

解 説

外国株式運用の新潮流

～求められる「マルチナショナル投資」～

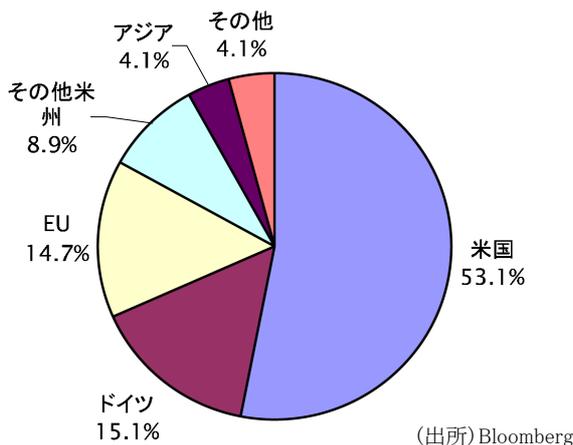
野村証券投資技術研究部
伊藤 桂一

市場も企業活動もグローバル化が進む現在、株式運用でも「マルチナショナル投資」という新しい概念が導入されつつある。これは、グローバルに活動する「マルチナショナル銘柄」と、自国内での活動が中心となる「ローカル銘柄」とに銘柄を分けて考える概念である。本稿では、世界株投資において「マルチナショナル投資」という概念を導入する必要性について説明する。

1. マルチナショナル企業とローカル企業

情報テクノロジーの進歩と欧州市場統合の進展を背景に、企業の活動はますますグローバル化している。自動車会社のダイムラークライスラー社は、ドイツのダイムラー＝ベンツ社と米国のクライスラー社とが1998年に合併してできた銘柄である。多くのインデックスでは同社をドイツの銘柄として取り扱っているものの、同社の売上の5割強が米国から、3割弱がドイツを含む欧州から計上されている(2001年)ことを考えると、同社はドイツ企業というよりはグローバル企業と考えた方が自然であろう。同社に限らず、企業活動の大部分が自国以外で行われている銘柄は少なくない。

地域別売上高比率 (2001年)



半面、企業活動が自国内にとどまっている銘柄も少なくない。多くの公益セクターの銘柄や、不動産、地場の銀行など、そもそも企業活動がグローバル化しにくい銘柄も依然として存在する。

グローバルに活動する銘柄は、同じ国の銘柄と比較するよりは、グローバルに競合する同業種の銘柄と比較すべきであろう。前述のダイムラークライスラーの場合は、同じドイツのドイツテレコムやコメルツ銀行と比較するよりは、同じ自動車会社であるトヨタやGMと比較するほうがより適切だと考えられる。反面、企業活動が設立地に限られている銘柄は、国際比較を行う意味が薄いだろう。このため、最近では企業を「マルチナショナル」として国際比較を行うべき銘柄群と、「ローカル」として市場内での比較を行うべき銘柄群に分けるという発想が見られるようになってきた。

2. マルチナショナルの定義

マルチナショナル銘柄群を構成銘柄とするインデックスの例として、イギリスのFTSE社が開発した「FTSEマルチナショナル指数」がある。この指数の構成銘柄は、FTSE先進国指数というグローバルインデックスの構成銘柄であり、かつ売上高の3割以上が所属する地域外から計上されている銘柄と定義されている。次表に主要なマルチナショナル銘柄と非マルチナショナル銘柄を示す。

マルチナショナル指数には、IT関連、薬品、自動車などの銘柄が多く含まれ、銀行や通信、公益などの銘柄は少ないことがわかる。

マルチナショナル企業			ローカル企業		
銘柄名	市場	構成比	銘柄名	市場	構成比
General Electric	USA	2.13%	Citigroup	USA	1.47%
Microsoft Corp	USA	1.86%	Wal-Mart Stores	USA	1.18%
Exxon Mobil Corporation	USA	1.75%	Merck & Co	USA	0.75%
Pfizer	USA	1.44%	SBC Communications	USA	0.72%
Intel Corp	USA	1.17%	Verizon Communications	USA	0.71%
BP	GBR	1.16%	Home Depot	USA	0.65%
Johnson & Johnson	USA	1.14%	Bank of America	USA	0.61%
American Intl Group	USA	1.09%	AOL Time Warner	USA	0.58%
International Bus Machns.	USA	1.04%	Wells Fargo & Company	USA	0.48%
Glaxo Smith Kline	GBR	0.83%	Fannie Mae	USA	0.46%
Coca-Cola	USA	0.74%	Viacom CL B	USA	0.46%
Vodafone Group	GBR	0.72%	Royal Bank Of Scotland Group	GBR	0.42%
Cisco Systems	USA	0.71%	Berkshire Hathaway-CL A	USA	0.41%
Procter & Gamble	USA	0.68%	Bellsouth Corp	USA	0.40%
Royal Dutch Petroleum	NLD	0.66%	Morgan Stanley Dean Witter & C	USA	0.36%
Novartis (REGD)	CHE	0.65%	Amgen Corp	USA	0.36%
Philip Morris Companies	USA	0.65%	Lloyds TSB Group	GBR	0.33%
Total Fina Elf Sa	FRA	0.63%	AT&T	USA	0.32%
HSBC Hldgs	GBR	0.62%	American Express Com	USA	0.31%
Nokia	FIN	0.58%	Telefonica De Espana	ESP	0.31%
Toyota Motor	JPN	0.43%	NTT Docomo	JPN	0.31%
Sony Corp	JPN	0.27%	Takeda Chemical	JPN	0.15%
Canon	JPN	0.18%	Tokyo Elec Power	JPN	0.15%
Honda Motor Co	JPN	0.17%	Hitachi	JPN	0.13%
Nomura Holdings	JPN	0.14%	Mitsubishi Tokyo Financial	JPN	0.10%

(注)FTSE先進国指数に対する構成比。2002年3月29日現在。(出所)FTSEより野村証券金融研究所作成

3. 日本に不足するマルチナショナル銘柄

マルチナショナル銘柄が含まれる割合を市場別に調べると下表のようになる。特徴的なのは、欧州ではマルチナショナルの比率が高く、日本はその比率が極めて低いことである。スイス・オランダで9割以上、イギリスで

も6割以上の銘柄がマルチナショナルに分類されている。このことは、イギリス人が自国資産に投資をした場合は、そのうち6割強がマルチナショナル銘柄を通してグローバル投資を行っていると言えるが、日本人が日本株のみを保有していても、マルチナショナル企業の比率3割強と低いため、純粋に日本への投資となっているのである。

各市場の多国籍企業比率

スイス	96.3%	日本	35.4%
オランダ	93.2%	デンマーク	27.5%
フィンランド	79.7%	カナダ	24.6%
英国	64.5%	ノルウェー	21.5%
アイルランド	56.1%	シンガポール	18.7%
フランス	59.4%	オーストリア	14.0%
ドイツ	54.6%	ポルトガル	2.3%
米国	49.7%	香港	7.8%
スウェーデン	47.9%	イタリア	4.5%
スペイン	45.4%	ギリシャ	3.3%
ベルギー・ルクセンブルク	42.9%	ニュージーランド	0.0%
オーストラリア	36.0%	全体	51.0%
		除く日本	52.2%

(注)2002年3月末現在 (出所)FTSEより野村証券金融研究所作成

4. 意図せざるポートフォリオの歪み

日本にはマルチナショナル銘柄が少ないため、例えば典型的な日本の年金基金が保有する世界株ポートフォリオに、意図せざる歪みが生じている可能性がある。

世界株ポートフォリオを「日本株ポートフォリオ」と「外国株ポートフォリオ」に分け、それぞれのポートフォリオの比率のみをアクティブとし、ポートフォリオの中身はパッシブポートフォリオとするケースを考える。

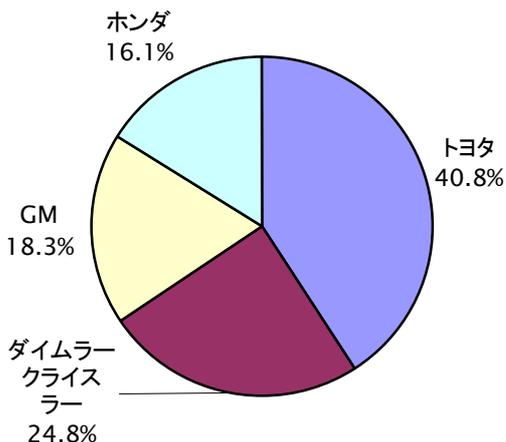
この場合、日本株と外国株の比率がベンチマークと同じであれば、ポートフォリオ内の個別銘柄の構成比は、ベンチマークに等しくなる。

下図左は、FTSE世界指数における主要自動車4社(トヨタ、ダイムラー・クライスラー、GM、ホンダ)の時価総額

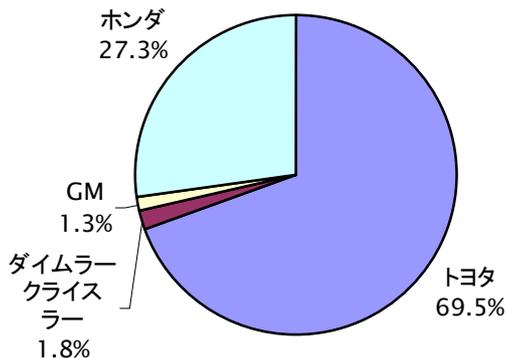
額構成比である。下図右は、日本株65.3%・外国株34.7%投資したポートフォリオ(2000年末における厚生年金基金のアロケーション)における同4社の構成比である。

これらの図から明らかな通り、単純に日本株をオーバーウェイトしただけで、自動車4社の配分に大きな偏りが生じている。このアロケーションが、自動車産業について国際比較を行い、トヨタとホンダの2社は、ダイムラー・クライスラーとGMよりも圧倒的に優れているという判断を行った結果として定まっているのであれば問題はない。カントリーアロケーションから自動的に導き出された結果である。マルチナショナル、ローカルという概念を導入せずに資産配分を決定すると、本来国際比較を行わなければならない銘柄群について、最終的なアロケーションで意図せざる歪みを生じさせる可能性があるのである。

時価総額構成比



ポートフォリオ内の姿



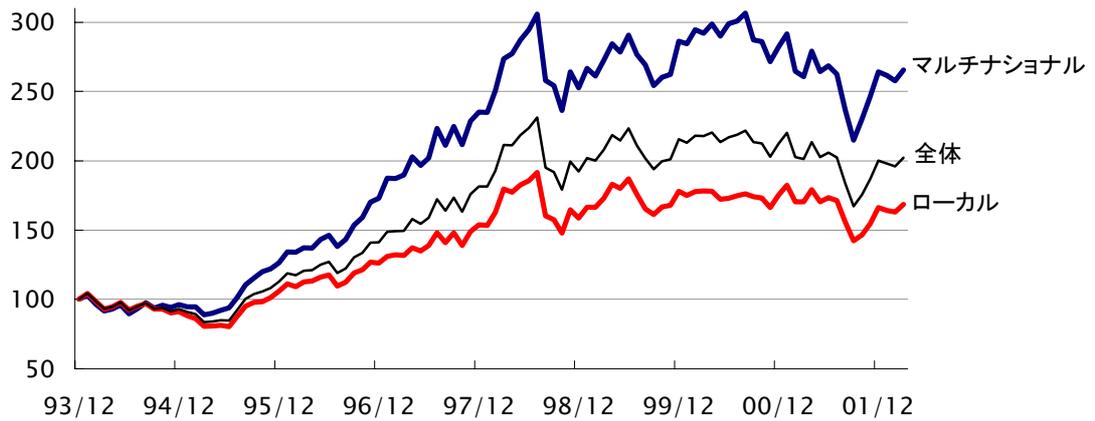
(注)時価総額は2002年3月末のFTSEによる浮動株比率修正後の値。構成比は当該4銘柄の時価総額比率で、右図では日本株65.3%・外国株34.7%投資した場合の各銘柄のウェイトを示している。(出所)FTSEより野村証券金融研究所作成

5. マルチナショナル指数の重要性

これまで見てきたことから、マルチナショナルの概念を導入することの重要性が明らかになった。特に、日本ではマルチナショナル銘柄の比率が低いことから、マルチナショナル銘柄への投資を明示的に行う必要性は高いと考えられる。下図表に示す通り、マルチナショナル指数とローカル指数のパフォーマンスには相違が見られ、相関も低くなっている。日本ではマルチナショナル投資を増加させることによってリスク管理を行う余地が大きいだろう。

マルチナショナル銘柄に対する投資を明示的に行うた

めには、外国のマルチナショナル銘柄を選択して投資する方法や、マルチナショナル指数をベンチマークとしたインデックスファンドやETFを利用する方法、あるいはマルチナショナル指数先物を利用するなどの方法が考えられる。いずれにせよ、マルチナショナル指数の利用が重要である。特に、ポートフォリオ内のマルチナショナル比率を高めてリスク管理を行うことのみが目的である場合、外国の個別銘柄の選択を行うよりは、ETFや指数先物を利用する方が個別銘柄の選択を行うより容易となる。日本の投資家にとってマルチナショナル指数は、資産運用の効率化のためにも囑望されるベンチマーク指数であると言えよう。



	マルチ	ローカル	全体
平均	13.4%	7.6%	9.9%
標準偏差	17.5%	15.8%	16.3%
相関			
マルチ	1.000	0.948	0.982
ローカル		1.000	0.989
全体			1.000

注) 平均、標準偏差、相関の計算は93年末以降2002年3月末までの月次リターンを使用し、年率換算した。

出所) FTSEより野村証券金融研究所作成

日経平均株価及び日経株価指数300構成銘柄の一部入替えについて

日本経済新聞社では、平成14年3月19日(火)、日経平均株価及び日経株価指数300について、構成銘柄の共同持ち株会社設立に伴い、下記のとおり、構成銘柄の一部入替えを発表しました。

記

1 日経平均株価

〔除外銘柄(コード)〕	〔補充銘柄(コード)〕	実施日
東京海上火災保険(8751)		平成14年3月26日
	ミレアホールディングス(8766)	平成14年4月2日

2 日経株価指数300

〔除外銘柄(コード)〕	〔補充銘柄(コード)〕	実施日
東京海上火災保険(8751)		平成14年3月26日
	ミレアホールディングス(8766)	平成14年4月2日

以上