

万人のための年金運用入門（18）－ 株式インデックス・ファンド（2）

今回は、TOPIX 連動型インデックス・ファンドの特徴や構築方法、活用方法などを説明しました。今回は、最近人気が高まっている完全法インデックス・ファンドに焦点を当て、利用に際しての留意点や、市場への影響について解説します。

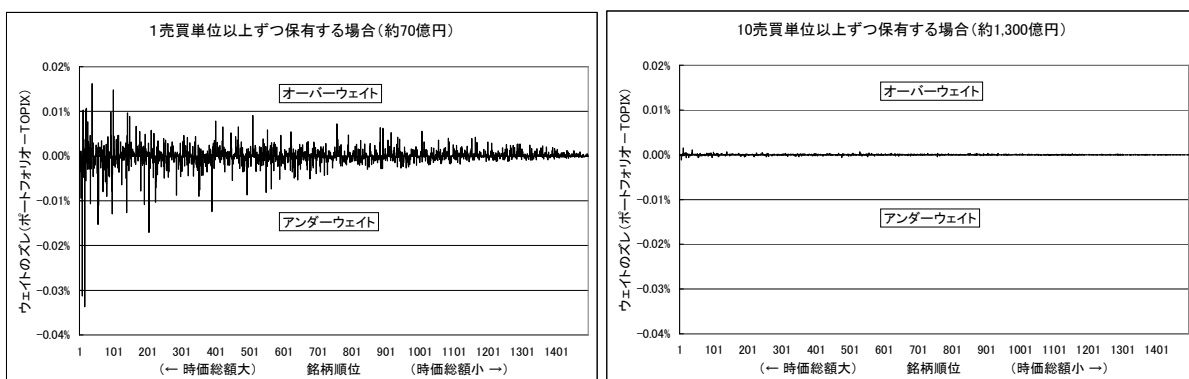
少し前までは、「少ない銘柄でいかに TOPIX に連動させるか」が運用機関の腕の見せ所だと考えられていたため、最適化法や層化抽出法などの手法が主流でした。しかし、大手運用機関が完全法を用いて低水準のトラッキング・エラー（TE）を実現している欧米の状況が次第に明らかになり、また、売買手数料の自由化やトレーディング手法の発達などによって、わが国でも完全法が広まり始めています。

現在のところ、完全法で運用しているファンドは、公的年金や上場投資信託（ETF）などの大規模ファンドが中心のようですが、数百億円規模の完全法による運用をインハウスで始めた基金もあります。このように完全法は、TE を極小化する最良の運用手法とされ、人気が高まりつつあります。中には“完全法至上主義”のような声を耳にすることもあります。厳密には“完全”ではありませんし、完全法ゆえに不合理な投資をしている可能性があります。

まず、前回、最低売買単位の制約があるため、完全法であっても各銘柄のウェイトを TOPIX と完全一致できないことを説明しました。どの程度のファンド規模があればこの影響を実務的に許容できるほど小さくできるかですが、例えば、TOPIX 構成全銘柄を 1 売買単位以上ずつ保有して完全法ポートフォリオを構築するには 70 億円程度の資金が、同様に 10 売買単位以上ずつ保有するには 1,300 億円程度の資金が必要となります。

売買単位の影響を見ると、1,300 億円で完全法ポートフォリオを構築した場合でもウェイトのズレが若干あることが分かります（図表 1）。単元株制度の導入（額面制度の廃止）や東証の要請（最低売買金額を 50 万円未満に）などを受け、株式分割や売買単位の引き下げが進んだため、以前よりもウェイトを合わせやすくなりました。しかし、いかに大きなファンドでも、このズレがゼロになることはなく、TE を生む要因として残ります。

図表 1：ファンド規模と売買単位の影響（2002 年 8 月 1 日時点）



次に、新規上場や東証2部からの指定替えで新たに TOPIX に組入れられる銘柄がある場合、TOPIX の算出ルール（図表2）を忠実に模倣する完全法では、組入れ前日の大引けでその銘柄を購入することになります。売買手数料の影響を除けば、TOPIX と同じパフォーマンスを上げることができ、TEも超過リターンも殆ど発生しません。これは一見合理的な行動に見えますが、他の投資家に先回りされて、実は割高な価格で購入している可能性があります。

図表2：TOPIX 新規組入れ・除外時の算出ルール

	組入れ・除外日	基準時価総額の修正に用いる株価	
組入れ	他市場上場銘柄の東証1部上場、東証上場銘柄の株式移転・株式交換	新規上場日の翌営業日	組入れ前日の株価 (=新規上場日の株価)
	東証2部から1部への指定替え	指定替え日	組入れ前日の株価
	東証1部への直接上場	新規上場日の翌月の応答日の翌営業日	組入れ前日の株価 (=翌月の応答日の株価)
除外	東証1部から2部への指定替え	指定替え日	除外前日の株価
	上場廃止	上場廃止日	除外前日の株価 (=最終売買日の株価)
	整理ポスト割当	整理ポスト割当日の翌々営業日	除外前日の株価 (=整理ポスト割当翌日の株価)

東京証券取引所『TOPIX(東証株価指数)およびサブインデックスの算出要領』より作成

また、TOPIX 構成銘柄が株式移転や株式交換方式で持株会社を設立して完全子会社となる際、元の銘柄は上場廃止となり、約1週間後に持株会社が上場するケースが多く見られます。現在の TOPIX 算出ルールでは、元の銘柄を上場廃止と同時に TOPIX から除外し、持株会社を上場の翌日から TOPIX に組入れます。従って、TEや超過リターンが生じないようにするには、上場廃止に合わせて一旦売却し、持株会社株式を上場日の大引けで“買戻し”する必要があります。しかし、当然ながら往復分の売買手数料がかかりますし、前述のような先回りによって、割安な価格での売却や割高な価格での購入を強いられるかも知れません。

TOPIX の算出ルールに忠実に従って売買を行えば、確かにTEや超過リターンが抑えられ、インデックス・ファンドとしての定量評価は良く見えるでしょう。しかし、実は“隠れたコスト”を負担している可能性があります。しかも、このような完全法によるインデックス・ファンドが増えれば増えるほど、このコストは増大することになります。

更に、このことがアクティブ運用に超過リターン獲得の機会を与えており、ロング・ショート戦略のヘッジファンドが伸びている背景にもなっているとの指摘もあります。そもそも、インデックス・ファンドの理論的根拠は「市場は高度に効率的で、超過リターンの獲得は困難」ということだったはずで、TEを重視するあまり、単なる“インデックス・トラッキング運用”に陥り、自ら市場の効率性を低下させるという皮肉なことにもなり兼ねません。

TEの極小化にこだわり過ぎなければ、新規組入れ銘柄の購入タイミングを前後にずらすなどの工夫も可能ですが、現状では、こうした裁量を与えても運用評価のフレームワークが確立されていません。スポンサーとしては、“隠れたコスト”を負担してTEの極小化を重視するか、最終的な投資収益を追求するかを選択について、改めて考えるべきではないでしょうか。