

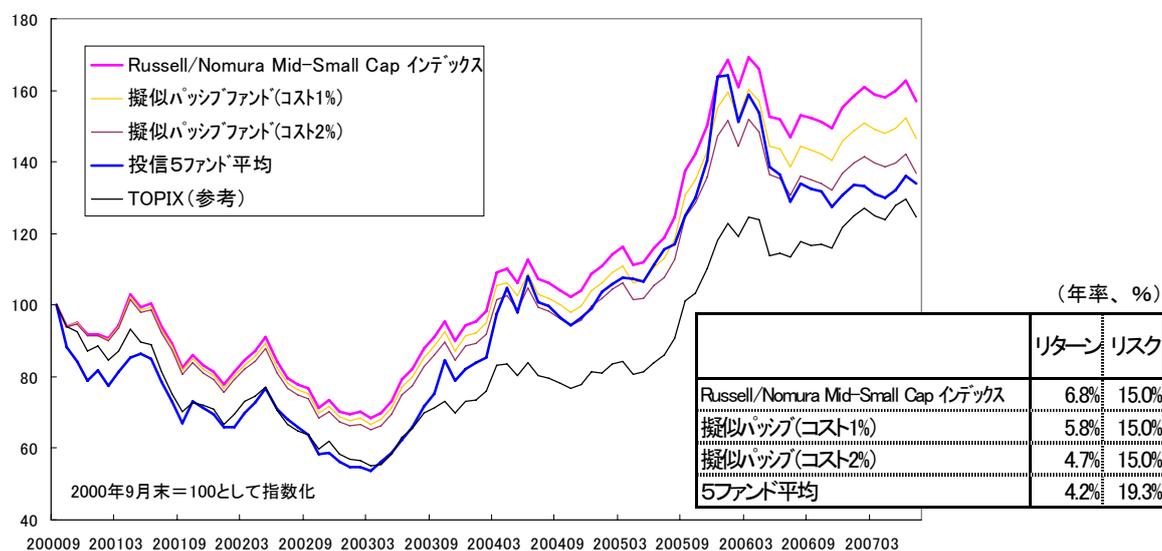
(証券分析)：中小型国内株式パッシブファンドの実現可能性

国内株式を投資対象とするファンドが多数ある中で、中小型株式インデックスをベンチマークとするパッシブファンドは存在しないと言われている。そこで、中小型株式パッシブファンドのシミュレーションを実施し、その実現可能性について分析した。

中小型株式は、アセットクラスの分散効果が期待できるため、年金基金等の機関投資家にとって魅力的な投資対象と言えよう。個別株式に直接投資する他、投信のようなファンド経由での投資も少なくない。しかし、中小型株式インデックスをベンチマークとするファンドはアクティブ運用だけで、パッシブファンドは存在しないと言われている。

まず、既存アクティブ運用ファンドのパフォーマンスをしてみる。対象は、設定来5年以上経過した公募投信の中から、Russell/Nomura Mid-Small Cap インデックスをベンチマークとする、残高で上位5つのファンドとした。これら5ファンドの平均と、擬似的に作成したパッシブファンド(完全法で運用し、コストを年率1%及び2%と仮定したもの)のリスク・リターンを比較してみた。なお、計測期間は5ファンドのうち最も新しいファンドが設定された2000年9月から直近(2007年7月)までとした。

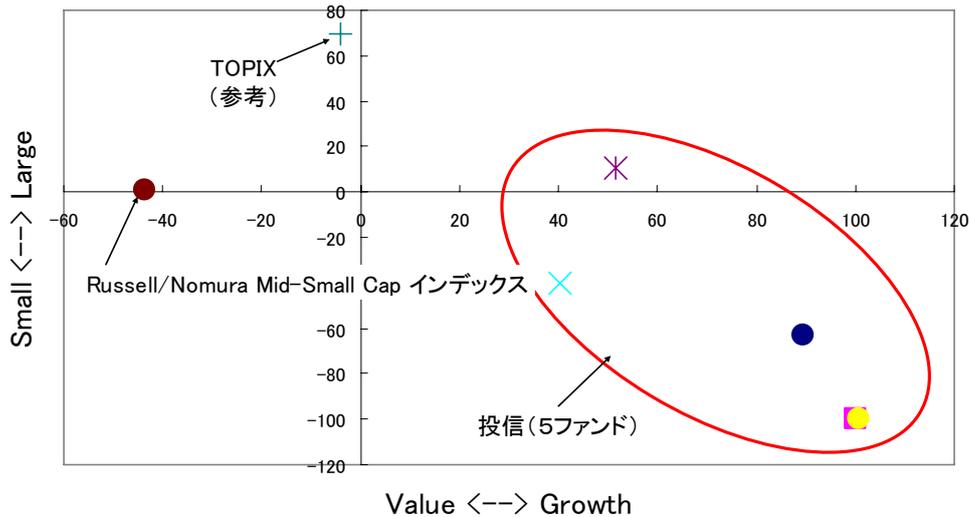
図表1： 中小型株式ファンドのリスク・リターン比較



図表1より、この期間においては、コストを2%と仮定した場合でも、擬似パッシブファンドは、5ファンド平均よりも低いリスクで若干上回るリターンを得られている。すなわち、擬似パッシブファンドの方がコスト控除後のリスク・リターン効率が高かったと言える。

図表2は、上記5ファンド及びベンチマーク・インデックスのスタイル分析である。ベンチマークのスタイルがバリュー寄りであるのに対し、5ファンドはいずれもグロース寄りで、ベンチマークと異なるスタイル・リスクを取っていたと言えよう。

図表2: スタイル分布



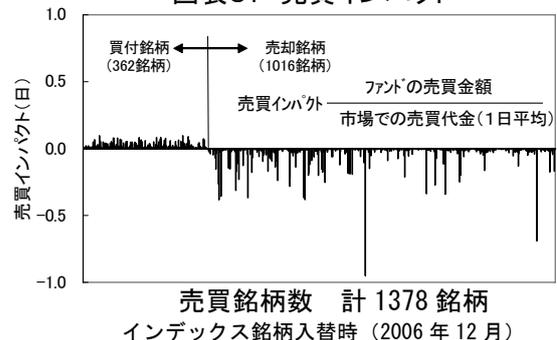
出所: イボットソン投資分析ソフトウェアによりニッセイ基礎研究所が作成

それでは、中小型パッシブファンドが存在しないのは何故だろうか。中小型株式には、ハイリスク・ハイリターンという印象があることから、アクティブファンドが好まれるのだろう。また、中小型株式には流動性の低いものが多いため、売買が成立しないなど、パッシブファンドとしてのリスクコントロールが十分に出来ない恐れもある。加えて、マーケットインパクトや手数料などの執行コストが大きくなるといった問題もある。ファンドの規模が大きくなるほど、これらの発生リスクが高くなるため、パッシブファンドを構築する上での技術的な懸念点になっていると考えられる。

そこで、流動性の低い銘柄を除外したパッシブファンドに関するシミュレーションを行った。なお、ファンドの金額は上記5ファンドと同程度の500億円、コストは年率2%とした。また、期間は手元にあるデータの制約から約5年(2002年4月から2007年7月)とした。得られた結果は、トラッキングエラーが通期で46bpと、パッシブファンドとしては、やや高い水準になった。

一方、リバランス時の売買金額を見ると、市場の売買代金に比べて決して多くない(図表3)。つまり、低流動性銘柄の除外に起因するトラッキングエラーをある程度許容すれば、パッシブ運用も不可能ではなく、コストを一定程度まで抑えて安定したパッシブファンドが出来る可能性がある。

図表3: 売買インパクト



このように、ファンド規模、コスト、計測期間など一定条件下でのシミュレーション結果であるが、中小型株式パッシブファンドがあれば、アクティブファンドと同程度のリターンを、より低いリスクで実現出来る可能性がある。加えて、グロース寄りのスタイルを取る既存アクティブファンドに、バリュー寄りのパッシブファンドを組み合わせることで、アセットクラス内での分散効果も期待できる。中小型株式パッシブファンドが実現した暁には、投資家も選択肢の一つとして利用価値があるかもしれない。

(磐城 裕子)