

国内株式ベンチマークについて

ベンチマークは政策アセット・ミックスを策定する際の基準(政策ベンチマーク)、および運用機関を構成し運用結果を評価する際の基準(マネジャーベンチマーク)となります。現在、国内株式の運用では、政策ベンチマーク、マネジャーベンチマーク共にTOPIXが最も多く採用されています。また最近の動きとしてスマートベータやESG指数をマネジャーベンチマークとした運用が行われるなど、マネジャーベンチマークの多様化が進んでいます。

ベンチマークの意義と役割

ベンチマークという言葉には「基準」や「水準」といった意味があります。年金運用においてはTOPIXなどのインデックスをベンチマークとして用いることで、政策アセット・ミックスの策定や運用管理・評価を行っています。ベンチマークの役割には、大きく分けて「政策ベンチマーク」と「マネジャーベンチマーク」の2つがあります。

① 政策ベンチマーク

年金基金は、年金受給者や加入者に対して将来の年金給付を確実にを行うため、中長期的な資産運用の観点から、運用目標を設定する必要があります。ベンチマークを用いることで各資産の将来のリスク・リターン特性を予測するとともに、各資産の相関係数を推定し、必要とされる運用目標を達成するための政策アセット・ミックスを策定することができます。

② マネジャーベンチマーク

年金基金は運用目標を達成するために、基金の投資戦略に合致した運用機関構成(マネジャー・ストラクチャー)を構築します。このときベンチ

マークは採用するマネジャーの投資対象や投資スタイルを特定する役割を果たします。さらにベンチマークは年金基金が一定の期間毎に、基金全体の運用結果を振り返るとともに、個々の運用機関に対しパフォーマンス評価を実施する際の基準となります。

ベンチマークに求められる要件

一般的に年金運用のベンチマークに求められる要件として、以下にあげる10の特性が挙げられます¹。しかし、マネジャーベンチマークについてはスタイル運用やESG投資などの運用目的によって必要とされる要件が異なるため、代表性や規範性など一部の要件が満たされない場合もあります。

① 代表性

特定の市場に偏ることなく、市場に存在する投資可能な銘柄を広範囲にカバーしている。

¹ 参照: J.V. Bailey(1992) 'Are Manager Universes Acceptable Performance Benchmarks?', 企業年金連合会「企業年金 ベンチマークハンドブック 平成20年3月」

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

② 規範性

CAPM理論によれば、マーケットポートフォリオ（時価加重ポートフォリオ）が最も効率的なポートフォリオとなる。

③ 透明性

ベンチマークとなるインデックスは、透明性の高い一貫したルールで構築されなければならない。

④ 投資可能性

浮動株調整やマーケットにおける流動性が考慮されていることが望ましい。

⑤ 継続性

ベンチマークは過去及び将来に対してもその継続性が担保されなければならない。

⑥ データの正確性、利便性

利用するインデックスは、正確かつ利便性の高いものでなければいけない。

⑦ 低い回転率

運用コストの観点から、市場を適切に反映させつつ、低い回転率を実現したインデックスが望ましい。

⑧ 関連商品の充実

株価指数先物等のデリバティブ商品が充実している方が望ましい。

⑨ サブインデックスの充実

バリュー/グロース、サイズといったサブインデックスの充実が望ましい。

⑩ 普及性

将来も指数の改善が期待できる普及率の高いインデックスが望ましい。

代表的な国内株式ベンチマーク

メディアで日常的に掲載されたり、実際に国内株式の運用でベンチマークとして用いられたいすることの多いインデックスには以下のようなものがあります。

(ア) 日経平均株価

(算出開始日: 1950年9月7日)

東証第一部に上場する銘柄から選定された225銘柄のみなし額面で換算した構成銘柄株価の金額を「除数」で割って算出します²。

日本において現在もっとも古くから用いられている株価指数であり、認知度が高く先物やデリバティブなどの関連商品が充実しているといったメリットがあります。一方で、値嵩株の影響を受けやすく、東京証券取引所全体の動向を必ずしも反映していないというデメリットがあります。

(イ) TOPIX

(算出開始日: 1969年7月1日)

東証第一部に上場する内国普通株式全銘柄の浮動株時価総額加重平均を算出しています。

東証第一部の全銘柄を対象とするため代表性に優れており、先物やデリバティブなどの関連商品も充実していることから国内株式のベンチマークとしては最も多くのファンドに採用されています。一方で、流動性の低い銘柄も含まれている、コーポレートアクションに伴う銘柄の組入比率変更が頻繁にあるというデメリットがあります。

(ウ) MSCIジャパンインデックス

(算出開始日: 1969年12月31日)

日本に上場する浮動株調整時価総額上位約85%の銘柄の浮動株時価総額加重平均を算出しています。

グローバル投資における日本株の国・地域別インデックスとして主に用いられています。大・中型銘柄で構成されるため流動性が高い一方で、時価総額、銘柄数の点でカバーしている範囲がTOPIXと比べて狭く代表性に劣る面があります。

(エ) FTSEジャパンインデックス

(算出開始日: 1986年12月31日)

日本に上場する浮動株調整時価総額上位86~92%の銘柄の浮動株時価総額平均を算出

² ダウ式と呼ばれる算出方法

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

ています。

MSCIと同様にグローバル投資における日本株の国・地域別インデックスとして用いられています。しかし、普及率はMSCIに劣っています。

(オ) Russell/Nomura日本株インデックス

(算出開始日:1995年12月)

日本国内の全上場銘柄のうち浮動株調整時価総額上位98%の銘柄の時価総額加重平均を算出しています。

国内株式インデックスにおけるLarge/SmallやValue/Growthといったスタイルインデックスの先駆けです。投資可能な銘柄を選定しつつ時価総額ベースでのカバー率が高いため、TOPIXに比べて投資可能性に優れる一方で、小型株の代表性に劣ります。

(カ) JPX日経インデックス400

(算出開始日:2014年1月6日)

東証を主たる市場とする銘柄から選定された400銘柄の時価総額加重平均を算出しています³。「持続的な企業価値の向上を促し、株式市場の活性化を図る」ことを企図しており、企業の収益性、資本効率(ROE)、コーポレートガバナンスなどを考慮した銘柄選定を行っています。

各ベンチマークの採用状況

国内株式の運用において政策ベンチマーク、マネジャーベンチマーク共にTOPIXが最も多く用いられています。一方で、スマートベータやESG指数といった比較的新しいインデックスも含めたTOPIX以外のインデックスをマネジャーベンチマークとして採用するケースも見られます。

① 政策ベンチマークの採用状況

図表1で示した主要公的年金の政策ベンチマークの一覧で見られるように多くの国内の年金

基金では政策ベンチマークをとしてTOPIXを用いています。TOPIXは東証第一部上場の全銘柄をカバーして代表性に優れています。さらに後述するように実際に多くのファンドでベンチマークとして用いられていることから政策ベンチマークとマネジャーベンチマークを一致させるという点でも年金基金にとってベンチマークとして採用しやすいようです。

日本私立学校振興・共済事業団のようにRussell/Nomura日本株インデックスを国内株式の政策ベンチマークとして用いている基金もありますが、少数派です。

図表1 主要公的年金の政策ベンチマーク

年金基金	国内株式政策ベンチマーク
年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)	TOPIX
地方公務員共済組合連合会	TOPIX
国家公務員共済組合連合会(KKR)	TOPIX
日本私立学校振興・共済事業団	Russell/Nomura 日本株インデックス
全国市町村職員共済組合連合会	TOPIX
公立学校共済組合	TOPIX
警察共済組合	TOPIX
東京都職員共済組合	TOPIX
地方職員共済組合(団体共済部)	TOPIX
企業年金連合会(PFA)	TOPIX

(出所)各公的年金業務概況書

② マネジャーベンチマークの採用状況

図表2では機関投資家向けファンドのデータベースeVestmentに登録されている日本株ファンドのベンチマーク採用状況を集計しています。

国内株式ベンチマークとしてはTOPIX採用ファンドの数が群を抜いています。これはTOPIXが日経平均株価に次いで古い歴史を持ちかつ東証第一部全銘柄をカバーする代表性や先物やデリバティブなどの関連商品の充実といった点で優位性があるためと考えられます。

MSCI、FTSE、Russell/NomuraもTOPIXと同様に時価総額加重型の指数であり、指数の特性として大きな差はないのですがTOPIXに大きく差をつけられているのが現状です。

³ ウェートについては1.5%のキャップ調整有

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村證券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

JPX日経インデックス400の採用ファンド数は現時点では少数にとどまっています。

日経平均株価については知名度もあり、古くから算出されているインデックスであるにもかかわらず採用ファンド数は0でした。値嵩株の影響が大きく市場全体の動向を必ずしも反映していないなど代表性に問題があるため実際の運用におけるベンチマークとしては採用されないようです。

またRussell/Nomura日本株インデックスはサブインデックスが中小型株の運用に用いられているケースが多くみられます。

図表 2 各ベンチマークの採用ファンド数

指数	採用 ファンド 数	内サブ インデッ クス採用数	算出開始日
日経平均株価	0	0	1950年9月7日
TOPIX	239	5	1969年7月1日
MSCIジャパン	51	8	1969年12月31日
FTSEジャパン	18	0	1986年12月31日
Russell/Nomura 日本株インデックス	37	36	1995年12月
JPX日経インデックス400	4	0	2014年1月6日

(注1) 集計対象はeVestmentのデータベースに登録されているファンドのみ

(注2) 採用ファンド数はサブインデックスも含む

(出所) eVestment

③ スマートベータ

スマートベータとは時価総額に応じて銘柄を組み入れる従来型のインデックスではなく、財務指標や株価の変動率など銘柄の特定の要素に基づいて構成された非時価総額加重型インデックスです。

年金基金においてはファンダメンタル型インデックスや最少分散型インデックスをマネジャーベンチマークとして運用する例が見られます。

④ ESG指数

近年、環境・社会問題などの負の影響を減らし、資産運用全体の長期的なリターンを向上させることを目的として、ESG(環境・社会・ガバナンス)を考慮した投資を推進する動きがあります。

図表3は年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)が2018年10月時点で採用しているESG指数の一覧です。

GPIFは2017年7月にESG全般を考慮に入れた「総合型」指数2つと、女性活躍に着目した「テーマ型」指数1つを採用、2018年9月にも気候変動を中心とした環境問題に着目した「テーマ型」指数2つを採用し、それぞれの指数をマネジャーベンチマークとしたパッシブ運用を開始しました。

図表 3 GPIF の ESG 指数採用状況

GPIF採用指数	コンセプト	運用資産額
FTSE Blossom Japan Index	ESG評価の絶対評価が高い銘柄を銘柄をスクリーニングし、最後に業種ウェイトを中立化したESG総合型指数	5266億円
MSCIジャパンESGセレクト・リーダーズ指数	世界で1,000社以上が利用するMSCIのESGリサーチに基づいて構築し、様々なESGリスクを包括的に市場ポートフォリオに反映したESG総合型指数。	6229億円
MSCI日本株女性活躍指数	女性活躍推進法により開示される女性雇用に関するデータに基づき、多面的に性別多様性スコアの高い企業を選別して指数を構築。	3884億円
S&P/JPXカーボン エフィシエント指数	同業種内で炭素効率性が高い(温室効果ガス排出量/売上高が低い)企業、温室効果ガス排出に関する情報開示を行っている企業の投資ウェイト(比重)を高めた指数。	合計約1.2兆円
S&Pグローバル大中型株 カーボンエフィシエント 指数(除く日本)		

(注1) 運用資産額は2018/9/25時点

(注2) 「S&P グローバル大中型株カーボンエフィシエント指数(除く日本)」のみ外国株式を対象とした指数で、他の指数は国内株式を対象としている

(出所) GPIF

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。

— 次号のお知らせ —

次号は

11月12日(月)

発行予定です。

《MSCIデータの利用に関する注意事項》

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc. (「MSCI」)の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

野村証券からのお知らせ

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142号
加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

弊誌の記事はバックナンバーも含めて野村年金マネジメント研究会のホームページでご覧頂けます。当ホームページは、年金スポンサー限定のサービスとなっております。ご利用を希望される方は、次のURLにてご登録をお願い致します。

<http://nenkin.nomura.co.jp>

編集:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター、
野村資本市場研究所

発行:野村証券フィデューシャリー・サービス研究センター
(野村年金マネジメント研究会事務局)

〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2
アーバンネット大手町ビル

TEL: 03 (6703) 3991 FAX: 03 (6703) 3981

Email: nenkin@jp.nomura.com

このレポートは、年金基金運営および企業財務業務の参考となる情報の提供を目的としたもので、これらに関する特定の戦略や手法をご提言するために作成したものではありません。年金基金運営および企業財務業務はご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、野村証券および野村グループ各社から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券、野村資本市場研究所に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、またいかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。