

万人のための年金運用入門（7）－ベンチマーク（下）

前回は、代表的なベンチマークである国内株式・国内債券の市場インデックスの問題点を検討しました。今回は、国内株式のベンチマークとして、どのようなインデックスが望ましいのかについて、考えてみたいと思います。

年金運用にとって、ベンチマークは、リスク管理や運用機関のパフォーマンス評価を行う上で重要な指標となりますが、ベンチマークの設定に際しては、各インデックスの特徴を理解し、基金の運用内容に相応しいものを選択することが重要です。

TOPIX は日経平均株価と並んで知名度が高く、多くの基金がベンチマークとして採用しています。しかし、前回指摘した通り、①対象が東証 1 部のみ、②親子関係株式や持ち合い株式の影響などの問題があります。①については、店頭市場の規模が東証 2 部を上回るなど（図表 1）、株式市場の多様化も進んでおり、適切なリスク・リターン管理のためには、国内株式市場全体を対象とするインデックスをベンチマークとする方が望ましいでしょう。

図表 1 各国内株式市場の時価総額 (10億円)

市場	時価総額	
	金額	%
東証 1 部	287,019	95.0
東証 2 部	5,634	1.9
店頭市場	8,018	2.7
ナスダックジャパン	911	0.3
マザーズ	542	0.2
合計	302,124	100.0

注) 時価総額は 2001 年 9 月末時点。

日経総合株価指数や各証券会社が提供する総合インデックスでは、東証 1 部以外の市場の銘柄もカバーしており、また、Russell/野村では、安定株数分の控除により、上記②についての調整も加えられています。いずれも TOPIX との相関は高く、長期的なリスク・リターン特性に大きな違いはないと思われませんが、単年度毎のリターンには差が生じています。たとえば、大和の 99 年度のリターンは TOPIX を 5.8% も上回る結果となっています（図表 2）。

図表 2 各総合インデックスと TOPIX との比較

年度	TOPIX	日経総合株価指数		Russell/野村トータルインデックス		大和日本株インデックス総合	
	(配当込)	月次リターン	差異	月次リターン	差異	月次リターン	差異
89	-9.3%	-7.0%	2.3%	-8.4%	0.9%	-6.2%	3.1%
90	-10.9%	-10.9%	0.0%	-10.9%	0.0%	-10.8%	0.1%
91	-27.4%	-27.7%	-0.2%	-27.4%	0.0%	-28.3%	-0.9%
92	1.9%	1.2%	-0.7%	1.1%	-0.8%	0.5%	-1.4%
93	10.0%	10.2%	0.3%	9.6%	-0.4%	10.6%	0.7%
94	-15.6%	-16.1%	-0.5%	-16.0%	-0.4%	-16.3%	-0.7%
95	26.1%	25.5%	-0.6%	25.8%	-0.3%	25.6%	-0.6%
96	-15.4%	-15.6%	-0.2%	-13.1%	2.3%	-16.1%	-0.7%
97	-8.0%	-8.7%	-0.7%	-7.2%	0.8%	-9.5%	-1.5%
98	2.2%	2.8%	0.6%	3.3%	1.1%	3.8%	1.6%
99	35.5%	36.8%	1.3%	34.2%	-1.3%	41.3%	5.8%
2000	-24.6%	-24.7%	-0.1%	-21.7%	2.8%	-25.5%	-0.9%
銘柄数	1,496	---		約 1,800		3,437	
平均	-3.0%	-2.8%	0.1%	-2.6%	0.4%	-2.6%	0.4%
標準偏差	19.2%	19.4%	0.9%	18.5%	1.2%	20.5%	2.2%
TOPIXとの相関係数	---	0.999		0.994		0.998	

注) 各種資料よりニッセイ基礎研究所にて作成。
差異は各インデックスの年度リターン－TOPIX の年度リターン。

逆に、Russell／野村は99年度にTOPIXを1.3%下回りましたが、2000年度は2.8%上回っています（図表2）。これは、安定株数の多い通信セクターの銘柄ウェイトを低く調整したため、ITバブルの形成・崩壊局面で、TOPIXに比べて変動が小さくなったからです。

公的年金の積立金を運用する年金資金運用基金では、TOPIXをベンチマークとして、最終的にパッシブ運用を中心に約18兆円を国内株式で運用する計画です。その場合、安定株数分の調整をしていないTOPIXをベンチマークとすることによって、個別銘柄の需給逼迫→株価形成の歪みといった影響が大きくなることも考えられます。

一方、アクティブ運用を行う場合、各運用機関の運用スタイルに応じたインデックスをベンチマークとすることが望ましいでしょう。各運用機関は、独自のスキルに基づいた運用を行いますが、もしもベンチマーク（TOPIX）からの乖離を抑えようとするれば、スキルを生かした運用を阻害する結果になってしまいます。また、パフォーマンス評価する際も、超過収益が運用機関のスキルによるものか、市場環境によるものか判断が難しいでしょう。

そこで、各運用機関の運用スタイルに合わせたカスタマイズド・インデックスを作成し、これをベンチマークとすることが最適といえます。しかし、カスタマイズド・インデックスの作成・維持の負荷を考えれば現実的ではなく、代替手段として、スタイル・インデックスを利用することが考えられます。

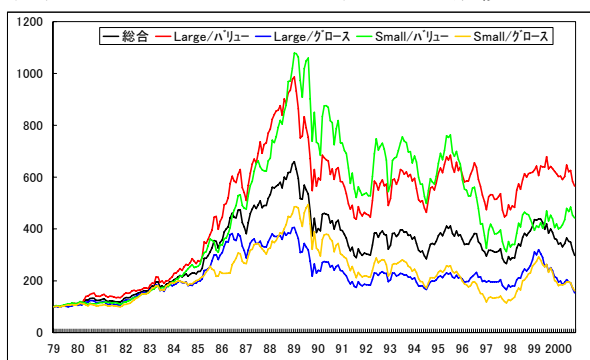
スタイル・インデックスとは、ファンド・マネジャーのパフォーマンスが、大型／小型、バリュー／グロースという4つの軸で分類されることから、それぞれの基準に応じ作成されたサブ・インデックスです。ただし、分類方法については、各社毎に基準が異なるため、ベンチマークとして用いるには留意が必要です（図表3、4）。

図表3 スタイル・インデックスの概要

	Russell／野村	大和	日興／Barra
投資対象	全上場、店頭	東大名上場、店頭、東証マザーズ、ナスタック・ジャパン	上場・店頭全銘柄
組み替え	年1回（12月末）	年2回（6.12月末）	年2回（6.12月末）
規模の分類基準	時価総額	時価総額	時価総額
規模の分類	Large(Top,Mid)/Small	大型(TOP,NEXT)/小型	大型/小型
バリュー/グロース	修正済PBRで分類	合成指標を個別に適用	合成指標を使用
備考	安定株数分を控除	補完部分を設定	大型のみスタイル分類

注) 各種資料よりニッセイ基礎研究所で作成。

図表4 スタイル・インデックスの推移



出所) Russell／野村スタイル・インデックス。

以上のように、国内株式運用において、基金全体としては、安定株数分の調整を行った国内株式市場全体を対象としたインデックスを、アクティブ運用を行う運用機関毎には、それぞれの運用スタイルに応じたスタイル・インデックスをベンチマークとするのが、最適な方法の一つといえるでしょう。これにより、運用機関のスキルを最大限に生かすとともに、基金全体のリスクは市場リスクに合わせて管理できるわけです。