

バリュー投資には まだ価値があるか？

バリュー株式

2020年6月19日
(原文：2020年6月9日)



welcome to brighter

新型コロナウイルスの感染拡大期を通じたバリュー株式のパフォーマンスは、強固な株式ポートフォリオの構築におけるバリュー・ファクターの妥当性に対するさらなる疑問を生じさせた。過去10年にわたってアンダーパフォームし、2020年のパフォーマンスも劣後していることに加え、足もとの下落局面においても期待された下値抵抗力を発揮できなかった。これは、今後のバリュー投資にどのような意味をもたらすであろうか？

バリュー投資には長期戦略的な投資価値がまだあるか？

バリュー投資に関する疑問は、もっともなものである。近年の企業収益は過去に比べて資本への依存度が低く、それが（過去比で）高い株価純資産倍率（PBR）を正当化するのかもしれない。また、低金利は、割引率の低下を通じて将来利益の現在価値を向上させるため、成長期待の高い企業の相対的に高いバリュエーションを許容する根拠となる。最後に、原油価格の下落による影響、および、その反対に良好な低カーボン投資の結果は、グロースとの比較におけるバリュー投資の構造的な課題を示すものであるかもしれない。

バリュー投資にとっては厳しいマクロ環境である可能性はあるものの、超過収益の多様化とより良い投資結果の獲得のため、十分に分散されたアクティブ株式のポートフォリオにはバリュー・ファクターへのエクスポージャーが含まれるべきであると、弊社は引き続き考えている。バリュー・エクスポージャーがなくては、投資家は分散の恩恵を失ってしまう可能性があるためだ。

近年の危機時のデータは、経済の早期の回復が、バリュー投資のパフォーマンスを全般的に押し上げる傾向があることを示唆している。一方、回復までの経済的な不確実性の高まりが長引くようであれば、システムティックで単純なバリュー投資に対して、勝者と敗者をジャッジメンタルに区別することに重点をおいた、より限られたファンダメンタルなバリュー投資が有効となる可能性が高いと考えている。



1927年から2008年の期間において、平均的な年間のバリュー・プレミアムは5.5%と極めて高かった。しかし、それ以降、そのプレミアムは大きく低下している。



バリュー投資 — おさらい

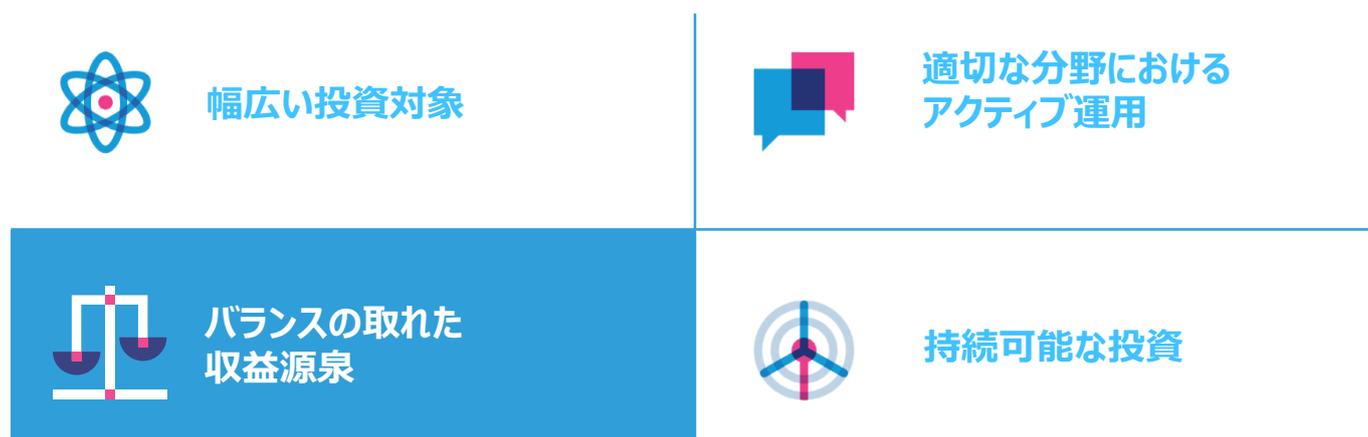
弊社では、強固な株式ポートフォリオの構築において、4つの基本原則を掲げている。(1) 幅広い投資対象、(2) バランスのとれた収益源泉、(3) 適切な分野におけるアクティブ運用、(4) 持続可能な投資の4つである。バリューについては、クオリティ、モメンタム、サイズ、低ボラティリティといった他のファクターと同様、リターンの上を追求する5つの主要ファクターの1つであり、弊社では、構造的な収益の源泉に対して分散されたエクスポージャーを維持するべく、ポートフォリオへの組み入れを推奨している。

バリュー投資は、株式投資のなかでも最も古く、よく知られたスタイルのひとつであろう。多くの実証研究が、過去の長期にわたる「バリュー・プレミアム」（市場全体に対するバリュー株式のアウトパフォーム）の存在を証明している。ユージーン・ファーマおよびケネス・フレンチは、1993年にはじめて、この研究分野における最も有名な論文を発表した¹。1927年から2008年の期間、平均的な年間のバリュー・プレミアムは5.5%であったが、それ以降では大きく低下している²。

¹ Fama and French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", Journal of Financial Economics.

² Performance is calculated using the methodology defined by Fama & French and sourced from https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html.

図1: マーサーの株式投資の基本原則

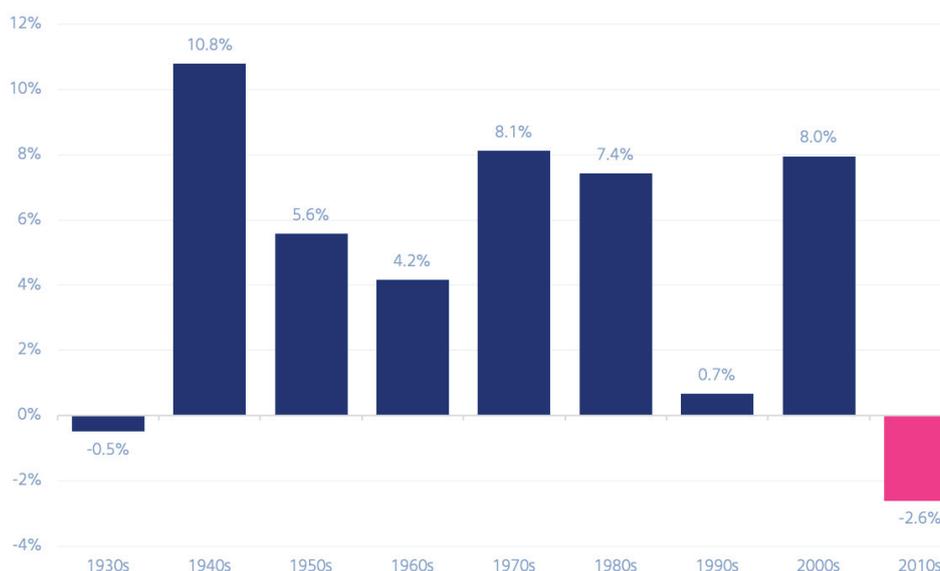


これまでに多くの学術論文が発表されているが、バリュー・プレミアムの背景に関する理論は、今では大きく2つの議論に集約される。

- **バリュー株式のアウトパフォーマンスは、高いリスクによってもたらされている**：これは、ファーマとフレンチが指摘した点である。バリュー株式が割安なのは、市場ベータとは異なる指標において、より高いリスクを取っているためである。
- **バリュー株式のアウトパフォーマンスは、投資家が伝統的なファイナンス理論に反した行動をとるためである**：考えられる別の説明として、投資家の選好、もしくは、投資行動がある。人間（投資家も例外ではない）は、極めて高い、もしくは、低い確率で発生するイベントを評価するにあたり、しばしば偏りを示す。個別銘柄を評価する際、投資家は過去の利益成長が将来も続くと仮定し、新しい情報に対して過剰、もしくは、過小に反応する可能性がある。

ベータでは捉えられないリスクが生み出すリターン、および、人間の行動バイアスの組み合わせが、バリューの過去の成功要因であったと結論づけることは、合理的に感じられる（過去を10年ごとの期間に区切ってみた場合、9期間のうち7期間においてバリューがグロースをアウトパフォーマンスした）。しかし、2019年までの直近の10年間は、バリューが過去最低のパフォーマンスを示しており、グロースがバリューをアウトパフォーマンスするその傾向は、2020年の第1四半期に入っても継続している。

図2: ファーマおよびフレンチによるバリュー・ファクターの10年ごとの平均年間パフォーマンス



Source: Kenneth French. Performance is calculated using the methodology defined by Fama & French and is shown for the period January 1, 1930 to December 31, 2019. See Fama and French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", Journal of Financial Economics, for a complete description of the factor returns.

バリューは構造的に変化したのか？

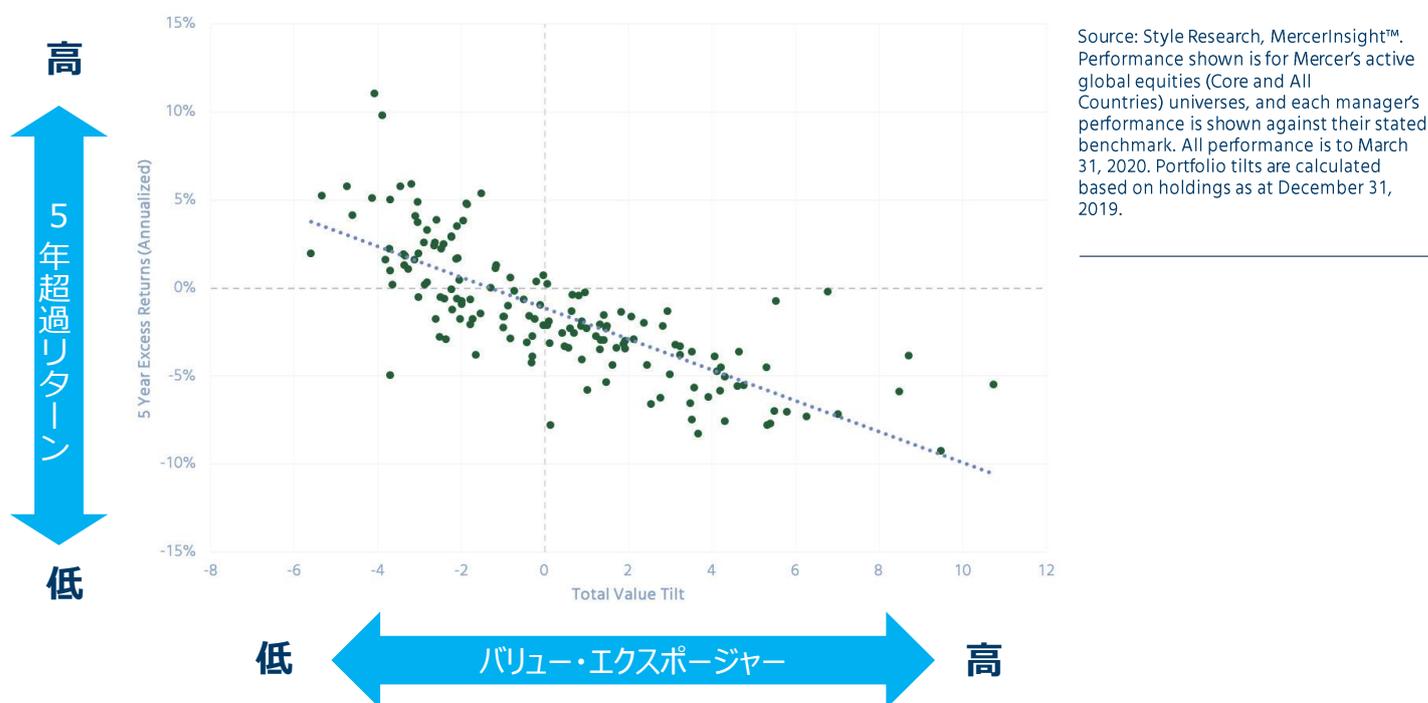
GFC(グローバル金融危機)以降、バリューに何が起きているのか？

バリュー投資に関する長期の実証ならびに理論的な議論にもかかわらず、足もとの数年間、バリュー投資は有効に機能していない。ファーマとフレンチの研究結果によると、GFC以降、過去10年（暦年ベース）にわたる平均的なバリュー・プレミアムは年率-2.6%であり、有効であったのは2013年と2016年のみとなっている³。同じく、2020年3月30日までの過去10年にわたる指数のパフォーマンスをみた場合、MSCI Worldバリュー指数は、同グロース指数に対して年率で4.5%のアンダーパフォームとなっている⁴。

バリュー投資への大幅な偏りがより大きなアンダーパフォームにつながったとみられることから、アクティブ運用のターンも同様に苦戦している。

過去の実績は必ずしも将来を予測するものではないものの、長期的に成功してきたバリュー投資がこの10年にわたってアンダーパフォームした理由については、考察に値すると考える。

図3: アクティブ・グローバル株式戦略におけるバリュー・エクスポージャーと5年超過リターンの関係



危機下におけるバリューのパフォーマンス⁵

バリューは、2020年の第1四半期および4月にかけて、非常に厳しいパフォーマンスとなった。MSCI World指数が13%の下落となった3月は、バリュー指数が対グロース指数で6.7%のアンダーパフォームとなり、過去45年において3番目に大きなアンダーパフォームとなった（より大きくアンダーパフォームしたのは、1999年12月および2000年2月）⁶。こうした大幅なアンダーパフォーム、特に市場下落局面における抵抗力が発揮されなかった点が、バリューの意義をさらに低下させたとする意見もある。

³ Source: Kenneth French. Performance is calculated using the methodology defined by Fama & French and is shown for the period January 1, 1930 to December 31, 2019. See Fama and French, 1993, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds," Journal of Financial Economics, for a complete description of the factor returns.

⁴ Source: MercerInsight™. Performance quoted is the gross total return for the selected index in US dollars. Please see Important Notices for additional information on indexes.

⁵ Performance figures quoted in this section are sourced from MercerInsight™ using total returns. The performance of value is measured using the MSCI World Value Index and the performance of growth is measured using the MSCI World Growth Index. Please see Important Notices for additional information on indexes.

⁶ Performance sourced from MercerInsight™ for the period January 1, 1975 to March 31, 2020. Relative performance for value and growth calculated using performance differential for the MSCI World Value (Total Return) Index and the MSCI World Growth (Total Return) Index.

しかし、市場の下落局面においてバリューがアンダーパフォームするのは、それほど珍しいことではない。1975年以降、MSCI World指数のリターンがマイナスとなった月において、バリューがアウトパフォームした確率は62%であった。5%以上の下落月に限ってみると、その確率は52%であった。さらに、直近の10年については、バリューはより循環的な要素を強めている。

2020年3月末現在、MSCI World指数は、金融、エネルギーおよび公益といったセクターをオーバーウェイトする一方、情報技術および一般消費財・サービスといったセクターをアンダーウェイトしている。直近の危機の性質、および、バリュー指数の構築方法を考えると、今日までのバリューの低調なパフォーマンスも驚きには値しない。バリューが危機時に効果的に機能するのは、その危機が資産バブルの崩壊によってもたらされる場合のみであり、直近の新型コロナウイルスの大流行がもたらした危機においては、バリューによる下支えは期待できないというResearch Affiliates社による分析結果も、こうしたバリューの特性を適切に表現している⁷。

図4: 危機時と回復局面でのバリュー・ファクターのパフォーマンス

各局面の名称		MSCI World バリュー指数	MSCI World 指数	バリューの 相対 パフォーマンス	期間
ブラックマンデー (1987年)	危機時	-17.1%	-20.4%	3.3%	3か月
	回復局面	33.1%	28.2%	5.0%	12ヶ月
ITバブル (2000~2002年)	危機時	-35.5%	-46.3%	10.8%	30ヶ月
	回復局面	106.3%	90.9%	15.3%	39ヶ月
グローバル金融危機 (2007~2009年)	危機時	-56.3%	-53.7%	-2.6%	15ヶ月
	回復局面	123.6%	120.9%	2.7%	50ヶ月
新型コロナウイルスの 感染拡大	危機時	-26.8%	-20.9%	-5.9%	3か月
	回復局面	-	-	-	

Source: MercerInsight™. Crash and recovery periods for each crisis determined based on the peak and trough of the MSCI World Index for the period January 1, 1975 to March 31, 2020.

バリュー株式は、景気の回復局面において市場全体をアウトパフォームする傾向がある。Style Researchによるブラックマンデー、ITバブル、および、金融危機の分析によると、各々の危機からの回復局面においてバリュー・ファクターは、グロース、クオリティ、モメンタム、低ボラティリティといったファクターをアウトパフォームした⁸。他のファクターが低調な時期に良好に推移する可能性は、分散された超過収益の源泉として、バリュー株式への投資を推奨する大きな理由になる。

直近の新型コロナウイルスの感染拡大がもたらした危機からの教訓があるとすれば、市場に大きな影響を与え、最善の将来予測も変更せざるを得ないような、多くの不確定要因が存在するというであろう。投資家は、あらゆる結果に備えて、準備を怠らず、十分な分散を図る必要がある。

バリュー株式は、景気の回復局面において、市場全体をアウトパフォームする傾向がある。

⁷ Value in Recessions and Recoveries (Research Affiliates, 2020) https://www.researchaffiliates.com/en_us/publications/articles/808-value-in-recessions-and-recoveries.html

⁸ Factors in Stock Market Crashes and Portfolio Recoveries (Style Analytics, 2020) www.styleanalytics.com/research-articles/factors-in-portfolio-recovery-from-a-stock-market-crash/

市場がより効率的になったのか？

バリュー投資が機能しないのは、単純に市場が今までよりも効率的になったためなのかもしれない。システム運用の登場（スマートベータやクオンツ戦略を含む）が、バリュー・プレミアムの侵食を促した可能性はある。しかし、投資家のポートフォリオにおいて、過去のどの時点よりもバリュー戦略への資産配分が高まっているとは考えにくい。グロースあるいはディフェンシブ・バイアスのアプローチを採用するアクティブ運用者は、過去10年にわたって、バリュー運用者よりも多くの資金を集めてきたし、この数年間において、バリュー株式戦略において大きく資産を成長させた運用会社を見つけることは困難である。

また、行動バイアスが薄まってきたという根拠もほとんど見当たらないどころか、実際にはまったく逆の事象が確認できる。多くの「バリュー」戦略がクオリティ特性を取り入れ、運用会社も「クオリティ・グロース」やディフェンシブといった戦略に資金を投入している。バリューのパフォーマンスに苛立ちを感じている多くの投資家が、より高いパフォーマンスが見込めるスタイルを模索している。我々がみるところ、純粋なバリュー投資に必要なリスク（個別企業リスクおよびエージェンシー・リスク）を積極的に取ろうとする動きは、ほとんどない。

こうした現状は、近年と比較して、より大きくバリューが反発する根拠となるかもしれない。

資本への依存度が低いニュー・エコミー企業

バリューの低調なパフォーマンスの別の理由としては、経済の根本的な変化を受けた株価形成の変化も考えられる。テクノロジーの発達のおかげで、現代の企業は継続的に利益を生み出すために大きな資本を必要としなくなったことから、特に株価純資産倍率（PBR）は高まっている可能性がある。伝統的な会計指標では捉えきれない、研究開発費やブランド価値といった無形資産への依存度が高い企業が、バリュー指標としての純資産の意味を低下させた可能性がある。

しかし、それが過去10年を通じてバリュー投資への逆風となったことには同意するものの、オールド・エコミーからニュー・エコミーへの転換が、必ずしもバリュー投資の意義を否定することにはならない。否定されるにはさらなる転換が必要であり、そうなる可能性もあるが、確実にそうなるわけではない。



オールド・エコミーから
ニュー・エコミーへの
ファンダメンタルズの転換
が、バリューには不利に
働いた。

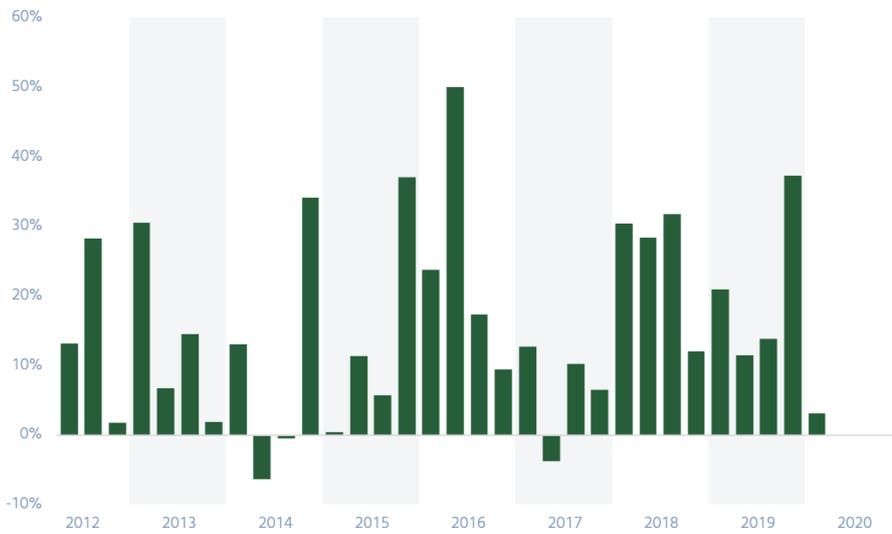


期待を下回るバリューのファンダメンタルズによるグロース・センチメントの増幅

伝統的なバリュー産業の業績は、グロース産業だけでなく、しばしば事前に発表された期待をも下回るものであったことから、割安な株価水準にも理由はあったのかもしれない。こうした期待未満のファンダメンタルズが継続するようであれば、バリュー投資家にとって好ましい環境とはならないであろう。反対に、多くのグロース株式は、伝統的なバリュー企業のビジネスモデルを駆逐することで、長期にわたって繰り返し期待を上回る利益成長を達成してきた。プラスの業績サプライズ（代表的なグロース株式をまとめた図表5を参照）を無限に継続することは不可能であるが、これらの企業はこれまで驚くべき業績サプライズを演出し続けてきた。

高グロース株式に関する良いニュースの継続が、投資家のセンチメントを増幅し、不人気銘柄のパフォーマンスをさらに悪化させた。

図5: Facebook、Amazon、Apple、Netflix、Alphabet、Microsoft、および、Salesforceの四半期での平均業績サプライズ

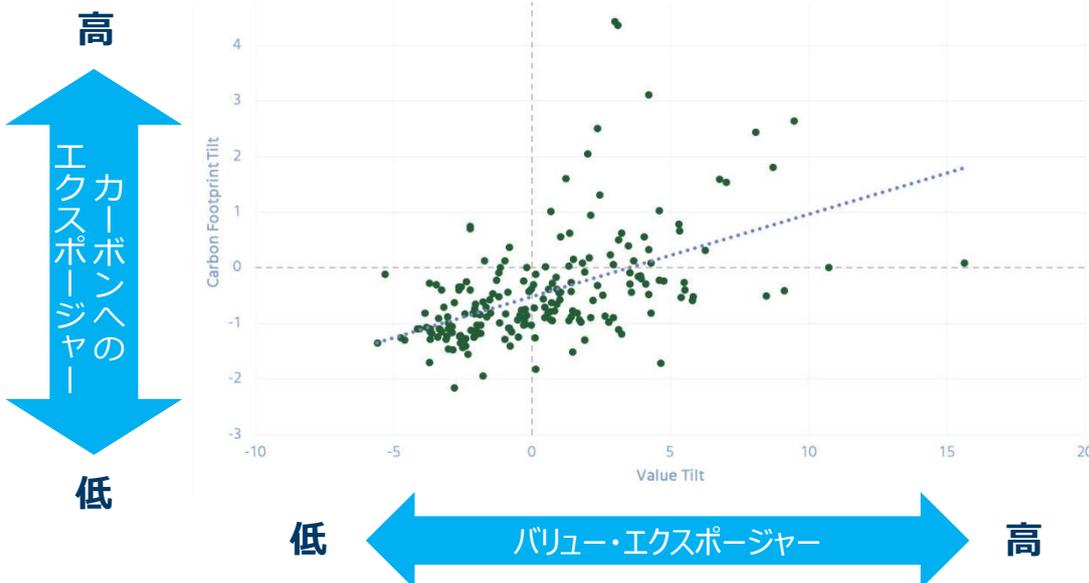


Source: Bloomberg. Mercer calculations, arithmetic mean of earnings surprises for the period from March 31, 2012 to March 31, 2020.

環境リスクによる説明

一般的に、バリュー戦略は、カーボン集約的な産業に対して高いエクスポージャーを有している。これは、株式インデックスのカーボン・フットプリントのほか、弊社がモニターしているアクティブ投資戦略の分析からも確認できる。投資家による環境への配慮が急速に高まり、意思決定にも影響を及ぼすようになったため、過去5年で見ると、カーボン集約的な産業は、パフォーマンスにマイナスの影響を与えてきたと考えられる。将来のパフォーマンスへの影響を予測することは難しいものの、気候変動リスクの株価への織り込みがまだ十分でないとするれば、バリュー投資家にとってはさらなる問題となる可能性がある。

図6: バリュー、および、カーボンへのエクスポージャーの関係



Source: Style Research, MercerInsight™. Portfolio tilts are calculated based on holdings as at 31 December 2019.

低金利は将来利益の現在価値を高めたが、予想値は当てにならない可能性も

最後に、緩和的な金融政策と低金利といったマクロ環境は、グロース投資家のパフォーマンスを押し上げる一方、バリュー投資家のパフォーマンスを押し下げてきた、と弊社では考えている。低金利や平坦なイールドカーブは、銀行（多くのバリュー指数についてはポートフォリオにおいて高いウェイトを占める）の収益性を低下させる一方、投資期間の長い資産（一般的には将来キャッシュフローがより高いとされる高グロース企業）にとっては、割引率の低下による、将来キャッシュフローの現在価値の上昇をもたらす可能性がある。

一方で、低金利での負債の借り換えが、苦境にある伝統的なバリュー産業への恩恵となった可能性もある。例えば、小売業は、低金利のおかげで、より長く企業として存続できているのかもしれない。一般的なレバレッジ水準の高さから、経済的な困難の継続は、伝統的なバリュー産業により大きな打撃を与えることもできたであろう。

結局のところ、長引く低金利、構造的な低インフレ、および、それらに支えられた景気に対する信頼感は、バリュー株式よりもグロース株式にとって有利に働いてきた可能性がある。

バリュー投資の現在は？

現時点で、確定的な判断を下すのは難しい。コロナウイルスの大流行が発生する前は、マクロ環境が、バリュー株式にとって望ましい方向に転換する可能性があるといった、もっともらしい議論も展開されていた。特に、多くの先進国における良好な経済パフォーマンスや緩和的な政策を背景に、金利およびインフレ率が上昇する可能性が指摘されていた。しかし、コロナウイルスの大流行、および、それに続く景気後退が確認された今では、そうした転換が短中期的に起こる可能性は低い。他のすべての条件が同じであれば、低金利環境下ではデュレーションの長い資産（クオリティおよびグロース）が恩恵を受ける傾向があるため、グロース株式優位のこれまでのトレンドは当面継続することが予想される。

しかし、他のすべての条件は同じではない。低金利をベースとした割引率は変わらないかもしれないが、企業の将来利益、および、利益成長の予想には、不確実性が伴う。経済成長に対する困難が長引くとみられる環境において、高水準の利益成長を前提とした株価が維持されるかは、より不透明である。

確実なのは、2019年末にかけて拡大したグロースとバリューのバリュエーション格差が、2020年の1～3月期にはさらに拡大し、歴史的に最も大きな水準になっているということだ。過去を振り返ると、極端なバリュエーション格差が確認された後、バリュー・ファクターは高いパフォーマンスを発揮してきた。とはいえ、企業の収益や純資産が今後の景気後退によってどの程度棄損するか、また、それはバリュー企業とグロース企業のどちらにより大きな影響を与えるか、知ることはできない。

図7: バリューに対するグロースの相対バリュエーション



Source: Thomson Reuters Datastream. Values shown are calculated using the price-to-book ratios and the price-to-earnings ratios of the MSCI World Growth Index and the MSCI World Value Index. A value of 2 on the chart above for price-to-book indicates that the price-to-book ratio is double for the MSCI World Growth Index is double that of the MSCI World Value Index. Valuations shown for the period January 1, 1981 to April 30, 2020.

こうした不確実性をすべて考慮した上で、伝統的なバリュー運用がこれほど長期にわたって機能し続けてきた理由について、改めて考えてみたい。すでに本レポートの冒頭でも述べた通り、バリュー・プレミアムの根拠は、リスクの対価（効率的市場仮説の観点）、もしくは、投資家の行動バイアスの結果（行動ファイナンスの観点）であるという考えが主流になっている。バリュー・ファクターが直面する課題は、現実のものであり、今後も継続する可能性がある。しかし、バリュー投資がもはや株式ポートフォリオには必要ないという立場は、以下の考えのうち、どちらかを支持することを意味する。

- リスクとリターンにはもはや一定の関係はなく、投資家の行動も根本的に変化した。したがって、バリュー・プレミアムは、今後も存在しない。
- 無形資産の重要性のさらなる高まり、金利のさらなる低下、グロース・センチメントのさらなる強まりといったように、（本レポートで述べた）バリュー投資の課題が今後も継続し、バリューとグロースのパフォーマンス格差が一層拡大すると十分に確信できる。

弊社は、以上の見方のどちらも支持せず、分散されたポートフォリオにおいて、バリュー投資は引き続き有効な運用手法であると考えます。しかし、バリュー投資が今後直面する可能性のある課題について、どのように対応するのが最適か、考える必要はあるだろう。

今日の市場環境におけるバリュー投資の活用

これまで、一般的なバリュー投資について論じるにあたり、あたかもバリュー投資の普遍的な運用手法であるかのように、MSCIバリュー指数を代替として取り上げてきた。しかし、バリュー株指数は、アクティブ・バリュー戦略の代替としては、不十分であることが多い。

バリュー投資には様々なタイプのアクティブ運用手法があり、一般化することは難しい。さらに、信頼できるデータが存在する過去25年ほどを遡ったとしても、リターン特性の異なる数回の市場サイクルしか経ておらず、様々な運用手法が異なる市場環境においてどのような結果を残したかを知るための実証データは限られている。

その上で、経済の不確実性が長期化するなかでは、勝者と敗者の企業をジャッジメンタルに区別することに注力した、より選別的でファンダメンタルズ重視のバリュー・アプローチが、アウトパフォームをする可能性が高いと期待している。しかし、そうしたアプローチには長期的な見通しが必要であり、そのパフォーマンスにも浮き沈みはあるであろう。

一方、より一般的でシステムティックなバリュー投資は、株式ポートフォリオ全体への分散効果に加えて、景気後退の長期化がもたらすリスクの高い投資機会を捉えることで、急激かつ大幅な回復局面においては、最も恩恵を受ける可能性がある。



分散されたポートフォリオにおいて、バリュー投資は、有効な運用手法であると考えます。



これまでの議論の投資家にとっての意義

今日の経済が過去のどの局面とも本質的に異なるとする背景については、すでに多くの説明がされてきた。例えば、企業業績の資本への依存度が低くなっている点、および、金利の低下がグロース株式のリターンを押し上げた可能性が高い点である。そして、いくつかの分野ではバリュエーション格差が極端に拡大し、バリュー投資における楽観論（および投資機会）もみられる一方、これまで説明してきたバリュー投資への逆風は当面継続する可能性がある。

しかし、足もとの困難は現実であるものの、新型コロナウイルスの感染拡大は、正確な将来の予測がほぼ不可能であることを、我々に思い出させてくれた。たとえ予想を試みたとしても、特定の環境において有効に機能する運用手法を予想することは困難であり、その予想の信頼度は比較的低い。弊社の基本原則に立ち返り、特に不確実性が高い状況下において、バランスの取れたポートフォリオの構築には分散が重要であるとの考えに変わりはない。なんらかのかたちでのバリュー・ファクターへのエクスポージャーの維持は、バランスの取れた株式ポートフォリオには不可欠な要素であると考えている。

投資家に対する弊社の推奨は、以下の通りである。

- **バリュー・エクスポージャーの維持**：この先に何が迫っているかは不透明であり、バリュー・ファクターの長期的な有効性は依然明らかであると考えている。ポートフォリオにおけるバリュー・エクスポージャーの維持は、ここ10年にわたり良好に推移した他の運用スタイルに対する分散となり得る。
- **ポートフォリオ全体におけるエクスポージャーの見直し**：強固なアクティブ株式ポートフォリオの構築にあたり、なんらかのバリュー・エクスポージャーは重要であるものの、バリューを含む単一のファクターに偏ったポートフォリオを構築するべきではない。
- **バリュー運用者の見直し**：採用したマネージャーが、一貫した運用アプローチを維持し、継続的に純粋なバリュー・エクスポージャーを提供しているか、確認を行うべきである。
- **ジャッジメンタル戦略が優位となる可能性**：不透明かつ逆風下の環境においては、長期的でジャッジメンタルなアプローチを有するバリュー投資が、最適な戦略となる可能性がある。対照的に、単純なバックワード・ルッキング（過去データのみ依存したもの）であるシステムティック戦略、特に指数のかたちをとる戦略については、特に不透明な経済状況が長期化した場合、最も苦戦をする可能性がある。

過去10年にわたり、運用スタイルとしてのバリュー投資は、多くの課題に直面してきたが、それらは当面、継続する可能性がある。弊社では、そうした状況のなか、高い評価を有する個別のバリュー戦略の長所を改めて検証し、必要に応じて推奨を調整していく方針である。多くの困難を最もうまく切り抜け、自らの運用目標を達成できると評価されたバリュー戦略は、幅広く分散されたアクティブ株式ポートフォリオの一部となり続けるであろう。

重要事項

商号：マーサー・インベストメンツ株式会社

住所：107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー

電話：03-6775-6700

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第454号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会

ご注意事項

- マーサーとは、当社、Mercer LLC、及び（又は）その関係会社を含むものとします。
- 本資料は、情報提供を目的として作成されたものであり、有価証券や金融商品の売買の申込みもしくは売買の申込みの勧誘を行うものではありません。本資料ではお客様の個別の状況を考慮した投資助言のご提案は記載されておりません。お客様ご自身の投資目的及び財務状況を考慮し、当該投資戦略のリスクや妥当性と十分にご検討ください。
- 本資料にはマーサーの秘密情報及び専有情報が記載されており、マーサーが定めた当事者以外には使用することはできません。本資料の内容の全部又は一部を、マーサーの書面による事前許可を得ることなく修正したり、販売したり、又は他の個人若しくは組織に提供したりすることはできません。
- 本資料で明示される所見、評価、及び（又は）意見は、マーサーの知的財産であり、予告なく変更される場合があります。これらは、検討対象の投資商品、資産クラス、又は資本市場の今後の運用実績に関し、何らかの保証を付与することを意図するものではありません。
- 過去の運用実績は、将来の運用成果を約束するものではありません。
- 本資料は信頼できると判断される情報に基づいて作成されていますが、マーサーがその情報の正確性、信頼性を保証するものではありません。
- 本資料に掲載されている内容は全て資料作成日以前のものであり、今後予告無しに変更される可能性があります。
- マーサーの利益相反に関する開示については、当社担当者にお尋ねいただくか、又は www.mercer.com/conflictsofinterest をご覧ください。
- 本資料に掲載されている情報は法律、会計、税務、経営、投資その他にかかる助言を含むものではありません。
- 弊社はお客様との投資一任契約に基づき、お客様の口座に外国投資証券等を組み入れることにより運用戦略の提供を行います。組入対象となる外国投資証券等は金利、通貨、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を原因として価値が変動するため、投資一任契約に基づく投資の運用成果も変動します。投資一任契約に基づく投資は投資元本が保証されているものではなく、係る投資において生じた利益及び損失は全てお客様に帰属します。
- 投資一任契約に基づく投資顧問報酬として、原則として契約資産額及び契約期間に応じ定率の報酬をご負担いただきます。更に投資顧問報酬に加え、外国投資証券等に係る運用報酬及びアンダーライニング・マネージャーへの運用報酬その他の手数料等が外国投資証券等の資産から控除されます。これらの報酬や手数料等は、外国投資証券等により異なるため、その料率や上限額、合計額等を表示することはできません。