

TalkingPoints

SPIVA®の20年間の影響を評価する



ティム・エドワーズ
(Ph.D.)

マネージング・ディレク
ター兼インデックス投資
戦略部門グローバル・ヘ
ッド

S&P ダウ・ジョーンズ・
インデックス



クレイグ・ラザラ (CFA)

マネージング・ディレク
ター
コア・プロダクト・マネジ
メント

S&P ダウ・ジョーンズ・イ
ンデックス

1. SPIVAとは何ですか？また、S&P DJIが20年前にこのレポートの発表を開始した理由は何ですか？

ティム：「SPIVA」とは「S&P Indices Versus Active Funds」の略であり、当社はアクティブ運用ファンドとそれぞれのベンチマークのパフォーマンスを詳細に比較し、その結果をリサーチ・レポートにまとめて定期的に発行しています。アクティブ運用とパッシブ運用のメリットとデメリットについて長い間議論が続いている中で、この論争に対して情報を提供することがSPIVAスコアカードの主な役割です。このスコアカードでは、世界中の様々な市場を対象に調査を行い、アクティブ運用ファンドが短期と長期の両方の投資期間において、どの地域で（どの時期に）好調な（または低調な）パフォーマンスを上げているかを検証します。また、アクティブ運用ファンドのパフォーマンスに関する幅広い詳細な統計値や分析も提供しています。

2. SPIVAは指数プロバイダーが提供するレポートです。公平な立場でデータを検証し、偏りのないレポートを作成するために、どのような対応を行っていますか？

ティム：重要なことは、当社に都合の良い調査結果が得られた時にだけレポートを公表するのではなく、予め決められたスケジュール（通常は年2回）に従ってレポートを公表するということです。過去において、アクティブ運用の米国株式ファンドの大半がS&P 500®をアウトパフォームした時があり、おそらくこうしたことが再び起こり得ると考えられます。そのような場合でも、当社は調査結果をありのままに公表します。より一般的に、SPIVAスコアカードでは、個々のファンド・カテゴリーにおいて特に短期の投資期間でアクティブ運用ファンドがベンチマークをアウトパフォームすることがあり、世界中のレポートでこうした事例が見られます。また、このスコアカードは公に入手可能なデータに基づいて作成されており、メソドロジーは完全に開示されています。関心のあるサードパーティは当社の調査結果をチェックすることが可能であり、実際にチェックが行われることがあります。

クレイグ：SPIVAに限らず、どのような分析作業でも、その根拠となるデータが重要であるため、慎重にデータ収集を行う必要があります。アクティブ運用ファンドとベンチマークのパフォーマンスを比較し、SPIVAスコアカードと同様の調査結果に到達した研究は過去に何度もありました。こうした研究が初めて行われたのは90年前のことでした¹。この研究では、「良好なパフォーマンスを示した個別ファンドに関する統計的テストでは、そうしたパフォーマンスが運用スキルによってもたらされたことを実証することは困難であり、それは偶然の結果である可能性の方が高い」との調査結果が得られました。これは、現在のSPIVAレポートの読者であれば容易に予想できる結論であると言えます。

¹ Cowles 3rd, Alfred著「Can Stock Market Forecasters Forecast?」、Econometrica、1933年7月。また、これに関するのティムのブログ (<https://www.indexologyblog.com/2013/12/19/eighty-one-years-later>) も参照ください。

3. ここ20年間でこのレポートはどのように進化しましたか？

クレイグ： SPIVAは調査対象を大幅に拡大しています。当社が最初に発行したSPIVAレポートは米国市場のみを対象とし、比較カテゴリー（大型株、中型株、小型株、グロース株、バリュー株、混合、及び全てのスタイル）はわずか12に過ぎませんでした。それ以降、SPIVAは調査対象を9つの地域に拡大し、現在では世界中の100を超える様々なアクティブ・ファンド・カテゴリーのパフォーマンスを報告しています。

4. 地域別のレポートを作成する理由は何ですか？

ティム：例えば、ドイツ、チリ、または日本の投資家にとって、米国のアクティブ運用会社がS&P 500をアウトパフォーマンス（またはアンダーパフォーマンス）したかはそれほど重要ではないかもしれません。ドイツ、チリ、または日本の投資家にとっては、自国の市場で投資可能なファンドのパフォーマンスの方が重要である可能性があります。そうしたファンドの運用成果は、アクティブ運用会社の相対的スキルだけではなく、現地の運用報酬体系や、投資可能なファンドの範囲及び種類によっても左右されます。

アクティブ運用会社は、世界の様々な市場において異なる課題や機会に直面しています。地域別のレポートを作成することにより、インデックス運用が最も上手く機能している地域や、現地の運用会社がアクティブ運用によって投資機会を上手く捉えている地域を見極めることができます。

5. SPIVAにおいて最も注目すべき重要なポイントは何ですか？

クレイグ： アクティブ運用とパッシブ運用の相対的メリットに関しては、長年にわたり学術的及び実践的な研究が行われてきました。SPIVAでも、世界中のアクティブ運用ファンドとパッシブ運用ファンドのパフォーマンスを比較・評価しており、SPIVAのデータにより、以下のような結論が得られています。

- ほとんどのアクティブ運用会社がほとんどの期間でアンダーパフォーマンスしている。
 - この結論が初めて得られたのは、米国のミューチュアルファンドの運用報酬控除後のパフォーマンスを調査した時であった。
 - 運用報酬控除前でも、ほとんどのアクティブ運用会社がほとんどの期間でアンダーパフォーマンスしている。
 - ほとんどの機関投資家がほとんどの期間でアンダーパフォーマンスしている。
 - リスク調整後でも、ほとんどのアクティブ運用会社がほとんどの期間でアンダーパフォーマンスしている。
- 観察期間が長くなるに従って、アクティブ運用ファンドがアンダーパフォーマンスする確率が高まる傾向がある。
- SPIVAは、米国株式のアクティブ運用会社の調査からスタートしたものの、債券やグローバル株式/国際株式のアクティブ運用会社に関するデータも同様の結果となっている。
- 世界の各地域において同じような調査結果が得られている。
- アクティブ運用ファンドが良好なパフォーマンスを示したとしても、そうした結果が長続きすることは稀である。過去のパフォーマンスが平均を上回っていたとしても、将来のパフォーマンスが必ずしも平均を上回るとは限らない。

6. 実務的なビジネス判断を行う上で、これらのレポートをどのように使用することができますか？

クレイグ： SPIVAの結果によると、投資家がアクティブ運用会社を採用したとしても、そのアクティブ運用会社がベンチマークを継続的にアウトパフォームする確率は低いと考えられます。

一方、アクティブ運用会社がベンチマークをアウトパフォームするのは稀なことであり、そのような場合、その運用会社はマーケティング・ツールとしてSPIVAを活用し、運用スキルが高いことを強調できる可能性があります。

7. 世界中の最新のSPIVAレポートでは、どのような調査結果が得られていますか？

ティム： 最新のレポートでは、2022年6月までのアクティブ運用とインデックス運用のパフォーマンスを比較しており、非常に興味深い結果となりました。世界の市場間及び市場内の両方でボラティリティが高まったため、アクティブ運用会社がトップダウン（市場セグメントまたはテーマへの配分）及びボトムアップ（個別銘柄の選択）の両方のアプローチを通じて付加価値を獲得する機会が増えました。

投資機会が拡大する中で、最新のスコアカードは世界全体でまちまちの結果となりました。例えば、アクティブ運用のカナダ株式ファンドの1年間の相対パフォーマンスは2013年以降で最高となりました。その一方で、同じ投資期間で英国の大中小型株ファンドがベンチマークをアンダーパフォームした割合が98%に達し、これまでの記録を上回りました。

全体として、アクティブ運用ファンドがベンチマークをアンダーパフォームした割合は、ここ数年と比較して低下しました。それでも、これまでと同様に、ベンチマークをアンダーパフォームした割合は半数を上回りました。

8. SPIVAデータの中で、何か驚いた結果はありましたか？

ティム： 当社がスコアカードを発行するたびに、興味深い結果や、驚くような結果があります。私が最新版で最も驚いたことは、SPIVA 欧州スコアカードにおいて、アクティブ運用の英国株式ファンド（伝統的にアクティブ運用ファンドが比較的良好なパフォーマンスを上げる傾向があるカテゴリー）がショッキングなパフォーマンスとなったことです。また、SPIVA 米国スコアカードのグロース株カテゴリーも興味深い結果となりました。米国のグロース株カテゴリーでは、2022年上半年期において大型株の78%、小型株の84%、及び中型株の89%がそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしました。これは意外な結果でした。当社のグロース株ベンチマークは極端に低調な相対パフォーマンスとなり、通常であれば、米国のスタイル指数が低調なパフォーマンスとなった場合、アクティブ運用会社にとっては非常に有利となります。それにもかかわらず、大半のグロース株運用会社がベンチマークをアンダーパフォームしたことは、グロース株の分野で集中度や確信度が高まったことによるものである可能性があります。アクティブ運用会社が魅力的な銘柄のポジションを積み増したタイミングで、物色の矛先がグロース株からバリュー株に変化し、これによってパフォーマンスが悪化した可能性があります。

9. ここ20年間のデータが示す一貫した傾向はありますか？注目すべき大きな変化などはありますか？

クレイグ： SPIVAのデータによると、非常に一貫した傾向が見られます。当社が初めて公表したSPIVAスコアカードでは、ほとんどのアクティブ運用会社が全ての市場サイクルにわたり、それぞれの投資スタイルに適合するベンチマークをアンダーパフォームしていました。直近のSPIVAのアップデートでも、概ね同様の結果になっています。

10. SPIVAの今後の取り組みについてお聞かせください。

ティム： まだSPIVAスコアカードの対象となっていない主要市場が多く存在しています。調査対象の拡大について現時点でお約束することはできませんが、引き続き多くのご要望を頂戴しています。また、様々な方法（サステナビリティ、税引後のリターン、及び流動性に関する視点など）を通じて、より詳細なリサーチを行うことも検討しています。

S&P グローバルとIHS マーケットの合併により、世界の債券に関する新しいベンチマークが提供されました。合併以前は、世界の債券に関する当社のカバレッジは欧州などの主要市場に限られていました。また、当社はマルチアセットに関してもカバレッジを拡大できる可能性があります。

アクティブ運用とパッシブ運用を比較するSPIVAスコアカードの**20周年**に関して詳しい情報をお求めの方はこちら (https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/spiva/?utm_source=pdf_education) をご覧ください。

General Disclaimer

© 2022 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, Select Sector, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR,

INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, MBX, MCDX, PRIMEX, HHPI and SOVX are trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones").

These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part is prohibited without written

permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment adviser, and S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document.

S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.