているという傾向にあるのです。基準を重視する人にとって、スクリーニングによって投資の業績や分散にどのような影響があるかを知ることは重要です。また皮肉ではありますが、責任ある投資家自身も「罪」からのリターン向上に部分的に関与しているかもしれないということを意識しなければなりません。

無責任な事業者は資本金の引き上げという恐怖によって律することができるというのが一般的な考え方です。その前提には、株価下落の圧力による会社価値の低下、自社の資金調達力を犠牲にした資本コストの上昇、そして TOB の可能性の拡大があります。この観点では、株価の下落による報酬の減少という痛手を負う経営幹部に対する罰ともなります。

Dan Ahrens が著書『悪への投資：酒、ギャング、爆弾、尻の不況知らずのポートフォリオ』（図表 2）で説明しているとおり、確かに倫理的な投資家が忌み嫌う株式に投資しても利益を得ることは可能と言えます。「悪への投資」の理屈は、景気に関係なくこのような企業の商品には安定的な需要があること、このような企業がグローバルに事業展開していること（「悪」は世界的な現象なのです）、利益率の高いビジネスである場合が多いこと、そして参入の障壁が高い業界の企業であることです。それでも、十分に大きな割合の投資家が「悪」の事業を回避すれば、その株価は押し下げられると思われず、Dan Ahrens が着目した点は、企業の株価が下がること自体が、倫理の問題を比較的気にしない投資家にとっては買いのチャンスとなってしまいうことです。Caroline Waxler も『罪を買い込む：悪に基づいた投資で市場に勝つ方法』（図表 2 参照）の中で同じような解釈をしています。

ここでのパラドックスはつまり、不健全でひどい事業だと一部で思われている企業の株価が下落するという事は、社会規範と相反する活動をしている企業の価値に倫理的な投資家が影響を与えていると考えることもできるということです。そうであれば、株式はファンダメンタルと比較して割安な株価で取引されることとなります。例えば、PER や配当利回りが低くなる場合もあります。このような株式を買えば結果的に投資リターンの期待値が上がることになり、これは一部の投資家にとっては、ひどい会社への投資という感情的な「コスト」の相殺となります。

会社や業界からの離脱

深刻な環境破壊、社会規範の重大な違反、組織的な人権侵害などの記録が残っている会社は、投資家によってその多くが排除されてきました。航空宇宙・防衛産業を許容している投資家でさえ、核兵器製造や対人地雷、クラスター爆弾などに関与している事業者については、場合によっては間接的な関与も含めて除外の対象とするケースが見られます。いくつかの大手投資ファンドは、ノルウェーの倫理評議会の推奨に従っています。

世界的に共通の評価を見つけることは困難だと思われず、キンダー・ライデンバーグ・ドミニ社 (KLD) では高い格付けをしているにも関わらず、ウォルマートはその受け入れがたい労働事情を理由にノルウェー政府ファンドによって投資対象外とされました。フェアトレードのコーヒーを提供することで信用されているはずのスターバックスは、英国での課税逃れの慣行を理由とした不買運動のターゲットとなっています。Dow Jones Sustainability World Index や FTSE4Good Index に組み入れられたにも関わらず、メトロロニックはそのタックス・インバージョンの組織体系について米国で批判されています。アマゾン環境に関する取り組みで賞賛を受けている会社ですが、欧州と米国において競争原理に反する租税措置が非難されています。今や、企業に支払う義務があると社会的に考えられている税金の強奪までもが、窃盗罪として捉えられるまでになってきました。

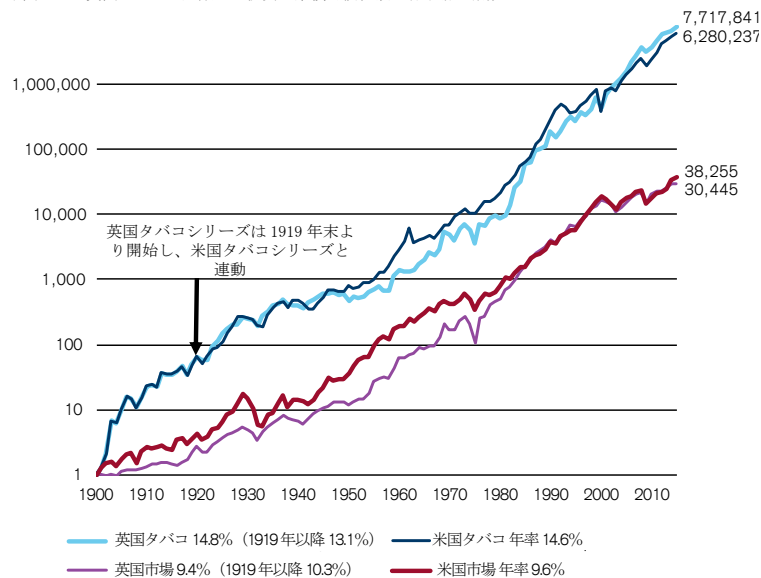
長期的に見て、確立されている規範に違反する事業を排除していくインパクトに着目す

図表 3

たばこ産業と株式市場全体の累積リターン比較 (1900-2014)

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン。通貨は USD および GBP の名目為替レート。

米国および英国のタバコ産業への投資の累積時価総額と各市場の指数



ることで、問題をより深く掘り下げていくことが可能です。Harrison Hong and Marcin Kacperczyk はその共著『罪の価格』の中で、1926年～2006年の米国内での「罪株式」取引について検証している他、1985年～2006年の欧州での実態についても着目しています。二人は「罪深い株式」のことを「罪の三頭政治」（酒、たばこ、ギャンブル）に関わる会社と定義していますが、一部の検証ではこれに兵器も含まれています。この二人の著者は、一般的にファンダメンタルと比較して割安に取引される罪深い株式を機関投資家が避ける傾向にあることを示しています。そして、このような銘柄から期待できるリターンは大きくなるとしています。

たばこ会社は特に分かりやすい例です。20世紀前半、たばこは一般的に有害なものと考えられていませんでした。1950年代半ばまでに4本の異なる流れ、つまりたばこの煙の疫学、動物実験、細胞病理学、発がん性物質に関する実証がひとつになります。そして喫煙、特にシガレットの喫煙と肺がんの間の因果関係が証明されたのです。この頃までに、少なくとも一部の投資家の間ではたばこ事業を避ける動きがありました。

Hong and Kacperczyk はたばこ会社の「中立」から「有罪」へのステータス替えの時期を、米国では1947年～1965年の間とし、この期間中は市場を年間3%下回ったと観察しています。1965年以降、たばこの健康への影響が広く知られるようになると、米国のたばこ会社は類似企業のパフォーマンスを1965年～2006年の期間にわたり年率3%以上上回りました。さらにこの期間、米国のたばこ会社は続出する訴訟に見舞われることになったにも関わらず、海外の同業者を上回るパフォーマンスを見せました。

今回この115年の全期間にわたるたばこ株のアウトパフォーマンスを推定するに当たり、当社独自の業界インデックス（付録記事から抜粋）を利用しました。図表3に示すとおりたばこ会社は株式市場全体を上回っており、米国では年率4.5%、英国では年率2.6%（英国の場合、若干短い1920～2014年が調査対象）となっています。Hong and Kacperczyk が研究対象とした81年全体を見ても、米国の「罪株式」のリターンは「非罪株」と比べて年率で3～4%上回りました。1985～2006年の間、世界の「罪株式」は年率で2.5%程度アウトパフォーマンスしました。

これに関しては別の研究もあり、『罪株式のリターン』と題した研究の中でFabozzi, Ma and Oliphantは1970年から2007年の期間の複数の市場から多数の「罪株式」抽出し、検証をしています。三人の著者は罪深い活動について明確にされた定義を慎重に使い、投資するに当たり十分な流動性があると思われる株式を267銘柄だけ選びました。図表4はその結果となります。サンプルとして採用された株式はそれぞれ開始日と終了日が異なり、よって著者は取引が行われた期間について、個別株のリターンと市場全体の時価総額加重指数のリターンとの比較から超過分を算出しています。その結果、世界の「罪株式」への投資のパフォーマンスは高水準となったことが分かりました。「罪」カテゴリー内で平均をとったところ、平均超過リターンは少ない方から順に5.3%（酒）、9.6%（バイオテクノロジー）、10.0%（アダルトサービス）、

14.7%（たばこ）、24.6%（兵器）、そして最も高い26.4%（ゲーム）となりました。

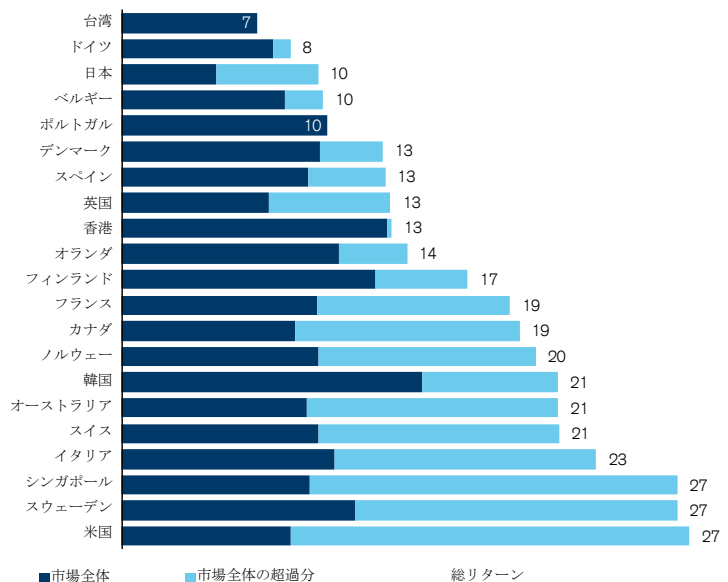
パフォーマンスの平均は国によって異なりますが、それでも全体的に高くなっています。超過リターンがマイナスとなった事例は2つしかありませんでした（台湾-2%、ポルトガル-1%）。超過リターンは、3つの市場を除いてすべての市場で統計的に著しいものとなりました。二つの論文では、パフォーマンスの測定結果はパフォーマンスの測定基準の選択方法により影響されることはほとんどないとされています。

均等加重戦略の能力的限界はさておき、「罪株式」から利益をあげる上での障壁は他にもあります。第一に、単一の業務に専念する「ピュアプレイ」を行っている「罪株式」が多く存在しないことが挙げられます。81年間の研究対象期間において、米国投資界に存在する何千という企業の中からHong and Kacperczyk は193社の例を特定し、そのうち2006年まで生き延びたのはわずか56社でした。第二に、「罪株式」ポートフォリオは分散投資ができない点です。第三に、悪への投資には慣例がありません（バイス・ファンドに対抗する競合が現れてきません）。そして第四に、「罪株式」のETF（上場投資信託）の事例は一つもないことです（ISEのSINdexをベースにしたFocusSharesが上場しましたが、投資家が集まりませんでした）。以上、個別の会社や業種からの「離脱」について検討しましたが、この他にも「離脱」にはさらに広いアプローチが考えられます。次に、市場全体のボイコットという考え方について検討してみます。

図表 4

21カ国の「罪株式」の年率リターン（1970-2007）

出所：Fabozzi, Ma and Oliphant (2008)。台湾とポルトガルでは超過リターンがマイナスとなりました。



国からの離脱

最近のケースも数十年前も含め、様々な国がこれまでに資本の引きあげや投資ボイコットの対象となってきました。例えばビルマまたはミャンマー（米国の制裁）、キューバ（ヘルムズ・バートン法）、イラン（制裁法）、イスラエル（BDS 運動）、ロシア連邦（EU の制裁）、南アフリカ（反アパルトヘイト運動）などです。証券取引所を開設している国は約 150 カ国ありますが、そのおよそ半数がインデックスの主な会社によって対象外とされています。大部分のグローバルインデックスはフロンティア市場を除外していますが、投資家によっては第二新興国市場と呼ばれる市場や、場合によっては主要な新興国市場までも除外されているベンチマークを選択したり、あるいはあくまでも自分の基準でどの市場が受けられるかを決めたりしています。ポイントは、投資家のほぼすべてが、ポートフォリオに組み入れる国について市場毎に個別スクリーニングをしているということです。

今回検証したのは、汚職の程度に基づいて各国のスクリーニングを行った影響力についてです。各国の評価は、Kaufmann, Kraay and Mastruzzi (2010) の 3 名が世界銀行の支援で策定した「世界ガバナンス指標（Worldwide Governance Indicators: WGI）」を使用して行われています。各指標はガバナンスに関する 6 つの大きな側面について、1996 年から現在まで 215 カ国について毎年スコアを付けたものです。今回は「汚職指標（corruption indicator）」を選びましたが、他の 5 つの指標との相関関係も非常に高くなっています。主要なスコアは各国のパーセンタイル順位で、0 から 100 までで表されています。

図表 5 は汚職スコアの地域的分布を示しています。汚職は、これまでの『イヤーブック』で毎回取り上げられてきた 21 市場においては大きな特徴となっていません。これはどちらかと言うと発展途上国市場でよく見られる問題です。

汚職に基づく国の除外

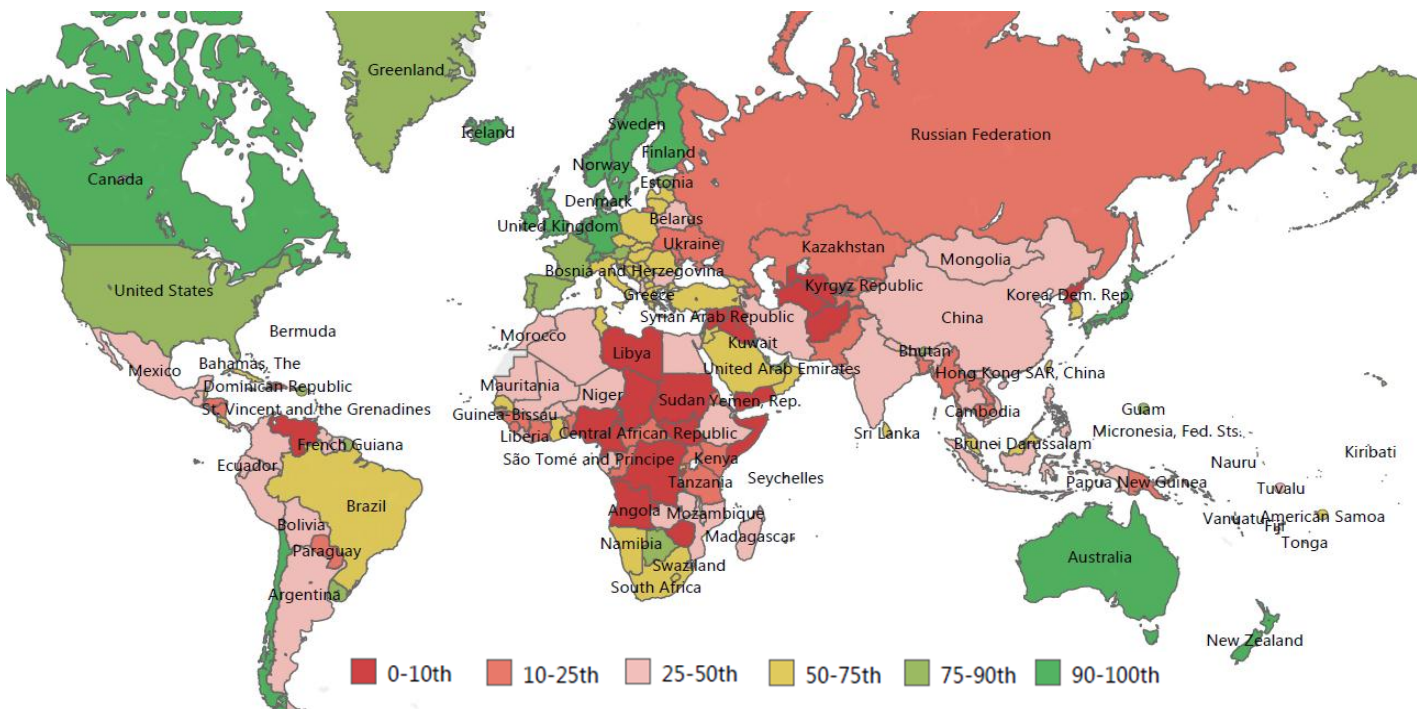
ここでは、当時の汚職スコアに基づき、各国株式市場の 2000 年以降の総リターンを推定します。投資リターンを測定するためには、FTSE グローバル・エクイティ・インデックス・シリーズ（GEIS）を構成する 47 カ国それぞれのインデックスを使用します。まずは 1 つのグループ分けの中で、株式市場のリターンの均等加重平均を計算します。グループ分けは、各インデックスが 1 つのグループに 1 つだけになるように分けられます。リターンはすべて共通の通貨（米ドル）建てで表され、GEIS から除外された市場や消滅した市場のパフォーマンスも含まれます。ベネズエラについては 2003 年 6 月 20 日付けで除外されましたが、トータルリターン・インデックスの値は 19 日に 94.78、20 日に 0 となり、値が 99.9% 下落したものとみなされています。

図表 6 は 3 つのグループ分けについての結果を示しています。具体的には、1900 年以降継続的なデータの存在するイヤーブック掲載国か否かでの分類、FTSE GEIS シリーズへの採用資格取得日別の分類、世界銀行の汚職指標による分類です。まず左側の棒グラフ（赤）は初年度の 2001 年以降の平均リターンを表したもので、イヤーブックの 21 市場の年率平均リターンは 5.9% となりました。歴史がもっと短い国のインデックスは、年率 10.4% のリターンでした。

図表 5

2014 年 世界各国の汚職コントロールスコア

出所：Kaufmann, Kraay and Mastruzzi (2010) 世界銀行のサイト www.govindicators.org の最新情報を利用して情報を更新。



中央の棒グラフ（青）は FTSE シリーズに組み入れられたタイミング別にランキングされた国の情報で、そもそも FTSE シリーズは 1986 年 12 月 31 日に 23 カ国で開始されました。7 カ国が 1999 年代に追加され（正確には 1990 年代に追加された国は 6 カ国で、あと 1 カ国は 1988 年に追加されたものです）、2000 年中に 18 カ国がさらに加えられました。当初より組み入れられていた国の平均リターンは年率で 7.4%、1990 年代の追加組は 8.1%、そして 2000 年に追加された国は 10.4% でした。最後の一群は新興国市場がかなりの部分を占め、これらはガバナンス標準の低い市場でした。

右側の棒グラフ（灰色）は腐敗指標によってランキングされた市場の 2000 以降のリターンを示しています。14 市場が低いスコアで、12 カ国は許容範囲、12 カ国は良好で、11 カ国が高いスコアとなっています。上から 3 つのグループの平均リターンは 5.3~7.7% の間となりました。これとは対照的に腐敗統制がひどい状態の市場では、平均リターンが 11.0% でした。実現リターンは、どちらかというとなり腐敗行為が特徴となっている地域で株式投資を行った方が高くなったのです。このパターンは時間限定的なもので、もう少し短い期間を見ると、聖人のような市場の方が罪人よりも良い結果を残したときもありました。この研究の期間が短かったため、単に得られた結果に新興国市場が上回った時期が反映されただけかもしれません。

ただ、この研究結果には汚職以外にも多くの要因が寄与している可能性はありますが、私たちはガバナンス標準の低さというものがリスク要因として価格に織り込み済みであるという見方に同調しています。Luo and Balvers (2014) はボイコット要因を資産の価格形成に導入し、どのサブグループの投資家が特定の株式グループを避ける非金銭的の好みをどの程度持っているかということが反映されるようにしています。このモデルは米国のデータを基にして慎重に実施した実証テストによって裏付けられており、国を除外する作業に簡単に応用することができました。

国の除外は 2002 年にカルパスによって導入され、この基金は「許容新興国市場方針 (Permissible Emerging Market Policy)」で政治的安定性、民主的体制、透明性、労働慣行、企業責任、情報開示といった要因に関して最低限の水準を下回る国々のすべてをブラックリストに入れました。ロシアや中国をはじめとする（当時）高いパフォーマンスを示していた新興国市場に投資制限をかけたことは、最終的にコストが嵩む結果となりました。

「2006 年後半までのカルパスの新興国市場ポートフォリオを見ると想定リターンに対して年率 2.6% の機会費用があったことになり、つまりこのポートフォリオの運用開始以来、総額 4 億米ドル超の逸失利益があったことになる」と Huppé and Hebb, (2011) は指摘しています。2007 年にカルパスは新興国市場を除外する戦略を外し、発展途上国の会社選定は原則主義アプローチに転換しました。新興国市場でも「離脱」ではなく「声」を使うこととし、対話や積極的なエンゲージメント*、株主アクティビズム（いわゆる「物言う株主」の活動）を取り入れました。

注釈：エンゲージメントとは、機関投資家と投資先企業の間で対話を持ち、コーポレート・ガバナンスや経営に関して株主としての意見を企業側に伝え、また、企業側の考え方を把握することを行う。

声の活用

投資家は声を持っており、会社から離脱してしまうとそれは失われます。投資家は企業行動に影響を与えることを目的として、アクティビズム（積極的な活動）という形で声を使います。経営幹部と議論を交わしたり、書面を送付したり、委任状の送付・議決権の行使を行ったり、規制当局や標準設定者へのエンゲージメントを模索したりと、行うことは様々です。このような活動は、責任ある投資家であれば会社の業績改善や関係者およびコミュニティにとっての社会環境向上に経営陣を導くことができるという信念を基に行われます。ヘッジファンドもまた大きな物言う投資家で、ほとんどの場合は投資収益の最大化を目指しています。

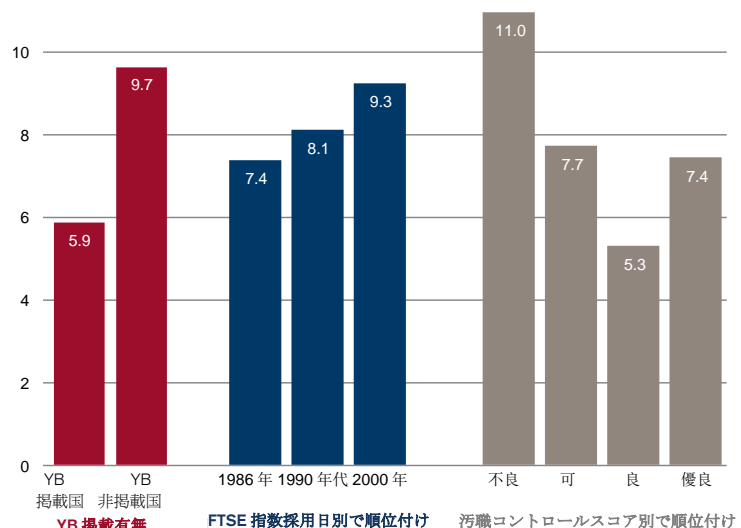
最も目につくアクティビスト（物言う株主）は、コーポレート・ガバナンスを改善したり株主利益に対してより効果的に取り組む意欲のある経営陣に所有権を移動させたりすることによって株価の動きを改善しようとしています。このような株主は会社の社会的責任よりも株主へのリターンに対する意識が強く、満足のかない会社から離脱するのではなく、むしろそのような会社への「エントリー」を目指すことも多く、そこで変化を推し進めるために声を使うこととなります。

図表 6

汚職の傾向別にランキングした市場のリターン (2001-2014)

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、DMS データ、各種 FTSE インデックス、世界銀行

2001~2014 年 米ドル建て年率換算リターン (%)



企業の取り組みの中における「声」の利用については、数々の研究が行われています。Greenwood and Schor (2009) は米国における物言う株主主導の買収について検証を行い、ヘッジファンドは長期的なコーポレート・ガバナンスへの取り組みや会社の業務改善よりも割安なターゲットの発見や買収のきっかけ作りにより適しているのではないかとの見解を出しています。

最近では Becht, Franks, Grant and Wagner (2014)が、3つの地域（欧州、北米、アジア）で行われた 1,796 件の公開アクティビズムについて検証しています。四人の研究結果によると、累積市場調整後のリターンは大量保有の開示時に各地域で 4.5~7.5%となり、続いて業績発表時は各地域で 3.0~9.3%（アジアが最低）となりました。リターンは、目的を達成できなかったエンゲージメントよりも成功したときのほうが大きくなっています。

図表 7 は全 3 地域から抽出されたサンプルの累積市場調整後リターン (CMAR) をグラフにしたもので、アクティビストのエンゲージメントが届出またはマスコミ報道を通じて公表される 20 日前から 20 日後を表したものです。リターンを見ると、エンゲージメントを予見するかのように開示前における程度の動きがあり、開示後の動きがその後予想される業績についてのコンセンサスとなっています。

アクティビストの大量保有の発表に対して市場がプラスの反応を見せているのに加え、成功の成果が発表されたときにもさらに反応が見られます。二つのコンポーネントを組み合わせた場合、平均リターンは 15%を超えます。この研究から、コーディネートされたアクティビズムの方が、個別のアクティビズムよりもリターンが大きくなる傾向にあることが分かります。企業戦略に関して声を活用することは、経済的価値としてはプラスの側面がありますが、社会的問題や環境問題についてはどのようなことが言えるのでしょうか。コーポレート・ガバナンスに関する作用として証明されたことは、責任ある投資と関係のある問題についての取り組みにも当てはまるのでしょうか。

社会問題に関する声

投資先企業との対話が活発になってくると、株主のエンゲージメントについて書かれている記事の数もそれにつれて増えてきています。それでも残念なことに、企業の社会的責任に対する活動のインパクトについては、これまで質の高い研究がほとんどなされていません。企業の社会的責任についての研究の大部分では、KLD（現 MSCI ESG）が考案した社会的責任スコアなどの範囲を限定した静的な測定方法しか使われていません。このようなデータは、収益力の高い企業が社会的責任を果たすための活動により多くの支出をすることができ、社会的責任に対して支出することで会社の収益力が上がるという傾向があるかどうかをはっきりとさせることはできません。相関関係を調べていくと、企業の社会的責任について最も基本的な疑問がいくつか浮上してきます。

アクティブな株主

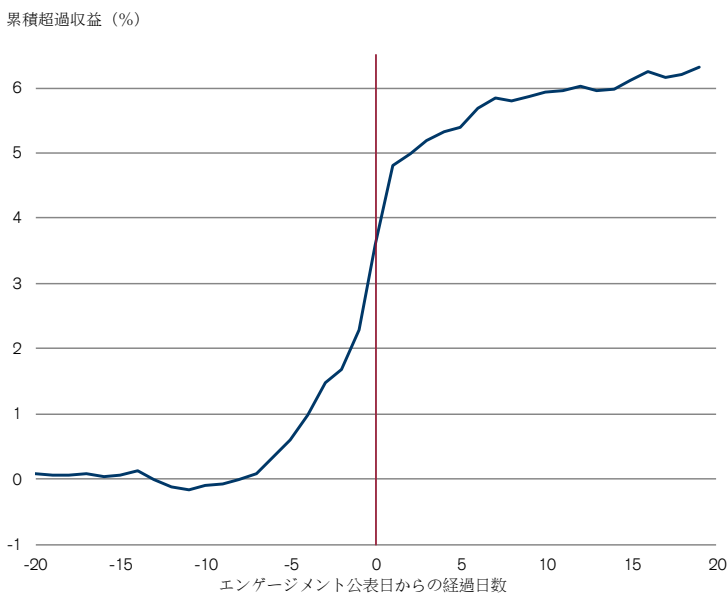
他の証拠として、Dimson, Karakas and Li (2015)が環境、社会、ガバナンスの取り組みに関する大規模な独自データベースを引用しています。米国の上場企業を検証しているこの三人の研究は、「どの企業にアクティブオーナーがエンゲージメントしているか」「彼らはどうやってそれを実行しているか」「アクティブオーナーの活動は他の株主と競争的か協動的か、そのときどのような効果を求めているか」「エンゲージメントを受けている企業はどのような対応をしているか」「その関与の成功要因は何か」「社会的責任の問題についてのエンゲージメントに対して市場はどのような反応を見せているか」「アクティブオーナーは自身の目指す行動で成功を収めているか」「その活動が財務的な業績にどう影響しているか」といった点を問う内容になっています。

この研究の分析対象となったデータセットは、アクティブなエンゲージメントの一時点における記録である点で異例と言えます。こ

図表 7

エンゲージメント公表前後の累積リターン(2000-2014)

出所: Becht, Franks, Grant and Wagner (2014)



これは対象企業（2013 年は 4,000 社）と積極的に対話を持ち、株主総会で株主権利を行使する（当該年に延べ 60,000 件の議決権を行使）一人の機関投資家によって提供されたもので、この投資家の場合、全体の 7%において要求した変化が達成されました。一次サンプルの内容は、1999 年から 2009 年までの間に上場企業 613 社を対象として行われた 2,152 件の案件（1,252 件は社会、環境、倫理に関する案件、900 件はコーポレート・ガバナンス関係の案件）でした。エンゲージメントの成功率は 18%で、成功と記録されるまでには、平均的に 1~2 年にわたる 2~3 件の案件が一つの流れとして必要でした。

対称サンプルと比較した場合、大規模で成熟していて業績が振るわない企業の方が契約にこぎつける可能性が高くなります。またそのファンドが特定の会社に大きな持分を持っている場合、他の社会的な意識の高い機関投資家（年金基金のアクティビストや倫理的ファンドなど）が株主になっている場合、その対象企業に批判的な不安がある場合、ガバナンス標準が低い企業の場合などは、契約の可能性がさらに高くなります。

エンゲージメントの特徴や戦術の分析を見ると、同じ対象企業との過去のエンゲージメントで成功体験があると、その後のエンゲージメントの成功確率が高まるということが分かります。さらに、ファンドマネージャーとその他のアクティブな投資家や株主との協調があれば、それは特に社会的、環境的、倫理的な案件である場合、関与の成功にプラスの影響となります。

図表 8 は企業の社会的責任に関するアクティビズムに対して市場がどのような反応を示しているか、サンプル全体のエンゲージメント導入後のパフォーマンスを表しています。累積超過収益率（CAR）は総リターンを基に計算され、ファーマ・フレンチの規模十分位マッチモデルを使って規模要因を調整します。サンプルは成功案件（エンゲージメント導入前に打ち出された目標を達成した案件）の CAR と非成功案件（達成しなかった案件）の CAR に区分されます。

Dimson, Karakas and Li は、企業の社会的責任の取り組みによって生じた規模要因調整後の累積超過収益率（CAR）がエンゲージメント導入当初からの 1 年間で+2.3%であったとしています（図表 8 の青線参照）。このサンプルの平均的な企業の場合、運用成績は成功案件（+7.1%）の方が上回っており、目標が達成された 1 年後には徐々に横ばいになっていきます（赤線）。非成功案件に対しては、市場の反応は中立です（灰色線）。

超過収益率は環境的/社会的取り組みとコーポレート・ガバナンスの取り組みのそれぞれの成功案件同士で類似しています。また、環境的/社会的取り組みとコーポレート・ガバナンスの取り組みのそれぞれの非成功案件同士でも類似しています。つまり、投資家は社会的アクティビズムに対して、ガバナンスに関するエンゲージメントで成功するのと同じような金銭的価値を見出しているということになります。アクティブな株主はエンゲージメントがうまくいかなかった場合でも、関係者に利点を与えた一方で、企業価値は壊しませんでした。もちろん、この研究は株主アクティビズムのたった一つの、振り返れば成功であった事例に着目しているのは確かです。ス

キルの低いアクティビズム、あるいは資金力に乏しいアクティビズムは見返りも少なくなるリスクを背負っています。また、アクティブな株主のエンゲージメントは大きなポートフォリオの小さな部分を占めるに過ぎず、また全体のパフォーマンスに対するその影響力もそれなりであるということに留意しなければなりません。そして最後の但し書きとして、このようなアクティブ株主から得られる見返りは期間限定であり、それ以降の期間においてはエンゲージメントから得られるメリットは小さくなる可能性が大きいということも覚えておかなければなりません。

離脱か声かの選択

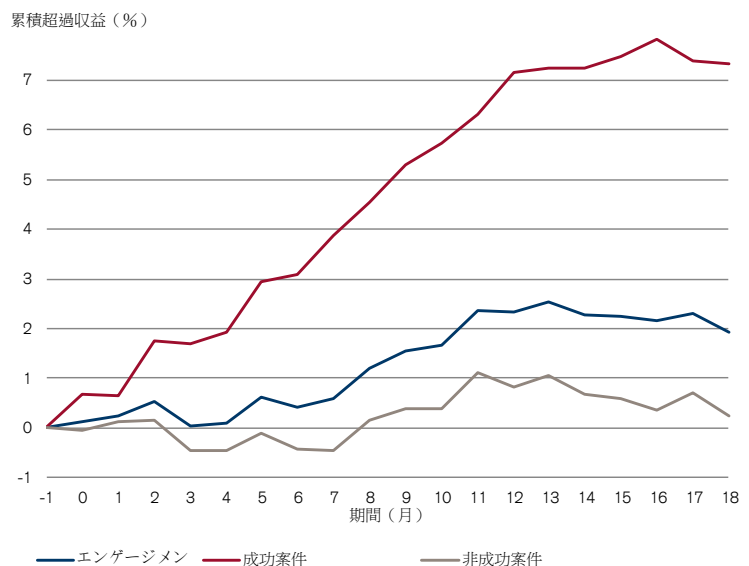
投資家はすでに、コーポレート・ガバナンスの分の配当金が会社にはあるということに気づいています。ゆえに会社は高い市場評価を求め、割安な資本調達を行い、しっかりと株主基盤の恩恵にあずかるのです。今回、企業の社会的責任という付加価値が会社にはあるということを示す研究についてご報告してきました。そのような会社は株主をさらに引き寄せ、環境的・社会的な事故を防ぎ、高い PER で株価が推移するはずで

企業にとっても株主にとっても、高い倫理原則に従うことは重要なことであり、結果的に会社の業績にその影響が表れます。投資家は、ガバナンス原則だけでなく環境的な方針・慣行や人権保護の記録、事業展開地域における社会貢献に関する透明性の拡大を企業に対してますます求める傾向にあります。

図表 8

エンゲージメント後の累積超過収益率 (CAR)

出所: Dimson, Karakas and Li (2015). フレンチ教授のウェブサイトからファーマ・フレンチ規模調整後リターンを参照。



責任ある企業が付加価値を上乗せした株価で取引されるのと対照的に社会規範に反する企業は安い株価で売られ、結果的に罪深い株式への投資から得られるリターンが大きくなるという現象が起きています。このような好み投資家の間で存続している間は、罪深い株式からの総リターンも多くなることが予想されると考えなければなりません。「罪」の割引が常態化すれば、キャピタルゲインの期待値は「罪株式」と「非罪株式」の間で同じとなります。すなわち「罪株式」で言うところの超過リターンは、徐々に増額されていく配当金に相当するということになります。これは社会通念に反して、「罪株」投資家の投資期間を長くするインセンティブを与えることとなります。

そうすると、投資家はジレンマに陥ります。反対すべき株式から「離脱」すべきか、それとも「声」を利用して対象を受け入れ可能な企業に変えるべきか。その決断は多くの場合、忠誠心（つまり、その会社に投資を続けたいかどうか）と会社が良い方向に変わる見通しについて自分がどれだけ強く感じているかに左右されるものと思われまます。また、反対すべき株式の除外と分散効果の喪失により失う可能性のあるリターンにもよります。規模の大きな機関であれば、非常に大きなポジションを解消するコストも考慮の対象となる可能性があります。

Andrew Ang (2014) はリスク・リターンの将来的な見通しに対する除外のインパクトについて予測しています。その分析対象は FTSE 全世界指数ポートフォリオで、この指数は 2012 年時点で 39 業種、2,871 銘柄の株式で構成されていました。Ang は業界のリスクと相関性（テクニカル重視の方向けに Ledoit-Wolf 予測を使用）と、期待リターン（Black-Litterman 予想を使用）を推測しています。そして無リスク金利を 2% とし、様々な業種を除外しながら最適なポートフォリオ構成を計算し、最小ボラティリティのポートフォリオのリスクと、スクリーニングを実施した各ポートフォリオについてリスク・リターン率（シャープレシオ）の最大値について報告しています。

図表 9 はその結果です。一番上の行は、すべての業種を投資適格とした場合の最小リスクと最大シャープレシオを示しています。その下の 3 行は、除外のインパクトを示しています。すなわち、最小ボラティリティのポートフォリオのリスクが 12.05% から 12.10% に上がり、シャープレシオの最大値が 0.4853 から 0.4852 に低下しています。期待リスクとリターンに関しては、スクリーニングをするペナルティは小さいようです。

本年のイヤーブックでは比較記事として、すべての業種にはそれぞれ異なるファクター・エクスポージャーがあり、よって「罪株式」もまだ、より魅力的なカウンターパートとは異なる動きをする可能性が残されているということについても記しています。このため、離脱しても実現リターンが経済的に残念な結果となることも、投資として成功となる場合もあります。

若干異なる方法論ではありますが、Humphrey and Tan (2014) も個別銘柄レベルのデータを用いて、パフォーマンスに対するコストを引きずる変数を避けながら社会的責任のある投資信託の特徴を真似たポートフォリオでシミュレーションをしています。その結果、スクリーニングをしてもポートフォリオのリスクまたはリターンに対して本質的なインパクトはなかったということが分かりました。平均をとると、社会的責任ある証券で構成されるポートフォリオに投資しても、投資家には害も利益もありません。

ポートフォリオから証券を除外するということは、分散投資のメリットがなくなるだけということになります。では、前述のグループを 3 つまで除外しても、将来期待されるパフォーマンスに対する影響は微々たるものなのでしょうか。その説明を Ang が自身の分析の中でしていますが、エクスポージャーの分散を 39 業種から 36 業種にした場合の小さな損失は微々たるもので、分析の中の期待リターンに関係するものは市場指数との比較における各業種のベータだけでした（つまり、罪産業から期待できるプレミアムはないということです）。

Humphrey and Tan は、罪深いか聖人的かの区別とは関係なく、ポートフォリオの中核を成す主要保有資産の圧倒的な価値に支配されているため、「ピュアプレイ」の「罪株式」の影響は弱められるとその著作の中で述べています。Stierli (2014) はクレディ・スイスの調査の中で、スクリーニング基準を厳密に適用することにより世界の投資ユニバースは 65% 以上縮小し、この場合のインパクトはより大きなものとなり得ます。

図表 9

世界指数からの除外の影響予想

出所: Ang (2014, p.109). 非 BDT とは銀行・防衛・たばこ以外の業種を表します。

指数ポートフォリオに算入された産業				最適化ポートフォリオ	
非 BDT	銀行	防衛	たばこ	最小ボラティリティ (%)	最大シャープレシオ
✓	✓	✓	✓	12.05	.4853
✓	✓	✓	✗	12.10	.4852
✓	✓	✗	✗	12.10	.4852
✓	✗	✗	✗	12.10	.4853

ポジティブスクリーニング

これまで、高い水準の社会的責任基準を達成している企業は株式市場で高いパフォーマンスを実現してきたことを確認しました。投資家のポートフォリオを責任ある企業寄りに傾斜させることで、運用成績にプラスの効果が出て報われるとする考え方もあります。この傾斜戦略は、ポジティブスクリーニングと呼ばれることもあります。

ここでのジレンマは、企業の社会的責任が株価にどのような影響を及ぼすか、明確な証拠が必ずしも存在するわけではないということです。企業の行動が改善すると、その株式の感性的なリスクは減るかもしれませんが。この場合、投資家が求める利益率も小さくなると思われまます。小さくなりながらも将来的に利益を出すためには、株価が上昇する必要があります。したがって、会社が「責任ある」企業になるに従いその株価は上昇するはずであり、いったん望まれる企業になれば、その持分は責任感がそれほど強くない別の投資先よりもリターンが小さくなるはずです。ポジティブスクリーニングとは高い行動基準が確立している企業を選定する作業であり、よってこれは投資リターンの低さと連動することもあるということです。

数多く引用されている Gompers, Ishii and Metrick (2003) による研究では、この効果に関するケーススタディがなされています。この研究によると、彼らが構築したガバナンス指数は 1990 年代の株式市場の動向と正の相関性があることが分かりました。すなわち、ガバナンスが良好な会社は、株価も上がるということです。彼らの出した結果は、多くの機関投資家が投資対象となる株式の選択基準として、良好なガバナンスを強調するきっかけとなりました。

その後も Bebchuk, Cohen and Wang (2013) の研究で、ガバナンス体制の良い企業からのリターンが高くなったことは、1990 年代に市場参加者が良いガバナンスのメリットについて少しずつ学習した結果だということが示されています。良いガバナンス体制を敷いていた企業の株価は次第に上昇したことから、その後（2000 年～2008 年）米国株のリターンからガバナンスによるプレミアムが消滅することになります。

Borgers, Derwall, Koedijk and Ter Horst (2013) は、株主利益に対して敏感になることの重要性について学んだ同様の時代が他にもあったとしています。企業の責任に対して前向きな戦略を持つ企業のパフォーマンスは、1992 年から 2004 年にかけて良かったものの、その後（2005 年～2009 年）は高いリターンを生み出すことができませんでした。

これが意味することは、責任ある企業の株式を購入することが、必ずしも金融市場において報われる戦略として見ることができるわけではないということです。経済的に見てより良い行動というものは、投資家自身が保有または購入を希望している銘柄の会社にエンゲージすることかもしれません。そうすれば、ポジティブスクリーニングや離脱によって達成できることよりも、多くの大きな改善を成し遂げやすくなる可能性があります。

ではこれをどのように実践すればよいのでしょうか。アクティビストとして成功する確

率を最大化するためには、資産家は Gollier and Pouget (2014) が提唱する「洗濯機」戦略というものを検討してみても良いかもしれません。二人は、大口の投資家であれば責任ある会社ではない会社を購入して、これをより責任ある事業者へと変えていくことによって、継続的なアウトパフォーマンスを実現できると主張しています。すべてきれいにした後の株式は、アクティビストの達成事項を反映した株価で売却することができるかもしれません。

結論

投資家には、受け入れられない企業行動への対処法として「離脱」か「声」の選択肢があります。「離脱」は、魅力のない属性のある会社、業種、国への投資を除外するということです。「声」とは会社とエンゲージしたり、その会社の行動を変えるための他の方法を模索したりすることです。「離脱」を行った場合、別のベンチマークと比べてパフォーマンスの乖離（プラスまたはマイナス）が生じ得ます。大規模な資本引きあげ、例えば市場全体からの退避などは、特に目立った影響が出る可能性があります。

社会的に責任を持つだけでなく投資先企業との関わりを持つことは、多くの事例で収益性があがることが示されてきました。私たちは、同様の志を持ったアクティビストとの間で行動が調和するとき、責任ある投資戦略がより大きな成果をあげるという結論に至っています。成功に向けて責任ある投資をするには、資産運用資源に対する重大なコミットメントが必要となり、これにはコストも伴うかもしれません。誰にでも訪れるわけではありませんが、繰り返し訪れる取り組みの機会に次々と注目する戦略（「洗濯機」モデル）は、責任ある資産家に対して興味深い方向性を提示してくれます。



株式の割引率は平均に回帰するのか？

平均回帰性は自然に生じる現象で、逆張り投資家の選択の判断とその正当化に対し強力な根拠を提供するものです。分かりやすいマクロシグナルは非常に高い価値を持ちますが、なかなか捉えられるものではありません。私たちは投資家の皆様より「株式市場の資本コストは予測可能なのか」「変化の可能性や幅を定量化することは可能なのか」といったご質問をたびたびいただきます。投資家たちは、資本コストの均衡点や平均回帰の水準が果たして存在するのか、もし存在するとすればその回帰はどれくらいの速さで実現するのかを知りたいと考えているようです。

デイビッド A. ホーランド、ブライアント・マシューズ、プラティヤシャ・ラス (クレディ・スイス・HOLT バリュエーション&アナリティクス部)

「これからは今までとは違う」 - Yogi Berra

米国における割引率の最近の動向

HOLT は 30 年以上にわたり機関投資家のお客様に株式のバリュエーションやリスクについて独自の視点を提供してきた、クレディ・スイスの一事業部門です。HOLT が算出する割引率は上場企業の実質的なインプライド資本コストを表しており、地域リスクおよび業種リスクの他、企業規模やレバレッジでも調整されます。現在株価に将来のキャッシュ・フロー予測を絡めているため、これは市場の内在価値を測定する指標となります。投資家のリスク選好度が高い（あるいは低い）とき、この割引率は低下（あるいは上昇）します。2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻の際に急上昇して以来、割引率は多くのファンドマネージャーが非常に注目するシグナルとなっています。このレートの上昇は、一般的に株式バリュエーションの 20~25% 分の下落にも相当します。割引率の動向を把握することにはメリットも多く、将来的な収益力につながる可能性もあります。

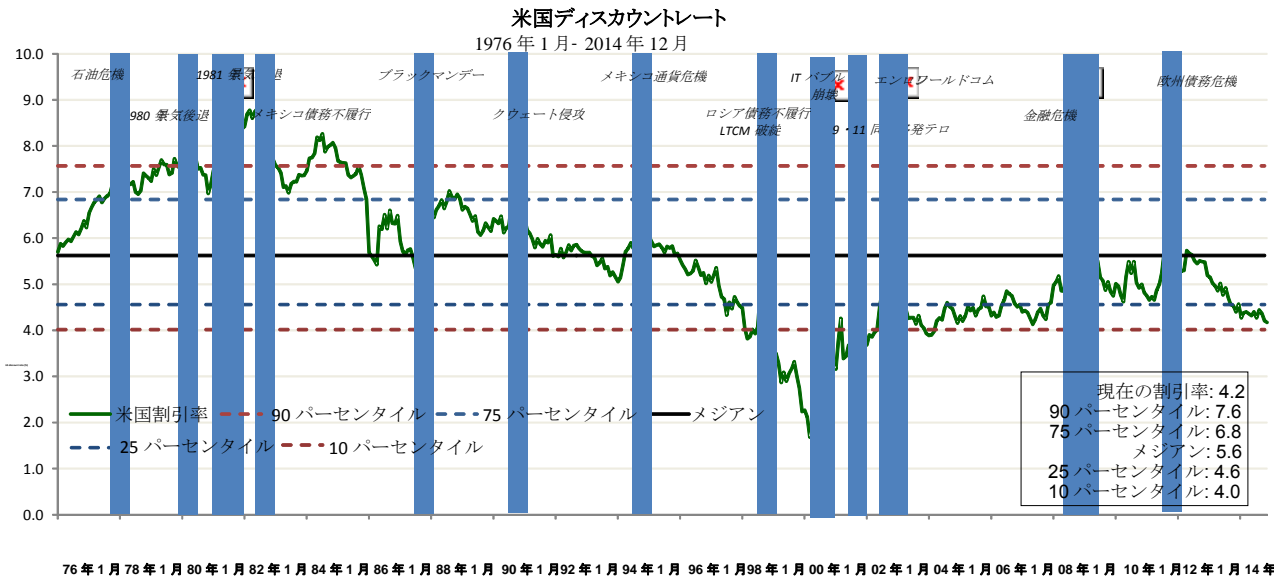
2008 年の金融危機で割引率が急上昇した後、企業価値を評価する際に適切となる割引率について、私たちの見解を求める電話が殺到しました。割引率は金融危機以前の水準まで戻すのでしょうか。それとも新たな高みへと上昇を続けるのでしょうか。「正常化」までには、どれくらいの時間を要するのでしょうか。これらの疑問に答えるためには、割引率のダイナミックな動きについて理解する必要があります。

米国の工業・サービスセクターの加重平均実質割引率を、1976 年以降の時系列で表示したものが図表 1 です。中央値は 5.6% で、25 パーセンタイルと 75 パーセンタイルはそれぞれ 4.6% と 6.8% です。当日の割引率は 4.2% で、これは米国株式市場が相対的に割高（時系列で見た場合、10 パーセンタイル近辺にあります）であることを示しています。

図表 1

米国の工業・サービスセクターの加重平均実質割引率月足時系列推移（1976-現在）

出所：クレディ・スイス HOLT



図表 1 は米国の経済発展に連動すると思われる複数年にわたるトレンドと、特定の市場イベントやマクロ経済的イベントと連動すると考えられる急激な変動を示したものです。急上昇は、その時期に市場のパニックやリスク回避があったことを示しています。2008 年後半の大きな上昇は、金融危機のパニックが広まっていたことを物語っています。逆に、2000 年にピークに達した IT バブル前の異常なリスク選好は、その後の 2000 年代半ばにかけての商品市況の上昇と共に、同時期の割引率の大きな低迷と連動しています。

一般的な経験則として、割引率が 5% を下回ると投資家は浮かれすぎの状態であり、7% を超えると悲観的過ぎる状態にあることを示していると言われます。図表 1 を見ると、市場が相対的に割安または割高の状態が 1 度に何年も続く可能性があることが明らかです。次の言葉はジョン・メイナード・ケインズの名言です。「市場はあなたや私の支払い能力よりもずっと長く非合理的なままではいられる」

主な株式市場の割引率の近況

主要な株式市場のインプライド割引率は毎週計算され、各市場の値ごろ感やリスク選好の相対的感覚を得るために、当社のお客様にご利用いただいております。原則として、割引率が 75 パーセンタイルを上回った場合、あるいは 25 パーセンタイルを下回った場合、市場はそれぞれ悲観的な領域にいるか楽観的領域にいるかのどちらかになります。これはファンドマネージャーがどの市場のエクスポージャーを増やし、どこを避けるかという決断を下す際に役立ちます。

図表 2 は 2015 年 1 月 10 日現在のインプライド割引率を三角で示したもので、最も低い国から最も高い国までが並べられています。インドネシア、中国、スイスは割引率が最も低くなっており（リスクオンの状態）、一方でロシア、アルゼンチン、イタリアが最も高くなっています（リスクオフの状態）。青の縦棒は、各国の過去 10 年間にわたる 25~75 パーセンタイル間の幅を示したものです。黒線は 10 年間の中央値です。このグラフは相対的な観察に役立ちます。現在、10 カ国が 25 パーセンタイル以下で推移していますが（リスクオンの状態）、一方、75 パーセンタイル以上で取引されているのはロシアだけです（リスクオフの状態）。全 23 カ国中 15 カ国が 10 年間の中央値以下にあります。これは地域別のリスク選好度を俯瞰的に見るためには最適なチャートになりますが、平均回帰の発生の有無、また起こるとすればどれくらいの速さで起こるのかについては示していません。

米国割引率の年間変動についての一般的な考察

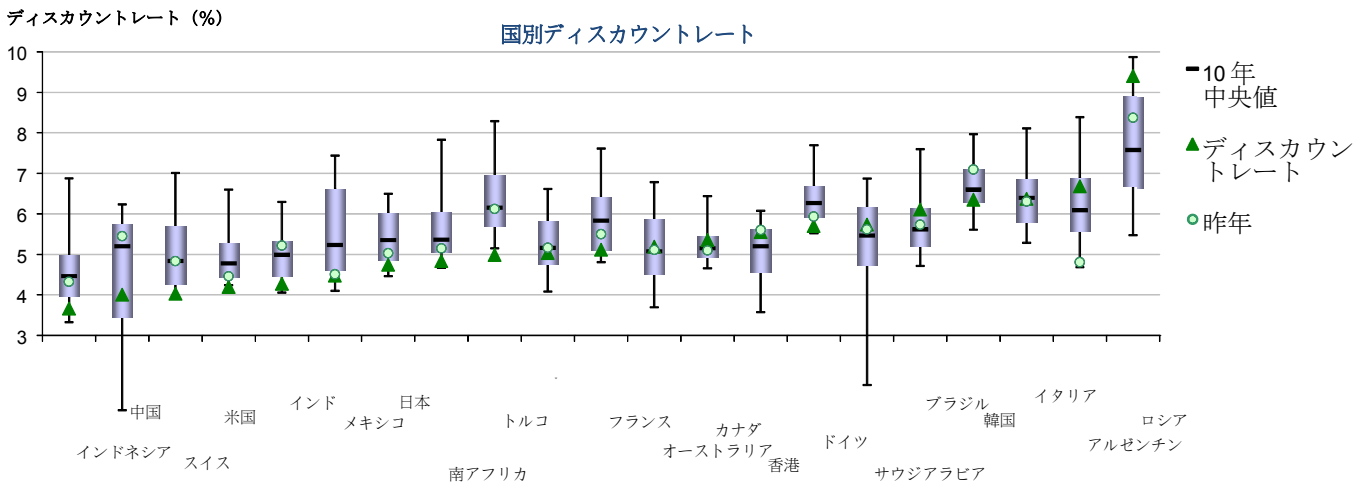
仮に、割引率が平均回帰性を持っていたとします。このとき、米国の工業・サービスセクターの割引率がおおよそ 6% です。この当日レートをキャッシュ・フロー割引モデルに適用してみると、米国株式のほとんどが割高であるとの結果が出ます。割引率には強い自己相関性があるため、来月の割引率の推測として最も適切であるのは平均回帰の水準ではなく、どちらかと言えば直近で観察された水準に近くなると考えられます。ファンドマネージャーは報酬を受け取って市場に参加しています。よって、直近のインプライド割引率を使うことについては合理性があるものの、十分な注意が必要となります。

¹ この言葉の最初の引用は『フォーブス』誌 1993 年 2 月号に掲載された A. Gary Schilling のものであるが、ケインズの言葉とされることが多い。

図表 2

主な株式市場の工業・サービスセクターのインプライド割引率

出所:クレディ・スイス HOLT 2015年1月10日現在



価値の判断において割引率が重要であるがゆえに、それが平均回帰しているのかランダムウォークしているのかを理解する利点は十分にあると思われま。では、もし平均回帰するのであれば、平均回帰の水準やそのレートはいくつなのでしょうか(割引率がどちらの方向に向かっているのかが分かっているときは、個別銘柄の選択は必要ありません)。手始めに、割引率が過去12ヵ月でどのように推移してきたかを見てみます。この情報を使うと、「最悪」「基本」「最善」の各シナリオに基づいた確率の樹形図を作成することができます。1976年以降の統計のまとめを表1に掲載しました。

1976年以降の米国の割引率の中央値は5.6%で、激しく上下に振れています。この間、割引率が4.0%を下回った期間が10%あり、また7.6%を上回った期間が10%あります。この外側の値は最高と最低のシナリオを定量化するために使用することも可能ですが、そうすると来月の割引率の最善の指標が当月の割引率であるという事実が見落とされてしまいます。

この性質を利用して、私たちは1976年以降の割引率の12ヵ月の変化を算出しました。変化の中央値はマイナス10ベースポイントとなります。つまりこれは、1年間で見ると割引率は現在と基本的には変わらないということを示しています。また割引率が110ベースポイント以上上下落した期間は10%、100ベースポイント以上上昇した期間は10%でした。一般的な経験則から、確率の樹形図を作成するときには10、50、90の各パーセンタイル値を使って最悪、基本、最高のシナリオを設定します。よって、割引率が今後12ヵ月間に±100ベースポイントの変化を想定することは、最悪のケース(+100ベースポイント)と最高のケース(-100ベースポイント)のシナリオとしては申し分なく理に合うことです。

割引率の変動の仕方は、市場が楽観的な時と悲観的な方に振れている時とは違いがあるのでしょうか。表1は、割引率の始まりが5%未満(楽観的な状態)で、7%を超えた時点(悲観的な状態)での過去12ヵ月間の変動

割合(%)を示したものです。特に市場が悲観的になっているときの変動の非対称性に注目してください。割引率が著しく下落するのは、市場が悲観的になっているときの方が多くなっています。この非対称性は、割引率が上下に振れているときに平均回帰が発生している可能性があることを示唆しています。

米国の割引率の月別の変動がどのように起きているか

割引率の動きをさらに良く理解するために、図表3に示す月別の変動の分布に注目します。月別の変動の中央値は-1ベースポイントで無視可能な範囲であり、変化の10パーセンタイルは-26ベースポイント以下、90パーセンタイルは26ベースポイント以上となっています。標準偏差は24.6ベースポイントで、年率に換算すると85ベースポイントとなります。

金融関係のデータにはよくあることですが、正規分布(赤線)から得られる予測と比較して、中央部分ではより密集し、末端にいくほど広がる(尖度が大きい)という状況が観察できます。

表 1

1976年以降の米国割引率と12ヵ月間の変動

出所:クレディ・スイス HOLT のデータおよび分析より

パーセンタイル	p(10%)	p(25%)	p(50%)	p(75%)	p(90%)
米国の割引率	4.0%	4.6%	5.6%	6.8%	7.6%
割引率の12ヵ月の変動(全)	-1.1%	-0.6%	-0.1%	0.5%	1.0%
割引率の12ヵ月の変動 5%未満	-0.9%	-0.4%	0.2%	0.7%	1.3%
割引率の12ヵ月の変動 7%超	-1.7%	-1.0%	-0.1%	0.3%	1.0%

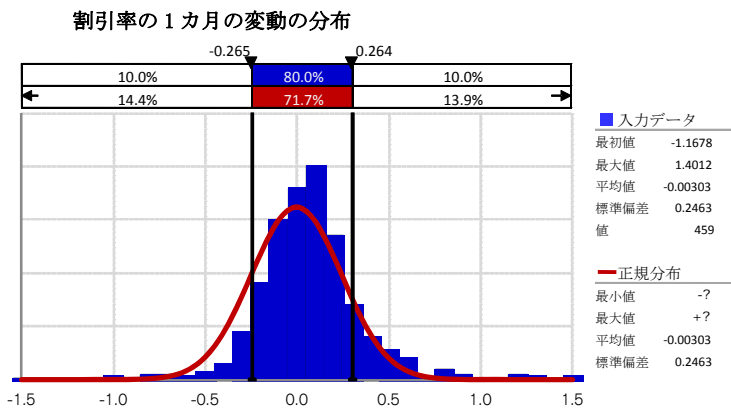
まとめると、翌月の割引率の最良の推定値は当月の値であり、26 ベーシスポイント以上下落する確率が 10%（リスク選好度が上昇すると予想した場合の最善のシナリオ）、26 ベーシスポイント以上上昇する確率が 10%（リスク選好度が上昇すると予想した場合の最悪のシナリオ）となります。

割引率は平均回帰するのでしょうか。私たちは割引率とその 1 ヶ月前の値をグラフに描くことで、これを比較テストしてみました。ランダムウォークの動きは傾き 1 の線で、平均回帰を示す場合は傾きが 1 より小さくなります。その結果は図表 4 に示すとおりです。

図表 3

1976 年以降の米国割引率の 1 ヶ月の変動の分布

出所:クレディ・スイス HOLT のデータおよび分析より



傾きは 0.986、相関係数は 0.985 となり、平均回帰の兆候は弱いという結果になりました（そして、自己相関性が強く表れています）。このサンプルの平均回帰点は 5.6%であり、これは現在の割引率と平均回帰レベルの間のスプレッドの 98.5%が 1 ヶ月の間、標準偏差 0.25%で変動しないことが期待されるということを示しています。仮に現在の割引率が 4.20%だった場合、翌月のレートで最も可能性の高い値は 4.22%±0.25%ということになります。ボラティリティと 0.25%のノイズで平均回帰の可能性と 0.02%のシグナルは消滅します。何か明確なことがあるとすれば、シグナルを支配しているのがそのノイズであるということです。これによって割引率の動きはランダムに見えるようになり、明確な平均回帰レベルが見つかりにくくなります。どのように見ても、割引率の毎月の変化はランダムウォークのようになります。

HOLT の割引率はリスク選好全体を測定し、株価変動はランダムウォークの特徴を持つものであることから、HOLT の割引率がランダムウォークに近寄るということも納得できます。外見上は平均回帰性が存在しなくとも、長期投資を行っている投資家であればこの問題を放置することはできません。すなわち、一見して割引率が非常に高いか低い状態にあるからといって、その極端な値がいつまでも続くとは限らないということです。割引率の将来的な予想は、単純な予測モデルに誤差項を導入することで算出が可能となります。ある与えられた水準の確率は、t が月数、DR(0) が本日の割引率、LTDR が長期割引率であるとき、

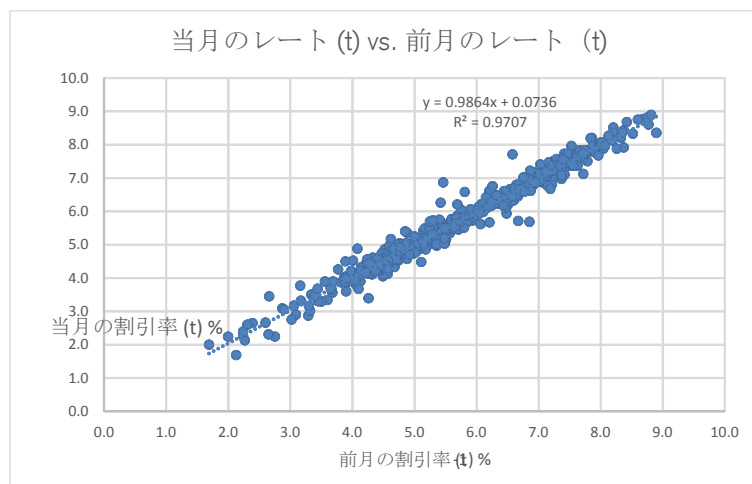
$$DR(t) = LTDR + 0.985t \times [DR(0) - LTDR] + \epsilon(t) \quad (1)$$

と表されます。

図表 4

1976 年以降の米国割引率と前月の値の比較

出所:クレディ・スイス HOLT のデータおよび分析より



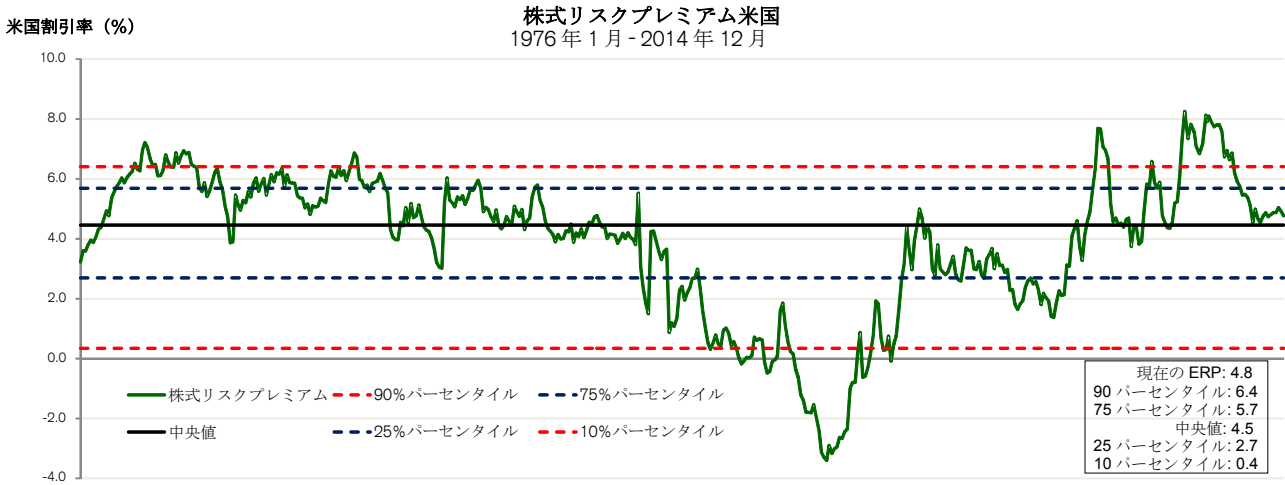
2015 年 1 月 10 日の米国の割引率は 4.2%でしたが、これは歴史的に見ても低い範囲にあることに間違いありません。前述の数式を使用すると、当日の割引率の変化に関する確率表の作成が可能となります。表 2 の一番上の行は経過月数を表し、左側の列は割引率が所定の値以下になる累積確率を表しています。中央値が時間の経過とともに、想定平均回帰点である 6%に徐々に近づいていることに注目してください。1 ヶ月先を見た場合、米国割引率で最も確率の高い数値は 4.2%で、3.9%以下になる確率は 10%、4.5%以上になる確率は 10%であることが分かります。12 ヶ月先は、期待割引率が 4.5%で、3.4%以下（強いブル相場）になる確率が 10%、5.6%以上（これは平均回帰したも同然です）になる確率が 10%です。市場はノイズにあふれた場所だと言えます。

²5.6% + 0.985 × (4.20% - 5.6%) = 4.22%となる。これはボラティリティが 25 ベーシスポイントのときのシグナル・ノイズ倍率 2÷25 = 0.08 と比較すると大きな違いとなる。このようなノイズの海の中でかすかなシグナルを検知する大変さを想像してみてください。

図表 5

米国の工業・サービスセクターのインプライド ERP の時系列変化

出所:クレディ・スイス HOLT



割引率の変化は株式のリスクプレミアムにどのように表れるか

株式についてのインプライド・エクイティリスクプレミアム (EPR) は、加重平均割引率から推定することが可能です。図表 5 は、米国の工業およびサービスセクターの企業の実績をグラフ化したものです。投資家はリスク回避の状態にあり、株式投資の利回りのリスクの高さよりも、安全で「無リスク」な国債利回りのプレミアムを求めているということになります。1976 年以降のインプライド ERP の平均は 4.5% で、これは Mauboussin and Callahan が調査を行った 1928 年から 2012 年までの 4.2% や、Dimson, Marsh and Staunton が調査を行った 1963 年から 2012 年までの 4.5% と整合性のある結果となっています (値はすべて米国国債との比較です)。

インプライド ERP は非常にボラティリティが高く、株式市場のリスク選好度の浮き沈みを反映しています。ERP が 0% の場合は行動がリスク中立的であることを示しており、0% 未満の場合 (過去には IT バブルのときなど) は積極的にリスクをとる動きを示唆しています。金融危機以降高い水準にあった ERP は、量的緩和や成長鈍化懸念を原因とした無リスクの国債利回りの落ち込みによってさらに高騰しました。現在の ERP は 4.8% で、これは中央値の水準です。今後は、量的緩和終了による無リスク金利の上昇によって、ERP は低下する公算が大きくなっています。

平均回帰についての苦い真実

「予測することは、特に未来については危険な行為だ」 - デンマークの格言

平均回帰の期待は、多くの投資を呼び込みます。分かりやすいマクロシグナルは非常に高い価値を持ちますが、なかなか捉えられるものではありません。クレディ・スイス HOLT では、株式市場は総体的に公正価格で構成されているという前提でインプライド割

引率を判定し、これを使って個別銘柄の評価をしています。株式投資を行う必要がある投資家や、市場が総体的にほぼ正常な状態にあると信じている投資家であればマーケット・ニュートラル戦略を取り、株式評価においては最新のインプライド割引率を使用することに問題はないと思われます。

一方で資産を配分して運用する者やストラテジストであれば市場の魅力についても概観する必要があり、その上でインプライド割引率をシグナルとして利用することが可能です。しかし、これは至難の業です。インプライド割引率や ERP の中に何らかの平均回帰の手掛かりがあったとしてもボラティリティに邪魔されてしまい、これは平均回帰が起こる直前であっても、得られるマクロ予測はせいぜい怪しいものにしかならないことを示唆しています。どのように見ても、割引率や ERP の毎月の変化はランダムウォークとなってしまいます。市場は外見上、長期にわたり不合理な状態が続くこともあり、そうなれば直近の平均回帰の議論の未熟さはすぐに暴かれてしまうのです。

表 2

2015年1月10日付け米国割引率4.2%の経過月数別確率的变化

出所:クレディ・スイス HOLT のデータおよび分析より

累積確率	経過月数							
	4.2%	1	3	6	12	24	36	60
10%	10%	3.9%	3.7%	3.6%	3.4%	3.2%	3.1%	2.8%
25%		4.1%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%	4.0%
50%		4.2%	4.3%	4.4%	4.5%	4.7%	4.9%	5.3%
75%		4.4%	4.6%	4.8%	5.1%	5.6%	5.9%	6.5%
90%		4.5%	4.8%	5.1%	5.6%	6.3%	6.8%	7.7%





世界の市場

国別市場

ハイライト

クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ イヤーブックでは世界3地域・23か国を対象とし、これらすべてに1900年来の指数による分析を行っています。2013年には3か国が追加され（115年間のデータの揃うオーストリア、そして共産主義体制の初期から証券取引再開までの期間の金融市場データが欠落しているロシアと中国）、2014年には1か国が追加されました（115年間分のデータの揃うポルトガル）。地域別ページでは、世界23か国の「全世界」、米国を除く世界22か国による「米国以外の全世界」、欧州16か国の3地域を取り上げ、それぞれの株式および債券指数を表示しています。各指数は米ドル建てで、時価総額およびGDPによる加重により算出しています。

図1は、ここで基準とする1899年末の世界株式市場の内訳を表します。図2はそれが2014年末までにどのように変化したかを示します。黒い部分は、イヤーブックのデータセットに含まれていない市場です。これらの円グラフが示すように、イヤーブックのデータは1900年では世界株式市場の98%を、2014年末では91%をカバーしています。

国別のページでは、各国・地域ごとに継続的なデータに基づく3つの図が掲載されています。上の図は過去115年間の株式、長期国債、短期国債における初期投資の実質価値を、運用収益をすべて再投資する設定で示したものです。中の図は、21世紀、過去50年間および1900年以降それぞれの期間における株式、長期国債、そして短期国債の年率換算の実質リターンを表しています。下の図は過去50年間および1900年以降における、対長期国債・対短期国債での株式のプレミアム、対短期国債での債券のプレミアム、そして対米ドルでの実質為替レートのプレミアムをそれぞれ年率換算で表しています。

次のページから始まる国別プロフィールではアルファベット順に掲載しており、続いて世界3地域に分けて説明しています。広範なさらに詳しい情報はクレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック 2015をご覧ください。220ページを超えるこの資料集は、ロンドン・ビジネススクールにて入手可能で、各国データの出所に関する文献情報も載っています。各年のリターンに関する元データはモーニングスター社(Morningstar Inc.)から入手することができます。

グローバルに網羅するイヤーブック

イヤーブックには23か国における1900～2014年の株式、長期国債、短期国債、インフレ率、そして為替レートの年次データが収録されています。対象国は、北アメリカの2か国（カナダと米国）、ユーロ圏の10か国（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン）、ユーロ圏外の欧州6か国（デンマーク、ノルウェー、ロシア、スウェーデン、スイス、イギリス）、アジア太平洋の4か国（オーストラリア、中国、日本、ニュージーランド）とアフリカの1か国（南アフリカ）です。1900年の時点でこれらの国が世界株式市場の98%を占め、2015年初では時価総額で91%を占めていました。

図1 1899年末の世界株式市場の内訳

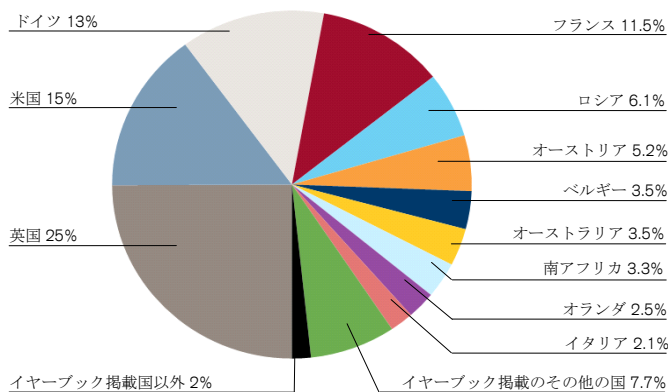
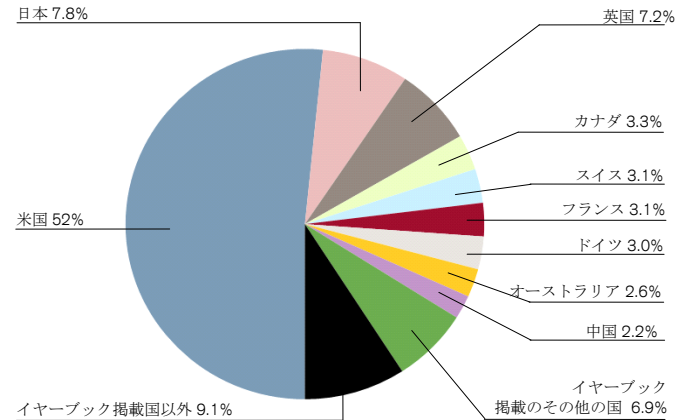


図2 2014年末の世界株式市場の内訳



出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック 2015

Data sources

1. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著 "Triumph of the Optimists" (邦訳『証券市場の真実』 NJ: Princeton University Press, 2002)
2. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著 "The worldwide equity premium: a smaller puzzle" (『ワールドワイド・エクイティ・プレミアム〜より小さなパズル』 R Mehra Ed. The Handbook of the Equity Risk Premium, Amsterdam: Elsevier, 2007)
3. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著『クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック2015』 チューリッヒ、クレディ・スイス リサーチ・インスティテュート
4. E.ディムソン、P.R.マーシュ、M.スタントン共著『ディムソン・マーシュ・スタントン・グローバル・インベストメント・リターンズ・データベース』 (モーニングスター社(MorningstarInc.))

各国データの出所についてはその一部を国別プロフィールの各ページに掲載しています。著者詳細、参考文献および謝辞についてはソースブック (参照3) に掲載しています。



オーストラリア

幸運な国

オーストラリアはしばしば、「幸運な国」と呼ばれます。それは、オーストラリアの天然資源、気候、そして世界の他の地域が直面する問題から距離を置いていることに由来しています。しかし、おそらくオーストラリアの人々は、自分たちの手でその幸運を掴みとっているのです。ヘリテージ財団が発表する経済自由度に関するランキングにおいて、オーストラリアは、イヤーブック掲載国の中で最も経済的自由度の高い国との認定を受けました。また、チャリティエイド財団の研究の中で、オーストラリアは世界 146 か国中最も寄付活動の盛んな国に認定されました。

幸運だからなのか、良い経済政策、それともその気前の良さのおかげなのか、いずれにしても、オーストラリアの株式市場は 1900 年以降の 115 年間で 2 番目に高い成長をとげた国であり、その間の実質リターンは年 7.3% でした。対長期国債、対短期国債のどちらの評価においても、オーストラリアの長期の株式リスクプレミアムはイヤーブック掲載国の中で最高となっています。

オーストラリア証券取引所(ASX)の前身は、メルボルンでは 1861 年、シドニーでは 1871 年に取引を開始した 6 つの別々の市場を併合したもので、1901 年にオーストラリアの植民地連盟によってオーストラリア連邦が建国される前のことでした。ASX は今日、時価総額・取引高で世界トップ 10 の株式市場の 1 つとなっています。指数の半分は銀行(35%)と鉱業(11%)が占めており、2015 年初で最も時価総額の大きかったのは、BHP ビリトン、オーストラリア・コモンウェルス銀行、ナショナルオーストラリア銀行、オーストラリア・ニュージーランド銀行グループ、ウェストパック銀行でした。

オーストラリアはまた、国債・社債市場の規模も大きく、アジア太平洋地域では最大の先物・オプション市場を有しています。

オーストラリア資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 3,441 倍に対し、長期国債が 6.8 倍、短期国債が 2.2 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 7.3%、長期国債では 1.7%、短期国債では 0.7% だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.6% でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

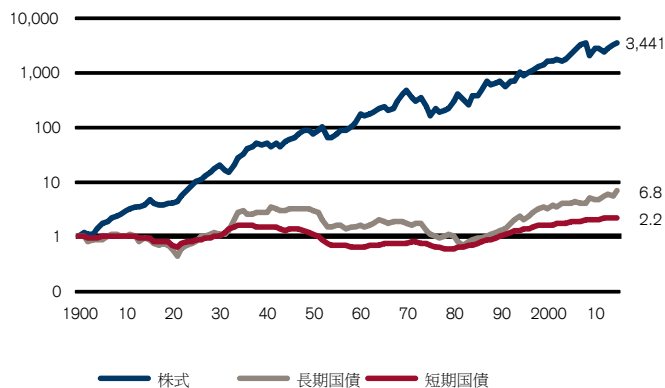


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

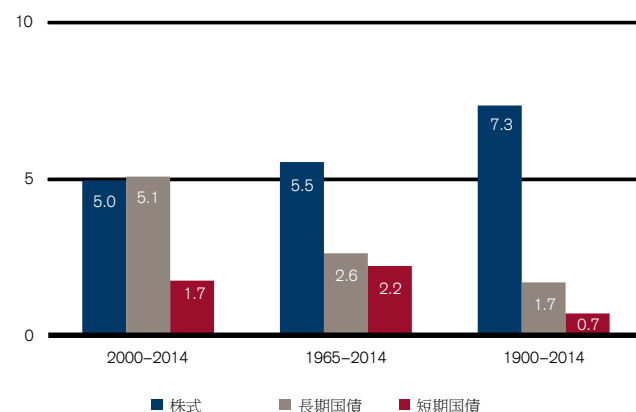
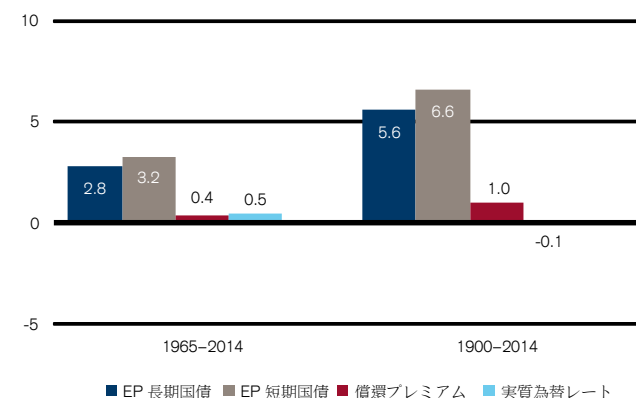


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



オーストリア

失われた帝国

オーストリア帝国は 19 世紀中にオーストリア＝ハンガリー帝国に改組され、1900 年時点ではヨーロッパで 2 番目に大きな国でした。同国に含まれていたのは、今日のオーストリア、ボスニア＝ヘルツェゴビナ、クロアチア、チェコ共和国、ハンガリー、スロバキア、スロベニア、その他ルーマニアとセルビアの大部分、そしてイタリア、モンテネグロ、ポーランドおよびウクライナの一部分でした。第 1 次世界大戦末期およびハプスブルク帝国の解体の際、最初のオーストリア共和国へと移行しました。

オーストリアには第 1 次世界大戦後の賠償金の支払いは無かったにもかかわらず、同国は 1921～22 年の間、ドイツで起きたものに似たハイパーインフレに苦しみました。1938 年にはオーストリアはドイツに併合され、第 2 次世界大戦終結時まで独立は失われていました。1955 年、オーストリアは再び独立国となり、1995 年には欧州連合 (EU) に、そして 1999 年にはユーロ圏に加盟しました。今日、オーストリア経済は活況を呈しており、高水準の一人当たり GDP を維持しています。

ウィーン証券取引所では、債券は 1771 年から、株式は 1818 年から現在に至るまで取引されています。取引は世界大戦によって中断され、1948 年の再開後の株式取引は低迷し、1960 年代、1970 年代の期間中、企業の新規上市 (IPO) は 1 件も見られませんでした。1980 年代中頃から、オーストリアは東ヨーロッパへの窓口としての地歩を固め、取引所の活動も拡大しました。それでも、過去 115 年間にわたる株式市場の実質リターン (年率 0.6%) は 1900 年から今日までデータの揃う他の国との比較では最も低いものでした。

金融株がオーストリアの株式市場の半分(47%)を占めています。2015 年初、オーストリアで最大の企業は、エルステ・グループ・バンク (株式市場全体の 25%) で、その他大きい順に OMV、フェストアルピーネ、アンドリッツ、イモフィナンツとなっています。

オーストリア資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 1.9 倍に対し、長期国債が 0.0117 倍、短期国債が 0.0001 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以後の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 0.6%、長期国債では-3.8%、短期国債では-8.1%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 5.5%でした。プレミアムの計算には 1921～22 年の期間は含まれていません。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900～2014 年の長期パフォーマンス

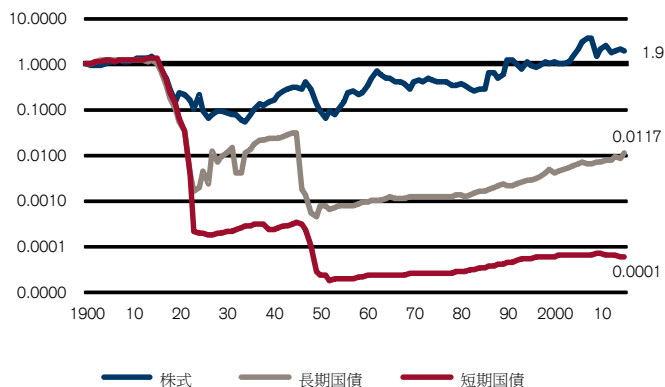


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

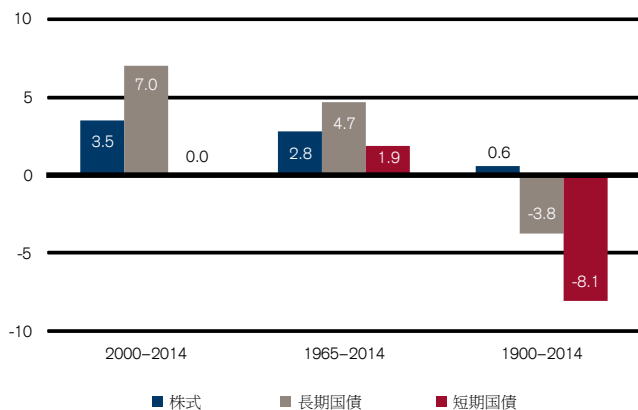
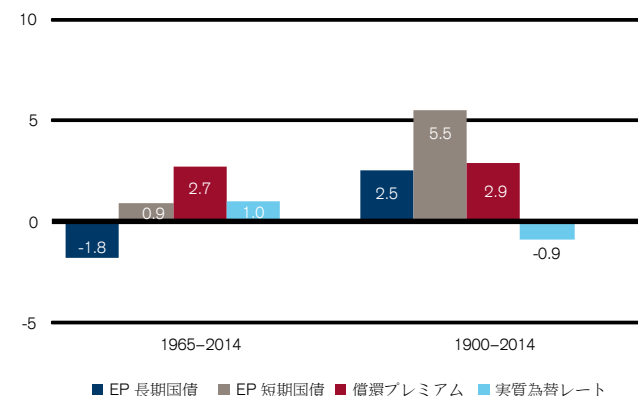


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



ベルギー

欧州の真ん中に位置して

ベルギーは地理的に欧州経済の基盤および主要な交通・貿易ルートが交差する場所に位置しており、欧州連合(EU)の本部が置かれています。KOF グローバル化指標によって、ベルギーは 208 か国中最もグローバル化が進んでいる国に選ばれています。

ベルギーの地理的な位置は、200 年前のワテルローの戦いや 20 世紀中の2つの世界大戦で激戦地となるなど、戦略的に良くも悪くもこの国に影響を与えてきました。戦争の惨害とそれに伴った高インフレ率は、長期投資のリターンを低迷させる重大な要因となりました。ベルギーは、過去のデータが完全に揃う市場の中では最も低迷している株式市場の3つに数えられ、また債券市場のパフォーマンスも下から7番目と低迷しています。イヤーブック掲載国の中で、115 年間のベルギーの株式リスクプレミアムは対短期国債では最低で、対長期国債では4番目に低くなっています。

ブリュッセル証券取引所は 1801 年ナポレオン時代のフランス統治下で設立されました。ブリュッセルは急速に主要な金融センターへと成長し、20 世紀初頭では路面電車等都市交通機関が重要な産業でした。

ベルギーの拠点としての重要性は低下し、ユーロネクスト・ブリュッセルは近年の金融危機から大きな打撃を受けました。2008 年初は3大主要銀行株が時価総額の大半を占めていましたが、今では銀行株は指数のわずか 10%となっています。2015 年初では、大手ビール製造会社であり消費財メーカーとして世界上位5社に数えられるアンハイザー・ブッシュのわずか1社が大半(57%)を占めています。

Annaert, Buelens, and Deloof (2012)による研究を参考に、ベルギーに関するデータを改良しました。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015 をご覧ください。

ベルギー資本市場のリターン

図1は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 21.6 倍に対し、長期国債が 1.3 倍、短期国債が 0.7 倍だったことを示しています。図2は、1900 年以來の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 2.7%、長期国債では 0.4%、短期国債では -0.3%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.0%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

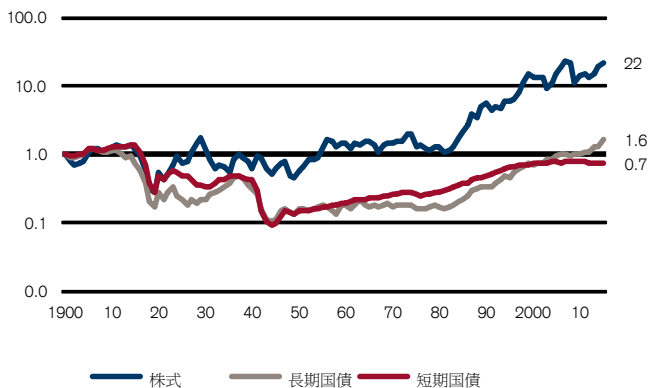


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

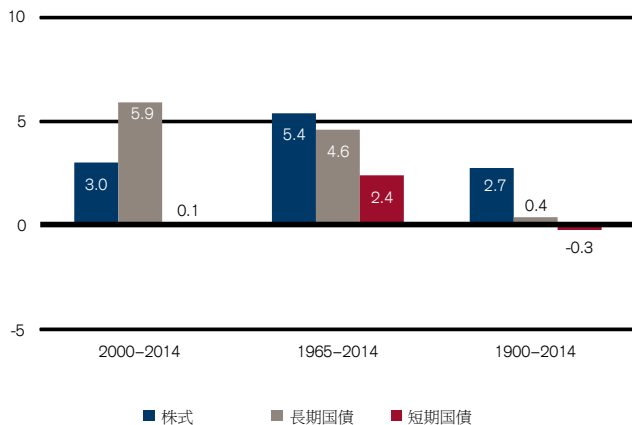
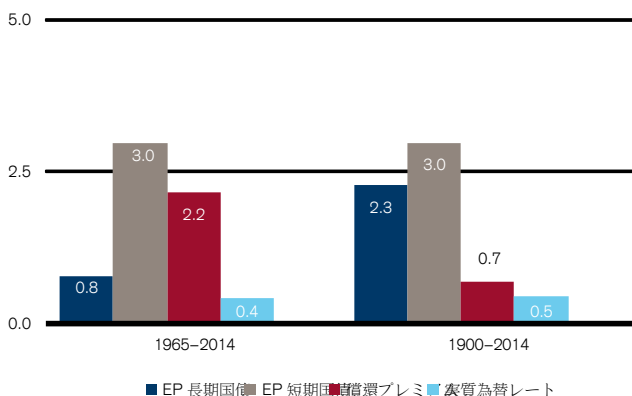


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注:「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債(T-Bill)のエクイティ・プレミアムを、「債選プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの債選プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質(インフレ調整後の)変化率を表わしています。

出所:エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



カナダ

資源大国

カナダの国土面積は世界第2位（ロシアに次ぐ）、経済規模は世界第10位です。国のブランド力を表すカンントリー・ブランド・インデックス(CBI)では、第2位にランクされました。天然資源に恵まれ、世界第2位の石油埋蔵量を持ち、鉱業ではニッケル、金、ダイヤモンド、ウラン、鉛の主要な生産国です。特に小麦・穀物の他、木材、紙・パルプ等ソフトコモディティの主要な輸出国でもあります。

カナダの株式市場はトロント証券取引所が設立された1861年由来の歴史を持ち、また、「国別市場ハイライト」の最初のページの円グラフに示されるように、規模は時価総額で世界第4位です。また、カナダの債券市場は世界で上位10位内の規模を持ちます。

カナダには豊かな天然資源が存在することから、石油とガスが株式市場の21%を、また鉱業が4%を占めることは不思議ではありません。一方、29%を占めるのは銀行株です。現在最も大きな銘柄はロイヤル・バンク・オブ・カナダ、トロント・ドミニオン・バンク、ノバ・スコシア銀行およびサンコア・エナジーとなっています。

カナダ株は長期にわたり好パフォーマンスを見せていて、実質リターンは年率5.8%です。長期国債におけるリターンは年率2.2%でした。これらの数字は米国と似通ったものでした。

カナダ資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の636倍に対し、長期国債が12.8倍、短期国債が5.6倍だったことを示しています。図2は、1900年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では5.8%、長期国債では2.2%、短期国債では1.5%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で4.2%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

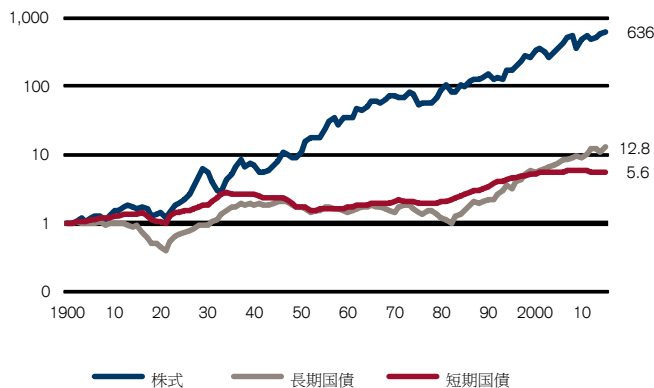


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

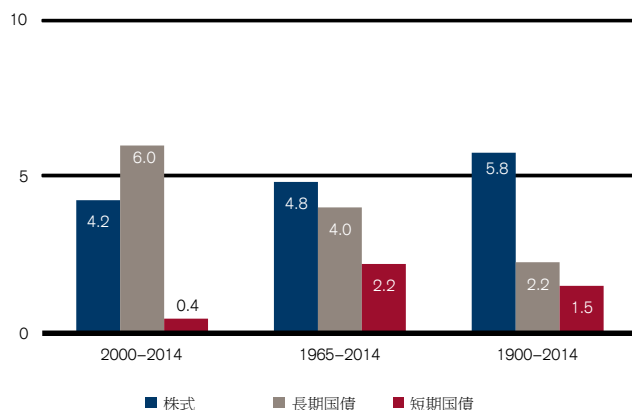
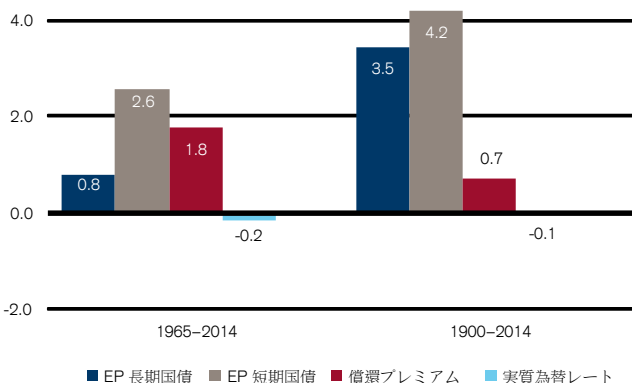


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



中国

新興の大国

中国国民は 13 億人を超え、その人口は世界最大となっています。清朝に続き、1911 年には中華民国(ROC)が成立しました。しかし、1946~1949 年の内戦終結期、国民党政府は中国本土での実効支配力を失い、台湾島とこれらの島嶼地域に追われ、統治機能は移転されました。

1949 年に中国共産党は内戦に勝利し、私有財産は強制収用、政府債務は破棄され、そして中華人民共和国は一党独裁体制を保ち続けてきました。従って、ここでは 3 つの期間に分けて考えることにします。第 1 に、清朝及び中華民国の期間。第 2 に、経済改革前までの中華人民共和国の時代。そして 1980 年代終わりから 1990 年代始めにおける中国经济改革第 2 段階以降の現代までを第 3 の期間とします。

中国本土の外で保有されていた資産のごく一部がまだ価値を持っている可能性があり、また 1987 年には一部の英国人債権保有者が残高請求に対し僅かな賠償金を受け取ったものの、共産党による没収により国内投資家は全損になったと考えられます。1940 年から 1949 年までの期間について、ここでは名目価値を固定して計算しています。これによって、1940 年代初期における実質価値の暴落が引き起こされています。1900 年以降の中国のリターンは、世界指数および米国を除いた世界指数に組み入れられています。

改革後の中国の経済成長は急速に進展し、今や中国は世界経済のエンジンと見なされています。興味深いことに、中国では優れた投資リターンを伴うことなく GDP を急速に成長させてきました。中国株式市場における浮動株の時価総額合計では、半分近く (42%) を金融関連株が占め、銀行や保険会社が主なものとなっています。最大規模の企業は順にテンセント・ホールディングス (指数の 8%)、チャイナモバイル、中国建設銀行 (共に 7%)、中国工商銀行(6%)です。

中国資本市場のリターン

1900 年から 1940 年代にかけてのパフォーマンスに加え、図 1 は、1993~2014 年の期間、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 0.5 倍に対し、長期国債が 1.5 倍、短期国債が 1.1 倍だったことを示しています。図 2 は、1993~2013 年の期間、長期実質インデックスの年間利益率が株式では-3.2%、長期国債では 1.9%、短期国債では 0.5%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1993 年以降の年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で-3.7%でした。これらの図に関する詳しい解説については 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

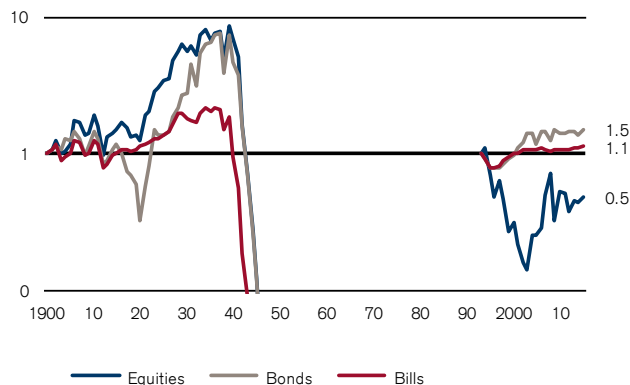


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

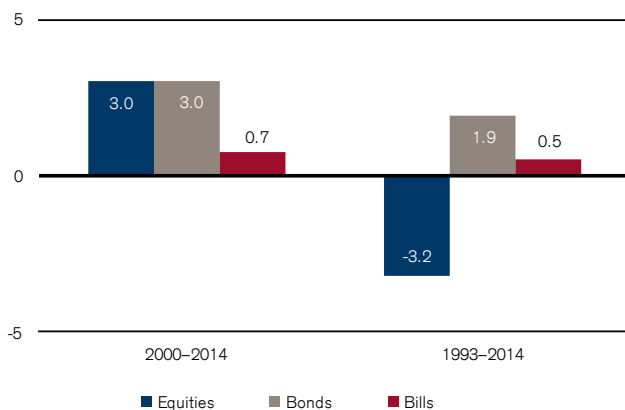
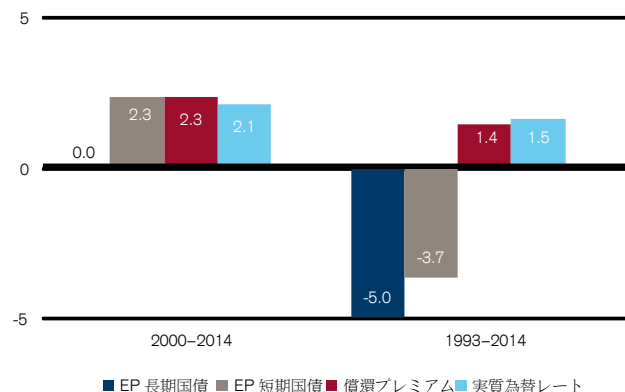


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



デンマーク

最も幸福な国

米コロンビア大学地球研究所が国連の委託により作成した国連・世界幸福度報告書によると、フィンランド、ノルウェー、オランダを凌いでデンマークが地球で最も幸福度の高い国に選ばれました。2014年のグローバル・ピース・インデックス（世界平和指標）では、同国は（アイスランドと並び）世界で最も平和な国とされています。また、デンマークはトランスペアレンシー・インターナショナルによって、フィンランドおよびニュージーランドと並んで最も腐敗度の低い国として選ばれています。

デンマークの幸福度の源が何であろうと、それは目覚ましい株式リターンから発しているわけではないようです。1900年以來、デンマーク株式のリターンは年率実質5.3%で、世界平均に近いものでした。

これとは対照的に、デンマークの長期国債は年率実質3.3%で、イヤーブック掲載国の中では最高値でした。これは、他のイヤーブック掲載国と違い、デンマーク国債のリターンには信用リスクの要素が含まれているからです。リターンについては、取引量の小さい国債市場のデータよりも担保付社債を使う方がより適切としているClaus Parumの研究データを使用しています（参考文献は付属のクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015をご覧ください。）。

コペンハーゲン証券取引所が正式に設立されたのは1808年のことですが、そのルーツは17世紀後半までさかのぼることができます。デンマークの株式市場は比較的小さいものです。ヘルスカア(54%)と工業・資本財(16%)が大部分を占めており、ノボ・ノルディスクが半数近く(41%)となっています。その他の大企業にはダンスケ銀行、A.P. モラー・マースクがあります。

デンマーク資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の388.5倍に対し、長期国債が39.8倍、短期国債が11.0倍だったことを示しています。図2は、1900年以來の長期実質インデックスの年間利益率が株式では5.3%、長期国債では3.3%、短期国債では2.1%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で3.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

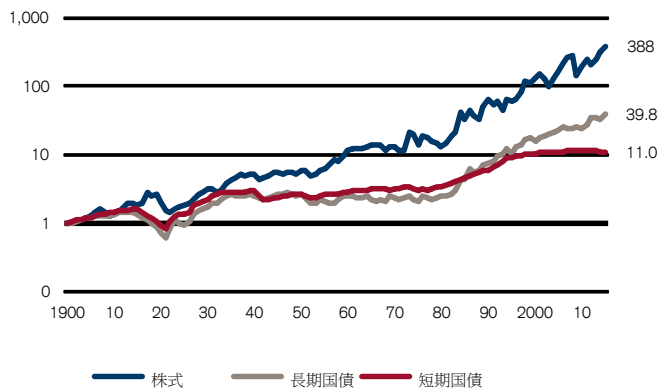


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

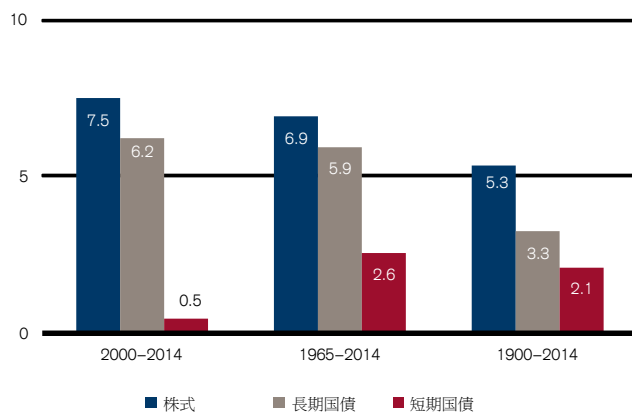
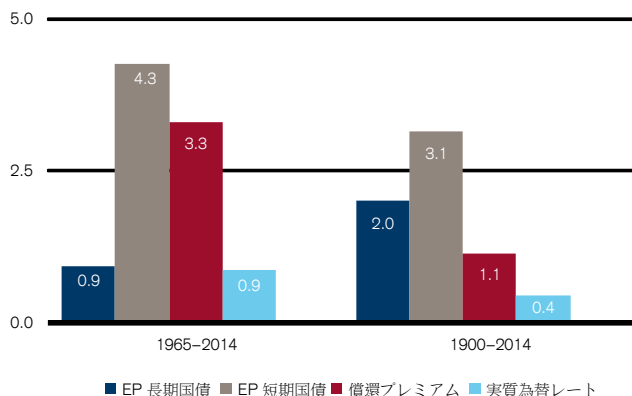


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



フィンランド

東西が出会う場所

バルト海およびロシアとの親密な関係から、フィンランドは東欧・西欧文化の両方が出会う場所となっています。ヨーロッパ諸国の中でも最も人口密度の低い国の1つであるフィンランドは雪、湿地そして森林の国で、1809年にロシア帝国に統治権が割譲されるまではスウェーデン王国の一部でした。1917年以降、フィンランドは独立国となっています。

近年、ファンド・フォー・ピースはフィンランドを最も安定している国として認定し、またエコノミスト・インテリジェンス・ユニットはフィンランドの教育システムを世界一として認定しました。トランスペアレンシー・インターナショナルによると、フィンランドはデンマーク、ニュージーランドと並んで最も腐敗度の低い国に選ばれています。同国は 1995 年に欧州連合(EU)に加盟、ユーロ圏内では唯一の北欧国となっています。フィンランド国民は、自分たちの国を農業や林業に根差したコミュニティから、多様化された産業経済へと変革してきました。フィンランドの1人当たり国民所得は、西欧諸国の中でも最高レベルとなっています。

フィンランドはハイテク産業の輸出で抜きん出ており、ノキアの本拠地です。2014年11月のマイクロソフトによるノキアの携帯電話事業の買収に続き、ノキアは第三者メーカーに製品デザインのライセンスを供与する計画を発表しました。林業は主要な輸出品目であり、地方に住む人々に第2次産業への就業機会を提供しています。

フィンランドの有価証券は当初、店頭(OTC)または海外で取引されていましたが、1912年にはヘルシンキ取引所(HEX)での取引が開始されています。2003年以降、HEXは北欧市場のOMXグループを構成しています。HEX全銘柄の時価総額ウェイトによるインデックスにおけるノキアの比率はピーク時には72%に達し、フィンランドの株式市場は非常に集中度の高い市場でした。今日、フィンランド最大の企業はノキア(市場の26%)、サンボ(同19%)、コネ(同15%)となっています。

今回、Nyberg and Vaihe (2014)による研究を参考に、フィンランドに関するデータを改良しました。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015をご覧ください。

フィンランド資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の400倍に対し、長期国債が1.3倍、短期国債が0.5倍だったことを示しています。図2は、1900年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では5.3%、長期国債では0.2%、短期国債では-0.5%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で5.9%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

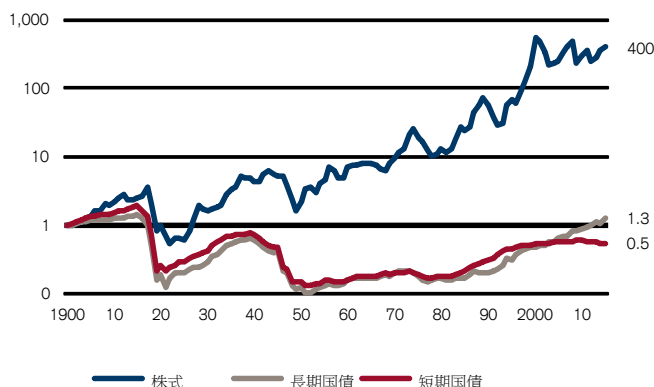


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

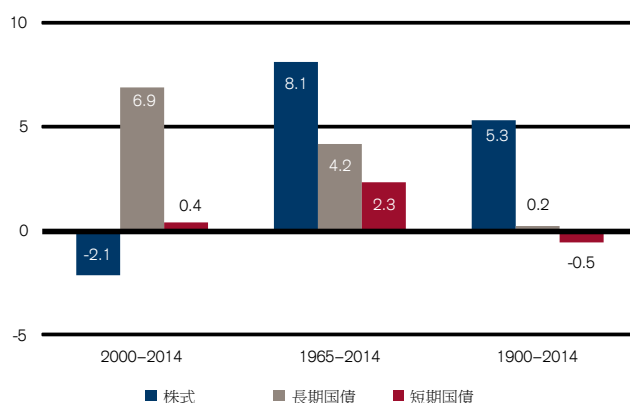
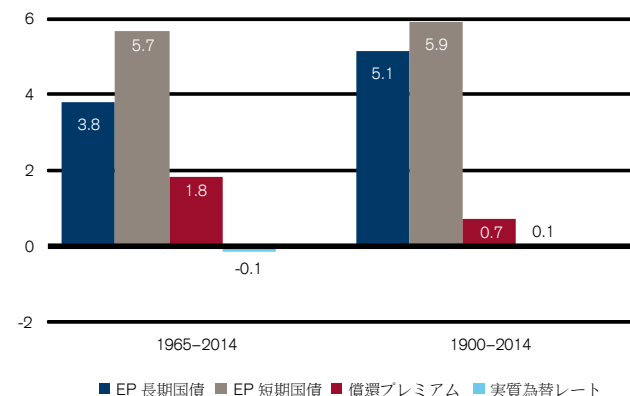


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注: 「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



フランス

欧州の中心

パリとロンドンが 19 世紀の間、金融センターの座を巡って激しく争いました。1870 年仏露戦争後、ロンドンが独占的な地位を獲得しました。一方、パリの重要性は衰えず、後にはそれがあだとなるものの特にロシア、オスマン帝国を含む地中海世界への貸付で強みを発揮しました。経済史家キンドルバーガーが言うように、「ロンドンでは世界の金融センターだったが、パリは欧州の金融センターだった」のです。

フランスが欧州連合(EU)やユーロの創設に携わり欧州で中心的な重要な役割を果たしてきた間、パリは重要な金融センターであり続けました。フランスは欧州第 2 位の経済規模を持ちます。株式市場の規模は大陸欧州で最大で、債券市場は世界最大の市場の 1 つです。2015 年初、フランスで最も大きい上場企業はサノフィ、トタルおよび BNP パリバです。

フランスにおける資産の長期リターンは期待外れのものでした。完全な過去のデータが揃う国の中では、フランスの株式、長期国債および短期国債のパフォーマンスは下位 25%に入る程でした。一方、インフレ率が上位 25%に入る高さだったことから、債券のリターンは低迷しています。このインフレ率の高さと市場の低迷の原因は 20 世紀前半にまでさかのぼり、世界大戦と結びついています。1950 年以降、フランス株のリターンは中位を維持しています。

フランス資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 36.3 倍に対し、長期国債が 1.3 倍、短期国債が 0.04 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以後の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 3.2%、長期国債では 0.2%、短期国債では -2.8%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 6.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

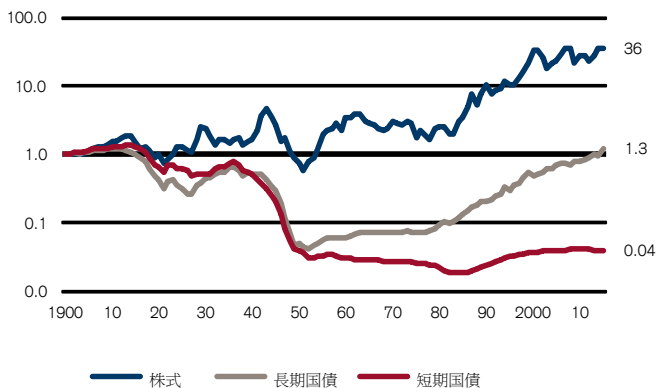


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

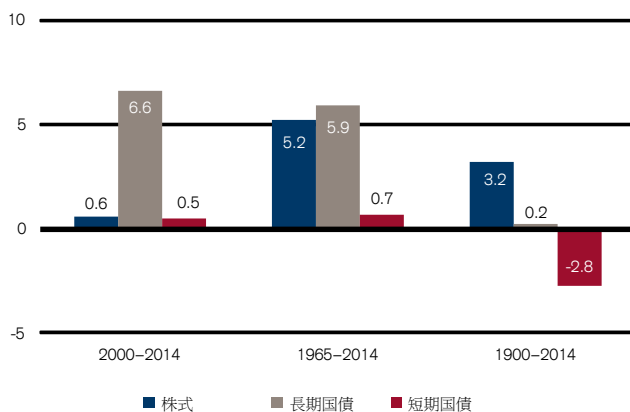
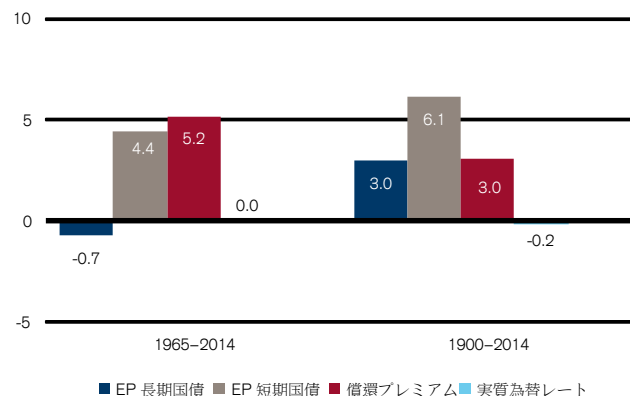


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



ドイツ

欧州の機関車

ドイツ資本市場の歴史は第2次世界大戦後劇的に変化しました。20世紀前半、第1次世界大戦においてドイツの株式はその価値の3分の2を失いました。1922～23年のハイパーインフレ時は、インフレ率が2,090億%に達し、債券保有者は壊滅的な損害を受けました。第2次世界大戦中および終戦直後は、株式は実質で88%、債券は91%下落しました。

その後、ドイツでは見事な変革が行われました。1949～1959年、「奇跡的経済成長」の初期には、ドイツの株式は実質4,094%上昇しました。ドイツは急速に「欧州の機関車」として知られるようになりました。また、ドイツは財政・金融政策の慎重さでも評価を高めました。1949年から今日に至るまで、ドイツは世界で2番目に低いインフレ率と最も強い通貨（現在はユーロ）、そして世界でも特にパフォーマンスの良好な債券市場を享受してきました。

今日、ドイツは欧州最大の経済規模を持ちます。今は中国にその座を奪われていますが、以前は世界最大の輸出国でした。世界第7位の規模を持つドイツの株式市場の歴史は1685年までさかのぼり、債券市場は世界有数の規模を誇ります。

ドイツの株式市場の多くは製造業が占め、基本資材23%、消費財22%、工業・資本財15%となっています。最も大きな株式はバイエル、シーメンス、BASF、アリアンツ、SAPです。

ドイツに関するデータには、Richard Stehleによる過去のリターンに関する新しい推定を組み込んでいます。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015をご覧ください。

ドイツ資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の38倍に対し、長期国債が0.2倍、短期国債が0.1倍だったことを示しています。図2は、株式の長期実質インデックスの年間利益率が1900年以來では3.2%、1965年以來では5.0%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1965年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で3.3%でした。長期国債、短期国債およびプレミアムの計算には1922～23年の期間は含まれていません。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

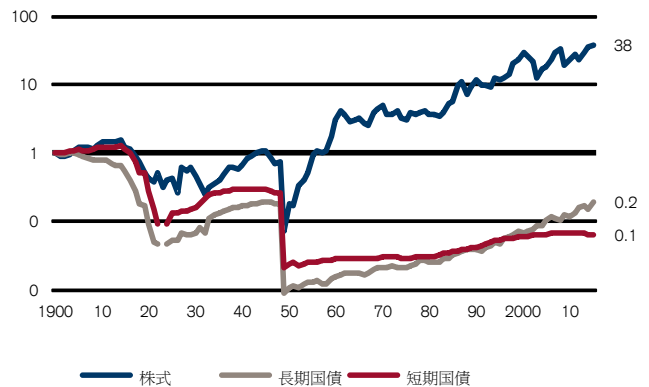


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

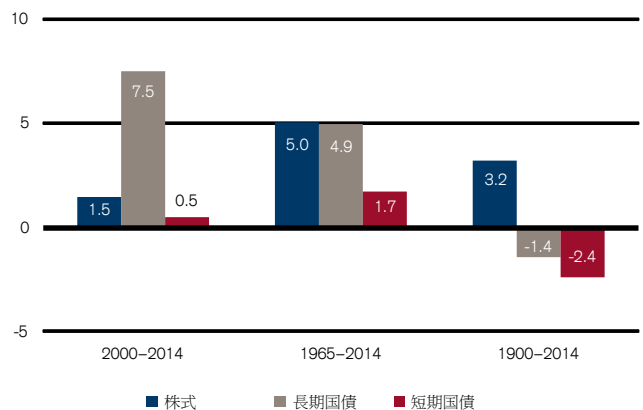
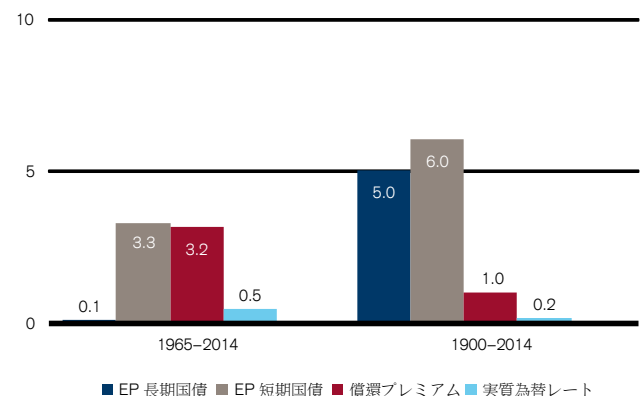


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



アイルランド

自由になるために 生まれた国

株式市場はダブリンとコルクに 1793 年には開設されていた一方、アイルランドは 1922 年、それまで 700 年間続いたノルマン人、そしてイギリス人による支配から解放され、アイルランド自由国として独立しています。独立以降の期間では、経済成長および株式市場のパフォーマンスは弱く、1950 年代の間、同国では大規模な移民による人口流出が起きました。

アイルランドは 1973 年に欧州連合(EU)に加盟し、1987 年以降、経済状況は改善しました。1990 年代そして 2000 年代には、アイルランドは経済的に大きく成功し、「ケルトの虎」と呼ばれました。2007 年には、アイルランドは 1 人当たり GDP で世界第 5 位、EU では第 2 位の富裕国となり、移民数の純増が見られました。

1987～2006 年の期間、アイルランドはイヤーブック掲載国中、株式の実質リターンで第 2 位の位置にありました。しかし、金融危機により状況は一変し、アイルランドは今も苦難に直面しています。動物保護団体のポーン・フリー財団が囚われの虎を開放しようとしているように、アイルランドは今や、低迷する経済状況から脱出する手段を必要としています。

アイルランドの市場はイヤーブック掲載国の中では最も小さいグループに属し、残念なことに、縮小しつつあります。好景気の要因は不動産、金融および借入に過度に依存したものであったため、アイルランドの株式は 2006 年以降急落しました。虎は囚われの身となり、牙の威力は失われています。

1900 年以降のアイルランド株式を観察するため、ここでは、この 2 つの市場で取引される株式にもとづき、アイルランド株式インデックスを構築しました。アイルランドはユーロ圏発足時よりユーロを導入しており、本書のリターンもその後ユーロ建てで計算されています。

アイルランド資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 113 倍に対し、長期国債が 6.2 倍、短期国債が 2.2 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.2%、長期国債では 1.6%、短期国債では 0.7%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.5%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900～2014 年の長期パフォーマンス

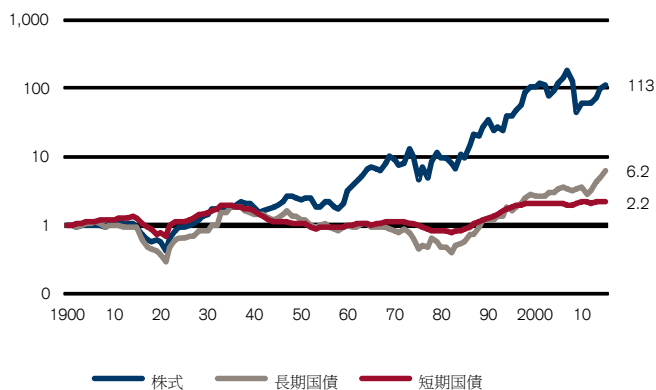


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

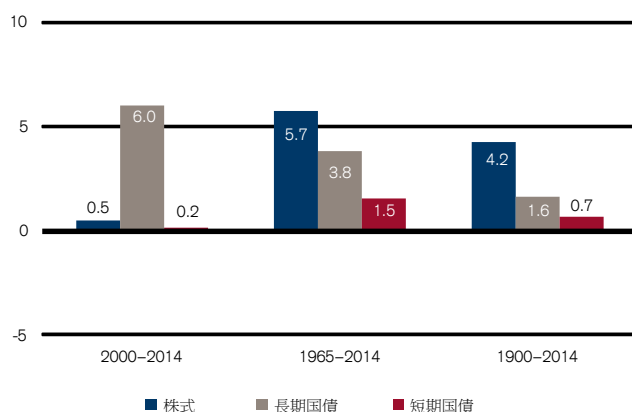
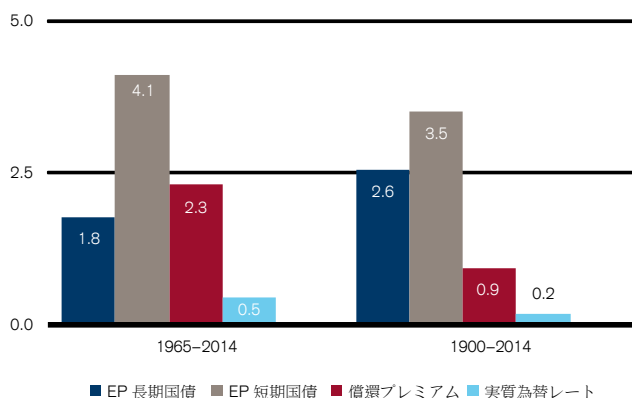


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



イタリア

銀行業の革新者

銀行業の歴史は聖書の時代までさかのぼり、イタリアは近代銀行業発展の初期に重要な役割を果たしました。中世、メディチ家を筆頭とする北イタリアの銀行家たちは、欧州全域の貸付と貿易金融を独占していました。そのような銀行家たちはロンバルディアの商人として知られ、当時はイタリア人と同義に扱われていました。

今日に至るまでイタリアにおいて銀行業は大きな位置を占め、イタリア株式市場の4分の1(28%)以上が銀行株で、10%が保険株となっています。石油・ガスも15%を占め、ミラノ証券取引所で最大の株式はエニ、エネル、インテサ・サンパオロ、ゼネラリです。

残念なことに、イタリアの資産リターンはイヤーブック掲載国の中で最低でした。1900年以來、株式の実質リターンは年率1.9%で、イヤーブック掲載国では下位3か国のうちの1つでした。第1次・第2次世界大戦後にハイパーインフレの起きたドイツおよびオーストリア以外では、イヤーブック掲載国の中でイタリアは長期・短期国債の両方で最も低い実質リターンを記録し、インフレ率は最も高く、通貨価値は最も弱いものでした。

イタリア資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の8.8倍に対し、長期国債が0.3倍、短期国債が0.02倍だったことを示しています。図2は、1900年以來の長期実質インデックスの年間利益率が株式では1.9%、長期国債では-1.2%、短期国債では-3.5%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で5.7%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

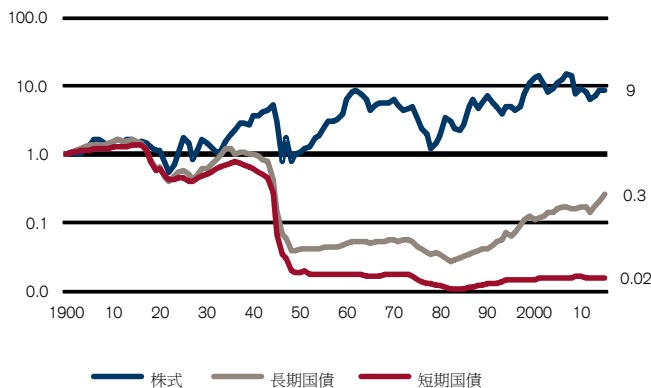


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

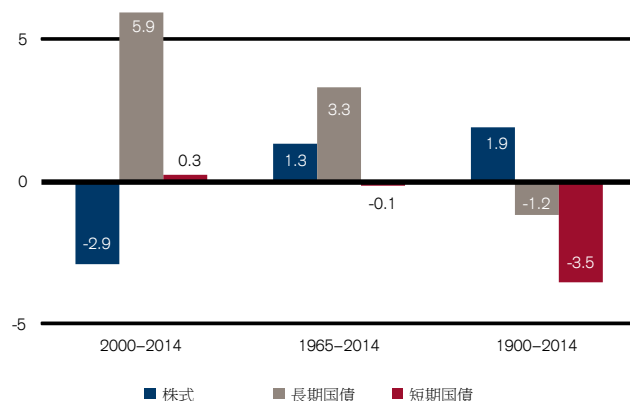
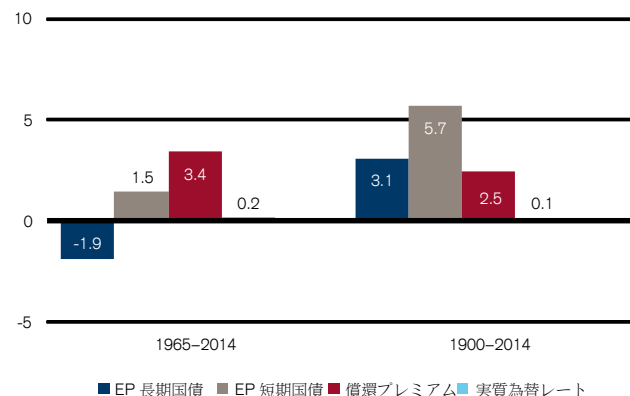
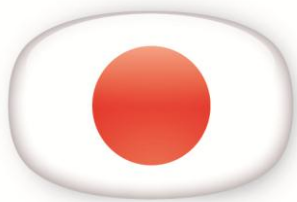


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



日本

先物取引の 生まれた地

日本の金融市場は長い歴史を持ちます。米の先物取引は1730年頃大阪で開始され、1878年には証券取引所が発足しました。大阪は日本で有数のデリバティブ取引所に成長し（そして1990年と1991年には世界最大の先物市場となりました）、やはり1878年に設立された東京証券取引所もまた有数の現物市場となりました。

1900年から1939年、日本は世界第2位のパフォーマンスを誇る株式市場を有していました。しかし第2次世界大戦により壊滅的な被害を受け、日本の株式価値の96%が損なわれました。1949年から1959年の間、日本の「奇跡的経済成長」が始まり、株式は1,565%の実質リターンを達成しました。1、2回の下落はあったものの、株価はその後30年間上昇し続けました。

1990年代初頭までに、日本の株式市場は世界最大規模に成長し、世界株式インデックスに占める割合は米国株の30%に対し、日本株は41%でした。不動産価値も高騰し、1993年の「Journal of Economic Perspectives」は、東京にある皇居の地価はカリフォルニア州全体の地価よりも高いとの記事を掲載しています。

そしてバブル経済は崩壊しました。1990年から2009年初の間、日本は最悪のパフォーマンスを示した株式市場でした。2015年初でもまだ、時価総額合計は1990年代初頭レベルの3分の1近くしかありません。世界インデックスに占める割合は、かつての41%から8%に低下しました。その間、日本は停滞、金融危機とデフレーションに苦しめられてきました。日本の経験が、金融危機から立ち上がろうとする他国の青写真とならないことを望みます。

資産バブル崩壊による経済の低迷にかかわらず、日本は主要な経済大国であり続けています。日本の株式市場の規模は世界第2位で、債券市場も世界第2位です。日本はテクノロジー、自動車、電子機器、機械・ロボティクスにおいて世界のリーダーであり、そのことは株式市場の構成に反映されています。

日本資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の10.6倍に対し、長期国債が0.3倍、短期国債が0.1倍だったことを示しています。図2は、1900年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では4.1%、長期国債では-0.9%、短期国債では-1.9%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で6.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

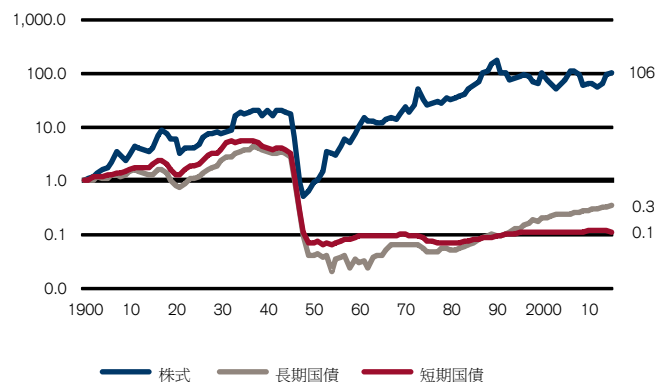


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

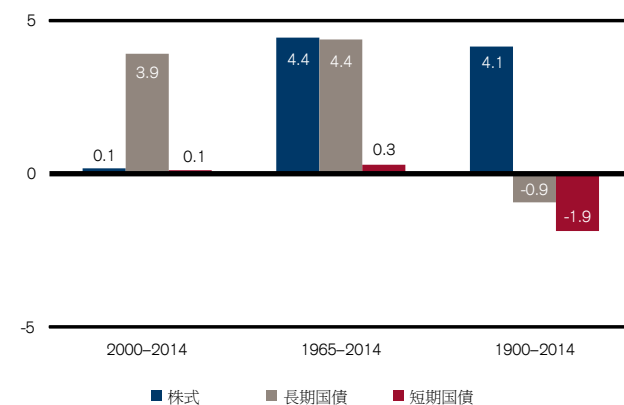
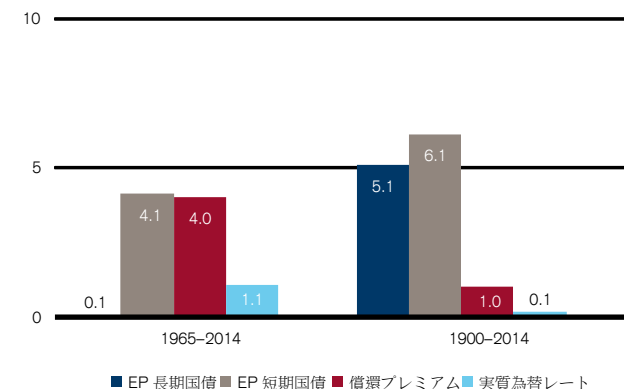


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



オランダ

市場取引の パイオニア

ある種の株式取引はローマ時代に存在し、14世紀のトゥールーズでは製粉会社の証券が売買されていたものの、譲渡可能証券の出現は17世紀にまで待たねばなりません。アムステルダム市場は1611年に発足し、17世紀および18世紀において株式取引の主要なセンターとなっていました。

1688年にアムステルダム在住のあるスペイン出身者（『コンフュージョン・デ・コンフュージョンズ』という書物で知られる）はその著作で、投資家のもつ驚くべき多種多様な戦術について述べています。そこで取引されていたのは東インド株式会社の1銘柄だけだったにもかかわらず、ブル、ベア、パニック、バブルその他現代の株式市場同様の現象が見られました。

アムステルダム証券取引所は今日もユーロネクストの一翼として繁栄し続けています。長期では、オランダ株は年率5.0%という中位のリターンをあげてきました。オランダのインフレ率は歴史的に低く、1900年以降、インフレ率は欧州連合(EU)諸国中では最も低く、また、**イヤーブック**掲載国の中では2番目に低いものでした（1位スイス）。

オランダは、繁栄している開放経済国です。世界最大のエネルギー企業ロイヤル・ダッチ・シェルは今日、ロンドンにプライマリー上場しており、アムステルダムへはセカンダリー上場していますが、アムステルダム証券取引所には、ユニリパー、フィリップス、INGグループ、アクゾノーベル、ハイネケン、ASMLホールディング等、その規模の割に多くの多国籍企業が上場しています。

オランダ資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の268倍に対し、長期国債が7.1倍、短期国債が2.0倍だったことを示しています。図2は、1900年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では5.0%、長期国債では1.7%、短期国債では0.6%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で4.4%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

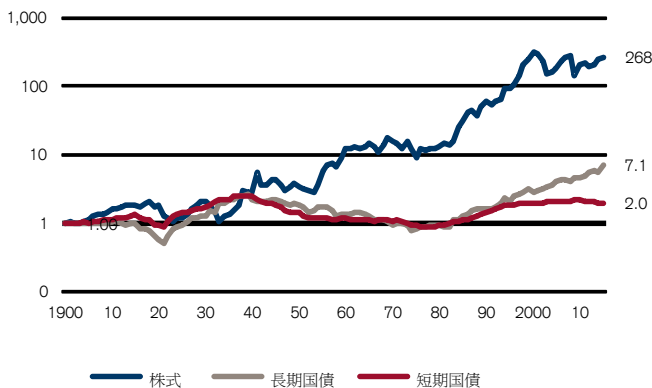


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

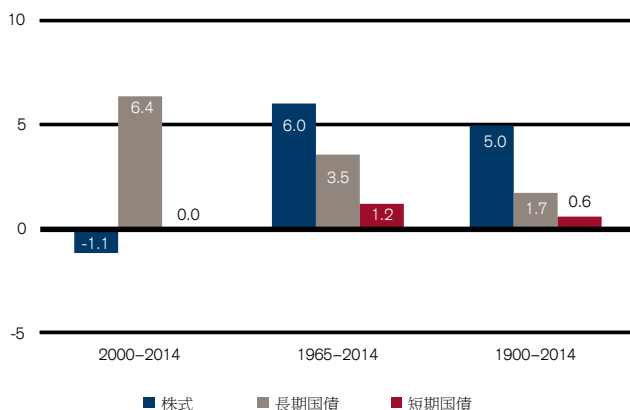
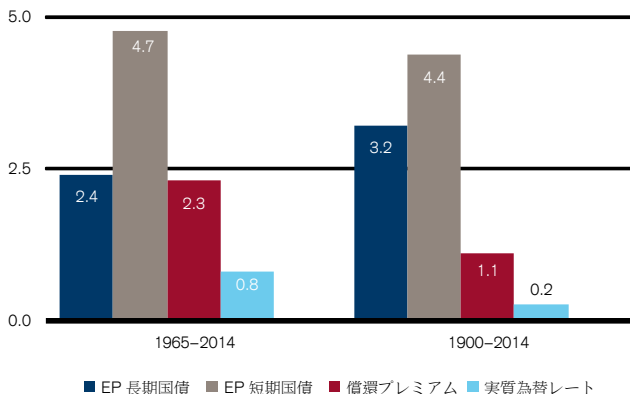


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



ニュージーランド

ピュアかつ誠実

この 10 年間、ニュージーランドは自ら「100%ピュア」という言葉で宣伝してきており、また、フォーブス誌は、そのようなマーケティング戦略について、世界の観光旅行業促進キャンペーンの中でも上位 10 か国に位置づけられるとして評価しています。同国はそのように宣伝しているだけでなく、誠実さ、情報公開度、良好なガバナンス、そしてビジネス活動における自由度の点でも世界レベルであると自負しています。トランスペアレンシー・インターナショナルによると、ニュージーランドはデンマーク、フィンランドと共に、2013 年の腐敗認識度ランキングで 1 位にランクインし、世界で最も汚職の少ない国の 1 つとされています。ウォール・ストリート・ジャーナルは、ニュージーランドはビジネス活動における自由度の最も高い国としています。

イギリスの植民地であったニュージーランドは 1907 年に同自治領となり、事実上、独立国となりました。伝統的に、ニュージーランド経済は羊毛、食肉、酪農品などの数種の一次産品を基盤としてきました。同国は、イギリスが EU に加盟するまで、イギリスを特惠市場とする輸出に依存してきました。

過去 20 年間にわたり、ニュージーランドは更なる工業化と経済の自由化を進めました。現在同国は効率的な港湾施設、航空サービスおよび光海底通信を備え、輸出国として国際競争力を高めています。

ニュージーランド証券取引所のルーツは、1870 年代のゴールドラッシュにまでさかのぼることができます。1974 年、各地の取引所を合併し、ニュージーランド証券取引所(NZSE)が創設されました。2003 年、同取引所は商業会社への組織変更がなされ、New Zealand Exchange Limited(NZX)となりました。NZX の主な上場企業はフレッチャー・ビルディング(指数の 17%)、テレコム・ニュージーランド(17%)およびオークランド国際空港(11%)となっています。

ニュージーランド資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 906 倍に対し、長期国債が 10.8 倍、短期国債が 6.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 6.1%、長期国債では 2.1%、短期国債では 1.7%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.4%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

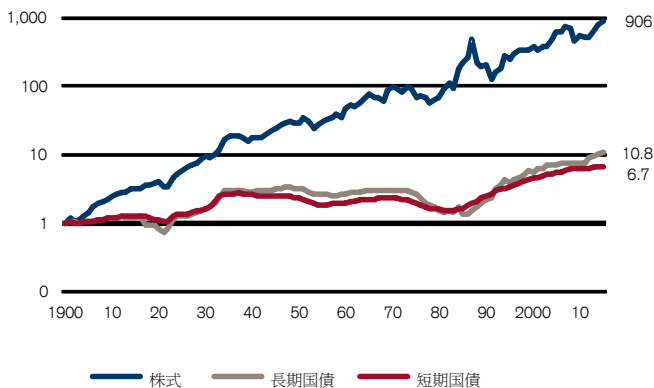


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

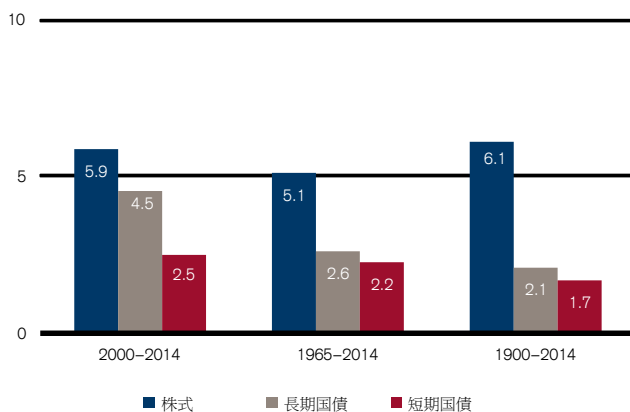
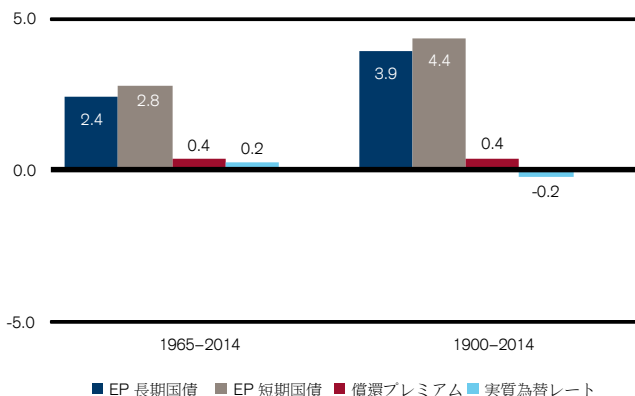


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注: 「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



ノルウェー

北欧の石油王国

ノルウェーは、とても小さな国（人口は世界 115 位、国土面積は 61 位）ですが、豊かな天然資源を有しています。ノルウェーは電力自給率が 100%の唯一の国（水力発電による）であり、世界有数の石油輸出国です。またノルウェーは世界第2位の水産物輸出国でもあります。

人口 490 万人のノルウェー国民は、都市国家の数か国を除き世界最大の一人当たり GDP を享受しており、ユーロに参加せず立憲君主制をとっています。この対価として同国の物価は高水準にあります。英エコノミスト誌「ビッグマック・インデックス」によると、ノルウェーのハンバーガー1つの価格は世界最高値となっています。国連の人間開発指数によると、ノルウェーは平均寿命、教育および生活水準で世界最高と位置付けられています。

オスロ証券取引所(OSE)は 1819 年、船のオークション、商品および通貨取引のためクリスチャニア取引所として発足したのが始まりです。その後、株式・債券の取引所として発展しました。取引所は現在スカンジナビア証券取引所の OMX グループの一翼を担っています。

1990 年代には、ノルウェー政府は石油による余剰資産を運用するため、石油ファンドを設立しました。このファンドは資産残高 9 千億ドル超にまで成長し、欧州最大、そして世界第2位となっています。ファンドの投資先は大部分が株式で、平均して、世界の上市企業すべてに 1.3%以上ずつ投資しています。

OSE で最大の上場企業はスタトイル（指数の 19%）、DNB(18%)、テレノール(16%)です。

ノルウェー資本市場のリターン

図1は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 117 倍に対し、長期国債が 8.4 倍、短期国債が 3.6 倍だったことを示しています。図2は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.2%、長期国債では 1.9%、短期国債では 1.1%だったことを表しています。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.1%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

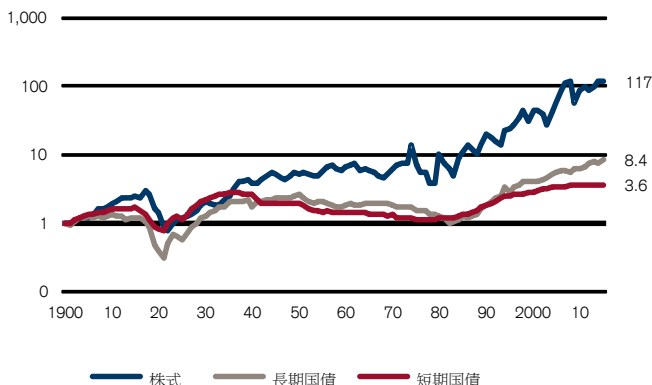


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

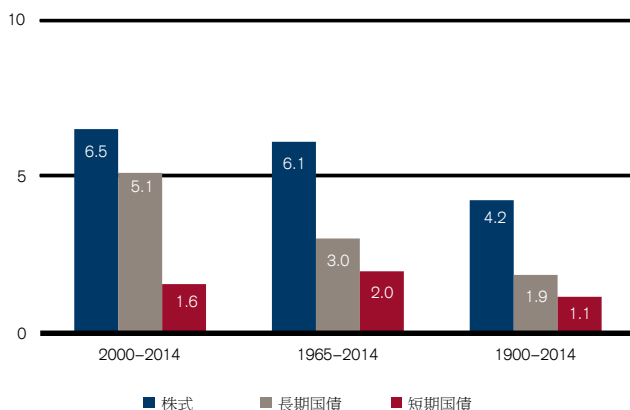
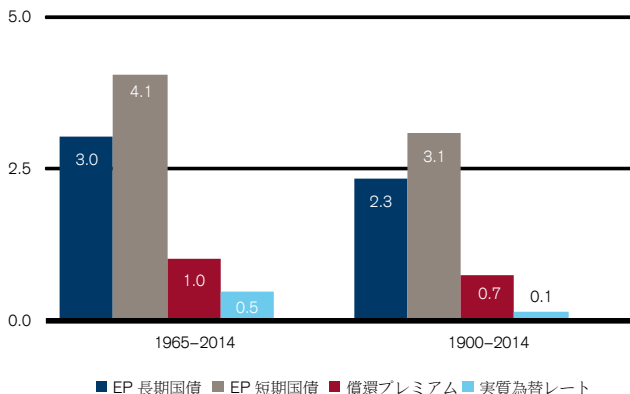


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



ポルトガル

発見の国

15 世紀、「発見の時代」の間、集中された市場の原始的な形がリスボンに存在していました。そこでは、船舶や航海に資金調達するのに必要な多額の金をどのように集めるか、そして関連のリスクをカバーするための保険契約の保険料についてどのように合意するか、という2つの問題が解決されていました。総じてこれは公式に組織された市場ではなく、取引はリスボン中心部表通りの街角で、屋外で行われていました。それでもこの市場は、特に、この船乗りの国が新しく発見された国から運ぶ品々などを取引する機会を提供していたのです。

近代国家としてのポルトガルは、無血のうちに前体制を打倒した軍事クーデターである「カーネーション革命」によって 1974 年に出現しました。同国は 1986 年に欧州連合に加盟し、ユーロを発足当時から導入している国の1つです。2010 年代に入るとポルトガル経済は 1970 年代以降で最も深刻な不景気に見舞われ、失業率は依然として高止まりしています。

ポルトガルで最も時価総額の高い企業はユーティリティおよびエネルギーセクターで、ユーティリティでは 53%、石油およびガスでは 18%を占めています。リスボンに上場している中で最大の企業は EDP、グループ・エナージャ、BC ポルドガス、ジェロニモ・マーティンスです。

ポルトガル株式のデータは、da Costa and Mata (2014) が最近完成した研究に基づいています。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015 をご覧ください。

ポルトガル資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 48.1 倍に対し、長期国債が 2.5 倍、短期国債が 0.4 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 3.4%、長期国債では 0.8%、短期国債では -0.9% だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.3% でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

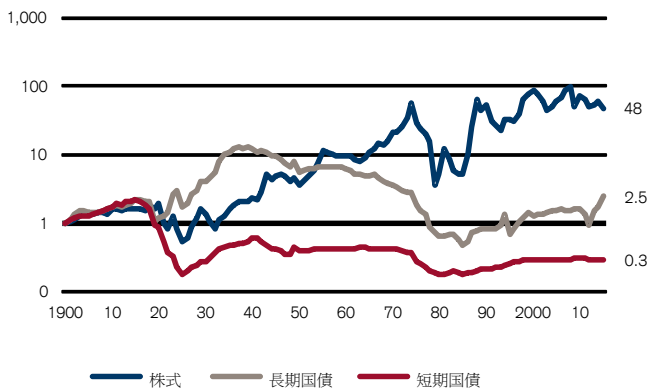


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

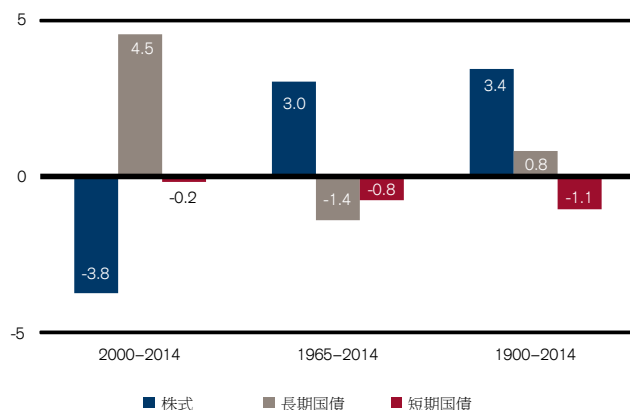
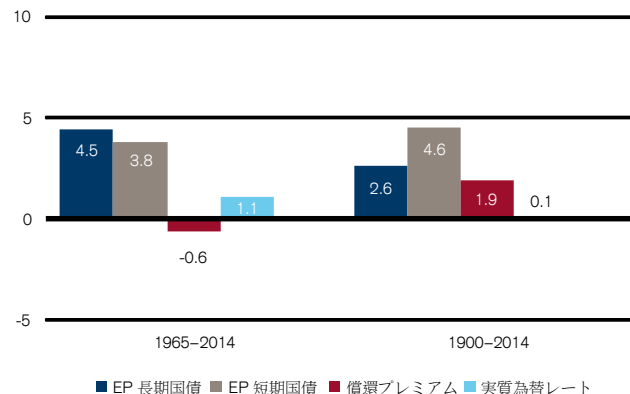


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「為替プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの為替プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



ロシア

資源が富の源泉

ロシアは世界最大の国で、その国土は地球上で人が居住する土地面積の8分の1を占め、9つの標準時を持ち、その領域はヨーロッパとアジアの両方に及んでいます。以前ロシアは米国国土の6分の1を領有していたことさえありました。ロシアは世界有数の原油産出国で、天然ガスの産出量では世界第2位、鉄・アルミニウムでは世界第3位の輸出国です。天然ガスの埋蔵量および森林面積は世界最大で、石炭の埋蔵量は世界第2位です。

1917年のロシア革命後、ロシアでは市場経済が廃止されました。従って、ここでは3つの期間に分けて考えることにします。第1に、1917年までのロシア帝国期。第2に、ソビエト時代の私的財産の強制収用およびロシア国債の債務不履行に続き市場経済が長く中断されていた期間。そして、1991年のソビエト連邦崩壊に続くロシア連邦の時代を第3の期間とします。

最終的に、1980年代および1990年代のイギリスとフランスの債券保有者には非常に限定的な賠償が支払われましたが、投資家全体で見れば、現在価値にして99%以上が失われたこととなります。1917年の革命は国内の株式および債券所有者に事実上全財産を喪失させたものと見なされています。ロシアのリターンはここでは、「世界」および「米国を除く世界」および「ヨーロッパ」の各インデックスに組み込まれています。

1998年、ロシアでは深刻な金融危機が起こり、国債は債務不履行となり、通貨切り下げ、ハイパーインフレ、そして経済のメルトダウンが起こりました。しかし、その後は驚くべき素早さで回復し、1998年の危機後の10年間でロシア経済は7%の年率換算平均成長率を達成しました。しかし2008~09年には、世界経済の停滞およびコモディティ価格の変動の影響を大幅に受け、ロシア株式市場では不安定なパフォーマンスが続いています。

2015年初の時点で、ロシア株式市場の半分以上(56%)を石油およびガス企業が占め、最大規模の企業にはガスパロムとルクオイルとなっています。素材産業も加えると、これら資源関連銘柄が市場全体の時価総額の3分の2超を占めます。

ロシア資本市場のリターン

1900年から1917年にかけてのパフォーマンスに加え、図1は、1995~2014年の期間、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の2.0倍に対し、長期国債が1.9倍、短期国債が0.6倍だったことを示しています。図2は、1995~2014年の長期実質インデックスの年間利益率が株式では3.5%、長期国債では3.2%、短期国債では-2.2%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1995年以降、年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で5.8%でした。これらの図に関する詳しい解説については35ページをご覧ください。

図1 1900~2014年の長期パフォーマンス

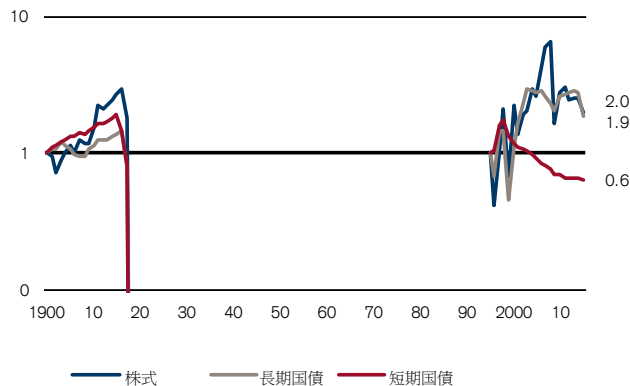


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

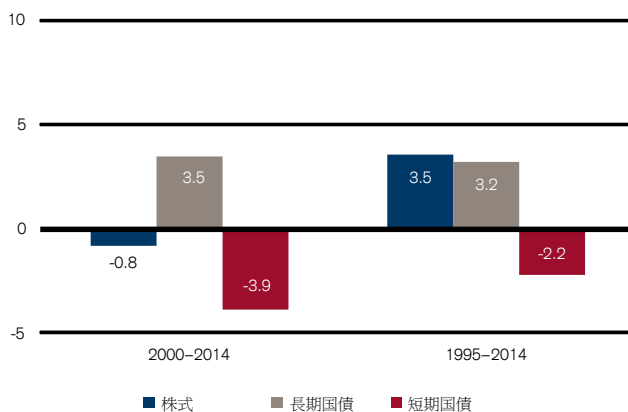
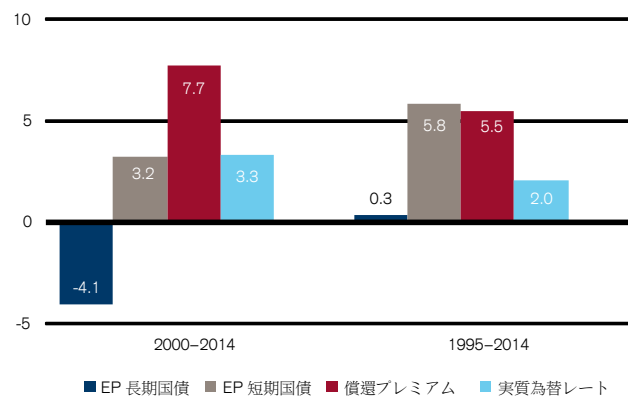


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注: 「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



南アフリカ

黄金の機会

1870年キンバリーでのダイヤモンドの発見、そして1886年ウィットウォーターズランドでのゴールドラッシュは、南アフリカのその後の歴史を大きく変えるものでした。今日、南アフリカは世界の白金（プラチナ）産出量の90%、マンガンでは80%、クロムでは75%、金では41%を占め、その他ダイヤモンド、バナジウム、石炭の主要な産出国でもあります。

1886年のゴールドラッシュによって多くの鉱業・金融関連企業が生まれ、そうした企業のニーズに応えるべく1887年、ヨハネスブルグ証券取引所(JSE)が開設されました。1900年以降、南アフリカの株式市場は世界で最も活気のある市場の1つとなっており、年率7.4%の株式の実質リターンという、イヤーブック掲載国で最高の収益を上げています。

今日、南アフリカには洗練された金融機関があり、また、アフリカ最大の経済となっています。南アフリカは1900年当時、イヤーブック掲載の他の数か国と共に、新興市場として見なされていました。指数提供会社は、同国がまだ新興市場から脱していないと見ており、今日、南アフリカは世界第5位の新興市場に位置付けられています。

一時期の南アフリカ経済にとって最重要だった金は、同国経済の多様化とともにその重要性は減少しています。金融関連株がJSEの時価総額合計の24%を占めている一方、素材産業はわずか8%でしかありません。メディアおよびモバイル通信業の合計が株価指数の26%を占めます。JSEで最大規模の銘柄には、ナスパース、MTN、Sasolがあります。

南アフリカ資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の3,551倍に対し、長期国債が8.6倍、短期国債が3.0倍だったことを示しています。図2は、1900年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では7.4%、長期国債では1.9%、短期国債では1.0%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で6.3%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900～2014年の長期パフォーマンス

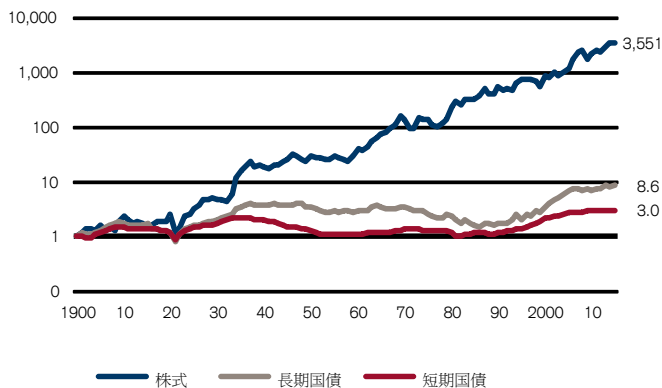


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

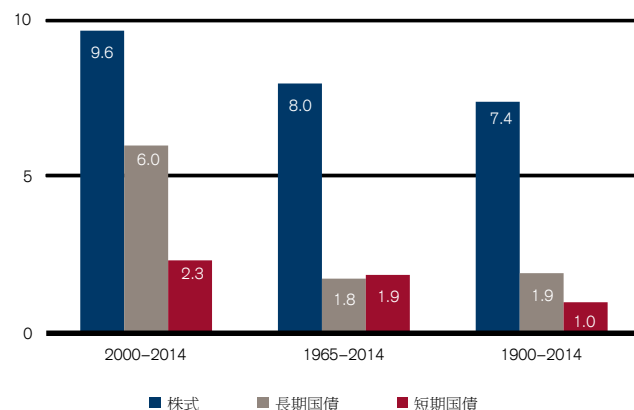
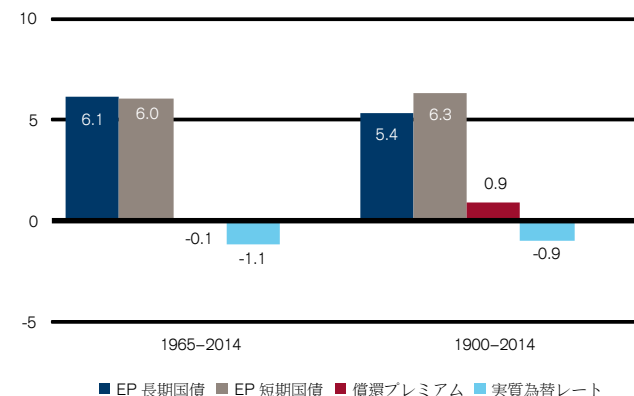


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



スペイン

ラテンアメリカへの足がかり

スペイン語は英語の次に世界で最も広く使用されている言語で、スペイン語を母語とする世界人口は中国語、ヒンディー語、英語の次に多く、世界第4位となっています。このような背景もあり、スペインのもつ存在感と影響力は南欧方面にとどまらず、ラテンアメリカ全域に及んでいます。

1960年代と1980年代、強気相場を享受したスペインの株式実質リターンは世界第2位となりましたが、1930年代と1970年代におけるリターンはイヤーブック掲載国中、最低水準となりました。イヤーブックが対象とする115年間では、スペイン株式の長期でのプレミアム（対長期国債）は1.9%で、これは同期間中の他国との比較で最も低いものです。

この背景としてまず、スペインが2つの世界大戦から受けた被害は比較的軽微だったにもかかわらず、スペイン株の実質価値の多くが1936~39年の内戦により失われたことがあります。また、1970年代は民主政治への回帰と原油価格の4倍もの上昇が重なり、エネルギー供給の70%を輸入に頼るスペインには打撃となりました。

マドリード証券取引所は1831年に設立され、1980年代の力強い経済成長を受け現在世界第14位の大きさとなっています。主要なスペイン企業は南米において大きな影響力を保持しており、銀行業・インフラの欧州全域における強みも増しています。最も大きい企業はサンタデル銀行（指数の24%）、テレフォニカ、BBVA、インディテックスです。

スペイン資本市場のリターン

図1は、過去115年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の63.2倍に対し、長期国債が7.7倍、短期国債が1.4倍だったことを示しています。図2は、1900年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では3.7%、長期国債では1.8%、短期国債では0.3%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で3.4%でした。これらの図に関する詳しい解説は35ページをご覧ください。

図1 1900~2014年の長期パフォーマンス

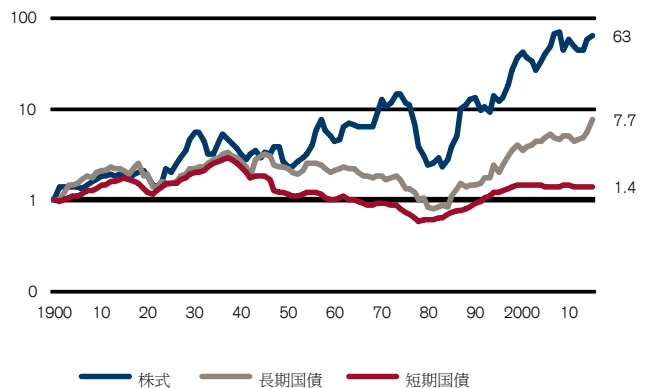


図2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

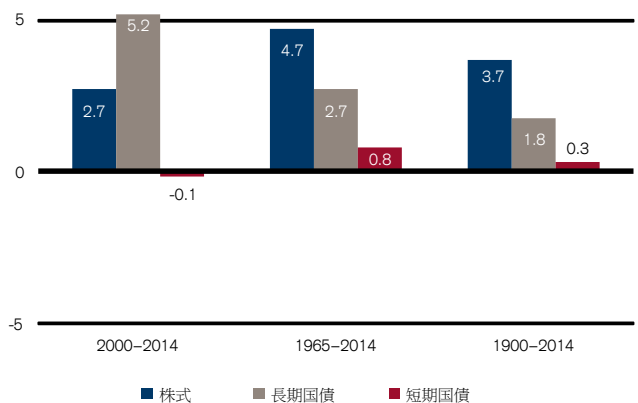
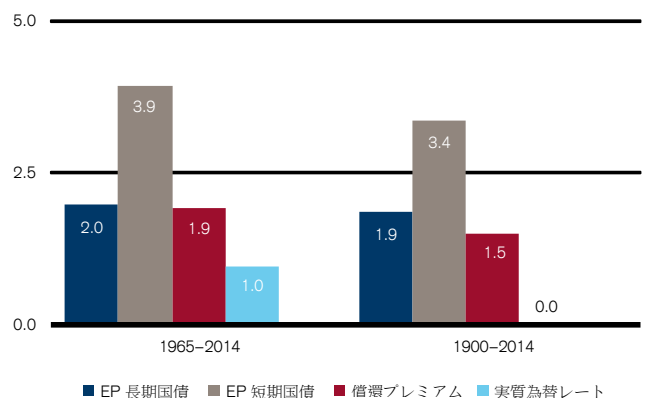


図3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



スウェーデン

ノーベル賞による リターン

アルフレッド・ノーベルは全財産の 94%を遺贈し、5つのノーベル賞（第1回の授与は 1901 年）を創設し、その基金を安全な有価証券で運用するようにとの遺言を残しました。スウェーデンが自らの運用成績に関してノーベル賞を受賞することがあるとすれば、それは、株式、長期国債および短期債のすべてが上位 6 位に入っているという業績の良さを認められてのこととなるでしょう。

スウェーデン株式の実質リターンは2つの世界大戦を通じての中立的な政策、そして資源からの富、また 1980 年代の産業持株会社の発展により支えられてきました。全体として、同国株式の実質リターンは年率 5.8%で成長してきました。私たちのスウェーデン・インデックスのデータおよび出所に関してはクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015 に詳細を掲載しています。

ストックホルム証券取引所(SSE)は 1863 年に創設され、北欧諸国における主要な取引所です。1998 年以降、同取引所は OMX グループを構成しています。

スウェーデンでは、金融セクターが株式市場時価総額の 3 分の 1 (35%)を占めています。最大の銘柄はヘネス・アンド・モーリッツ(H&M)で、ノルデア銀行、エリクソンが続いています。

2014 年には、Daniel Waldenström (2014)による研究を参考に、スウェーデン株式に関するデータを改良しました。参考文献の詳細はクレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015 をご覧ください。

スウェーデン資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 684 倍に対し、長期国債が 22.9 倍、短期国債が 8.5 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.8%、長期国債では 2.8%、短期国債では 1.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.9%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

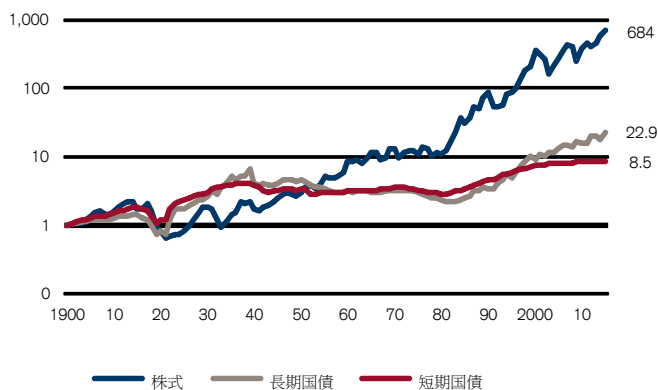


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

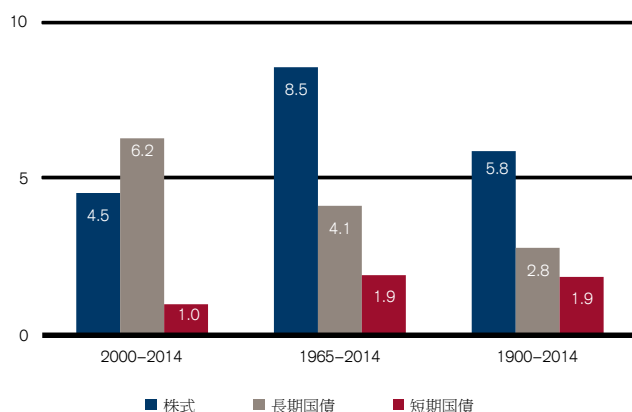
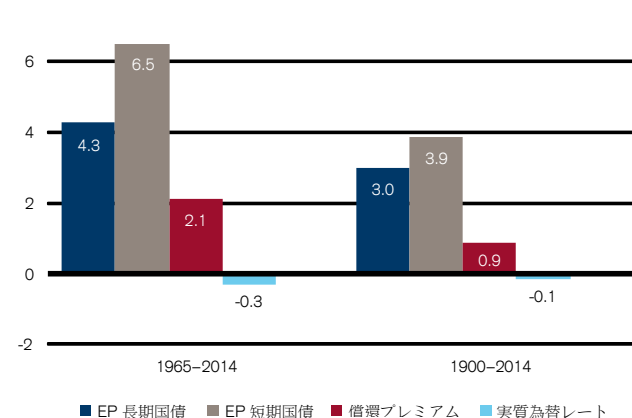
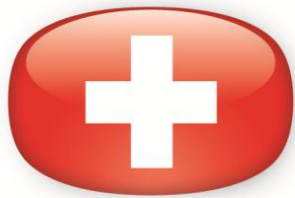


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「為替プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの為替プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



スイス

伝統的な安全地帯

スイスが金融界に及ぼす影響力は、世界でわずか 0.1% の人口と 0.01% 以下の国土面積という規模をはるかに超えています。スイスは、世界金融市場で果たしているその役割によってしばしば世界最高の評価を獲得しています。2012~2013 年の国際競争力レポートによると、スイスの競争力は世界第 1 位にランクされています。また、米フューチャーブランドの国別ブランドカランキン グでは、2013 年、世界トップに浮上しました。

スイス証券市場の起源はジュネーブ(1850 年)、チューリッヒ(1873 年)、バーゼル(1876 年)にさかのぼります。現在は世界第 5 位の株式市場となっていて、世界の時価総額に占める割合は 3.1% です。

1900 年以來、スイス株式の実質リターンはまずまずの 4.5% だった一方、国債市場のパフォーマンスは実質年率 2.3% で世界有数の市場となっています。またスイスは、1900 年以降わずか 2.2% という世界で最低水準のインフレ率を享受してきました。その間、スイスフランは世界で最も強い通貨でした。

もちろんスイスは世界で最も重要な金融センターであり、プライベートバンキング業務は 300 年間以上スイスが主に競争力を発揮してきた分野です。スイスには中立性、健全な経済政策、インフレ率の低さと通貨の強さがあり、そうした特徴のすべてがスイスの安全地帯としての評判を高めてきました。今日、世界中のプライベートかつクロスボーダーの資産取引の 30% 近くがスイスで行われています。

スイスでは医薬品業界が株式市場の 3 分の 1 (36%) を占めています。また、ノバルティス、ロシュの他ネスレ等世界有数の企業が上場しており、この 3 銘柄の時価総額合計はスイス全体の半分以上を占めています。

スイス資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 155 倍に対し、長期国債が 14.1 倍、短期国債が 2.5 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以來の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.5%、長期国債では 2.3%、短期国債では 0.8% だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.7% でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

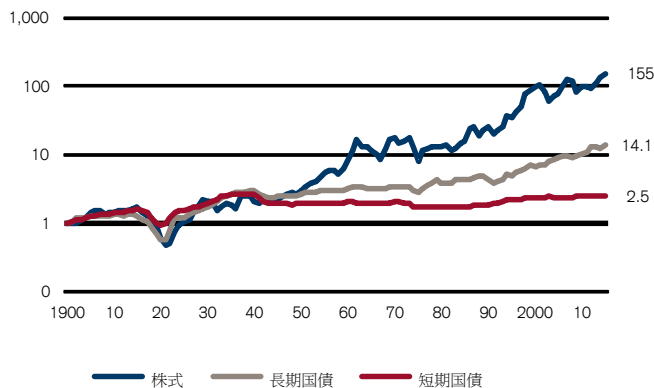


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

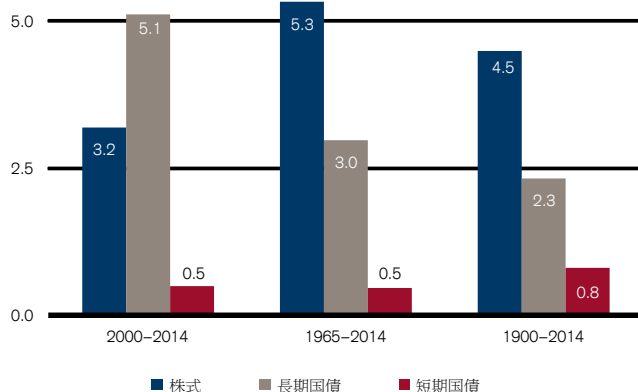
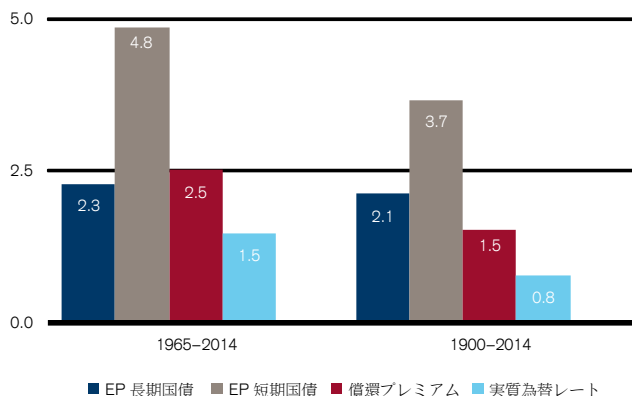


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注: 「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



イギリス

世界のセンター

イギリスにおける組織的な株式取引の開始は 1698 年にさかのぼることができ、正式にロンドン証券取引所が設立されたのは 1801 年のことでした。1900 年には、イギリスの株式市場は世界最大の規模に成長し、ロンドンがグローバルおよびクロスボーダー金融に特化した世界有数の金融センターとなりました。

20 世紀初頭、米国株式市場がイギリスを追い越し、今日ではニューヨークがロンドンよりも金融センターとして大きな規模を持っています。ロンドンが他とは違う世界有数の国際金融センターとされているのは、グローバルなクロスボーダー取引が多くを占めているからです。

グローバル・ファイナンシャル・センター・インデックス、ワールドワイド・センター・オブ・コマース・インデックス、そしてフォーブスの最もパワフルな都市ランキングによると、今日イギリスは世界一の金融センターとしてランクされています。ロンドン世界の銀行業の中心で、550 の国際的な銀行および 170 の世界的な証券会社がロンドンにオフィスを構えています。ロンドン外国為替市場は世界最大の規模で、ロンドン株式市場および保険市場は共に世界第 3 位、債券市場は世界第 7 位となっています。

イギリスは世界最大の資産運用センターであり、欧州機関投資家の株式資本の半分近く、また欧州ヘッジファンド資産の 4 分の 3 が運用されています。ユーロ債取引の 4 分の 3 以上がロンドンで起債・取引されています。世界 3 分の 1 以上のスワップ取引とグローバルな外国為替取引の 4 分の 1 以上がロンドンで行われています。また、ロンドンコモディティ取引、海運や他の多くの業種の中心地となっています。

ロンドン証券取引所にはロイヤル・ダッチ・シェルが上場しており、その他の主要な企業では HSBC、BP、ボーダフォン、ブリティッシュ・アメリカン・タバコ、グラクソ・スミスクラインが上場しています。

イギリス資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 367 倍に対し、長期国債が 5.9 倍、短期国債が 2.8 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年からの長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.3%、長期国債では 1.6%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.3%でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900～2014 年の長期パフォーマンス

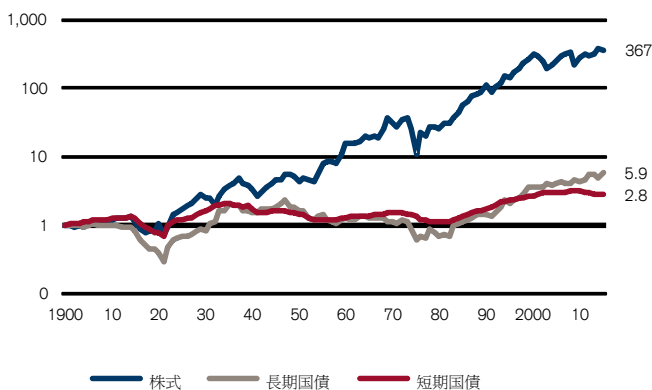


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

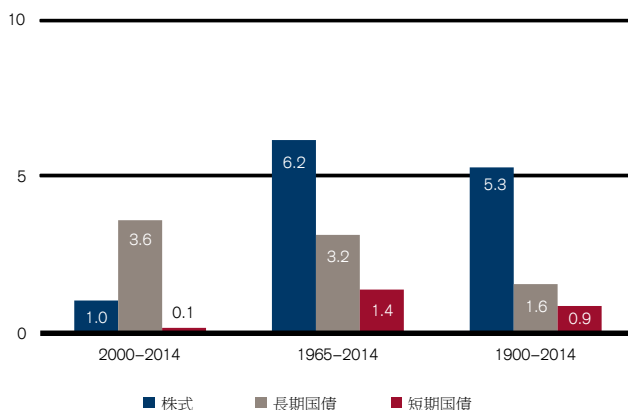
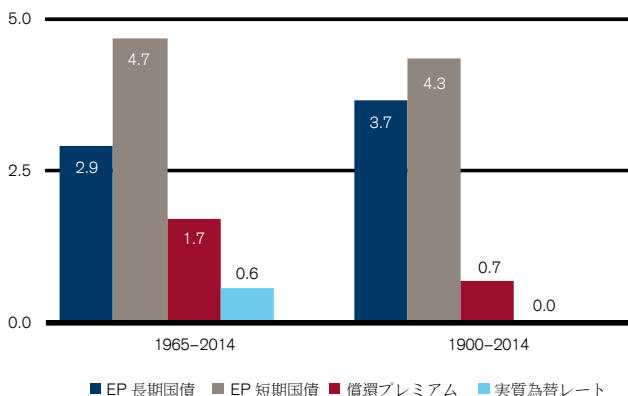


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



米国

金融超大国

米国は 20 世紀において急成長を遂げ、世界有数の影響力を政治、軍事、そして経済の分野で有するようになりました。共産主義の崩壊後、米国は世界唯一の超大国となりました。国際エネルギー機関は、2017 年には米国が世界最大の産油国になると予測しています。

また、米国は金融超大国でもあります。米国の経済規模は世界最大で、ドルは世界の準備通貨とされています。米国株式市場は時価総額で世界の 52% を占め、次に大きい市場である日本の 6 倍の規模です。米国債券市場も世界最大となっています。

また、米国金融市場は最も記録が残されている市場で、最近まで、歴史的な資産収益についての長期のデータはほぼすべての場合、米国のものに頼っていました。1900 年以来、米国の株式と債券はそれぞれ 6.5%、2.0% の実質リターンをあげています。

米国株式が過去長期にわたり優れたパフォーマンスを示してきたことに信頼を置きすぎることは、明らかに危険なことです。ニューヨーク証券取引所はその起源を 1792 年までさかのぼることができます。その頃、オランダとイギリスの株式市場はそれぞれ既に、200 年や 100 年近い歴史を持っていました。よって、200 年と少しを超える短期間のうちに、米国が世界株式市場に占める割合はゼロから約半分へと成長したことになります。

そのように成功した市場から例を導き出すことは、「成功」バイアスをもたらす可能性があります。そのような場合、投資家はその他の地域での株式のリターンや米国自身の株式の将来のリターンを誤解してしまうかもしれません。そのため、このイヤーブックでは米国のデータのみを使用するのではなく、グローバルなリターンに注目しています。

米国資本市場のリターン

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 1,396 倍に対し、長期国債が 10.1 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以後の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 6.5%、長期国債では 2.0%、短期国債では 0.9% だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 5.6% でした。これらの図に関する詳しい解説は 35 ページをご覧ください。

図 1 1900～2014 年の長期パフォーマンス

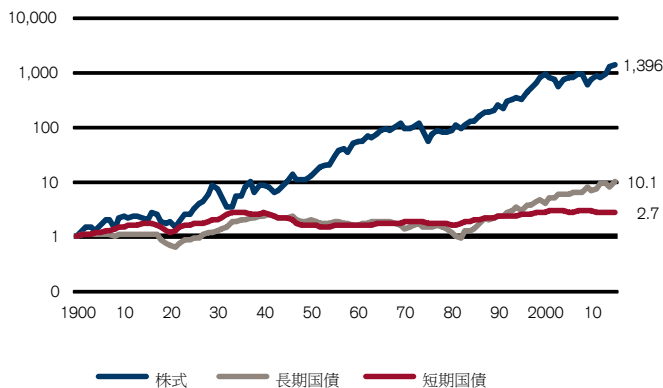


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

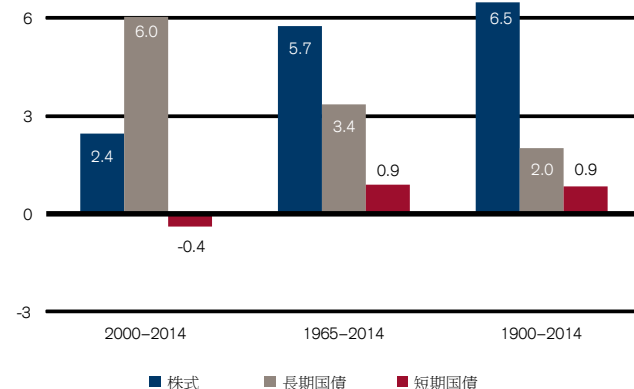
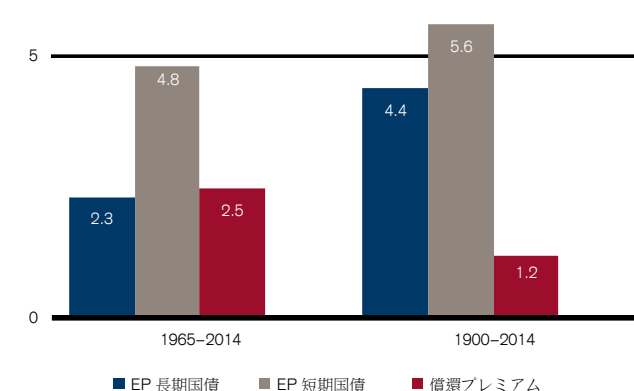


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



世界 23 か国

グローバル市場での多様化

イヤーブック掲載国全体での長期パフォーマンス分析を行うのは興味深いものです。本稿では、初年の時価総額によって加重した、共通通貨建ての 23 ヶ国のワールド・エクイティ・インデックスを作成しました。また、GDP 加重による 23 ヶ国のワールド・ボンド・インデックスも作成しました。

これらの指数は、各国投資家の視点から、グローバルに分散化したポートフォリオの長期リターンを示したものです。ページ右側の図は米国人投資家のグローバル・リターンを表しています。ワールド・インデックスは米ドル建てで、実質リターンは米国インフレ率との比較で表示され、短期国債に対するエクイティ・リスクプレミアムは米国短期国債との比較で測定しています。

図 2 は、1900～2014 年の 115 年間、世界指数の実質リターンが年率で株式は 5.2%、長期国債は 1.9%だったことを表しています。また、図 3 は、ワールド・エクイティ・インデックスの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムが対短期国債で過去 115 年間では 4.3%、直近の 50 年間でもそれと全く同じだったことを示しています。

ここでは、データソースの精度を持続的に改良するという方針から、適切と判断される場合は新しい国を追加し、新たに優れたインデックス・シリーズが入手された場合は取り入れるようにしています。2013 年版では、オーストリア、中国、ロシアの 3 か国を、2014 年版ではポルトガルを追加しました。オーストリアとポルトガルには過去からの継続的なデータがありますが、中国とロシアにはありません。生存バイアスを回避するため、この 3 つの国のすべては 1900 年以降の世界指数に全面的に組み込まれています。ロシアは 1917 年、中国は 1949 年に、それぞれ全損を計上しましたが、その後両国はそれぞれ 1990 年代に市場を再開し、ワールド・インデックスに再び組み入れられています。

全世界の資本市場のリターン (米ドル建て)

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 325 倍に対し、長期国債が 8.4 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 5.2%、長期国債では 1.9%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 4.3%でした。これらの図に関する詳しい解説については 35 ページをご覧ください。

図 1 1900～2014 年の長期パフォーマンス

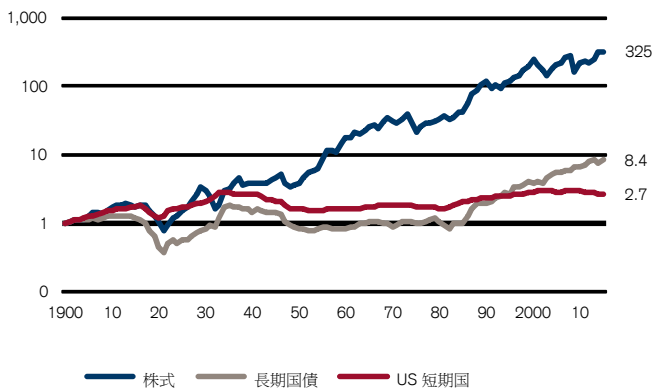


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

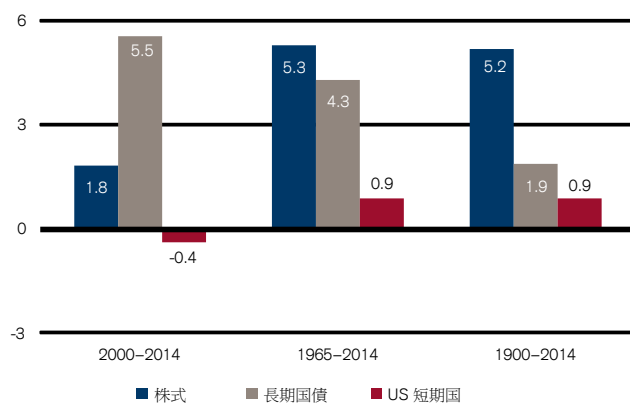
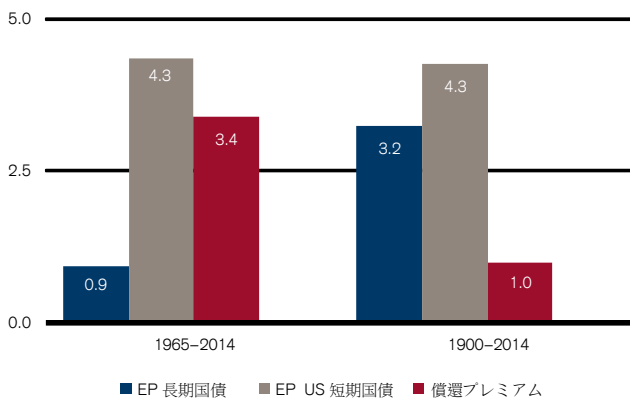


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注: 「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所: エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



米国を除く世界 22 か国

アメリカを超えて

先の2つのワールド・インデックスに加えて、ここでは米国を除く世界について、全く同様の方法を使い別のワールド・インデックスを2つ作成しました。後者のインデックスは前者に比べ、23 か国からたった1つの国を除外しただけですが、米国はイヤーブック掲載国の株式全体の時価総額総計の半分以上を占めるため、米国を除いた世界 22 か国による米国外ワールド・エクイティ・インデックスはワールド・インデックスの半分以下の値を示しています。

上述したように、過去の資産運用のリターンから見られる長期の値動きに関する証拠は、最近まではほぼ全てが米国のデータのみに基づくものでした。そのように成功を収めてきた経済だけに焦点を当てることは、「成功」バイアスに繋がる、という懸念は既に述べた通りです。投資家は、米国以外の地域での株式のリターンについて、または、米国自体の将来の株式のリターンについて、間違った見方を持つ可能性があります。

右側の図はこのような懸念が現実のものであることを示しています。米国を拠点とする国際的な投資家の視点からは、米国外のワールド・エクイティ・インデックスの実質リターンは年率 4.4%で、これは米国のリターンを年率で 2.1%分下回っています。これによって示唆されるのは、米国が最も極端な外れ値を示してこなかったにしても、米国1か国にだけ注目するのではなく、世界レベルでのリターンを見ていくことが重要だということです。

ここでは、データソースの精度を持続的に改良するという方針から、適切と判断される場合は新しい国を追加し、新たに優れたインデックス・シリーズが入手された場合は取り入れるようにしています。2013 年版・2014 年版では、ポルトガル、オーストリア、中国、ロシアを追加しました。ポルトガルとオーストリアには過去からの継続的なデータがありますが、中国とロシアにはありません。生存バイアスを回避するため、この3つの国のすべてが 1900 年以降のワールド・インデックスに全面的に組み込まれています。ロシアは 1917 年、中国は 1949 年に、それぞれ全損を計上しましたが、その後両国はそれぞれ 1990 年代に市場を再開し、ワールド・インデックスに再び組み入れられています。

米国を除く全世界の資本市場のリターン (米ドル建て)

図1は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 148 倍に対し、長期国債が 6.0 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図2は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.4%、長期国債では 1.6%、短期国債では 0.9%だったことを表します。図3は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.6%でした。これらの図に関する詳しい解説については 35 ページをご覧ください。

図 1 1900~2014 年の長期パフォーマンス

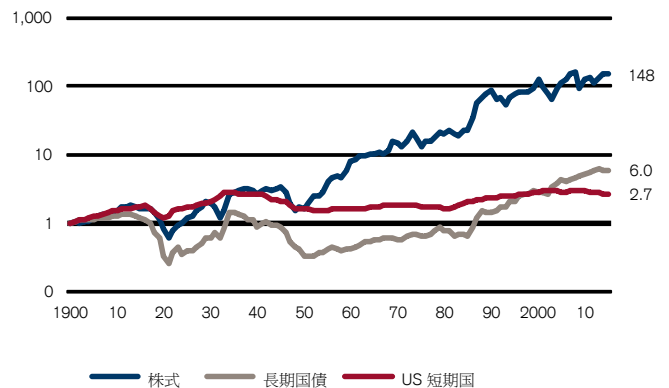


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

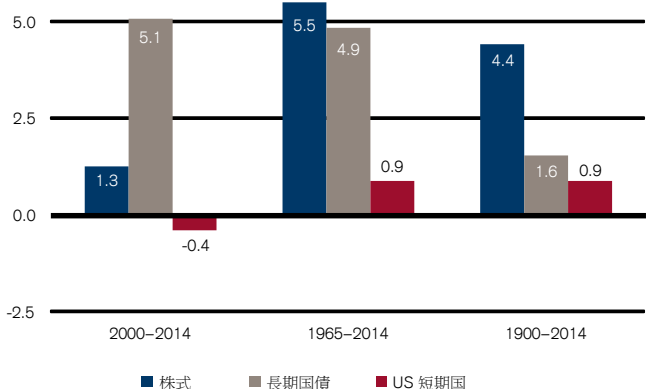
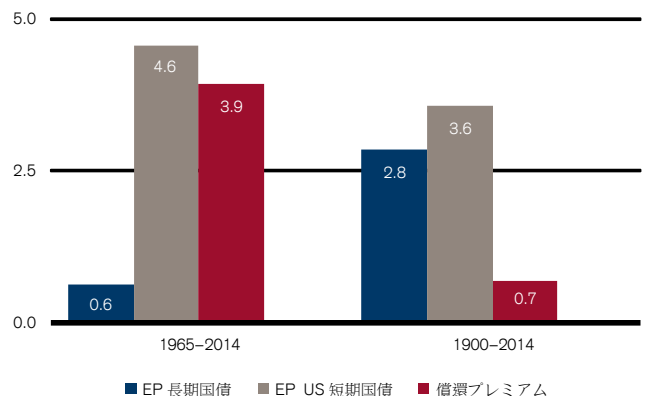


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注: 「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。



欧州 16 か国

古き世界

イヤーブックでは、欧州 16 か国のリターンについて掲載しており、その（全てではありませんが）大半が欧州連合（EU）に加盟しています。16 か国の内訳は、ユーロ圏内の EU 加盟国 10 か国（オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、アイルランド、イタリア、オランダ、ポルトガル、スペイン）、ユーロ圏外の EU 加盟国 3 か国（デンマーク、スウェーデン、イギリス）、欧州自由貿易連合加盟の 2 か国（ノルウェー、スイス）およびロシア連邦となっています。大まかにいって、これら 16 か国の EU および EFTA 諸国は「旧世界」を代表する国々です。

ヨーロッパ諸国の 1 つのグループとして捉え、そのパフォーマンスをワールド・インデックスと比較することは興味深いことです。そこで、ワールド・インデックス同様の手法を用いこれら 16 か国についてのヨーロッパ・インデックスを作成しました。ワールド・インデックス同様、ヨーロッパ・インデックスについても任意の通貨建てで設定することが可能です。一貫性を持たせるため、右側の図では米国人投資家の視点を取り、米ドル建てで表示しています。

図 2 は、ヨーロッパ株式の実質リターンが 4.3% だったことを示しています。一方、ワールド・インデックスのリターンは 5.2% だったので、「旧世界」のパフォーマンスの方が下回っていたこととなります。これは、（ヨーロッパで勃発した）2 度の世界大戦により壊滅的な被害を受けたこと、もしくは、多くの「新世界」の国々が資源に富んでいたこと、またおそらく「新世界」経済がより活気に満ちたものであったことと関連していると考えられます。

ここでは、データソースの精度を持続的に改良するという方針から、適切と判断される場合は新しい国を追加し、新たに優れたインデックス・シリーズが入手された場合は取り入れるようにしています。2013 年版と 2014 年版では、ポルトガル、オーストリア、ロシアの 3 か国をヨーロッパ地域に追加しました。ポルトガルとオーストリアには過去からの持続的なデータがありますが、ロシアにはありません。ロシアは 1917 年に全損を計上しましたが、生存バイアスを回避するため、この両国はともに 1900 年以降のヨーロッパ・インデックスに全面的に組み込まれています。ロシアはその後 1990 年代に市場を再開し、ヨーロッパ・インデックスに再び組み入れられています。

欧州資本市場のリターン（米ドル建て）

図 1 は、過去 115 年間にわたり、利息や配当を再投資した場合の実質価値のリターンが、株式の 125 倍に対し、長期国債が 3.6 倍、短期国債が 2.7 倍だったことを示しています。図 2 は、1900 年以降の長期実質インデックスの年間利益率が株式では 4.3%、長期国債では 1.1%、短期国債では 0.9% だったことを表します。図 3 は、年率換算の長期実質リターンをプレミアムとして示しています。1900 年からの年率換算のエクイティ・リスクプレミアムは、短期国債との比較で 3.4% でした。これらの図に関する詳しい解説については 35 ページをご覧ください。

図 1 1900～2014 年の長期パフォーマンス

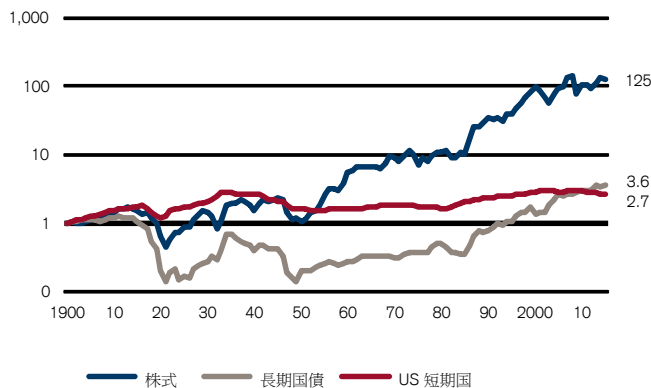


図 2 主要資産クラスにおける年率換算実質リターン (%)

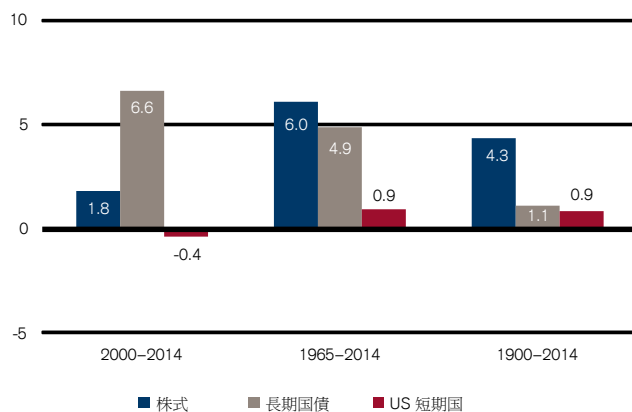
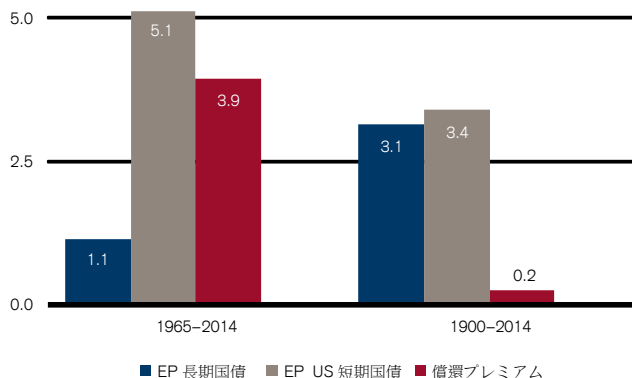


図 3 株式、債券、為替における年率換算プレミアム (%)



注：「EP 長期国債」は対長期国債のエクイティ・プレミアムを、「EP 短期国債」は対短期国債 (T-Bill) のエクイティ・プレミアムを、「償還プレミアム」は長期国債リターンの対短期国債リターンでの償還プレミアムを、「実質為替レート」は対米ドルでの外国為替レートの実質 (インフレ調整後の) 変化率を表わしています。

出所：エルロイ・ディムソン、ポール・マーシュ、マイク・スタントン、クレディ・スイス・グローバル・インベストメント・リターンズ・ソースブック 2015。



参考文献

- Admati, Anat, and Paul Pfleiderer, 2009, The "Wall Street Walk" and shareholder activism: exit as a form of voice (「ウォール街歩き」と株主アクティビズム：声という形での離脱」), *Review of Financial Studies* 22, 2445–2485.
- Ahrens, Dan, 2004, *Investing in Vice: The Recession Proof Portfolio of Booze, Bets, Bombs and Butts* (「悪への投資：酒、ギャンブル、爆弾、尻の不況知らずのポートフォリオ」), NY, New York: St Martin's Press.*
- Ang, Andrew, 2014, *Asset Management: A Systematic Approach to Factor Investing* (「アセットマネジメント：ファクター投資への体系的アプローチ」). Oxford: Oxford University Press.
- Bebczuk, Lucian, Alma Cohen and Charles Wang, 2013, Learning and the disappearing association between governance and returns (「ガバナンスとリターンに関する学習とその関係の消滅」), *Journal of Financial Economics* 108, 323–348.
- Becht, Marco, Julian Franks, Jeremy Grant and Hannes Wagner, 2014, The returns to hedge fund activism: an international study (「ヘッジファンドのアクティビズムへの回帰：ある国際的研究」), ECGI Finance Working Paper N° 402/2014.
- Borgers, Arian, Jeroen Derwall, Kees Koedijk and Jenke ter Horst, 2013, Stakeholder relations and stock returns: on errors in investors' expectations and learning (「株主関係と株のリターン：投資家の期待と学習におけるエラーについて」), *Journal of Empirical Finance* 22, 159–175.
- Camejo, Peter, 2003, *The SRI Advantage: Why Socially Responsible Investing Has Outperformed Financially* (「SRIのメリット：なぜ社会的責任投資が経済的に良い成績を収めているのか」), Gabriola Island, BC: New Society Publishers.*
- Cowles, Alfred, and Associates, 1938, *Common Stock Indexes* (「普通株インデックス」), first edition, Bloomington, Indiana: Principia Press, Inc.
- Dimson, Elroy, Xi Li and Oguzhan Karakas, 2015, Active ownership (「アクティブオーナーシップ」), *Review of Financial Studies*, Forthcoming.
- Dimson, Elroy, Idar Kreutzer, Rob Lake, Hege Sjo and Laura Starks, 2013, *Responsible Investment and the Norwegian Government Pension Fund Global* (「責任ある投資とノルウェー政府年金基金-グローバル」), Oslo: Norwegian Ministry of Finance.
- Dimson, Elroy, and Paul Marsh, 2015, *Numis Smaller Companies Index Annual Review, 2015* (「ヌミス・スモール・カンパニーズ・インデックス年次レビュー2015」), London: Numis Securities.
- Dimson, Elroy, Paul Marsh and Mike Staunton, 2002, *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (邦訳『証券市場の真実—101年間の目撃録』), Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Fabozzi, Frank, KC Ma and Becky Oliphant, 2008, Sin stock returns (「罪株式のリターン」), *Journal of Portfolio Management* Fall, 82 – 94.
- Fama, Eugene and Kenneth French, 1997, Industry costs of equity (「株式の業界コスト」), *Journal of Financial Economics* 43, 153–93.
- Gollier, Christian, and Sébastien Pouget, 2014, The “washing machine”: investment strategies and corporate behavior with socially responsible investors (「洗濯機」：社会的責任投資家の投資戦略と企業行動」), Working Paper No 14–457, Toulouse School of Economics.
- Gompers, Paul, Joy Ishii and Andrew Metrick, 2003, Corporate governance and equity prices (「コーポレート・ガバナンスと株価」), *Quarterly Journal of Economics* 118, 107–155.
- Graver, Hans Peter (Chairman), 2003. *The Report from the Graver Committee* (「グレーバー委員会からの報告書」), Oslo: Norwegian Ministry of Finance.
- Greenwood, Robin, and Michael Schor, 2009, Investor activism and takeovers (「投資家アクティビズムと買収」), *Journal of Financial Economics* 92, 362–375.
- Gregory, Alan, Cherif Guermat and Fawaz Al Shawawreh, 2010, UK IPOs: Long run returns, behavioural timing and pseudo timing (「英国のIPO：長期的リターン、行動のタイミング、疑似タイミング」), *Journal of Business Finance and Accounting* 37, 612–47.
- Grundy, Bruce, and Spencer Martin, 2001, Understanding the nature of the risks and the source of rewards to momentum investing (「モメンタム投資のリスクの本質と報酬の源を理解する」), *Review of Financial Studies* 14, 29–78.
- Harrington, John, 1992, *Investing with Your Conscience: How to Achieve High Returns Using Socially Responsible Investing* (「自分の良心に従って投資する：社会的責任投資を利用して高いリターンを獲得する方法」), Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.*
- Heston, Steven, and Geert Rouwenhorst, 1994, Does industrial structure explain the benefits of international diversification? (「産業構造は国際的分散投資のメリットを説明してくれるのか?」) *Journal of Financial Economics* 36, 3–27.
- Hirschman, Albert, 1970. *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States* (「離脱、声、忠誠：企業、組織、国の衰退への対応」), Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Holland, David, and Matthews Bryant. *Market-implied Returns: Past and Present* (「インプライド・リターン：過去と現在」), *Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook* 2011, January 2011, pages 25–29.
- Hong, Harrison, and Marcin Kacperczyk, 2009, The price of sin: the effects of social norms on markets (「罪の価格：社会規範の市場に対する影響」), *Journal of Financial Economics* 93, 15–36.
- Humphrey, Jacquelyn, and David Tan, 2014, Does it really hurt to be responsible? (「責任を持つことは本当に痛手となりますか?」), *Journal of Business Ethics* 122 (3), 375–386.
- Huppé, Gabriel, and Tessa Hebb, 2011, The virtue of CalPERS' Emerging Equity Markets Principles (「カルパースの新興国株式市場原則の美学」), *Journal of Sustainable Investment and Finance* 1(1), 62–76.
- Ibbotson, Roger, 1975, Price performance of common stock new issues (「新規上場普通株の株価動向」), *Journal of Financial Economics* 2, 235–72.
- Ilmanen, Antti, *Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards* (「期待リターン：市場の報酬を収穫するための投資家のガイド」), Chichester: John Wiley & Sons.
- Kaufmann, Daniel, Aart Kraay and Massimo Mastruzzi, 2010. *The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues* (「世界ガバナンス指標：方法論と分析上の問題」), World Bank Policy Research Working Paper No. 5430.

Lessard, Don, 1974, World, national and industry factors in equity returns (「株式投資のリターンにおける世界、国家、産業のファクター」), *Journal of Finance* 29, 379–91.

Loughran, Timothy and Jay Ritter, 1995, The new issues puzzle (「新規発行パズル」), *Journal of Finance* 50, 23–51.

Luo, Hao (Arthur), and Ronald Balvers, 2014, Social screens and systematic boycott risk (「社会的スクリーンと体系的なボイコットのリスク」), Working paper, McMaster University.

Menchero, Jose, and Andrei Morozov, 2012, The relative strength of industries versus countries in global equity markets (「グローバル株式市場における産業と国の間の相対的な力関係」), *Journal of Investment Management* 10, 75–87.

Monks, Robert, and Nell Minow, 1995 (fifth edition, 2011). *Watching the Watchers: Corporate Governance in the 21st Century* (「ウォッチャーをウォッチする：21世紀のコーポレート・ガバナンス」), Chichester: John Wiley & Sons.

Moskowitz, Tobias, and Mark Grinblatt, 1999, Do industries explain momentum (「業界はモメンタムを教えてくれるか」), *Journal of Finance* 54, 1249–90.

Naim, Alasdair, 2002, *Engines that Move Markets: Technology Investing from Railroads to the Internet and Beyond* (「市場を動かす原動力：鉄道からインターネット、そしてその先のテクノロジーへの投資」), New York, NY: John Wiley & Sons, Inc.

Nystuen, Gro, Andreas Follesdal and Ola Mestad (Eds.), 2011, *Human Rights, Corporate Complicity and Disinvestment* (「人権、企業共犯、負の投資」), New York, NY: Cambridge University Press.

Richardson, Benjamin, 2013, Socially responsible investing for sustainability: overcoming its incomplete and conflicting rationales (「持続可能性のための社会的責任投資：その不完全かつ矛盾する理論的根拠を克服する」), *Transnational Environmental Law* 2(2), 311–338.

Ritter, Jay, 2014, Initial public offerings: Updated statistics on long-run performance (「新規株式公開：長期的パフォーマンスについての最新統計」), October 7, Jay Ritter's data website.

Rostow, Walt, and Anna Schwartz, 1953, *The Growth and Fluctuation of the British Economy, 1780–1850* (「英国経済の成長と変動 1780年～1850年」) (2 vols), Oxford: Oxford University Press.

Scowcroft, Alan, and James Sefton, 2005, Understanding momentum (「モメンタムを理解する」), *Financial Analysts Journal* 61, 64–82.

Shubb, Gary, 2014, *Global Asset Management 2014: Steering the Course to Growth* (「グローバル・アセット・マネジメント 2014：成長への道を進む」), Boston, MA: Boston Consulting Group.

Siegel, Jeremy, 2005, *The Future for Investors: Why the Tried and the True Triumph over the Bold and the New* (「投資家の未来：実績ある真の企業が大胆で新しい企業に勝利する理由」), New York, NY: Crown Publishing Group.

Stierli, Markus, 2014, *Sustainable Investments* (「持続可能な投資」), Research Alert, Zurich: Credit Suisse.

Waxler, Caroline, 2004, *Stocking Up on Sin: How to Crush the Market with Vice-Based Investing* (「罪を買い込む：悪に基づいた投資で市場に勝つ方法」), Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.*

* これら4冊のブックカバーは本書2番目の記事の図表2に掲載したのですが、いずれも出版社各社のご厚意により許可をいただいた上で複製されたものです。

著者紹介

エルロイ・ディムソン ケンブリッジ・ジャッジ・ビジネススクール寄付基金運用センター長。ロンドン・ビジネススクールのファイナンス論名誉教授。ノルウェー政府年金基金の戦略評議会および FTSE グループ政策委員会の議長を務める。ロンドン・ビジネススクールで様々な要職を歴任した。『証券市場の真実—101 年間の目撃録』（原題“Triumph of the Optimists”）をポール・マーシュ、マイク・スタントンと共同執筆。Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Review of Financial Studies, Journal of Business, Journal of Portfolio Management, Financial Analysts Journal 等に執筆。ロンドン・ビジネススクールよりファイナンス論で博士号を取得。

ポール・マーシュ ロンドン・ビジネススクールのファイナンス論名誉教授。ロンドン・ビジネススクールでは、ファイナンス論の分野の教授、校長代理、学部長、修士を含むファイナンス論プログラムの理事兼教授。公共の調査に関する助言経験があり、Aberforth Smaller Companies Trust の元委員長。M&G グループ及び Majedie Investments の元非常勤取締役。多数の金融機関・企業にコンサルタントとして出向。Journal of Business, Journal of Finance, Journal of Financial Economics, Journal of Portfolio Management, Harvard Business Review 等に執筆。エルロイ・ディムソンと、ロンドン・ビジネススクールが 1987 年から提供している FTSE100 インデックスおよび Numis Smaller Companies Index を共同設計。ロンドン・ビジネススクールよりファイナンス論で博士号を取得。

マイク・スタントン ロンドン・ビジネススクールの研究リソースであるロンドン株価データベースのディレクターで、ロンドン・ビジネススクール・リスク・マネージメント・サービスを提供。英国、香港、スイスの大学で教鞭をとる。『Advanced Modelling in Finance Using Excel and VBA』(Wiley, 邦題『EXCEL と VBA で学ぶ先端ファイナンスの世界』)をメアリー・ジャクソンと共著。Wilmott 誌に連載コラムを執筆。Journal of Banking & Finance, Financial Analysts Journal, Journal of the Operations Research Society, Quantitative Finance に執筆。今回のイヤーブック及びクレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック 2015 の土台となる、重要な『証券市場の真実—101 年間の目撃録』（原題“Triumph of the Optimists,”Princeton University Press, 2002)をエルロイ・ディムソン、ポール・マーシュと共同執筆。ロンドン・ビジネススクールよりファイナンス論で博士号を取得。

デイビッド・ホランド クレディ・スイス・シニア・アドバイザー。HOLT の研究開発部門である HOLT バリュエーション&アナリティクス元共同部長。HOLT CFROI®フレームワークの改善、カスタム・ソリューションおよび投資商品開発、また、HOLT のコンテンツ作成の責任者を務めた。2002 年 5 月、自身が南アフリカに所有するコーポレートアドバイザー事業である Fractal Value Advisors より CSFB に入社。投資決定プロセスの設計において世界有数の資産運用担当者たちと協力し、企業や未上場企業に対し、戦略と評価に関するアドバイザー業務を行い、また株式評価の問題について執筆してきた。“Beyond Earnings: A User's Guide to Excess Return Models and the HOLT CFROI® Framework” (Wiley Finance) を共著。科学工学の分野でイリノイ大学 (BS) およびスタンフォード大学 (MS) から学位を取得。ケープタウン大学より MBA を取得。

ブライアント・マッシュューズ クレディ・スイス HOLT 部門調査部長。クレディ・スイスが HOLT バリュエーション・アソシエイツ LP を買収した 2002 年 1 月に入社。様々な銀行および金融分野の専門機関に対しコンサルタントの役割を果たし、数多くのバリュエーションの枠組みを設計してきた。自身とそのチームが行った研究の成果は、企業の業績と株価間の繋がりの理解に対し多くの重要な洞察をもたらしている。最近の調査の分野には、企業のフェード・ダイナミクスに関する実証研究、市場から導出されるアプローチによる割引率の推定、また、時と共にリスクがいかに進化するかを理解に役立つリスクモデルの開発が含まれる。ノースウェスタン大学ケロッグ経営 (MBA) 大学院より MBA を取得。

プラティヤシャ・ラス クレディ・スイス HOLT 部門バイス・プレジデント。グローバル・マクロ・スペシャリストとして、戦略的マクロ投資に関する見識の開発および顧客のための国/セクターの配分アイデアを担当。2007 年 HOLT の枠組みの継続的改善を担当する研究チームの一員としてクレディ・スイス入社。自身が実施した調査の結果、HOLT 内での政府系金融機関および不動産会社に関するリスク評価が改善された。HOLT でのリスク分析およびマクロに関するサービス提供の開発およびマーケティングに貢献してきた。インド・デリー大学より経済学士、イリノイ工科大学よりファイナンス論で修士の学位をそれぞれ取得。

この出版物について

出版

クレディ・スイス AG
リサーチ・インスティテュート
Paradeplatz 8
CH-8070 Zurich
Switzerland

cs.researchinstitute@credit-suisse.com

プロダクション・マネージメント
グローバル・リサーチ エディトリアル&パブリケーションズ
Markus Kleeb (Head)
Ross Hewitt
Katharina Schlatter

著者

エルロイ・ディムソン、ロンドン・ビジネススクール edimson@london.edu
ポール・マーシュ、ロンドン・ビジネススクール pmarsh@london.edu
マイク・スタントン、ロンドン・ビジネススクール mstanton@london.edu
29-33ページ 執筆担当
デイビッド・A・ホランド (クレディ・スイス) david.a.holland@credit-suisse.com
ブライアント・A・マッシュューズ (クレディ・スイス) bryant.matthews@credit-suisse.com
プラティヤシャ・ラス (クレディ・スイス) pratyasha.rath@credit-suisse.com

編集最終期限

2015年1月30日

この出版物の入手について

この出版物の入手をご希望の方は、クレディ・スイス出版ショップ www.credit-suisse.com/publications あるいは担当カスタマー・アドバイザーを通してご注文ください。

クレディ・スイス グローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック2015をご希望の方は、担当カスタマー・アドバイザーを通してご注文ください (クレディ・スイスのお客様限定)。お客様以外の方は、下記の注文に関する情報をご覧ください。

ISBN 978-3-9524302-2-4

イヤープックやソースブックのご注文 (お客様以外) 本イヤープックの配布はクレディ・スイスのお客様には出版者から、お客様以外にはロンドン・ビジネススクールから配布されています。詳細な表、図、一覧表、背景情報、出所および文献データは付録のクレディ・スイスグローバル・インベストメント・リターンズ ソースブック2015に掲載されています。フォーマットはA4カラー・無線綴じ・224ページで、30章、152の図、85の表、145の引用データを掲載しています。ISBN番号は 978-3-9524302-3-1 です。ご希望の方は、下記までご連絡ください。Patricia Rowham, London Business School, Regents Park, London NW1 4SA, イギリス。電話: +44 20 7000 7000, ファクス: +44 20 7000 7001, e-mail prowham@london.edu。Eメールを推奨いたします。

使用したデータをご覧になりたい場合使用したデータをご覧になりたい場合ディムソン・マーシュ・スタントン・データセットはモーニングスター社から入手可能です。DMSデータモジュールについてお問い合わせください。データに関するガイドラインの詳細はwww.tinyurl.com/DMSdata まで。

この出版物から引用する場合著者の許可を得るには、引用をご希望の文章、データ、図、表や付録の詳細を添えて著者までご連絡ください。引用された場合は、「Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton, Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton University Press, 2002」についても本書と併せて引用文献リストに記載することが必要です。29-33ページを除いては、各図・表を転載する際はCopyright © 2015 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton. との記載が必要です。許可を得た際は、転載の出版物を著者あてに下記住所までお送りください。London Business School, Regents Park, London NW1 4SA, 英国

Copyright © 2015 Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton (29-33ページを除く) 不許複製。本書のいかなる部分についても、事前に著者の書面による許可を得ることなく、複製および使用することは、画像、電子、コピー機による複写、録音あるいは情報記憶装置・検索システムを含む方法の如何にかかわらず、一切禁止させていただきます。

免責事項/重要情報

本書の記載事項は、クレディ・スイスにより提供されるもので、ここで提示される意見や記述は全て当資料作成時のものであり、変更されることがあります。本書は情報提供のために作成されたものであり、証券その他金融商品の売買や引き受けについてクレディ・スイスを代表した上で勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものではありません。本書は投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もおお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。また、特定個人に対する推奨も含まれません。本書で言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではありません。本書に掲載されている情報や意見は、クレディ・スイスが信頼できると判断した情報源から入手していますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。本書に掲載されている情報や意見を使用した場合に生じた損失につきましては、クレディ・スイスは一切の責任を負いかねます。本書に掲載された情報や分析を本書の発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。新興市場関連の投資には、先進国市場のものよりも投機的でボラティリティの高いものも含まれています。主なリスクには政治リスク、経済リスク、クレジット・リスク、為替リスク、市場リスクがあります。為替投資はレートの変動により影響を受けます。取引をご検討される際は、個別の状況に応じた投資が適切であるか、購入に伴う金融リスクその他法的、規制、信用、税制、及び会計面での影響を受けるリスクについて独自の調査および分析を行い、さらには必要に応じて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。本書は米国においては米国の登録ブローカー・ディーラーであるCredit Suisse Securities (米国)が、カナダにおいてはCredit Suisse Securities (カナダ)が、ブラジルではBanco de Investimentos Credit Suisse (ブラジル)が提供しています。

本書はスイスにおいてはスイスの銀行であるCredit Suisse AGが提供しています。クレディ・スイスはスイス金融監督局(FINMA)の監督下にあります。スイス以外のヨーロッパにおいてはCredit Suisse(イギリス)及びCredit Suisse Securities (ヨーロッパ)が提供しています。Credit Suisse Securities (ヨーロッパ)及びCredit Suisse (イギリス)は共に健全性規制機構 (PRA) の認可を受け、また健全性規制機構および金融行動監視機構 (FCA) の監督下にあり、クレディ・スイス内でのこの2つは関連していますがそれぞれ独立法人として規制を受けています。個人の顧客に対する健全性規制機構 (PRA) か金融行動監視機構 (FCA) 、またはその両方による保護はイギリス国外の顧客に提供された投資及びサービスには適用されず、また、当該の投資における発行者が義務を果たさない時は英国金融サービス機構の補償スキームは適用されません。ガーンジーにおいては Credit Suisse(チャネル諸島)が提供しています。Credit Suisse (チャネル諸島) は15197 (登録地: Helvetia Court, Les Echelons, South Esplanade, St Peter Port, Guernsey) の下登録される独立法人です。Credit Suisse(チャネル諸島)はクレディ・スイスの完全子会社であり、ガーンジー金融センターの規制を受けています。最新の監査済み財務諸表の写しは、請求により入手可能です。本書はジャージーにおいては Credit Suisse (チャネル諸島) ジャージー支店により提供されています。ジャージー支店 (所在地: TradeWind House, 22 Esplanade, St Helier, Jersey JE2 3QA) はジャージー金融サービス委員会の規制を受けています。アジア太平洋地域では本書は当該管轄区域において適正な認可を受けている次の法人のいずれかにより提供されています。香港では香港証券先物委員会認証のCredit Suisse (香港) あるいは香港金融管理局の監督下にあり、証券先物条例政令 (香港法、第571章による) 規制の登録機関であるクレディ・スイス香港支店から、日本においてはクレディ・スイス証券株式会社から提供されています。本書はシンガポールにおいては機関投資家、適格投資家、投資専門家 (それぞれ金融アドバイザー規則の下で定義されています) のみを対象として作成・配布されており、また、Credit Suisse AGシンガポール支店によって海外投資家 (金融アドバイザー規則の下で定義されています) にも配布されています。Credit Suisse AGシンガポール支店は、金融アドバイザー規則第32条Cに基づく取り決めに準拠する外国法人または系列会社が作成したレポートを配布する可能性があります。シンガポールで本書を受領されるお客様は、本書から生じる、または関連する事項については、Credit Suisse AGシンガポール支店 (電話:+65-6212-2000) にご連絡ください。お客様が機関投資家、適格投資家、投資専門家、または海外投資家でいらっしゃる場合、Credit Suisse AGシンガポール支店がご提供する可能性のある投資助言サービスについて、同支店はシンガポールの金融アドバイザー法第110章 (「FAA」)、金融アドバイザー規則およびそれらに従って発令される関連の通知やガイドラインに則った特定の遵守要件の適用を免除されています。その他のアジア太平洋地域では、Credit Suisse Equities (オーストラリア)、Credit Suisse Securities (タイ)、Credit Suisse Securities (マレーシア)、Credit Suisse AGシンガポール支店のいずれかが当該管轄区域において適正な認可を受ける法人として担当しています。その他の世界の地域は上記のいずれかが担当しています。

著者及びCredit Suisse の書面による許可なく、本書の全体あるいは一部を複製してはなりません。Copyright 2015 Credit Suisse Group AG and/or its affiliates.不許複製。



クレディ・スイスAG
リサーチ・インスティテュート
Paradeplatz 8
CH-8070 Zurich
Switzerland

cs.researchinstitute@credit-suisse.com
www.credit-suisse.com/researchinstitute