

『まいこばなし』

※スパークスのボトムアップ・リサーチを通じて、
MY小話として舞妓さんが日本株の情報をお伝えします。

スパークスの日本株の情報発信レポート

第101号(2014年10月31日)



「日本株アクティブファンドは隠れインデックスファンドばかり」 ～真のアクティブファンドを探すには～

個人的な見方ではありますが、日本株アクティブファンドと自称しているにも関わらず、中身はほとんどインデックスファンドと変わらない隠れインデックスファンドが多く存在していると考えています。真のアクティブファンドは、中小型株にも積極的に投資していくか、少数の銘柄に集中投資します。

しかし、日本の機関投資家のファンドマネージャーは証券会社や銀行などの系列会社の影響を受けたりしてリスク回避的となることが多いため、日本株の真のアクティブファンドは実はとても少ないと思われます。

真のアクティブファンドが運用できる運用会社の条件とは、証券会社や銀行などの系列会社を持たない独立系であり、運用会社自身が上場しているなどによってコーポレートガバナンスがしっかりと行われ、そして、日本の顧客と異なりリスクをとることを要求する日本以外の顧客を多く持つことであると考えています。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

『 まいこばなし 』

スパークスの日本株の情報発信レポート



日本株アクティブファンドと自称しているにも関わらず、中身はほとんどインデックスファンドと変わらない隠れインデックスファンドが多く存在します。隠れインデックスファンドが存在することは日本に限った話ではなく世界的に存在します。エール大学のクレマーズ教授とペタジスト教授による調査*1は、2002年の米国の公募投資信託のうち株式アクティブファンドを調べた結果、2割程度がインデックスファンドとほとんど変わらない隠れインデックスファンドであることを示しました*2。真のアクティブファンド*3は4割程度であり、隠れインデックスファンドよりパフォーマンスがよいことを示しました。そして、真のアクティブファンドは、中小型株にも積極的に投資しているか、少数の銘柄に集中投資していることを示しました。

真のアクティブファンド以外はアクティブファンドと認めず、隠れインデックスファンドをスマートベータで置き換える動きが世界で起きています。コロンビア大学のアング教授らは、ノルウェー政府年金基金グローバル(Norwegian Government Pension Fund - Global)向けの報告書*4を作成し、多くのアクティブファンドが生み出す超過リターンがスマートベータで得られることを示しました。そして、スマートベータで獲得できないリターンを生み出すことができる真のアクティブファンドとして、高度に個別企業を選別投資するファンドや経営者とのエンゲージメントを重視したファンドであることを指摘しました。これの報告書が発表されて以降、隠れインデックスファンドのスマートベータへの置き換えが進み、真のアクティブファンドである、中小型株にも積極的に投資しているファンドや、少数の銘柄に集中投資しているファンドへのニーズが高まりました。

日本においては、米国に比べ隠れインデックスファンドが更に多く、真のアクティブファンドは極めて少ないと考えられています。早稲田大学の首藤教授らによる調査*5は、日本の運用会社のファンドマネージャーは、投資視野が短く、群れ行動を行い、過度のリスク回避の傾向が顕著であることを示しました。過度のリスク回避は、先に述べたクレマーズ教授とペタジスト教授による調査によって、パフォーマンスの悪化要因になることが示されています。また、投資視野が短いことや、群れ行動がパフォーマンスを悪化させることは、メリーランド大学のワーマーズ准教授による調査*6など、多くの実証研究*7が示しています。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。

『 まいこばなし 』

スパークスの日本株の情報発信レポート



日本のファンドマネージャーがこのような傾向を持つ理由として、首藤教授らは、日本の運用会社は証券会社や銀行などの子会社である場合が多く、そのような運用会社は経営の独立性が低くコーポレートガバナンスに問題があると指摘しています。確かに、証券会社や銀行が自社の人材育成の目的で、子会社の運用会社に人材を派遣し、一時的にファンドマネージャーをやらせる場合すらあります。彼らはプロフェッショナルではないため、証券会社のアナリストなど他の人たちの意見を多く取り入れすぎて、群れ行動を起こしやすいのです。そして、このような運用会社の顧客の多くは日本の機関投資家であるが、その担当者もやはり一時的に担当している場合も多いのです。そのため、顧客自身もプロフェッショナルではなく、自身が担当している間だけ問題が起きなければ良いと考え過度にリスク回避的になり、運用会社にリスク回避的な運用を要求することも少なくありません。このようなリスク回避的な顧客ばかりをもつプロフェッショナルでない運用会社のファンドマネージャーたちが運用するアクティブファンドは、必然的に隠れインデックスファンドとなるでしょう。

首藤教授らは、真のアクティブファンドを運用するために運用会社に必要なのは、優れたコーポレートガバナンスを行い経営の独立性を確保することであると結論付けました。これは欧米の運用会社では当たり前のことに思えるが、日本では経営の独立性を確保し、優れたコーポレートガバナンスを行っている運用会社はとても少ないのです。そして、数十年という十分な期間、日本以外の投資家などリスクを積極的にとる投資家を顧客に持ち、厳しくリスクをとる運用を要求され続けた運用会社もとても少ないのです。

リスク回避的であるとして知られていた世界最大の年金基金*8、GPIF(Government Pension Investment Fund, Japan)が隠れインデックスファンドをスマートベータに置き換え始めた*9ことにより、真のアクティブファンドである、中小型株にも積極的に投資しているファンドや、少数の銘柄に集中投資しているファンドへのニーズが高まっています。隠れインデックスしか運用したことがない運用会社の中には、このような流れをうけて、今年に入ってからあわてて、真のアクティブファンドを目指したファンドを立ち上げたところもあるようです。それらのファンドが本当の意味での真のアクティブファンドになるかどうかは良くわかりません。真のアクティブファンドを探すなら、数十年にわたって、リスクをとることを厳しく要求する顧客に鍛えられ、経営の独立性と優れたコーポレートガバナンスを実践してきた運用会社が運用するファンドの中から探してみてもは如何でしょう。

※当コラムは執筆者の見解が含まれている場合があり、スパークス・アセット・マネジメント株式会社の見解と異なることがあります。

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。



『 まいごばなし 』

スパークスの日本株の情報発信レポート



注)

*1 Cremers, KJ Martijn and Petajisto, Antti, "How active is your fund manager? A new measure that predicts performance", Review of Financial Studies, vol. 22, no. 9, p.3329-3365, 2009.

<http://rfs.oxfordjournals.org/content/22/9/3329.short>

*2 エール大学のクレマーズ教授とペタジスト教授による調査ではトラッキングエラーが6%以下、アクティブシェア(active share)が60%以下を隠れインデックスと定義しました。アクティブシェアは保有銘柄のウエイトがベンチマークのそれからの程度離れているかを示す指標です。0%から100%までの値をとり、0%だとベンチマークと保有銘柄・ウエイトが完全に一致、100%だとベンチマークが保有する銘柄を一切保有していないことを意味するします。

*3 エール大学のクレマーズ教授とペタジスト教授による調査ではアクティブシェアが80%以上を真のアクティブファンドと定義しました。

*4 Ang, Andrew, Goetzmann, William N. and Schaefer, Stephen M., "Evaluation of active management of the Norwegian government pension fund--global", 2009.

<http://www.regjeringen.no/upload/fin/statens%20pensjonsfond/rapporter/ags%20report.pdf>

*5 Suto, Megumi and Menkhoff, Lukas and Beckmann, Daniela, "Behavioural biases of institutional investors under pressure from customers: Japan and Germany vs the US", Corporate Finance and Governance: Europe and Japan Comparisons. Joint Conference with CEPR and REITI,(September 2005), 2005.

http://www.waseda.jp/wnfs/pdf/lab03_2005/wnif05-006.pdf

*6 Wermers.R, "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices", Journal of Finance, Vol. 54, No. 2, p.581-622, 1999.

<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/0022-1082.00118/abstract>

*7 Wermers, Russ. and Yao, Tong., "Active vs. Passive Investing and the Efficiency of Individual Stock Prices", Working Paper, The University of Iowa, 2010.

http://164.67.163.139/Documents/areas/fac/finance/passive201005_rw.pdf

*8 Towers Watson, "The world's 300 largest pension funds - year end 2011", 2011.

<http://www.towerswatson.com/en-HK/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2012/09/the-worlds-300-largest-pension-funds-year-end-2011>

*9 Government Pension Investment Fund, Japan, "GPIF's selection of domestic equity investment managers and revision of manager structure", 2014/4/4.

http://www.gpif.go.jp/topics/2014/pdf/gpifs_selection_en.pdf

本資料は、スパークス・アセット・マネジメントが情報提供のみを目的として作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。また特定の有価証券の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。スパークス・アセット・マネジメントとその関連会社は、本資料に含まれた数値、情報、意見、その他の記述の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、当該数値、情報、意見、その他の記述を使用した、またはこれらに依拠したことに基づく損害、損失または結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容は、資料作成時点のものであり、今後予告することなしに変更されることもあります。また、過去の実績に関する数値等は、将来の結果をお約束するものではありません。この資料の著作権はスパークス・アセット・マネジメントに属し、その目的を問わず書面による承諾を得ることなく引用または複製することを禁じます。