

2009年12月25日  
住信アセットマネジメント株式会社

Column  
「コラム」

《STAM インデックスシリーズ Vol.3》

インデックスファンドの運用手法  
(完全法、準完全法)

第3回のコラムから、インデックスファンドの運用手法についてご紹介します。

前回までのコラムでも触れたように、インデックスファンドは採用するインデックス(ベンチマーク)と連動する投資成果を目指しますが、各資産の特徴に合わせて異なる運用手法が用いられています。以下ではパッシブ運用手法(市場の平均的なリターンを追求する投資手法)の概要を踏まえ、完全法、準完全法の内容をご紹介します。

1. パッシブ運用手法の概要

インデックスファンドの運用手法は大別して、①完全法(準完全法)と②サンプル法(層化抽出法、最適化法)の2つがあります。これらの特徴は概ね以下のとおりです。

① 完全法(準完全法)

**完全法**は、ベンチマーク構成銘柄すべてを時価総額のウエイトに応じてポートフォリオを構築する方法です。完全法はベンチマークとの高い連動性が期待できる一方で、倒産確率(信用リスク)の高い銘柄を保有することになります。そのため、完全法をベースに信用リスクの高い銘柄を除外してポートフォリオを構築する**準完全法**も用いられています。完全法、準完全法に適した資産は国内株式や外国株式が挙げられます。

② サンプル法(層化抽出法、最適化法)

**層化抽出法**は、ベンチマーク構成銘柄を特定のグループに分類し、各グループから銘柄を抽出してポートフォリオを構築する方法です。銘柄数が多く流動性に大きなばらつきがある資産(国内債券・海外債券等)に適した手法です。また、**最適化法**は計量モデル等にもとづき、ベンチマークとの連動性を保てるように一部の銘柄を抽出しポートフォリオを構築する方法で、小額からでもポートフォリオを構築できるメリットがあります。層化抽出法、最適化法ともに、組入銘柄数が完全法や準完全法に比べて少ないことから、ベンチマークとの連動性は一般的に低下する傾向があります。

【運用手法別の特徴】

|                     | 完全法 | 準完全法             | 層化抽出法 | 最適化法 |
|---------------------|-----|------------------|-------|------|
| ベンチマークとの連動性         | ◎   | ○                | ○     | ○    |
| ベンチマーク構成銘柄に対する組入銘柄数 | すべて | 信用リスクの高い銘柄を除くすべて | 少ない   | 少ない  |

## 2. 完全法・準完全法の具体例

### ① 完全法

すでにご説明したように、完全法でポートフォリオを構築しようとするれば、ベンチマーク構成銘柄すべてを保有します。理論的には簡単にみえますが、完全法を用いた場合にはファンド規模や投資単位を考慮しなければなりません。例えば、東証株価指数(TOPIX)を例に完全法、準完全法、最適化法で運用した銘柄数は右のイメージです。

TOPIXをベンチマークとしたインデックスファンドにおいて完全法で運用した場合、右図のとおり、1,683銘柄(2009年11月末現在)を購入する必要があり、1株ずつ購入すれば理論上はベンチマークと相似のポートフォリオが構築できます。しかし、一般的に各銘柄の単元株(最低売買単位)は100株や1,000株単位であるため、すべての銘柄を保有しようとするれば相当程度の資金が必要です。

また、実際のポートフォリオにおける各銘柄の時価保有比率は売買単位で調整しなければならぬため、理論的には150株保有すべき状況でも100株単位でしか保有できない状況もあります。この結果、インデックスファンドの各銘柄の動きとTOPIX(ベンチマーク)との動きに乖離が生じます。

ただし、ファンド規模が大きくなればベンチマーク採用銘柄すべてを購入することも可能ですし、ファンドとベンチマークの各銘柄の時価ウエイトは近づき、より連動性が高まります。

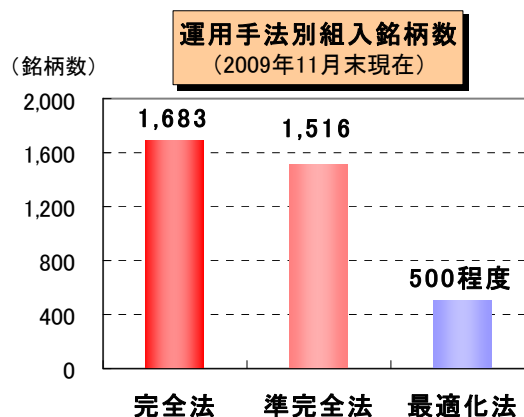
### ② 準完全法

一方で準完全法は、信用リスクの高い銘柄を除いた銘柄群でポートフォリオを構築する方法です。信用リスク銘柄群を除外することにより、ポートフォリオの健全性は向上しますが、ベンチマークとの連動性が低下する可能性があります。また、信用リスク銘柄を排除する基準や、排除にともなう他銘柄の保有比率の調整、そのリバランスのコスト等も考慮する必要があります。

完全法、準完全法とも一長一短があり、どちらがパッシブ運用において最適な運用手法であるかを断言することはできません。しかし、信用リスク銘柄を除外することによりポートフォリオの健全性が向上するという点において、準完全法に軍配があがるといえるでしょう。準完全法を行うにあたっては、厳格かつ高度な信用リスク管理や信用リスク懸念で組入除外したネガティブ銘柄非保有に対する適切な補完を実施し、ベンチマークへの連動性を維持することが重要となります。

次回以降、層化抽出法、最適化法についてご紹介する予定です。

以上



(出所)東京証券取引所、住友信託銀行のデータをもとに住信アセットマネジメント作成

※完全法は「TOPIXの構成全銘柄数」、準完全法は「当社TOPIX連動ファンド(準完全法)の銘柄数」、最適化法は「TOPIXに連動するポートフォリオ・イメージ」

## 【 ご注意事項 】

- 本資料は住信アセットマネジメントが作成した投資判断の参考となる情報提供を目的とした資料であり、金融商品取引法にもとづく開示書類ではありません。取得のお申込みの際は投資信託説明書（交付目論見書）および契約締結前交付書面の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。
- 投資信託は値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替変動リスクを伴います。）に投資しますので基準価額は変動します。したがって元本や利回りが保証されるものではありません。投資信託に生じた損益は全て投資家の皆様に帰属します。
- 投資信託は預金等や保険契約とは異なり預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、証券会社以外でご購入いただいた場合は、投資者保護基金の保護の対象ではありません。
- 本資料中の図表やデータ等いかなる内容も本資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。また、将来の運用成果を示唆あるいは保証したり、その正確性、完全性を保証するものでもありません。
- 各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数開発元もしくは公表元に帰属します。

◆設定・運用は



住信アセットマネジメント

商 号 住信アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第347号  
加入協会 (社)投資信託協会、(社)日本証券投資顧問業協会