

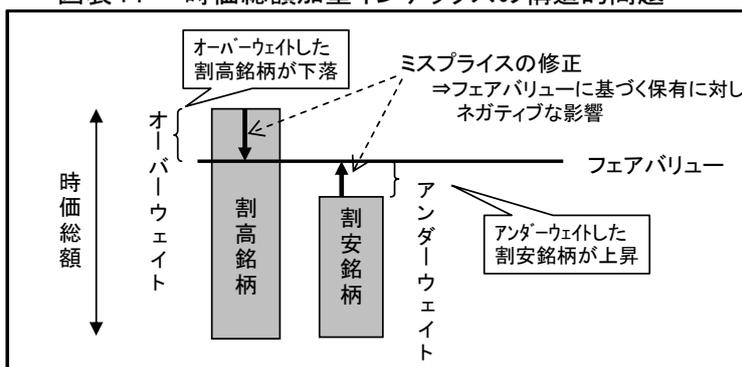
(年金運用)：ファンダメンタル・インデックスは単なるバリュート投資か

年金向け商品が複数の運用機関から提供されるなど、ファンダメンタル・インデックス (FI) への注目が高まりつつあるようだ。FI はバリュート寄りの投資スタイルなので、既存のバリュートファンドやバリュートインデックスに対する優位性を検証した。

ファンダメンタル・インデックス (以下、「FI」) は、TOPIX など時価加重指数の構造的な問題を改善する指数として、米国の Robert D. Arnott 氏らによって考案されたもので、株主資本やキャッシュフローなどの財務データで個別銘柄をウェイト付けした指数である。

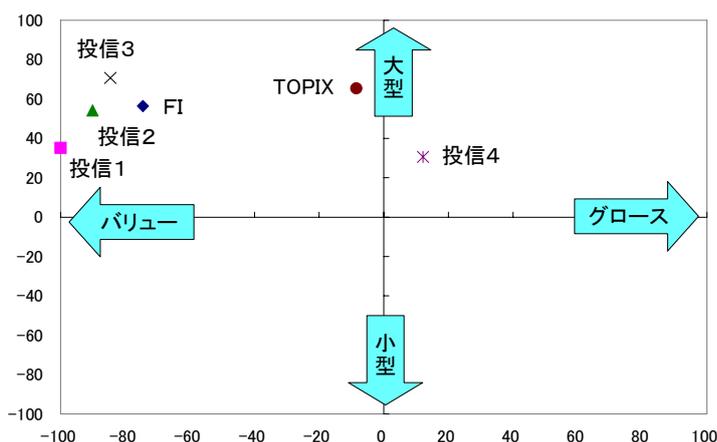
FI のコンセプトは、『時価加重指数では、割高な (フェアバリュートより株価が高い) 銘柄をオーバーウェイトし、反対に割安な銘柄をアンダーウェイトするため、ミスプライスがフェアバリュートに修正される過程でリターンが負になる。これに対して、FI は客観的な指標でウェイト付けするため、時価加重指数よりも高いリターンが期待できる。』というものだ。

図表1： 時価総額加重インデックスの構造的な問題



FI は、財務データでウェイト付けすることから、その投資スタイルはバリュート寄りになると想定される。実際に、日本株で構築した FI とバリュート投資を謳う 4 本の投資信託をスタイル分析すると、1 本を除き、よく似たスタイル特性を持つことがわかる。これだけ見ると、手法こそ異なるが、結局のところ FI は既存のバリュートファンドと同じであり、投資家にすれば、運用実績が長い既存ファンドの方がむしろ安心と思うかもしれない。

図表2： スタイル・マップ



(注1) Russell/Nomura Total Market Value インデックスをベンチマークとし、運用期間が5年以上の投信4本を対象とした。
 (注2) 分析期間は2002年5月～2007年10月。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。

しかし、FI（コスト相当分として年率1.5%を控除）と投信（上記4本の平均）のパフォーマンスを比較すると、超過リターンこそ大差ないが、FIのトラッキングエラーが約1%低く、この結果、インフォメーション・レシオ（IR）ではFIが優位となった。FIをアクティブファンドとして捉えた場合、既存投信よりもリスク・リターン効率が高いと言えよう。なお、両者ともRussell/Nomura Total Market Value インデックス（以下、「R/N-Value」）にリターンが劣後してIRを計算できないため、対TOPIX（配当込み）で分析した。

図表3: FIと投信の対TOPIXパフォーマンス
(年率、%)

	FI	4投信平均	差異
超過リターン	2.43	2.57	-0.14
トラッキングエラー	2.40	3.35	-0.95
IR	1.01	0.77	0.24

(注1) FIはアナリストの調査等が不要のため、相対的に低いコストで運用可能と思われるが、取引費用を考慮して、投信の信託報酬と同程度のコストを設定した。

(注2) Bloomberg、モーニングスターのデータを元にニッセイ基礎研究所が作成。

次に、FIとR/N-Valueをより長期（20年余り）で比較した。全期間では、FIがR/N-Valueを年率で0.39%アウトパフォーマンスしている。期間別に見ても、概ねFIのリターンが高く、その頑健性が伺える。一方、リスクは同程度であり、やはりFIのリスク・リターン効率が高い結果となった。また、両指数とも毎年1回銘柄入替を行うが、その際の平均回転率はFIの方が低い。そこで、両指数をベンチマークとしてパッシブ運用を行った場合、FIのリターン優位性が更に高まる可能性がある。

図表4: FIとR/N-Valueの期間別収益率
(年率、%)

		FI	R/N-Value	差異
85-89年度		23.45	26.59	-3.14
90-94年度		-7.33	-8.04	0.71
95-99年度		5.29	3.20	2.09
00-04年度		3.60	2.55	1.05
05-07年度		15.61	14.74	0.86
全期間	収益率	6.78	6.39	0.39
	リスク	19.08	19.12	-0.03
	回転率	11.05	16.78	-5.73

(注1) 1985年4月～2007年10月。指数同士の比較なので、FIはコストを控除していない。

(注2) R/N-Valueは、野村証券のデータを元にニッセイ基礎研究所が計算。

(注3) 回転率は、銘柄入替時の1回当たり平均（FIは1986年1月～2007年1月、R/N-Valueは1986年1月～2006年12月）。

FIは既存バリューフンドと投資スタイルがよく似ているため、その存在意義に疑問の声も聞かれるが、以上のように、リスク・リターン効率の観点からは活用意義がありそうだ。運用内容の透明性が高い点も評価に値しよう。無論、ITバブルのように短期的には時価加重指数が優位な局面もあり、また、ミスプライスの是正による“FIのメリット”は時間をかけて少しずつしか享受できないと思われるが、バリュー投資を行う際には、FIも併せて検討されてはいかがだろうか。バリュー投資は長期運用が前提なのだから・・・。

(井出 真吾)