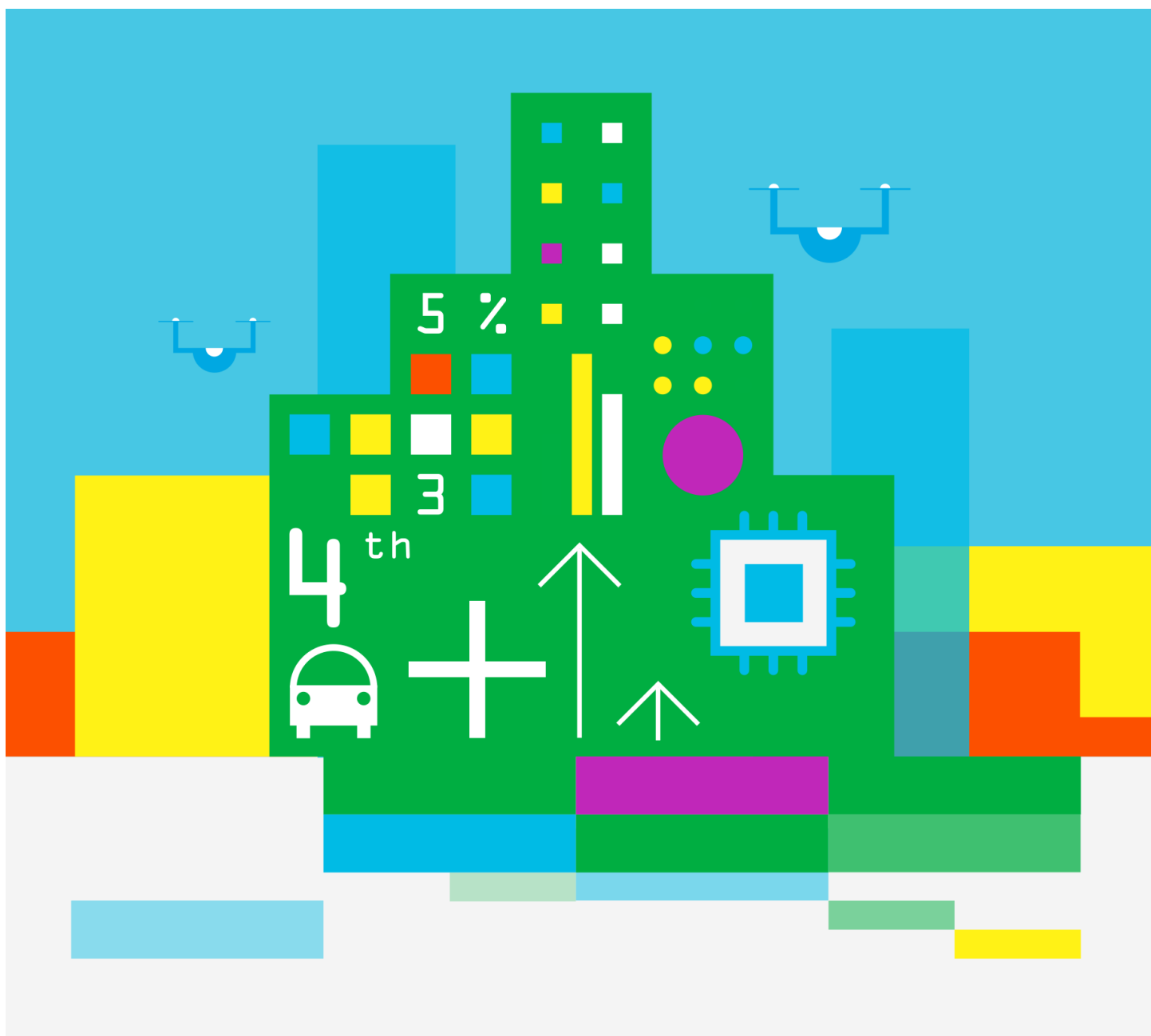


イノベーションに投資する根拠



技術が大幅に進歩すると、少ない経済資源でより多くの価値が創出できるようになるため、経済成長は促進します。これは第1次産業革命における蒸気エンジンの発明以降、現在起きている第4次産業革命まで当てはまります。

現在、技術的なブレークスルーの速度と影響力は指数関数的に加速し、空前の勢いを見せています。社会を変化させ続けている技術革新の背景にあるのは、高い計算能力をもつスーパーコンピューターへの容易なアクセス、人工知能（AI）の急速な発展、ロボティクスと自動化、フィジカル世界とデジタル世界間のハイパーコネクティビティ、生物学的イノベーションなどの牽引役です。

しかし、多くのポートフォリオは、イノベーションへのエクスポージャーがいまだ不十分です。したがって、イノベーションの経済的恩恵をどのように特定し、捉えることが最善かを知ることが投資家にとって重要な問題になっています。

イノベーション・プレミアムが 値上がり益を生む

イノベーション銘柄はリスクが高過ぎると、考えている投資家もいるかもしれません。確かに、技術革新を生み出し、牽引する企業は大きなリスク——完成までのコストや将来のキャッシュフローの不透明性から、技術が陳腐化するリスクまで——に直面しています¹。しかし、そうしたリスクを取る投資家にとって、埋め合わせとなるものがあります。「イノベーション・プレミアム」です。

実証研究は、技術革新を推進する企業の株主還元率が高いことを示しています。世界初のマネジメント・コンサルティング企業であるアーサー・D・リトルが、フォーチュン500社のうち338社を対象に1987年から1996年までの株主還元率を調査したところ、革新的企業上位20%の株主還元率は、同業他社の2倍に上ることがわかりました²。

またイノベーションの重要な牽引役である活発な研究・開発(R&D)活動は、Fama-Frenchの5ファクターおよび3ファクター・モデルのような資産価格モデルでは説明できない、大幅なプラスの株式リターンとの相関があります³。

イノベーション・プレミアムは魅力的かもしれませんが、なぜ革新的企業はアウトパフォームする傾向にあるのかを理解することが重要です。革新的企業はより質の高い商品やサービスを提供することができ、エコノミック・モート(競争優位性)が高いため、より大きな価格決定力や高い収益性につながるからだ、との意見もあるでしょう。

アウトパフォーマンスは、行動ファイナンスの観点からも考えることができます。確かに、特許取得から最終商品の完成までの道のりの不確実性、ディスラプションの速度、新商品が競争や産業構造に与える影響や長期繰り延べ利益といった要因を、投資家が分析するのは容易ではありません。また、このようにあまり具体的ではない情報の処理は難しいため、企業のイノベーションの見通しに関するニュースが報じられても市場の反応は鈍く、イノベーション銘柄のミスプライシングにつながる可能性もあります。

イノベーション企業の初期の段階での成長を捉える

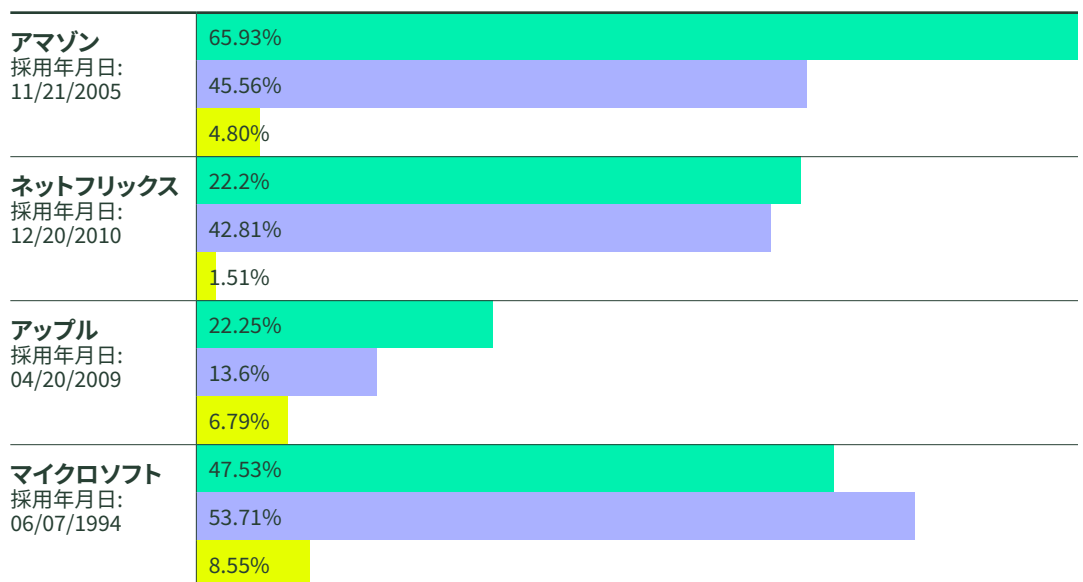
ミsprライスされたイノベーション銘柄を活用するには、そうした企業を初期（起業直後）の段階で発掘し、投資する必要があります。

たとえば、認知度が高いイノベーション銘柄 —— アマゾン、ネットフリックス、マイクロソフト、アップル —— がS&P500株価指数の構成銘柄となったのは、それぞれの新規株式公開（IPO）申請から8年以上経ってからでした。アップルが同指数に組み入れられた時、iPhoneは既に発売から2年経過し、同社の売上高の伸びに最も貢献する商品となっていました。実際、図表1に示すように、上記の革新的企業は、いずれもS&P500株価指数に組み入れられる何年も前から売上高を大きく伸ばし、株価が大幅に値上がりして市場全体をアウトパフォームしていました。

S&P500株価指数に初期の段階のイノベーション企業が十分に組み入れられていないことからみて、おそらくほとんどの投資家のポートフォリオは、成長の初期段階における大幅な値上がり益を取り逃がしていると考えられます。

図表1
イノベーションリーダーはS&P500株価指数採用以前に力強い成長とパフォーマンスを実現

■ 採用前の増収率（年平均成長率）
■ 採用前の年率株式リターン
■ 採用前のS&P500指数年率リターン



出所：ファクトセット、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、2024年1月31日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。指数に直接投資することはできません。

加速度的な成長が、長期の投資機会を生み出す

革新的企業はその価値の多くを将来の発明から——そして、そうした発明の収益化によって創出される将来のキャッシュフローから——得ているため、新技術の開発、顧客によるそれらの採用、市場構造の変化をめぐる不確実性は、バリュエーションに大きく影響する可能性があります。リスクフリー金利や投資家のリスク・センチメントの変化も割引率に影響するため、バリュエーションを大きく左右します。

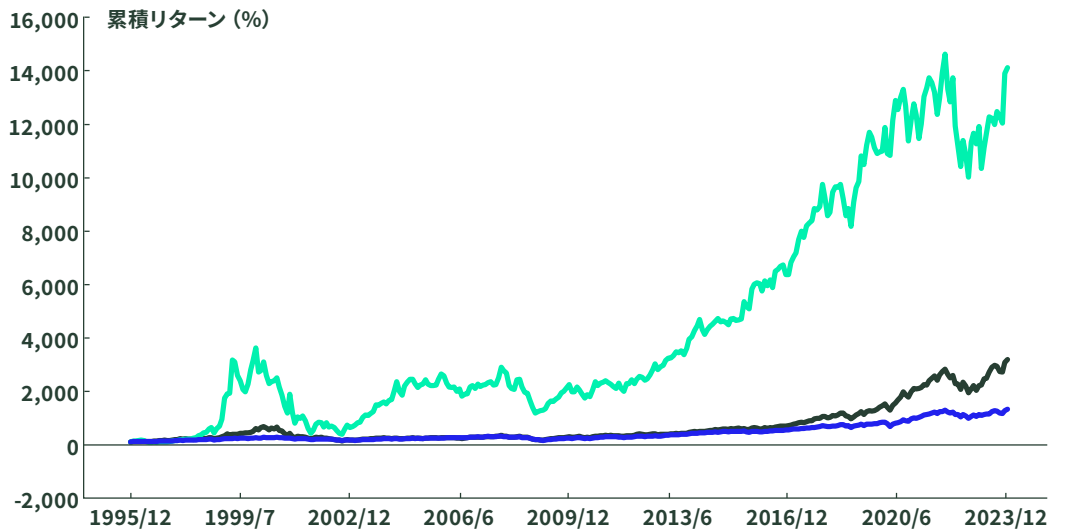
しかし、長期的なイノベーションのトレンドは金融や市場のサイクルを超えて続く可能性があるため、イノベーション銘柄は長期的な投資期間にわたって市場全体を上回る値上がり益を提供します。つまり、イノベーションのトレンドは、金融市場の上昇下降サイクルを乗り越え、投資家に長期的に恩恵をもたらすということです。その代表例と言えるのが、インターネットサービスとインフラ産業です。

1995年から2002年までの8年間に、米連邦準備制度理事会（FRB）は2回の利上げサイクルを実施し、政策金利は1994年から1995年の間に3%から6%に、1999年から2000年の間に4.6%から6.5%にそれぞれ引き上げられました。同じ時期に、インターネットサービスとインフラ銘柄は過去最大級の年間下落率を7回経験しています。それでも業界の著しい成長を支えたインターネットユーザーやインターネット利用の加速度的な増加・普及の流れは、反転することはありませんでした。これらの銘柄はその後20年にわたり、市場全体やテクノロジーセクター全体をアウトパフォームする追い風となりました。

図表2

長期趨勢的なイノベーションのトレンドは、長期にわたってアウトパフォームする可能性がある

- S&P500情報技術セクター指数
- S&Pコンポジット1500/インターネットサービス&インフラストラクチャー・サブインダストリー指数
- S&P500指数



出所：ファクトセット、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックス、2023年12月31日時点。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示す信頼できる指標ではありません。指数に直接投資することはできません。

今日のポートフォリオには、イノベーションが十分に反映されていない

セクター分類や指数構築上の様々な制約やバイアスから、今日、投資家のポートフォリオは多くの場合、イノベーション銘柄の組み入れが十分ではありません。

市場全体に対してエクスポージャーを取ろうとすると、たいていの場合、時価総額が大きく歴史の長い企業の割合が自然と多くなります。それは、時価総額加重ベンチマークをトラッキングしているからです。そのため、テクノロジー・ショックに影響されやすい既存企業に偏ったポートフォリオになる可能性があります。既存企業は、結局のところ、新たな技術の採用に関しては競争上不利な立場にあります⁵。

1970年代の米国株式市場に関する全米経済研究所 (NBER) の調査によると、情報技術 (IT) 革命は比較的新しく、総じて規模の小さい企業に有利に働き、既存企業の価値を破壊しました —— そうした企業の市場価値は数年間で50%超下落し、完全には回復していません⁶。

これは、投資家のコア・エクスポージャーの大部分が、大規模な技術革新によって生じる置き換えリスクにさらされていることを示唆しています。加速する新技術の開発とその莫大な影響を踏まえると、既存企業が新規参入企業に取って代わられるペースも加速し、投資家のポートフォリオに一段と大きな影響が及ぶことも考えられます。

以下の図表に示したように、伝統的なグロース・スタイルのベンチマークでも、革新的企業の数には十分ではありません。その一因として、グロース／バリュー指数の構築に最もよく使用されている財務指標 —— 株価収益率、株価純資産倍率、ヒストリカルな増収率など —— はしばしば後ろ向きであったり、ごく目先の動きしか捉えておらず、企業の創造性や将来の成長余地を反映していないことがあげられます。

具体的には、革新的企業は通常、研究・開発 (R&D) に大規模な投資を行うため、短期／実現利益の減少につながる可能性があります。またIT革命開始以降、知的資本は競争優位を生み出すための極めて重要なリソースとなりましたが、帳簿価額には十分反映されていません。最後に、過去のパフォーマンス (増収率) は、将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。

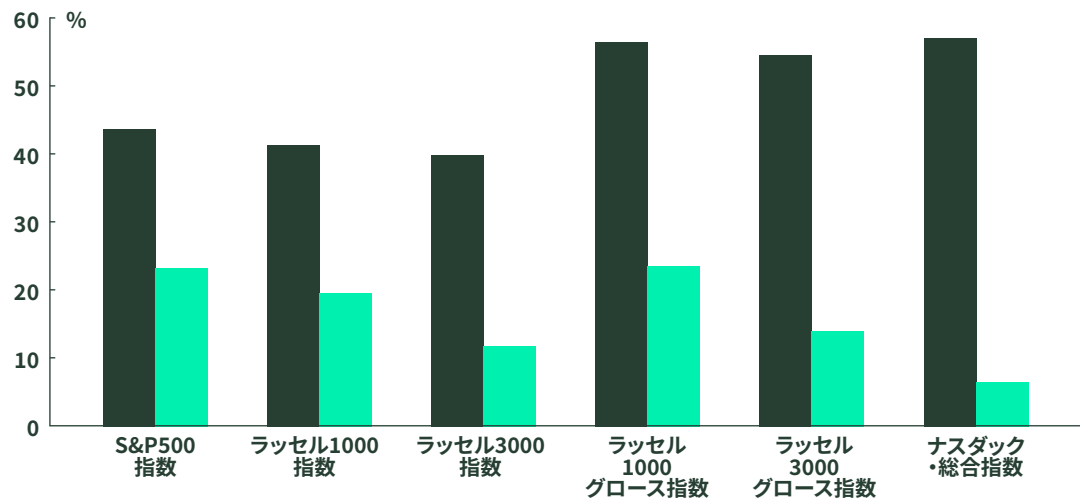
破壊的なテクノロジーや企業や消費者の行動変化によって環境が急速に変化する中、過去に成功した方法が将来も同じように通用するとは限りません。こうしたことのすべてが理由で、伝統的なスタイル・ボックスではイノベーションを十分に捉え切れなくなっています。それよりもイノベーション・エクスポージャーに相応しいのは、伝統的な株式スタイルのエクスポージャーとは異なるアロケーションです。

技術進歩の恩恵を受けるため、テクノロジーセクターやコミュニケーション・サービスセクターなど、収益性を特徴とするセクターを選ぶ投資家もいます。この2つのセクターはIT改革の恩恵を主に受けましたが、現在、技術革新によって既存産業と新規産業の境界線は曖昧になっています。新技術はデジタルとフィジカル、企業と個人の世界を変容させ、その影響は経済全体に広く及んでいます。その結果、収益ベースの伝統的なセクター分類方法では、テクノロジー変革における特定のトレンドやニューエコノミーにおける企業のポジションを特定できない可能性があります。

たとえば、先進エネルギーの生成・伝送・貯蔵技術によって世界のクリーンエネルギー転換を推進する企業は、電気部品・機器メーカーから半導体メーカー、電力会社まで多岐にわたります。そしてこれらの企業は、資本財、情報技術、公益事業と異なるセクターに分類されます。情報技術セクターのみに注目している投資家は、このエネルギー転換の恩恵を十分に受けられないでしょう。

図表3
革新的企業は指数に十分
反映されていない

■ 指数の時価総額に占める割合、%
■ 指数の構成銘柄数に占める割合、%



出所：ファクトセット、2023年12月31日。革新的企業のユニバースは、S&P Kenshoニュー・エコノミー・コンポジット指数の構成銘柄。

イノベーションに照準を 合わせて投資するための 新たな方法

コア・ポートフォリオで、過小評価されたイノベーションへの関連銘柄に資産を配分すれば、分散効果が高まり、長期的にポートフォリオ全体の成長余地が広がる可能性があります。また革新的企業はそれぞれ高水準の固有リスクを有しているため、革新的企業のプールに分散投資することはポートフォリオ全体のリスク軽減に役立ちます。

イノベーションの関連銘柄は成長性が高く、中小型企業に偏っているため、イノベーション関連銘柄の投資を追加する際に、最も重視すべき分野はグロース株および中小型株です。ただ、重要な点として、投資のオプションを分析する際に、伝統的に使われているバックワード・ルッキングな財務データは、製造業中心の経済を反映するように作成されているため、足元で経済を変えつつある技術革新や革新的企業の特定には、役に立たないことに留意する必要があります。

つまり、現在投資家に必要なのは、技術革新のトレンドを理解し、イノベーションを推進する企業や新たな産業を発掘するためのフォワードルッキングなツールと適応アプローチです。

S&P Kenshoニュー・エコノミー・コンポジット指数は、ニューエコノミーにおける技術革新を捕捉するように設計された、新たなシステムチック・アプローチの1つであり、技術革新を促すファンダメンタルな牽引役を捕捉する5つの「イノベーションの軸 (Axes of Innovation)」に基づき、産業やセクターを分類する枠組みを適用しています⁷。

伝統的な売上高、バランスシート、あるいは伝統的な世界産業分類基準 (GICS) の先に目を向けたS&P Kensho指数のフォワード・ルッキングなアプローチでは、AI、すなわち自然言語処理 (NLP) アルゴリズムを用い、企業が規制当局に提出した資料等から独自に選んだ25のイノベーション分野 (エンタープライズコラボレーションや3Dプリントからロボティクス、クリーンエネルギーまで) に関連する、キーワードをスキャンします。その目標はシンプルで、今日の技術革新を促進する企業を特定することです。

私たちの社会を変えようとしている、革新的企業の成長を捉える準備はできていますか? SPDR® S&P Kenshoニュー・エコノミーETFシリーズの詳細をご覧ください。

注記

- 1 Richard P. Rumelt, 「Theory, Strategy and Entrepreneurship(理論、戦略、起業家精神)」、1987年
- 2 Ronald S. JonashおよびTom Sommerlatte, 「The Innovation Premium: Capturing the Value of Creativity(イノベーション・プレミアム: 創造性の価値を捉える)」、1999年
- 3 Alessandro Grandi, Bronwyn H. Hall, Raffaele Oriani, 「R&D and Financial Investors (研究開発と金融投資家)」、カリフォルニア大学バークレー校、2009年
- 4 David Hirshleifer, Po-Hsuan Hsu, Dongmei Li, 「Innovative Efficiency and Stock Returns (革新的効率性と株式リターン)」、ジャーナル・オブ・フィナンシャル・エコノミクス Vol. 107、2023年
- 5 Holmes and Schitz (1990)、Ueda (1997)、Takii (1999)、 「The Information Technology Revolution and the Stock Market: Evidence (情報技術革命と株式市場: 証拠)」
- 6 Holmes and Schitz (1990)、Ueda (1997)、Takii (1999)、 「The Information Technology Revolution and the Stock Market: Evidence (情報技術革命と株式市場: 証拠)」
- 7 Dane Rook, Adam Salvatori, John van Moyland, Paul Rosa, 「Innovation Patterns: Upgrading Sectoral Classification for the Fourth Industrial Revolution(イノベーションのパターン: 第4次産業革命に向けたセクター分類の高度化)」、2017年3月

用語集

Fama-Frenchの3ファクター・モデル: エコノミストのユージン・ファーマとケネス・フレンチが資本資産評価モデル (CAPM) の市場リスク、すなわちベータ、ファクターにサイズとバリューを加え、CAPMを拡張した資産評価モデルで、両者にちなんで命名されています。Fama-Frenchモデルは、バリューおよび小型株が定期的に市場をアウトパフォームすることを示すデータに基づいています。ファーマとフレンチの洞察は、ファンド業界において、スタイル・ボックスの台頭、さらに最近では「スマートベータ」指数や上場投資信託 (ETF) の台頭を促しました。

全米経済研究所 (NBER): 民間の非営利、超党派の団体であり、経済調査を実施し、その結果を研究者、公共政策担当者、実業界のプロフェッショナルらに発信しています。主に、新たな統計指標の開発、定量モデルを用いた景気動向の予測、公共政策の効果の分析などを行っています。景気後退の開始時期や持続期間をめぐるNBERのデータは、金融サービス業界でたびたび言及されます。米マサチューセッツ州ケンブリッジ所在。

S&P500 指数 S&P 500®指数は米国大型株の動向を表す最良の単一尺度として広く認められており、さまざまな投資商品でベンチマークに採用されています。主要企業500社により構成されており、利用可能な時価総額の約80%を網羅しています。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズについて

当社は、世界各国の政府、機関投資家、金融アドバイザーを顧客とし、顧客の皆様が財務上の目標を達成する手助けを行うために、指針となる以下の原則を毎日実践しています。

- 厳格さが礎
- 幅広い選択肢からの構築
- スチュワード(受託者)として
- 将来への投資

過去40年にわたり、これらの原則のおかげで当社は激しく変動する投資の世界で翻弄されることなく、数百万もの人々の金融面の将来を守る手助けを行ってきました。これは、世界29拠点で活動する従業員の存在、そして、常に向上しようという全社共通の強い信念がなければ実現できなかったと確信しています。その結果、約4.13兆ドル⁺を運用する世界第4位の資産運用会社*へと成長しています。

* Pensions & Investments Research Center, 2022年12月末時点。

⁺ この数値は2023年12月31日現在のものであり、State Street Global Advisors Funds Distributors, LLC (SSGA FD)が単独でマーケティング・エージェントを務めるSPDR商品に関する約644.4億米ドルの資産を含みます。SSGA FDはState Street Global Advisorsの関連会社です。運用資産残高は全て監査前のものであることに留意ください。

ssga.com

ご留意事項

投資には、元本毀損のリスクを含むリスクが伴います。

提供された情報は、投資助言に該当するものではなく、そのようなものとして依拠されるべきではありません。本情報は、有価証券の購入の勧誘または売却の申出とみなされるべきものではありません。本情報は、投資家の特定の投資目的、戦略、税務上の地位または投資期間を考慮したものではありません。ご自身の税務・財務アドバイザーにご相談ください。

ここで言及されている商標およびサービスマークは、それぞれの所有者の所有物です。第三者のデータ提供者は、データの正確性、完全性または適時性に関していかなる保証または表明も行わず、また、かかるデータの使用に関連するいかなる種類の損害に対しても責任を負いません。

KENSHO®はKensho Technologies Inc. (「Kensho」)の登録サービスマークであり、Kenshoニュー・エコノミー®ファミリーのす

べてのKenshoファイナンシャル指数および当該指数に対応するサービスマークは、SPDR Kenshoスマート・モビリティETF、SPDR Kenshoクリーン・パワーETF、SPDR Kenshoニュー・エコノミー・コンポジットETF (「SPDR ETFs」と総称)に関し、ライセンスにより使用許諾を受けています。Kensho、Kenshoの関連会社、およびKenshoの第三者ライセンスはSPDR ETFsの宣伝・販売を行ってならず、スポンサーでもありません。Kenshoは投資アドバイザーあるいはブローカー・ディーラーではなく、またKenshoはKenshoニュー・エコノミー®ファミリー指数の構成銘柄に基づく、起因する、あるいは構成銘柄として組み入れられているか否かにかかわらず、いかなる投資ファンド、その他の投資ヴィークル、証券、あるいはその他の金融商品に投資する妥当性に関してなんら表明するものではありません。Kenshoは、Kensho指数に基づいて行われた事業判断、インプット、推奨、行為に対して、またはかかる指数の構成銘柄に基づく、起因する、構成銘柄として組入られている商品に対して、なんら責任または法的責任を負うものではありません。本書で引用された名称および商標はいずれもそれぞれの所有者の財産です。

特定のセクターや業種への集中投資は、市場全体よりも変動が大きくなる傾向があり、そのようなセクターまたは業界に悪影響を与える事象がリターンを低下させるリスクを高め、ファンドの価値を低下させる可能性があります。

当社の書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信し、または第三者に開示することはできません。資料すべては信頼できると考えられる情報源から入手しておりますが、情報の正確性に関していかなる表明も保証も行われておらず、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズは当該情報に基づく判断に関していかなる責任も負いません。

当社の書面による明示的な同意なしに、本著作物の全部または一部を複製、複写もしくは送信し、または第三者に開示することはできません。

分散投資は、利益の確保または損失を防ぐことを保証するものではありません。

比較的少数の株式にフォーカスした非分散型ファンドは、分散型ファンドおよび市場全体に比べて変動が大きくなる傾向にあります。

ETFは株式と同様に取引することができますが、一般的な価格変動のリスクに加え、ETFの純資産総額から乖離した価格で取引される可能性もあります。また、証券会社への売買手数料やETFの経費率は収益率を低下させる要因となります。

“Standard & Poor’s®”、“S&P®”、“SPDR®”は、Standard & Poor’s Financial Services LLC (以下「S&P」)の登録商標です。“Dow Jones”は、Dow Jones Trademark Holdings LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」)の登録商標です。これらの登録商標は、S&P Dow Jones Indices LLC (以下「SPDJ」)が使用許諾を得ており、ステート・ストリート・コーポレーションは特定の目的の使用について再許諾を受けています。SPDJ、ダウ・ジョーンズ、S&P、それぞれの関連会社及び第三者の使用許諾者は、ステート・ストリート・コーポレーションが提供する金融商品のスポンサーではなく、これらの商品の推奨・販売・宣伝もしていません。また、SPDJ、ダウ・ジョーンズ、S&P、それぞれの関連会社及び第三者の使用許諾者は、これらの商品への資の適否に関していかなる意見表明もしておらず、関連する指数に係るいかなる過誤、遺漏ないし中断等に対しても責任は一切負いません。

本資料は、情報提供を目的として作成したものであり、金融商品取引法およびその他日本の法令に基づく開示資料ではありません。本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社(「当社」)が日本国内で取り扱う外国籍ETFに関する投資情報の提供を目的として、当社のグループ会社により作成された資料を元に作成しており、投資の勧誘等を目的とするものではありません。内容については原文が優先されることをご了承ください。本資料は各種の信頼できると考えられる情報・データに基づき作成しておりますが、当社はその正確性・完全性を保証するものではありません。こうした情報は不完全であるか、要約されている場合があります。また、本資料に記載している各種情報・データは、特に記載のない限り作成時点のものであり、これらは市場動向やその他の状況等によ

って随時変動し、あるいは事前に通知することなく変更されることがあります。過去の実績は将来の成果を保証または示唆するものではありません。また、当ETFに関わる様々なリスクの詳細については、各ETFのプロスペクタス等、開示書類をご確認ください。＜ETFの投資にかかる一般的な留意事項＞①ETFの一口あたりの純資産額の動きと連動を目指す特定の指数等の動きが乖離する可能性があります。②市場価格とETFの一口あたりの純資産額が乖離する可能性があります。③ETFには上場廃止リスクがあり、運用の継続が困難になった場合や、上場取引所の上場基準に合致しなくなった場合等の上場廃止となることがあります。＜手数料・費用について＞ETFを売買する際は、取扱いの金融商品取引業者の定める売買手数料がかかります。その他、ETFを保有するには、それぞれ個別に定められた

費用がかかります。これらの費用には、運用会社・管理会社に支払う報酬、組入れ資産の売買の際に発生する手数料、ライセンス・フィー、監査費用等があります。これらは運用の状況等によって変動するため、事前に上限額を示すことができません。本資料の掲載情報は作成時点のものであり、市場の環境その他の状況等により将来予告なく変更されることがあります。※取得のお申し込みに当たっては、必ず上場有価証券等書面又はその他の開示書類の内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。※購入のお申し込みや売買手数料等につきましては、当ETFを取扱いの金融商品取引業者(証券会社)までお問い合わせ下さい。

本資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが作成したものをステート・ストリート・グロ

バル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区虎ノ門1-23-1 虎ノ門ヒルズ森タワー25階

金融商品取引業者 関東財務局長 第345号 加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

© 2024 State Street Corporation. All Rights Reserved. ID2037557-5468866.5.2.APAC.RTL 0324 Exp. Date: 02/28/2025

