

アセットマネジメント

ファンダメンタル・インデックス

資産運用の世界では、TOPIXに代表される時価総額加重型のインデックスが広く活用されているが、ファンダメンタル・インデックスという時価総額加重に替わるインデックスの登場とともに、時価総額加重型インデックスの非効率性が指摘されている。

米国の運用会社Research Affiliatesの会長であるRobert Arnott氏¹⁾らが提唱した新しいインデックスの概念「ファンダメンタル・インデックス (Fundamental Index)」が、株式インデックス運用の世界に一石を投じている。ファンダメンタル・インデックスとは、株主資本・キャッシュフロー・売上・配当などの企業規模の代理変数に基づき、銘柄を加重平均したインデックス指数である。投資家が企業を主観的に評価した時価をもとに加重平均するのではなく、企業の根元価値 (ファンダメンタルズ) を客観的に表す様々な経済指標を用いようとする考えが、ファンダメンタル・インデックスの最大の特徴である。

インデックス運用の普及

機関投資家向け運用、個人向け投信を問わず、株価インデックスに連動するパッシブ運用 (= インデックス運用) が、今日きわめて広く普及している。米国のダウジョーンズやわが国の日経平均株価のような、古くから利用されてきた株価加重型指数に基づくインデックスに加え、近年は米国のS&P500やわが国のTOPIXに代表される時価総額加重型指数を用いるインデックス運用が普及している²⁾。(図表参照)

時価総額加重インデックスが支持される理由は大きく二つある。ひとつは運用の実践面の利点である。基本的に買い持ち戦略でありポートフォリオ維持管理の手間が少ない点、ひいては低廉な運用報酬で商品が提供されることがメリットとなる。また銘柄を市場の構成どおりに購入するので、年金などの巨大資金の投資家であっても流動性の問題を生じさせにくいという指摘もある。

もうひとつの利点は、理論面からの主張である。ファイナンスの世界に存在するCAPM³⁾というモデルに従えば、もっともリスク・リターンの特性が効率的な運用は、市場に存在するリスク資産をその構成どおりに保有することになる。CAPMが理論どおりに市場で成立していると信じるのであれば、市場の銘柄の時価総額加重で保有するインデックス運用は理論的に見て妥当ということになる。

時価総額加重型インデックスの問題

ただし、時価総額加重型インデックスが理論的に最適かという点は、CAPMの前提が守られているかということに強く依存する。実際の過去の株式市場が効率的であったかという実証分析の多くは、時価総額加重型インデ

Writer's Profile



末吉 英範
Hidenori Sueyoshi

金融ITイノベーション研究部
副主任研究員

専門は資産運用
focus@nri.co.jp

図表 株価インデックス指数の合成方法による分類

	インデックス
株価平均	日経225 (日本)、ダウジョーンズ (米国)
時価総額加重	FTSE World、MSCI World、TOPIX (日本)、S&P500 (米国)
企業価値加重	FTSE RAFI (リサーチ・アフィリエイツ・ファンダメンタル・インデックス)

ックスの効率性を棄却する結果となっている。

特に、Arnott氏らが注目した点は、インデックスの合成に時価総額という指標を使うことの問題であった。時価総額計算の元となる株価は、少額の取引が成立しただけでも形成される主観的な指標といえる。投資家の企業に対する期待は短期的に極端に加熱したり収縮したりする可能性があるため、時価総額が根元的な企業価値を常に正しく反映するとは限らない。観測できる時価総額が、観測できない企業価値よりもボラティルと考えれば、時価加重型指数に基づくインデックス運用は、企業の根元価値と比較して、市場で過大評価された割高銘柄をオーバーウェイトし、過小評価された割安銘柄をアンダーウェイトする非効率性を孕むことになる。

ファンダメンタル・インデックスの意義

ファンダメンタル・インデックスは、時価総額よりも企業価値を客観的に説明する経済指標として4つのファンダメンタル指標（株主資本・キャッシュフロー・売上・配当）を代理変数として利用したインデックスである。4指標それぞれの市場構成比を合成することで、ファンダメンタル・インデックスは構築される。

米国市場における検証⁴⁾では、1962年からの過去43年において、ファンダメンタル・インデックスがS&P500などの代表的な時価総額加重型インデックスに対して年率約2%程度アウトパフォームしたことが確認されている。また、グローバルでの検証⁵⁾では、1988年からの過去18年で、グローバル株式市場および日本を含む23ヶ国のローカル株式市場において、ファンダメンタル・インデックスが時価総額加重型インデックスをアウトパフォームしたことが確認されている。過去においては、ファンダメンタル・インデックスが時価総額加重型インデックスを上回るパフォーマンスをあげたといえる。

しかし、ファンダメンタル・インデックスは、

企業の根元価値を必ずしも正しく表現できていると主張するものではない。ファンダメンタル・インデックスの意義は、時価総額加重型インデックスが、負のリターン要素を抱えていることを問題提起した点にある。実務において効率的だと考えられている時価総額加重型インデックスよりも優れたインデックス構築が理論的に可能という視点に立ち、そのひとつの発見として、ファンダメンタル・インデックスという可能性が提案されたのである。

なお、ファンダメンタル・インデックスの運用成果は、株式運用のアノマリー⁶⁾のひとつとして知られるバリュー株効果を別の切り口で示したにすぎないという指摘がある。自己資本や配当額などのファンダメンタル指標が、銘柄のバリューファクターとして利用されることが多いためだ。しかし、ファンダメンタル・インデックスの価値は、アノマリーとの関連性の有無によらず、既存の時価総額加重インデックスを上回る可能性のある実践的な運用方法⁷⁾が提唱されたことにあり、先の指摘は必ずしもファンダメンタル・インデックスに対する批判とはならないだろう。

効率的なインデックスの追求

今日でもさまざまなインデックス指数の改善・新規開発が進んでいるものの、概して実践面での機能向上に傾倒しているように見受けられる。銘柄ユニバース拡大、浮動株調整、親子上場調整、合併時の一時上場廃止調整などの対応自体は、インデックスの品質向上の意味で重要な改善であるが、時価総額加重という枠から踏み出るものではない。運用の真の目的、すなわち効率的なリスク・リターン特性の追求という観点でインデックスを検討することが、時価総額加重型インデックスが普及して以来忘れ去られていた可能性がある。ファンダメンタル・インデックスの登場は、資産運用業界がインデックスへ抱いてきた常識への問題提起として、きわめて意義が大きい。

NOTE

1) Research Affiliates, LLCの会長であるとともに、Financial Analysts Journalのエディター、UCLA大学の客員教授、Chicago Board Options Exchangeのアドバイザリーボードなどを勤める。Financial Analysts Journal, Journal of Portfolio Management, the Harvard Business Reviewなどで70編を超える学術論文を発表している、資産運用業界の著名な人物。

2) 年金運用に関しては、時価総額加重型指数以外を用いるインデックス運用は皆無である。

3) Capital Asset Pricing Model(資本資産評価モデル)

4) Arnott, Robert D., Jason Hsu and Philip Moore, "Fundamental Indexation", Financial Analysts Journal, vol.61 No.2 March/April 2005

5) 田村浩道、清水康弘、「グローバル・ファンダメンタル・インデックス - 時価総額加重インデックスをグローバルにアウトパフォームするか? -」、証券アナリストジャーナル、第43巻第10号 Oct. 2005

6) 既存の理論で説明しきれない株式リターンの振る舞い。PER等の株価割安指標に基づくアノマリー(バリュー株効果)などが古くから研究されている。

7) ファンダメンタル・インデックスは、企業規模に対応する株主資本などの市場構成比を元に加重合成するため、インデックス運用の実践上の特徴は時価総額加重型インデックスにある程度近い。すなわち、ファンダメンタル・インデックスに基づくインデックス運用は、売買回転率が比較的長く、また流動性の問題も生じにくい傾向にある。