

Investing in Japanese Equities –the Global Investors’ Perspective



Paul Hoff
Managing Director
FTSE Asia Pacific

(Summary) Both qualitative and quantitative methods are driving the increase of assets being allocated to Japanese stock investment. Investors have been paying close attention to the earnings capability of Japanese companies and are now using a whole range of innovative investment approaches, some of which are outlined above to leverage it and secure returns, clearly why today’s global investors include Japan in their equity portfolios.

Stock market/equity investment has evolved a great deal over the last ten years. The rapid development of a range of investment styles and strategies has generated a great deal of interest from both institutional and retail investors, and with new technology available to link previously distant markets, investment now operates on a truly integrated global scale.

Investors from all around the world are interested in the Japanese equity market for a whole range of purposes. In this article, I’ll highlight some of the approaches which have gained widespread popularity in recent years, and examine some of the theory behind them.

1. Hedge Funds

One of the best known new investment strategies is the hedge fund. Although the first hedge funds began operating in the 1940s, they have recently enjoyed a high profile and renewed investor interest

The specialist nature of hedge funds, in terms of their relative freedom from regulation, their exclusive investor profile and the diverse nature of their investments are the main factors that set them aside from mutual funds. The other defining difference is leveraged investment, with hedge funds openly borrowing (sometimes as much as 10 times the pledged investment capital) in order to be able to dominate some of the investment opportunities they identify. A key factor differentiating hedge funds from their publicly traded mutual counterparts is the remuneration of the fund’s partners or managers. Typically they will keep 20% of the profits, as well as a management fee that is often 1% or more annually of the assets under management. Huge potential rewards, but it also ensures a commitment to maximise returns for the other investors. Many classify hedge funds as “alternative” investments, in that a typical portfolio looks for alternatives to traditional long-only positions in stocks and bonds.

Given the scope available to fund managers a wide range of strategies are used. Some of the more popular include: Equity Hedge, Commodity Trading Advisor (CTA) / Managed Futures, Global Macro, Merger Arbitrage, Distressed & Opportunities, Convertible Arbitrage, Equity Arbitrage and Fixed Income Relative Value.

Hedge fund investment in Japan has been dominated by long/short strategies, but there are also funds operating in Japan which have used strategies like Distressed & Opportunities and Merger Arbitrage to take advantage of the restructuring of Japanese companies and search for greater

shareholder value.

2. Exchange Traded Funds

Exchange Traded Funds (or ETFs) are now firmly established and for many years have been a huge success in the US - their popularity is now spreading across the rest of the world. ETFs appeal to both institutional and retail investors, as they offer a low cost, straightforward way to own a whole set of companies linked together as one single share, trading on a stock exchange.

The huge popularity of this approach has led to an explosion in the types of ETFs available on the market. It is possible to invest in a set of equities selected according to a whole host of mandates and investors can now choose from Large, Mid, Small capitalisation ETFs, sector based (eg Technology) Value/Growth stocks, Country (Japan), Region (Europe), High Dividend Yield, and other capped approaches. ETFs based on Japanese stocks include as per chart 1 on the right.

chart 1. ETFs based on Japanese stocks

| Name | Manager | Listed |
|-----------------------------|---------|--------|
| iShares Nikkei 225 | BGI | Tokyo |
| Topix Core 30 | Daiwa | Tokyo |
| Topix Electrical Appliances | Daiwa | Tokyo |
| Topix Banking | Daiwa | Tokyo |
| ETF TOPIX | Daiwa | Tokyo |
| ETF - NIKKEI 225 | Daiwa | Osaka |
| Topix Core 30 | Nomura | Tokyo |
| Topix Electrical Applicanes | Nomura | Tokyo |
| Topix Banking | Nomura | Tokyo |
| OSE NIKKEI 225 ETF | Nomura | Osaka |
| TSE TOPIX ETF | Nomura | Tokyo |
| Listed Index Fund 225 | Nikko | Tokyo |
| Listed Index Fund TOPIX | Nikko | Osaka |

Source: Morgan Stanley

3. Socially Responsible Investing

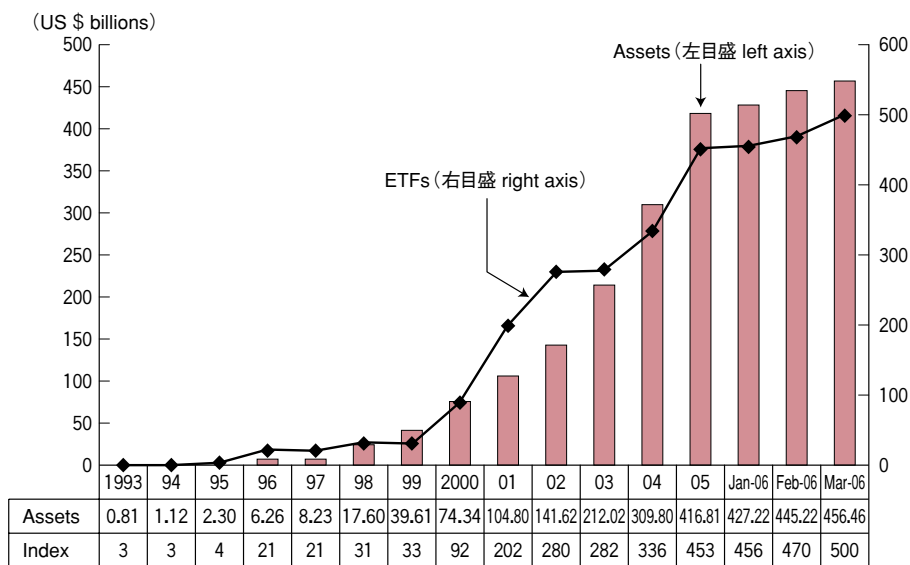
Some investors are concerned about ethical or socially responsible investing, because they want to align their investment decisions with their personal ethics, or they want to exclude companies with poorer records of social responsibility as a way of managing risk. Investors in this area select their investments by using various screenings processes, for example through FTSE4Good. This innovative index assesses companies on their performance against a set of environmental, human rights, and stakeholder criteria. These criteria are continually developing so that they always reflect best practice. The most recently introduced criteria cover provision of anti-bribery and corruption measures. Market demand for the SRI series led to the development of a specialist FTSE4Good index, just for the Japanese market, FTSE4Good Japan. This index contains 190 Japanese companies which are recognised as meeting international standards of corporate social responsibility. Japan Nomura Asset Management has created a fund for Japanese investors to invest in the FTSE4Good Global 100 Index. This is an index of the largest 100 stocks which have passed the FTSE4Good criteria. Included in that are 12 Japanese companies: Canon, Honda Motor Co, Matsushita Electric Ind, Mitsubishi UFJ Financial, Nissan Motor, NTT, NTT Docomo, Seven & I Holdings, Sony Core, Sumitomo Mitsui Financial Group, Takeda Pharmaceutical, and Toyota Motor.

4. Shariah Investing

Another growing type of ethical investment is Shariah compliant investment. Investors who wish to invest according to the principles of *Fiqh al Muamalat* (Shariah law relating to financial transactions) need the services of Islamic scholars to assist them with excluding non compliant companies from their portfolios. Shariah scholars come from Islamic societies around the world, including Malaysia, Indonesia, Dubai, Kuwait, U.K. and U.S.A. . Interest in Islamic investment vehicles in the Asia Pacific region is so high that there are now a range of Shariah-screened indices covering a range of asset classes. The FTSE SGX Asia Islamic 100 Index includes equities which comply with the principles of Shariah law, and offers investors exposure to 50 Japanese stocks. Some of the companies included in the index are Toyota Motor, NTT, Canon, Honda Motor Co and Takeda Pharmaceutical. Japanese banks are all excluded due to Shariah restrictions. As oil money continues to build up in the Middle East, it is expected that funds will flow into special Japan funds which only invest in the companies approved by Islamic scholars.

table1. Assets and Index of ETFs

図1 ETFの資産と指数



Source: Morgan Stanley

5. Corporate Governance

Another important method of choosing good companies is to look for companies with high corporate governance standards. Research has proved that companies with high standards of corporate governance and so present a means to ISS produces the CGQ. Key themes for corporate governance assessment include:

- the structure and independence of the board
- independence and integrity of the audit process
- remuneration systems for Executives and non executive directors

Sometimes corporate governance standards are used as the basis of engagement programs between investors and public companies; investors select undervalued companies with poor corporate governance and engage with them to improve the performance and standards of the company. This often leads to good share price performance. Hermes is one of the most famous companies undertaking an engagement program to drive stock performance, including with Japanese companies.

6. Real Estate

This is an asset class that's on the rise. Globally, interest in property investment is increasing and its stellar return rates guarantee that investor appetite won't waver anytime soon. Real estate activities are defined as the ownership, disposal and development of income-producing real estate, such as ownership of commercial property, office property and shopping centres. These all represent attractive opportunities for diversification within global investors' portfolios - the EPRA NAREIT Japan Index, has outperformed the FTSE Japan by 110% over 3 years.

7. Fundamental Weighted Investing

Long term investors, such as the large institutional pension funds are very much concerned about the social purpose of the stock market. This is often described as the function of channelling risk capital into long term investment. Investors with long term goals are not speculators and often hold their investments in passive funds. To reduce exposure to the volatility of stock prices and bubbles, these sophisticated investors are now looking at new approaches to weighting stocks in passive portfolios. UK-based company Global Wealth Allocation (GWA) has based a weighting

methodology which is based on the investment principles of John Maynard Keynes' marginal efficiency of capital. The weight of a stock in a portfolio is calculated as its relative position in the portfolio in terms of its net profit, cash flow from operations and book value. These represent either the present value of a corporation's wealth or the factors which value a company by discounted cash flow (DCF). A special fund based on GWA methodology applied to the constituents of the TSE TOPIX index won the Morningstar 5 star award for its performance in 2002.

For more information about performance of the investment styles discussed in this paper, please contact FTSE in Japan on +81-3-3581-2811 or by email at Paul.Hoff@ftse.com

(仮訳)

日本の株式への投資—国際投資家の視点

FTSE アジアパシフィック マネージングディレクター ポール・ホフ

(要旨) 定性、定量両面からのさまざまなアプローチが日本株への投資配分の増加を後押ししている。日本企業の収益力に注目してきた投資家は今や、幅広い革新的な投資アプローチ（そのいくつかを以下に紹介する）により利益を確保している。今日の国際投資家はなぜそのポートフォリオに日本を加えるのだろうか。

株式市場、株式投資はこの10年で大きく進歩した。投資スタイルや投資戦略の急速な発展が機関投資家、個人投資家双方の関心を高めるとともに、世界各地のマーケットが新しい技術で結ばれることによって、投資はまさに国際的な規模で展開している。

全世界の投資家が日本の株式市場に関心を持つ理由はさまざまである。本稿では近年人気の高いアプローチをいくつか紹介し、その背後にある考え方を検証する。

1. ヘッジファンド

最もよく知られた新しい投資戦略の1つであるヘッジファンドが生まれたのは1940年代だが、それが大きく注目され、投資家の新たな関心を引き起こしたのは最近のことである。

規制から比較的自由である点、投資家が限定されている点、投資の選択肢が多様である点など、その専門性の高さでミューチュアルファンド（米国の投資信託）とは一線を画す。もうひとつ決定的な違いはレバレッジ投資である。ヘッジファンドはねらいをつけた投資機会を独占できるよう公に借り入れを行う（投資資本の10倍に及ぶこともある）。ヘッジファンドと公開ミューチュアルファンドを隔てる重要な違いは、ファンドのパートナーやマネジャーの報酬である。通常、ヘッジファンドマネジャーは毎年、運用資産の1%を超える手数料に加え、利益の20%を手にする。潜在的な報酬は莫大だが、それはまた他の投資家のリターンを最大化するというコミットメントにもつながる。株式や債券のロングポジションだけという従来の手法に代わるポートフォリオを追求するという点で、ヘッジファンドは「オルタナティブ投資」に分類されることが多い。

ファンドマネジャーの選択余地は広く、多種多様な戦略が利用される。よく知られたものには、株式ヘッジ、CTAマネージドフューチャーズ、グローバルマクロ、合併アービトラージ（裁定取引）、ディストレスト・オポチュニティ、転換社債アービトラージ、株式アービトラージ、債券レラティブバリューなどがある。

日本におけるヘッジファンドの主流はロング/ショート戦略であったが、日本企業の再編に乗じて株主価値の拡大を図るため、ディストレスト・オポチュニティ、合併アービトラージなどの戦略を用いるファンドもある。

2. 株価指数連動型投資信託 (ETF)

今やすっかり定着した株価指数連動型投資信託 (ETF) は、米国で長年にわたって多大な成功を収めてきた。その人気はもはや全世界に及んでいる。証券取引所で、まとまった複数企業の株式を1つの株式として低コストで簡単に保有できるため、機関投資家にとっても個人投資家にとっても魅力がある。その人気の高さゆえ、ETFの種類も爆発的に増えている。さまざまなマニフェスト（証券会社が当該企業から受ける委任内容）に基づいて選ばれた一連の株式に投資することができるうえ、大型・中型・小型ETF、部門別（テクノロジーなど）のバリュエ（割安）型・グロース（成長型）株式、国（日本）・地域（欧州）、高配当利回り、その他のキャップ付きアプローチなどから選択可能である。日本株をベースとしたETFは表1、ETFの資産規模と指数の推移は図1（p30）のとおりである。

3. 社会的責任投資 (SRI)

倫理的投資や社会的責任投資に関心を持つ投資家もいる。これは自らの倫理観に合った投資判断をしたい、あるいはリスク管理手段として、社会的責任の実績が乏しい企業は排除したいと考えるからである。こうした投資家は、さまざまなスクリーニング手法を用いて投資対象の選定を行っている。そのひとつがFTSE4Goodである。この画期的な指標は環境、人権、ステークホルダーという基準に対する企業のパフォーマンスを評価する。これらの基準は常にベストプラクティスを反映できるよう進化している。最も新しく導入された基準では、賄賂や汚職の防止策が問われる。SRIに対する需要の高まりは、日本市場に特化したFTSE4Good Japanという指標の誕生につながった。この指標に含まれるのは、CSR（企業の社会的責任）の国際基準を満たすと認められる日本企業190社である。野村アセットマネジメントはFTSE4Good Global 100 Indexに投資できる日本の投資家向けファンドを設定している。これはFTSE4Goodの基準をクリアした上位100銘柄を指標化したものである。日本企業は以下の12社が含まれる。キャノン、本田技研工業、松下電器産業、三菱UFJフィナンシャルグループ、日産自動車、NTT、NTTドコモ、セブン&アイ・ホールディングス、ソニー、三井住友フィナンシャルグループ、武田薬品、トヨタ自動車である。

4. シャリール投資

倫理的投資でもうひとつ伸びているのはシャリール（イスラム法）遵守投資である。Fiqh al Muamalat（金融取引に関するイスラム法）の原則に従って投資をしようとする投資家は、イスラム法学者の助けを借りて、シャリールを遵守しない企業をポートフォリオから排除しているが、イスラム法学者は、マレーシア、インドネシア、ドバイ、クウェート、英国、米国など世界中のイスラム社会に存在する。アジア太平洋地域ではイスラム系投資への関心が高く、現在では幅広い資産クラスを対象とした各種のシャリール関連指数がつけられている。FTSE SGX Asia Islamic 100 Indexはイスラム法の原則を遵守する企業の株式が対象で、トヨタ自動車、NTT、キャノン、本田

表1 日本市場のETF上場銘柄

| 商品名 | 運用委託会社 | 取引市場 |
|------------------------|--------|------|
| iシェアーズ日経225 | BGI | 東証 |
| トピックス・コア30 | 大和 | 東証 |
| 東証電機機器株価指数 | 大和 | 東証 |
| 東証銀行業株価指数 | 大和 | 東証 |
| トピックス | 大和 | 東証 |
| 日経225 | 大和 | 大証 |
| TOPIX Core 30連動型上場投資信託 | 野村 | 東証 |
| 東証電機機器株価指数連動型上場投信 | 野村 | 東証 |
| 東証銀行業株価指数連動型上場投信 | 野村 | 東証 |
| 日経225連動型上場投資信託 | 野村 | 大証 |
| TOPIX連動型上場投資信託 | 野村 | 東証 |
| 上場インデックスファンド225 | 日興 | 東証 |
| 上場インデックスファンドTOPIX | 日興 | 東証 |

(注) 大和：大和証券投資信託委託
野村：野村アセットマネジメント
日興：日興アセットマネジメント
BGI：パークレイズ・グローバル・インベスターズ投信

技研工業、武田薬品など日本の50銘柄も含まれる。イスラム法の規制により日本の銀行はいずれも除外されている。中東でオイルマネーが膨らみ続ける中、イスラム法学者が承認した企業にのみ投資する日本ファンドへの資金流入が期待される。

5. コーポレートガバナンス

優良企業を選ぶには、コーポレートガバナンス（企業統治）基準の高い企業を探す方法もある。調査によれば、この基準が高い企業は投資家向けサービス提供会社ISSが提供するコーポレートガバナンスのスコアであるCGQにおいて高い評価を得ている。コーポレートガバナンス評価の主な観点は以下のとおり。

- ・取締役会の構成および独立性
- ・監査プロセスの独立性および完全性
- ・取締役および社外取締役の報酬制度

コーポレートガバナンス基準は、投資家と公開企業間のエンゲージメントプログラム（対話）の基礎として用いられることもある。投資家はコーポレートガバナンスが不十分で評価が低めの企業を選び、そこに参与しながら当該企業のパフォーマンスや基準を改善する。これが株価の上昇につながることも多い。国際的な大手機関投資家の英ハーミーズ（Hermes）は株価引き上げのためにエンゲージメントプログラムを実施している有力企業のひとつであり、日本企業もその対象となっている。

6. 不動産

拡大傾向にある資産である。世界的に不動産投資への関心は高まっており、その優れた収益率ゆえに投資家の意欲がすぐに衰えることはないだろう。不動産投資とは、商業不動産やオフィス不動産、ショッピングセンターの保有など、家賃収入を生む不動産の保有、処分、開発であると定義される。いずれも国際投資家の分散投資に魅力的な機会となる。EPRA NAREIT Japan Indexは3年間にわたってFTSE Japanを110%上回るパフォーマンスを残している。

7. ファンダメンタル加重投資

大手年金基金などの長期投資家は株式市場の社会的目的に極めて関心が高い。これはリスク資本を長期投資へ導く働きをされると言われる。長期的な目標を持った投資家は「投機家」ではないため、パッシブファンドに投資しておくことが多い。株価変動やバブルのリスクを減らすため、これら賢明な投資家はパッシブポートフォリオの株式をウェイト付けする新たな手法を模索中である。英国を拠点とするグローバルリサーチ・フィナンシャルアドバイザー機関であるグローバル・ウェルス・アロケーション（GWA）は、ケインズの言う資本の限界効率に基づいてウェイト付けした手法を採用している。ポートフォリオ中の株式の加重は、その純利益、営業活動によるキャッシュフロー、簿価に関する相対的ポジションとして計算する。これらは企業の「富」の現在価値、またはディスカウントキャッシュフロー（DCF）で企業を評価する因子を表す。東証TOPIXの組成にGWAの手法が採用されているが、GWAの手法を踏まえた特別ファンドは、2002年のパフォーマンスに対して、モーニングスター社から5つ星の評価を獲得している。

本稿に述べる投資の詳しいパフォーマンスは、日本のFTSEまでお問い合わせください。

Tel. +81-3-3581-2811 e-mail: Paul.Hoff@ftse.com

