

万人のための年金運用入門（17）－ 株式インデックス・ファンド（1）

年金運用にとって、株式インデックス・ファンドは今や欠かせない存在となっています。そこで、今回から2回にわたり、TOPIX 連動型インデックス・ファンドを例に、その特徴や構築方法、活用方法などについて紹介します。

インデックス・ファンドとは、ベンチマークに連動することを至上命題とするファンドのことで、従って、ベンチマークに負けることはもちろん、勝つことも狙っていません。この点がインデックス・ファンドの最大の特徴と言えます。年金向け投資顧問商品のほか、個人投資家向けも含めた投資信託や上場投資信託(ETF)など多数の商品があります。

株式インデックス・ファンドの構築方法には、大きく分けて2つあります。一つは完全法と呼ばれ、ベンチマークを構成している全銘柄を、ベンチマークの作成ルールどおりファンドに組入れる方法です。TOPIX 連動型インデックス・ファンドの場合は、東証1部上場（整理ポスト除き）の約1,500銘柄を時価総額ウェイトで組み入れます。ただし、実際には最低売買単位の制約があるため、各銘柄のウェイトをTOPIXと完全に一致させることはできません。

もう一つは、ベンチマーク構成銘柄の中から銘柄を選んで投資する、サンプル法と呼ばれる方法です。この方法には、層化抽出法や最適化法などがあります。層化抽出法とは、銘柄を業種や規模などのグループ（層）に分け、各グループから銘柄を選ぶ方法です。ファンドに組み入れる銘柄数をある程度多くする必要がありますが、ベンチマーク連動性は安定的です。

最適化法とは、ファンドとベンチマークの価格変動特性（リスク特性）のズレが最も小さくなるように、投資銘柄とそのウェイトを求める方法です。少数銘柄でファンドを構築できるなどの利点があり、広く利用されているようです。ただ、過去一定期間のデータを用いてリスク特性を推定するため、時期によっては、ベンチマーク連動性が不安定になる場合もあります。

図表1：TOPIX 連動型インデックス・ファンドの構築方法

完全法		TOPIXを構成する約1500銘柄の全てを、時価総額ウェイトどおり組入れる。
サ ン プ ル 法	層化抽出法	TOPIX構成銘柄を業種や規模などのグループに分け、各グループからいくつかの銘柄を抽出する。
	最適化法	ファンドとベンチマークの価格変動特性(リスク特性)のズレをできるだけ小さくする。

インデックス・ファンドは受け身の（パッシブ）運用と言われますが、一度ファンドを設定したら、後は放っておけば良いわけではありません。新規上場や自社株消却などによって日々変化するベンチマークに合わせて、ファンドをリバランスする必要があります。このベンチマークの変化（2001年度）は延べ1,400件以上、日数ベースで約100日にも及びました。完全法で厳密に運用する場合には、2～3日に1回ものリバランスが必要になる計算です。

さて、インデックス・ファンドの定量的な運用評価には、トラッキング・エラーと超過収益率が用いられます。トラッキング・エラーは、通常、ファンドとベンチマークのリターン差の標準偏差で計算され、この値が小さいほど良いと言えます。しかし、トラッキング・エラーを小さくするため頻繁に売買すると、売買コストが嵩みます。いかにトラッキング・エラーが小さくても、コスト控除後のリターンが常にベンチマークに負けるようでは、優れたインデックス・ファンドとは言えません。

近年、マネージャー・ストラクチャー見直しの一環で、アクティブ・ファンドの一部をインデックス・ファンドに移行する例が多いようです。過去、アクティブ・ファンド全体のコスト控除後のパフォーマンスが、ベンチマーク並みもしくはそれ以下であったという研究結果なども、その背景の一つとなっているようです。ベンチマークを上回る超過リターンの獲得を期待してアクティブ・ファンドを採用しても、せいぜいベンチマーク並みの成果しか得られないのであれば、相対的にリスクの小さいインデックス・ファンドを採用した方が得策という訳です。

相対的に小さいリスクで、同程度のパフォーマンスが得られることは、たしかにスポンサーにとって魅力的でしょう。しかし、好成績を収めるアクティブ・ファンドが存在することも事実で、闇雲にインデックス・ファンドに切り替えることは、せっかくのチャンスを放棄していることになりかねません。厚生年金基金連合会の『厚生年金基金のリスク管理－2次報告』で示された考え方を、“インデックス・ファンド寄り”に解釈すれば、次のようになるでしょう。

“そもそもインデックス・ファンドは、市場の効率性をより所にしている。効率的市場仮説によれば、市場が完全に効率的であれば、市場ポートフォリオを上回る超過リターンは得られない。従って、市場が高度に効率的だと考えるなら、インデックス・ファンドだけを採用すべきだ。一方、市場の効率性に懐疑的な立場であったとしても、コスト控除後で超過リターンを獲得できる「優秀なアクティブ・マネージャー」を継続的に選択できる“確信”があれば、いっそのことインデックス・ファンドだけで運用すべきである”、と。（次号に続く）

図表 2：インデックス・ファンドかアクティブ・ファンドか

