

わが国のインデックス・ファンド

内 田 ふじ子

本年四月二十四日に日経平均が構成銘柄を入れ替えた。同指数は、昨年からの好調な市場の牽引力となったサービス業やIT（情報技術）関連の銘柄が対象となっていなかったため、産業構造の変化を示さなくなっていることが指摘されており、実際、TOPIXと日経平均の動きは昨年半ばから乖離するようになっていた。マーケットモニターや各種資産運用の評価基準という機能を考えると、市場インデックスは市場実態を表すものでなければならず、対象銘柄の入れ替えはやむを得なかったといえる。しかし、銘柄の入れ替えが

発表されてから、新規採用銘柄が値を上げる一方で、除外されることになった銘柄のほとんどが大幅に値を下げるなど、一時的とはいえ市場に実体経済とは無縁の混乱を引き起こした。今後、日経平均は組み入れ銘柄の選定基準を改定し、定期的に見直されることとなったが、銘柄の変更が頻繁に行われることで、指数の連続性についても疑問が投げかけられている。

市場インデックスはインデックス型投資信託や株価指数先物のような投資対象としての役割も担っており、それらの商品のパフォーマンスに影

響を及ぼすことになる。昨年から日経平均連動型
 投信のパフォーマンスはTOPIX連動型に劣後
 することが多くなり、残高も大きく減少してい
 る。確定拠出型年金制度の導入を控えて、パッシ
 ブ運用の代表的商品として今後注目されるであろ
 うインデックス型投信（インデックス・ファン
 ド）について概観した。

一、インデックス・ファンド登場 の背景と特徴

インデックス・ファンドは、株式や債券の市場
 全体の動きを表す指数（インデックス）に連動す
 る運用成果を目指すファンドであり、七〇年代に
 アメリカで生まれた。当時アメリカでは市場の効
 率が論じられており、株価に影響を与える情報
 は、瞬時に価格に反映されるため市場平均以上の

成果を上げ続けることはできないという効率的市
 場仮説が受け入れられていた。インデックスによ
 る運用は、幅広い分散投資による個別リスクの減
 殺効果のほかにも、銘柄選択のための情報収集や
 分析などのコストがアクティブ運用に比べて格段
 に小さいことや組み入れ銘柄は原則として変わら
 ないことから売買コストもあまりかからないとい
 うメリットがある。したがって、一般に信託報酬
 は他のタイプのファンドより低い。また、運用成
 果が、運用会社やファンドマネージャーの運用能
 力ではなく主として市場動向によって決まるた
 め、ファンド間のパフォーマンスにバラつきが小
 さい。そのようなメリットがあるため、市場の効
 率性に関して反証があげられるようになっても、
 アメリカの投信市場で根強い人気を保ってきた。
 アメリカではインデックス型運用に特化している
 運用会社もあり、さまざまなインデックスが開発

され、それらを用いた商品が販売されている。昨
 年はバンガード社が運用するインデックス・ファ
 ンドであるバンガード五〇〇（S&P五〇〇連動
 型インデックス）の運用資産額が代表的アクティ
 ブファンドのマゼランファンドを上回ったことや
 新しいタイプのインデックス・ファンド（上場イ
 ンデックス・ファンド（後出）が話題となった。
 アメリカでは401kにもとづく資産運用の多様
 なニーズに応えるツールとしてインデックス・
 ファンドが改めて脚光を浴び始めているというこ
 とだ。

二、残高が減少傾向のわが国のイ ンデックス・ファンド

わが国のインデックス・ファンドは八五年に日
 経五〇〇連動型のファンドとして初めて導入され

て以来、上昇相場を背景に日経平均やTOPIX
 連動ファンドが相次いで設定され、急速に成長し
 た。しかし九〇年になってから不人気となった。
 とくに、九〇年代後半からの二極化相場では銘柄
 を選別して集中投資するアクティブ運用のほうが
 高いパフォーマンスを上げることができたため、
 インデックス・ファンドの人気はさらに離散し
 た。九八年後半に残高の減少にはストップがか
 かったものの、株式投信残高に占める割合はさら
 に低下し本年四月末で約八・四%となっている。
 現在、インデックス・ファンドがベンチマーク
 としている主な株価指数は、日経平均、TOPIX、
 X、日経三〇〇である¹⁾。ファンド数でも残高でも
 もっとも多いのは日経平均連動型である。ただ
 し、九八年後半からTOPIX連動型投信の残高
 が増加に転じているのに対して、日経平均連動型
 は引き続き減少傾向となっている。その原因はべ

図2 日経300連動型上場投信
1995年5月～2000年5月

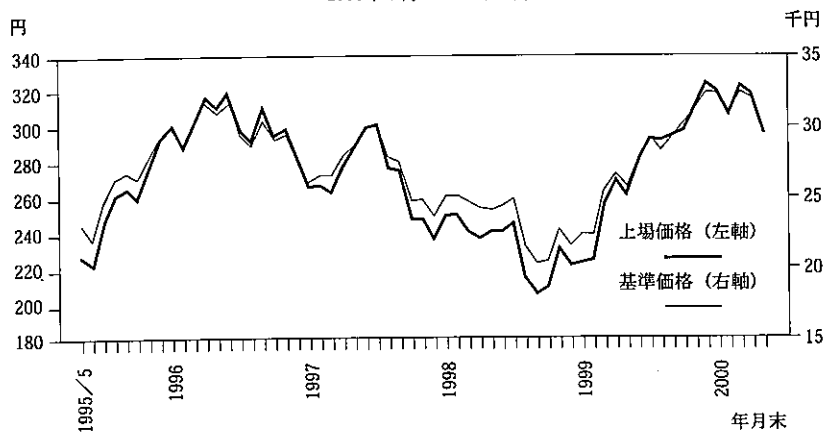
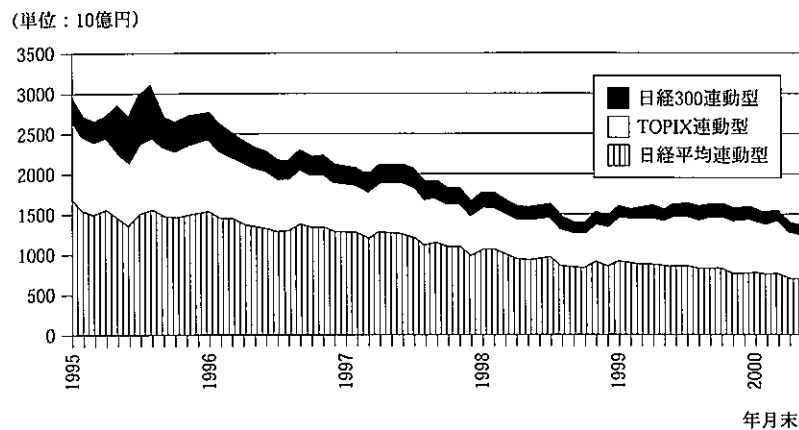


図1 インデックス型投信の残高
1995年1月～2000年5月



データ：投資信託事情調査会

ンチマークの日経平均にあることは先に述べたとおりである。本年五月末で日経平均連動型は四五本(残高合計七千億円)、TOPIX連動型は二七本(同六千億円)、日経三〇〇連動型二七本(同九百億円)である(図一)。

三、上場インデックス・ファンド

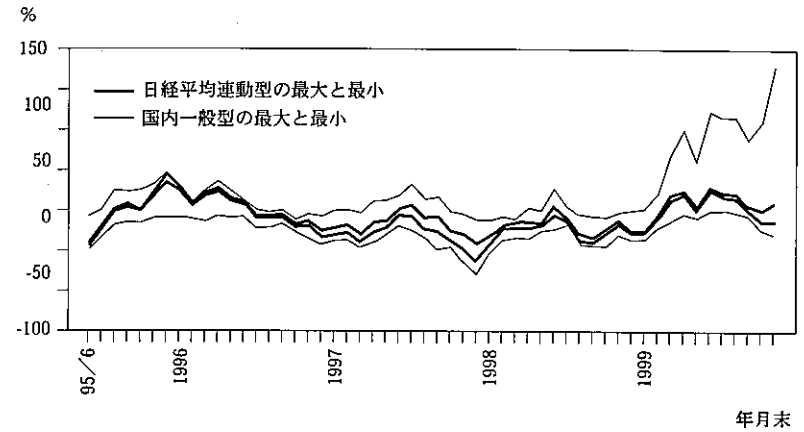
アメリカでは、アメリカン証券取引所などに上場されている上場インデックス・ファンド(Exchange Traded Fund; ETF)が企業年金やヘッジファンドのほか個人にも活発に売買され、既存のファンドに影響を及ぼすほどの人気だという(日経金融新聞五月十八日、二十六日)。オープン・エンド型であるため市場価格とインデックスとの連動性が高く、株式のように取引時間中いつでも売買できるという従来のインデックス・

ファンドにない点が人気の理由であるとされている。わが国にも日経三〇〇株価指数連動型上場投資信託という契約型の上場インデックス・ファンドがある。九五年五月に設定され、その受益証券が全国の証券取引所に上場されて株式と同じように取引されている。設定当初は三千六百億円もの資金を集めて注目されたが、現物株式との裁定が行われ(図2)、上場口数は約十五億口から本年五月末では十分の一の約一億七千億口にまで減少している。売買も現在は必ずしも活発に行われているとはいえない。

四、比較的安定したパフォーマンス

図3は日経平均連動型の運用成績の分布を、国内株式型一般型ファンドの運用成績と対比させて

図3 騰落率分布
1995年6月～1999年11月



データ：「投資信託」(証券投資信託協会)

みたものである(資産総額十億円以上のファンドの過去六カ月間の運用成績のうち最大のものと最小のもの)。インデックス型運用のパフォーマンスは最大と最小の格差が小さく、レベルも比較的安定していることが見て取れる。ほとんどの月で日経平均連動型ファンドのパフォーマンスは一般型の分布範囲内に収まっているが、九五年後半から九六年では、アクティブ運用のファンドよりパフォーマンスが良かったが、九八年後半からは相対的にみて低めのパフォーマンスしかあげられなかったこともわかる。

五、日経平均連動型のほうが連動性が高い

インデックス型投資信託はそのファンドの運用成績がベンチマークとしたインデックスの動きと

連動するように設計された投資信託であるから、優れたファンドかどうかはインデックスとの連動性の高さで評価されるべきである。すなわち、インデックス・ファンドに関しては、優れたファンドとは高い運用成績をあげているファンドではなく、インデックスとの連動性の高いファンドということができる。証券投資信託協会が九五年五月から昨年一月まで行っていた投資信託の運用成績公開制度では、インデックス・ファンドの分配金込み基準価額の騰落率と当該ファンドが連動を目的とする指数の騰落率の指数対比率⁽²⁾を公表していた。それによると、六カ月ほどの短期間ではほとんどのファンドで一〇〇%前後の高い連動性を示している。ただし、どのファンドも一年、三年、五年と対象期間が長くなるにつれて連動性は低下する。連動性の尺度としてよく用いられるトランキング・エラー(ファンドの運用成績とイン

デックスの変動の差のばらつき)を九五年六月から九九年十一月について計算してみると、期間六カ月のパフォーマンスもファンドによって連動性に差があることがわかる。計算対象としたのは、期間中すべてのデータが得られた純資産十億円以上のファンドで、日経平均連動型が二十七、TOPIX連動型が十四、日経三〇〇連動型が十四ファンドである。概して、日経平均連動型のトランキング・エラーは、TOPIX連動型に比べて小さかった。日経平均連動型といっても日経平均を構成している二二五銘柄をすべて組み入れているファンドはないが、二二五銘柄の単純平均という指数のシンブルさが連動を容易にしているものと思われる。一方、TOPIXと日経三〇〇は時価総額加重方式の指数であり、とくにTOPIXは対象が千三百銘柄を超えているため連動性の高いファンドを構築するためには高度なテクニッ

クが要求されよう。連動度を高めるためにファン
ドごとに独自の手法が用いられているようであ
る。

六、資産規模と連動性の関係

一般に純資産総額が大きければ新規購入や解約
に伴う資金の出入りで運用効率が低下することが
少ないため、資産総額が大きいインデックス・
ファンドでは運用成績がインデックスから大きく
乖離することはないだろうと予想される。イン
デックス・ファンドの資産総額は現在一千億円台
のものから十億円未満のものまでであるが、実際
に資産総額が大きいファンドは小さいファンドより
インデックスとの連動性は高いだろうか。前節の
サンプルで簡単に検証してみると、規模が極めて
小さいファンドの連動性は低いという傾向しか伺

われなかった。連動性を高めるためにはもっと資
産規模を大きくする必要があるのではないだろう
か。

七、新しいインデックス

ここでは株式市場全体（東証一部）の動きを
フォローする代表的なインデックスだけをみてき
たが、東証や日本経済新聞社または証券関連会社
などはその他各種の株価指数を発表している。九
八年頃からは世界的な株式市場間競争の激化や投
資信託や年金などの資金運用のスタイルの多様化
を背景にさまざまな新指数が開発されている。東
証の「TOPIXニュー・インデックス・シリー
ズ」六種類や「配当込みTOPIXシリーズ」、
「S&P/TOPIX一五〇」、毎日新聞社の株価
指数「日本株三〇」などである。国際分散投資の

観点からは、グローバルな株価指数としては機関
投資家によく利用されるMSCI（モルガン・ス
タンレー・キャピタル・インターナショナル）に
加え、今年になってS&Pが東証、ニューヨーク
証券取引所、ドイツ証券取引所と共同で世界株指
数を開発したとの報道もあった。

今後年金基金や個人の資産運用上の多様なニ
ーズに配慮るかたちで、これらの新しい指数を用い
たインデックス・ファンドが設定されるようにな
ろう。乱立する各種指数のうちどれを選ぶか、ど
のように連動性を高めていくか、ファンドマネー
ジャーの先見性と力量が問われることになる。わ
が国のインデックス・ファンドは現在人氣が離散
しているが、二極化相場が崩れて幅広く銘柄が物
色されるようになればインデックス・ファンドも
見直されるようになるだろう。

チャールズ・エリスは著書「敗者のゲーム」

（鹿毛雄二訳）のなかで、退屈で、非創造的で、
安上がりで、「頭を使う必要のない」この運用方
法が、長期的には大きな成果をあげている、と
言っている。

（注）

- (1) 日経三〇〇（日経株価指数三〇〇）は、九三年十月から
算出・公表されている東証第一部上場の主要三〇〇銘柄で
構成される時価加重平均方式の株価指数で、八二年十月一
日の時価総額を一〇〇とする。構成銘柄は年一回定期的
に入れ替える。（日経二二五とTOPIXシリーズの指数の
概要については「証券レビュー」本年二月号の原田論文参
照。）
- (2) 指数対比率Ⅱ（対象期間の分配金込み基準価額の騰落率
（%）＋一〇〇（%））／（対象期間の指数の騰落率（%）＋一
〇〇（%））×一〇〇。一〇〇に近いほど連動性が高い。

本稿執筆に当たり、㈱投資信託事情調査会の島田知保様に
純資産残高のデータを提供していただきました。ありがとう
ございました。

（つちだ ふじこ・当研究所主任研究員）