



Product Profile | Russell US Indexes

# 優れたベンチマーク の構築

市場を効果的に反映させるための  
プラクティス・ガイド

2023年5月

執筆者

Catherine Yoshimoto

プロダクト・マネジメント担当

ディレクター

+1-206 637 6267

[catherine.yoshimoto@lseg.com](mailto:catherine.yoshimoto@lseg.com)



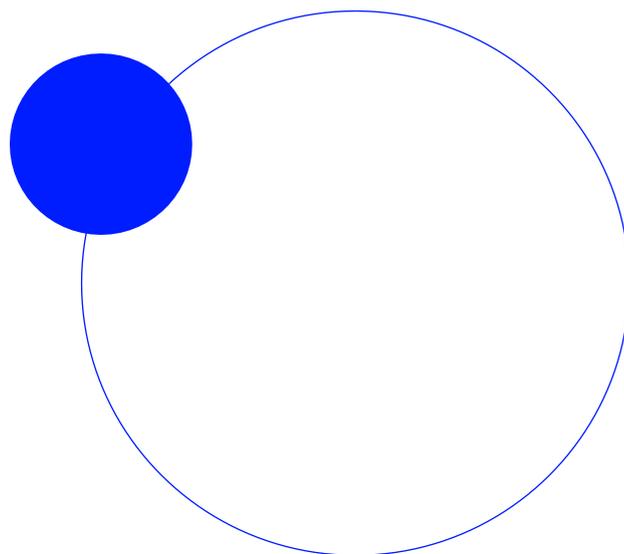
**FTSE  
RUSSELL**

An LSEG Business

## はじめに

優れたベンチマーク<sup>1</sup>に必要な要素は誰もが知っているものでしょうか？企業が、「より優れたベンチマーク」あるいは「より優れたインデックス」を構築したと発表することは時々あります。通常、そうした発表は、過去のインデックス・パフォーマンスのシミュレーションに基づいており、ベンチマーク選定プロセスにおいてはパフォーマンスが考慮されるべきだと示唆しています。市場参加者は、この種の発表に惑わされることがあります。その結果、同じような市場セグメントをターゲットとするインデックス間においてさえ大きく異なることのある、インデックスの設計と構築における重要な要素を見過ごす可能性があります。

本レポートは、この問題に焦点を当てています。まず、ベンチマークが投資プロセス全体において果たす重要な役割をリストアップします。次に、40年近くにわたり、Russell US Indexesの設計と管理の指針となってきたベンチマーク構築の中核となる3つの原則について説明します。最後に、インデックス・プロバイダーがこれらの原則を適用する際、インデックスに市場を効果的に反映させるために考慮すべき、必然的なトレードオフについて軽く触れておきます。



<sup>1</sup> 本レポートの目的に鑑みて、「インデックス」と「ベンチマーク」という用語を同義的に用いており、これらは、市場または市場セグメントを反映するよう設計された、時価総額加重型、浮動株調整型の従来のインデックスを指しています。

## ベンチマークのさまざまな役割

ベンチマークは、投資プロセスのあらゆる段階で重要かつ有益な役割を果たしています。エコノミストはベンチマークを使用して経済動向を分析し、投資家はエコノミストの予測に基づいて投資判断を下します。機関投資家はベンチマークを使用してリスクの分析、運用方針やアセット・アロケーション戦略の策定を行います。ほぼすべてのタイプの投資家は、ベンチマークを使用して投資ポートフォリオのパフォーマンスを評価します。またベンチマークは、ミューチュアルファンドや ETF など、特定の市場、市場セグメント、資産クラスにおけるパッシブ運用を実現する投資可能商品のベースとしても使用されます。ユースケースにかかわらず、ベンチマークの主な目的が一定水準のパフォーマンスの達成ではないことを認識することが重要です。ベンチマークの最も基本的な役割は、市場全体の特性やパフォーマンスを測定する手段として機能することであり、ベンチマークは経時的な市場の動き（好調なのか、低調なのかにかかわらず）を効果的に表す指標であると言えます。従って、次の3つの原則が存在します。

### 原則 1：客観的手法に基づいた組成

市場の動きを効果的に反映するインデックスとは、対象とする市場または市場セグメントの動きを偏りなく包括的に捉えるインデックスであると言えます。

これは客観的で透明性の高い構築メソッドロジーの適用によってのみ達成できます。簡潔に言えば、インデックスの構成銘柄を選定する際には、主観的な要素を排除することが重要です。インデックスは、手作業で選択されるサンプルではなく、市場において利用可能で実用的な<sup>2</sup>機会をすべてカバーすべきであると考えられます。これはアクティブ運用に対する「純真」なオルタナティブとして知られています。つまり、市場やその構成銘柄に関する特別な知識が、ベンチマークに組み入れる銘柄の選定に影響を及ぼしてはならないということです。

投資可能なユニバースに利用可能なあらゆる銘柄を含めなかった場合の影響について以下に例を挙げて説明します。

---

<sup>2</sup> 情報、データ、投資制限により、一部の「機会」への投資は実用的でないため、「実用的な機会」とは、特別な労力をかけることなく合理的に売買できる資産を指します。

わかりやすくするために、3つの企業のみで構成される市場について考察します。企業1、企業2、企業3です。企業1の時価総額は450億ドル、企業2の時価総額も450億ドル、企業3の時価総額は100億ドルとします。

この例には、2つのインデックスがあり、いずれも市場動向を表す一般的な指標として使用されているものとします。両インデックスとも時価総額加重型となっています。したがって、インデックス内の各企業のウェイトはその企業の規模に基づいており、企業のパフォーマンスは時価総額に応じてインデックス全体のパフォーマンスに影響します。

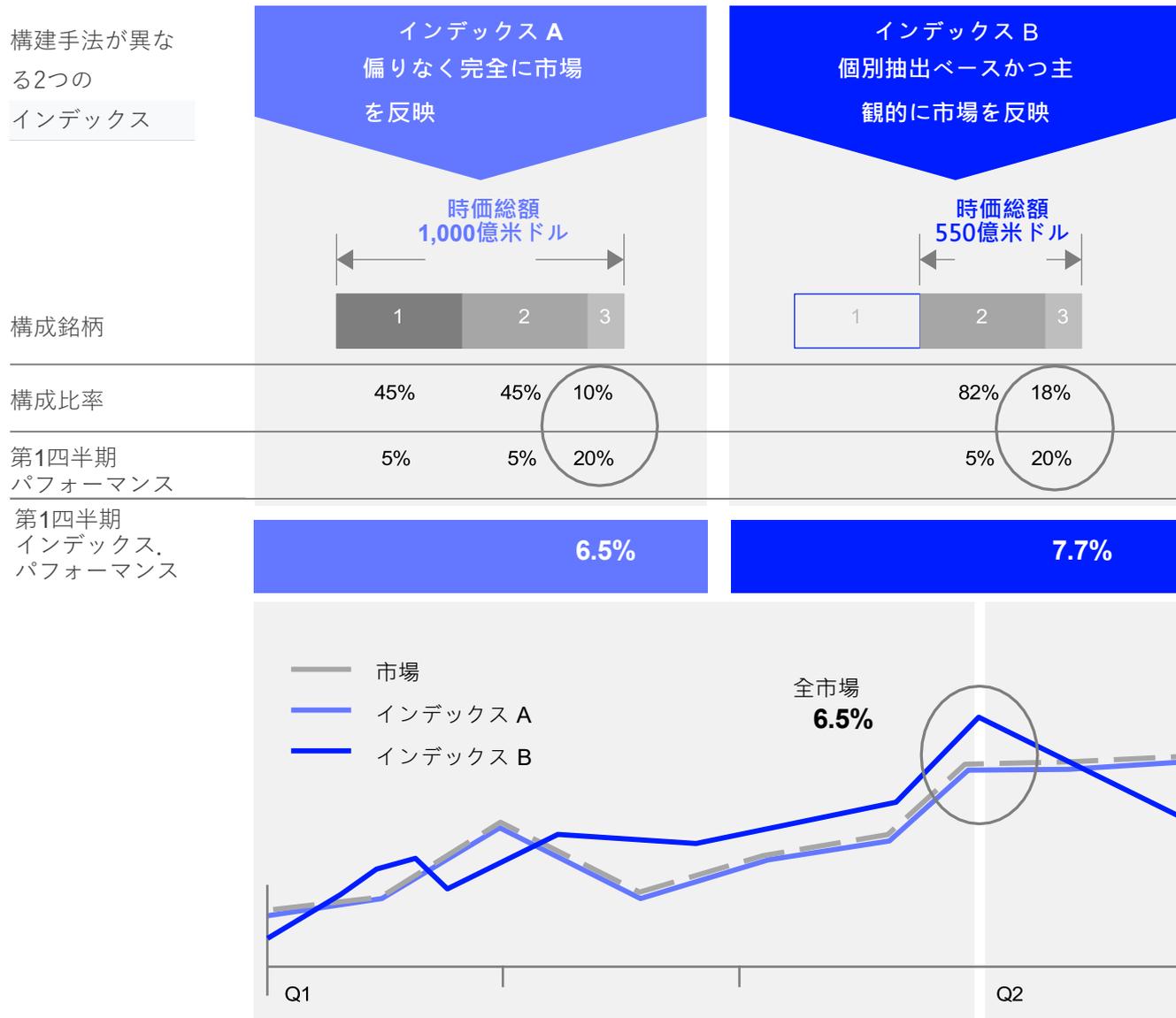
最初の仮想インデックス（インデックス A）は、客観的なアプローチを使用して構築されており、市場の動きを偏りなく包括的に反映するように設計されています。したがって、このインデックスでは図1に示されたウェイトで3つの企業すべてを保有します。

2つ目の仮想インデックス（インデックス B）は、主観的かつ委員会ベースのアプローチを使用して構築されています。この例では、企業1と企業2は同じ企業規模であり、同じセクターに属しているため、インデックス委員会は企業1を構成銘柄から除外することを決定しました。したがってインデックス B では、3つの企業の内2つのみを保有し、各企業のウェイトは図に示された通りとなります。

ここで、ある四半期において、企業1と企業2がそれぞれ5%のリターンを達成した一方で、企業3は20%のリターンを達成したと仮定します。当四半期中のインデックス A のリターンは6.5%、インデックス B のリターンは7.7%となりました。

インデックス B では企業1を除外したことで、残りの構成銘柄のウェイトは大幅に増えました。企業3は当四半期中のパフォーマンスが非常に好調だったため、インデックス B で高いウェイトを占めている企業3は、同インデックスのパフォーマンスに大きく貢献した一方、インデックス A のパフォーマンスにはそれほど貢献しませんでした。パフォーマンスのみでインデックスを評価すると、インデックス B は「より優れた」ベンチマークであるように思われるかもしれませんが、実際には、インデックス A の6.5%というリターンのほうが、市場の実態をより正確に反映していると言えます。

図 1



出所: FTSE Russell上記は説明のみを目的とした資料です。

この例は極端に単純化されているように映るかもしれませんが、仮想市場にある取引可能な企業が3つしかない場合でも、3,000の企業がある場合でも、実際に市場参加者が特定の銘柄を人為的に除外すれば、インデックスの残りの構成銘柄のウェイトに影響が及びます。ウェイトとリターンの差は、インデックスのパフォーマンスの差を生み出すことになり、大きな差となる可能性もあります。

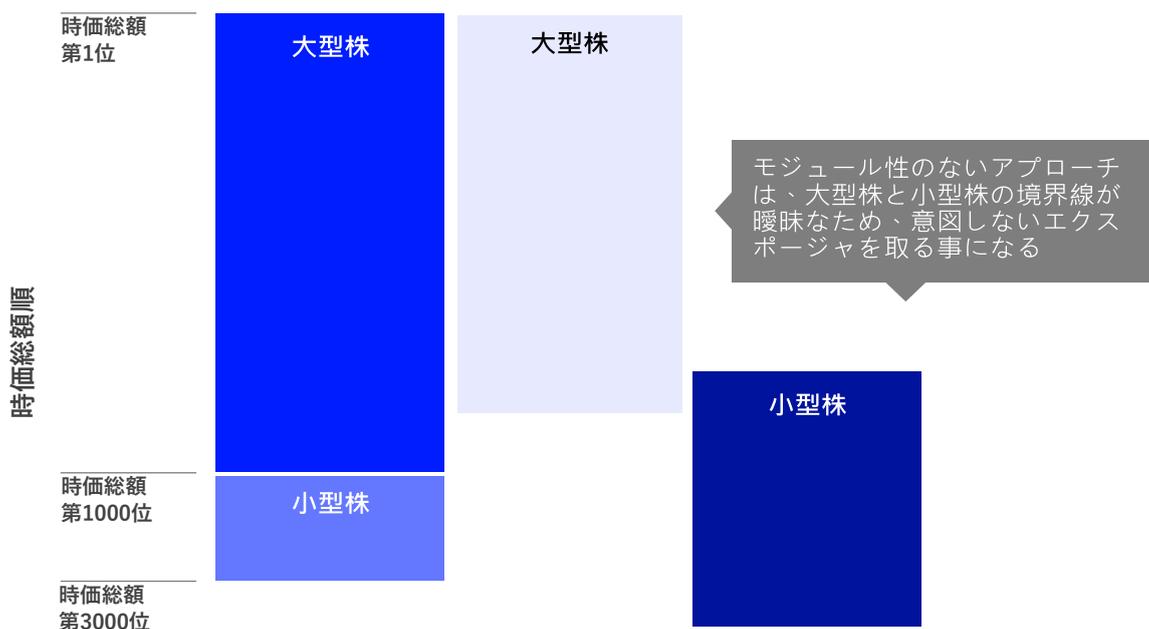
客観的かつルールに基づいたインデックス構築メソドロジーは、広範な市場を反映する Russell 3000® インデックスを含め、常に Russell US Indexes の中核にありました。インデックス構築プロセスではサンプリングや主観的な構成銘柄選定を行うことはありません。同インデックスは、米国株式市場の全体的な動きを偏りなく包括的に捉えて市場参加者に提供するよう設計されています。

## 原則 2 : 市場セグメンテーションのモジュール性

インデックスのユーザーは、市況に関するインサイトと、アセット・アロケーションの意思決定に役立つ情報を得る上で、広範な市場を異なる構成ブロック（たとえば、大型株や小型株）に分類できるインデックス・プロバイダーの手法に頼っています。

今日、米国株式インデックスの主要なプロバイダーのすべてが大型株インデックスおよび小型株インデックスを提供していますが、市場を各セグメントに分割する方法は、インデックス・プロバイダーによって大きく異なる場合があります。上記の例で詳述したように、主観的で規律のないアプローチで構築された大型株インデックスおよび小型株インデックスは、構造上のモジュール性を欠く傾向があります。モジュール性とは、広範な市場インデックスが、モジュールの要素に応じてまたは異なる構成ブロックごとに分割されることを指します。こうした分割により、広範な市場を測定するために各ブロックを別々に使うことも組み合わせて使うことも可能となります。モジュール性が欠如しているインデックスを使用した場合、不用意なエクスポージャーを取り、意図したアセット・アロケーションが損なわれる恐れがあります。たとえば、ある資産運用会社が、市場で取引できる実用的な複数の大型株を除外した大型株インデックスを使用してポートフォリオを構築した場合、この大型株ポートフォリオには、大型株市場を牽引する重要な銘柄へのエクスポージャーを欠く可能性があります。さらに、小型株と大型株市場セグメントの境界線が曖昧な場合、インデックスを使用して大型株と小型株市場セグメントに別々に資産を配分している投資家は、市場セグメントの 1 つ（または両方）に対して必要以上のエクスポージャーを取ることになる場合があります（図 2）。

図 2

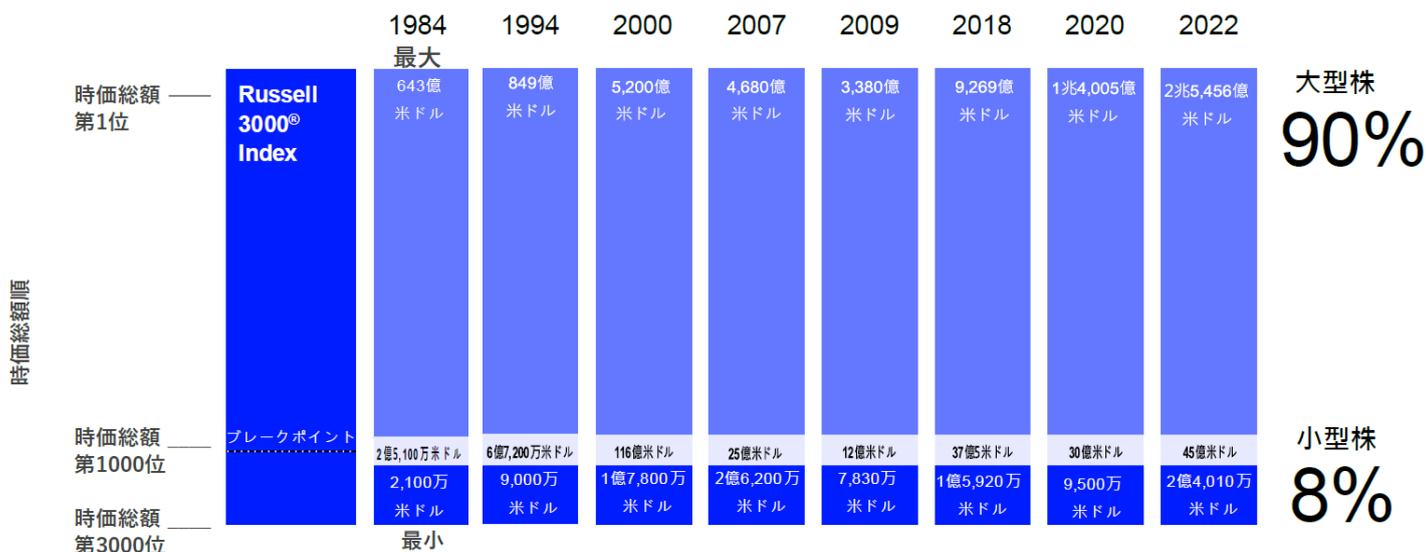


出所: FTSE Russell上記は説明のみを目的とした資料です。

Russell 3000 Index の 2 つのサブ・コンポーネントである大型株の Russell 1000<sup>®</sup> Index と、知名度の高い小型株の Russell 2000<sup>®</sup> は、広範な米国市場を大型株セグメントと小型株セグメントのモジュールに分割しています。Russell US Indexesの年次銘柄入れ替えの際には、客観的かつルールに基づいた方式に従い、どの企業が大型株インデックスおよび小型株インデックスの構成要素になるかを判断します。全適格企業を時価総額の大きい順にランク付けし、時価総額の最も大きな1,000社を Russell 1000 Index の構成銘柄とし、続く2,000社を Russell 2000 Index の構成銘柄とします。既存のインデックス構成銘柄のうち大型株と小型株の境界付近の銘柄には、バンディング・メソッドロジ<sup>3</sup>を適用しており、不要な銘柄入れ替えを回避しています。モジュール性のある市場セグメンテーションの構築に関するこうした実績のあるアプローチは、1984年に Russell US Indexes が導入された時と同じく、現在も依然として効果的であり、適切に機能しています。

図3で示されているように、年を経ても、またどのような市場サイクルにおいても、この手法により、Russell 1000 Index は米国株時価総額の約 90% をカバーしており、Russell 2000 Index は約 8% をカバーしています。

図3

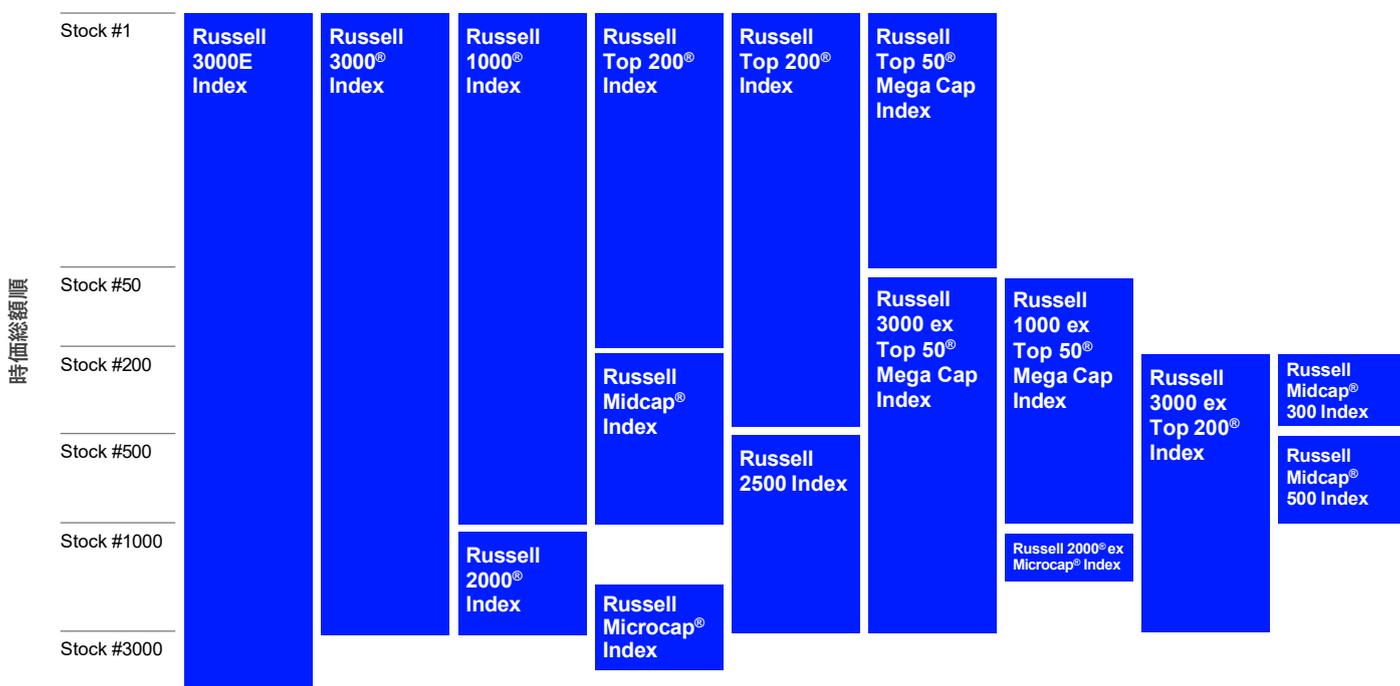


出所: FTSE Russell各年のランキング日時点のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。法的な開示事項については、免責事項のページをご覧ください。

<sup>3</sup> 時価総額による区分には、ブレイクポイント周りに ±2.5% の調整域が設定されています。詳細は Russell US Indexes の構築とメソッドロジに関する文書を参照するか、FTSE Russell のクライアント・サービス担当にお問い合わせください。

Russell US Index は、インデックスのユーザーの変化するさまざまなニーズに対応するため、Russell 1000、2000、3000 の各インデックスの構築に影響を与えた当初の哲学に基づき、インデックスファミリーを拡大しています。今日では、米国市場の超大型株、中型株、中小型株、超小型株などのセグメントが利用可能となっており、さらなるモジュール性と柔軟性を提供しています。図 4 に示されている Russell US Indexes スイートは、パフォーマンスベンチマークとして、また、インデックス連動型ファンド、デリバティブ、ETF などの広範な金融商品のベースとしても利用されています。

図 4



出所: FTSE Russell上記は説明のみを目的とした資料です。

## 原則 3 : 信頼性の高いメンテナンスとガバナンス

インデックスにとっては、規律があり信頼性の高いメンテナンス・プロセスを構築することが重要であり、こうしたプロセスは、明確に定義されバランスのとれたガバナンス・システムによりサポートされる必要があります。

新たな企業の上場、既存の企業の買収、企業の小規模から中規模、あるいは中規模から大規模への成長など、市場は常に変化しています。市場の変化をタイムリーに反映するために必要なメンテナンス・プロトコルが欠如しているインデックスには、セクターや時価総額において意図しない偏りが生じる傾向があります。

Russell US Indexes は、以下に概説するように<sup>4</sup>、定期的実施される客観的で規律あるメンテナンス・プロセスを採用しています。これにより、市場で起きている変化を効果的に指数に反映できます。

- 年次の銘柄入れ替え : Russell US Indexes では、毎年 6 月に、年次銘柄入れ替えが実施されます。この間、市場の徹底的なリキャリブレーションが行われ、米国の全企業が、インデックスの構成銘柄としての適格性とプレースメントについて再評価されます。このプロセスには、企業を規模別に分類し、同業他社との比較において、その企業がグロース/バリュー・スタイルのどこに属するかを再評価する作業も含まれます。
- 適格な IPO の四半期ごとの追加 : IPO については四半期ごとに、適格性に関する評価を行い、適格要件を満たす場合は、透明性の高いスケジュールに沿って Russell US Indexes に追加します。このプロセスにより、新たな銘柄のインデックスへの追加は、年次銘柄入れ替えに確実に反映されます。
- コーポレート・アクションによる調整 : コーポレート・アクションは、インデックスの代表性とそれに伴うパフォーマンスに重要な影響を及ぼす可能性があります。Russell US Indexes では、合併、買収、株式数の調整などのコーポレート・アクションを反映するために、透明性の高いスケジュールに沿って調整を行います。<sup>5</sup>

---

4 詳細については Russell US Indexes の構築とメソドロジーに関する文書を参照してください

5 詳細については、「時価総額加重インデックスに関する FTSE Russell のコーポレート・アクションおよびイベントのガイド」を参照してください

さらに、インデックス・プロバイダーは、上述した構築プロセスやメンテナンス・プロセスを積極的に評価するために、正式なガバナンス・システムを構築する必要があります。これにより、変化する市場に対応し適応することが可能となります。一方、インデックス・メソドロジーの頻繁な改善は、エンドユーザーにとって負担になりかねないことも考慮しなければなりません。インデックス・ガバナンス・プロセスにおいては、インデックスのユーザーに後で影響しかねない変更を検討する際には、利点と問題点を比較する必要があります。すべての FTSE Russell のインデックスと同様に、Russell US Indexes のメソドロジーの変更を行う際には、明確に定義されたガバナンスの枠組み内でレビューや検討を行い、その上で最終的な承認を行います。この枠組みでは、社内の専門家と、主要な市場参加者から成る社外の独立した委員会を活用します。

## 固有のトレードオフと市場の効果的な反映

市場を完全に反映するインデックスの提供においては、有効性を損なうことなくバランスを取ることが求められます。上述した中核となる原則には、必然的にトレードオフが生じます。以下で述べる例示の通り、ここではそのうち 2 つのトレードオフ（完全な代表性と投資可能性、および、純粋な代表性と管理可能な銘柄入れ替え）に焦点を当てます。

### 完全な代表性と投資可能性：

完全な代表性（インデックス内において、特定の市場のあらゆる企業が反映されていること）と投資可能性の間には内在する矛盾が存在します。このことから、Russell 3000 Index が誕生しました。1984 年に同インデックスの算出が開始される以前は、既存の広範な米国株インデックスには、米国市場で取引されているすべての単一銘柄が組み入れられていましたが、その一部は実際には利用可能（「投資可能」）ではありませんでした。インデックスに組み入れられた企業の多くが、非常に小規模で流動性が低かったため、機関投資家は、それらの銘柄を十分な株数で売買できませんでした。流動性の低い証券を売買する際に、非常に高い取引コストまたは異常な遅れが生じることを望まない投資家にとって、それらのインデックスは再現性が高くはありませんでした。機関投資家や資産運用会社との綿密な協議を行った結果、Frank Russell Company (Russell)6 は、機関投資家のポートフォリオのほとんどが、米国市場の超小型株の多くを保有していないと判断しました。Frank Russell Company は、機関投資家が、概して、米国企業の時価総額の上位約 98% の株式を保有していたことを知りました。Frank Russell Company は、この所見に従って、ほとんどの機関投資家を選定している実用的な投資ユニバース全体を合理的に反映するように Russell 3000 Index を設計しました。

Russell 3000 Index は、今日まで、投資可能な米国株式市場の約 98% を引き続きカバーしており、実用的な投資機会全体をカバーすることにより、効果的に市場を反映してきた一方で、機関投資家が売買できない企業の銘柄を除外しています。

## 純粋な代表性と管理可能な銘柄入れ替え：

インデックスの代表性を維持しながら、合理的かつ管理可能な水準でインデックスの銘柄入れ替えを実施し続けることには内在する矛盾が存在します。企業がインデックスに追加された時（または除外された時）は常に、そのインデックスをベンチマークとするアクティブ運用ファンド、またはインデックスを再現しようとするパッシブ運用ファンドが取引コストを負担することになります。足元の市況を反映させるために、インデックスの構成銘柄を頻繁に入れ替えれば、代表性はより「純粋」になりますが、その一方で銘柄入れ替え数は多くなります。Russell US Indexes の年次銘柄入れ替えプロセスは、その規律あるメンテナンス・スケジュールとともに、元来この課題に対処するために設計され、FTSE Russell のガバナンス・プロセスによって継続的に管理されています。

## まとめ

ベンチマークは、投資プロセスのあらゆる段階で使用されます。インデックスのパフォーマンスは市場の動きを反映した結果であるべきであり、設計上の目的であるべきではありません。

概説したように、客観的手法に基づいた組成、モジュール性のある市場セグメンテーション、信頼性の高いメンテナンスとガバナンス、という 3 つの原則は、インデックスが効果的に市場または市場セグメントを反映するためには不可欠です。これらの原則を無視するインデックスは、インデックス連動型のポートフォリオにおいて、意図した市場エクスポージャーやリスク/リターン・プロファイルを損ねる可能性があります。インデックスのユーザーは、ベンチマークの選定プロセスにおいて、誤った投資判断や予想外の結果を避けるために、上記について考慮する必要があります。

## FTSE Russell の概要

FTSE Russell は市場をリードするグローバル・インデックス・プロバイダーとして、さまざまな資産クラス、運用スタイル、運用戦略に対するお客様のニーズに応えるべく、幅広いインデックス、データ、分析ソリューションを開発・管理しています。投資可能な市場の 98% をカバーする FTSE Russell のインデックスは、グローバル市場の真の姿を表す指標として、世界各地のローカル・ベンチマークの構築から得られた専門的な知見も取り入れています。

FTSE Russell のインデックスの専門知識と商品は、世界中の機関投資家や個人投資家により広く利用されています。30 年以上にわたり、世界屈指のアセット・オーナーやアセット・マネージャー、ETF プロバイダー、投資銀行が FTSE Russell の各種インデックスを運用成績のベンチマークとして採用しており、投資ファンドや ETF、仕組み商品、インデックス・ベースのデリバティブを組成しています。FTSE Russell のインデックスは、資産配分や運用戦略の分析、リスク管理に役立つツールも提供しています。

FTSE Russell のインデックスの設計と管理の指針となる普遍的な原則の中核にあるのは、透明性の高いルールに基づくメソドロジーであり、これは、主要市場の参加者による独立した委員会からの情報に基づいています。FTSE Russell は、インデックスの革新とお客様とのパートナーシップに注力しており、最も厳しい業界基準を採用し、IOSCO の原則に準拠しています。FTSE Russell はロンドン証券取引所グループの完全子会社です。

詳細については、[ftserussell.com](http://ftserussell.com) をご覧ください。

または [info@ftserussell.com](mailto:info@ftserussell.com) に電子メールを送信いただくか、各地域のクライアント・サービス・チームのオフィスにお電話でお問い合わせください。

欧州・中東・アフリカ +44 (0)

20 7866 1810

北米 +1 877 503 6437

アジア太平洋

香港 +852 2164 3333

東京 +81 3 6441 1430

シドニー +61 (0) 2 7228 5659

## Disclaimer

© 2024 London Stock Exchange Group plc and its applicable group undertakings ("LSEG"). LSEG includes (1) FTSE International Limited ("FTSE"), (2) Frank Russell Company ("Russell"), (3) FTSE Global Debt Capital Markets Inc. and FTSE Global Debt Capital Markets Limited (together, "FTSE Canada"), (4) FTSE Fixed Income Europe Limited ("FTSE FI Europe"), (5) FTSE Fixed Income LLC ("FTSE FI"), (6) The Yield Book Inc ("YB") and (7) Beyond Ratings S.A.S. ("BR"). All rights reserved.

FTSE Russell® is a trading name of FTSE, Russell, FTSE Canada, FTSE FI, FTSE FI Europe, YB and BR. "FTSE®", "Russell®", "FTSE Russell®", "FTSE4Good®", "ICB®", "The Yield Book®", "Beyond Ratings®" and all other trademarks and service marks used herein (whether registered or unregistered) are trademarks and/or service marks owned or licensed by the applicable member of LSEG or their respective licensors and are owned, or used under license, by FTSE, Russell, FTSE Canada, FTSE FI, FTSE FI Europe, YB or BR. FTSE International Limited is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority as a benchmark administrator.

All information is provided for information purposes only. All information and data contained in this publication is obtained by LSEG, from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human and mechanical error as well as other factors, however, such information and data is provided "as is" without warranty of any kind. No member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors make any claim, prediction, warranty or representation whatsoever, expressly, or impliedly, either as to the accuracy, timeliness, completeness, merchantability of any information or of results to be obtained from the use of FTSE Russell products, including but not limited to indexes, data and analytics, or the fitness or suitability of the FTSE Russell products for any particular purpose to which they might be put. Any representation of historical data accessible through FTSE Russell products is provided for information purposes only and is not a reliable indicator of future performance.

No responsibility or liability can be accepted by any member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors for (a) any loss or damage in whole or in part caused by, resulting from, or relating to any error (negligent or otherwise) or other circumstance involved in procuring, collecting, compiling, interpreting, analyzing, editing, transcribing, transmitting, communicating, or delivering any such information or data or from use of this document or links to this document or (b) any direct, indirect, special, consequential or incidental damages whatsoever, even if any member of LSEG is advised in advance of the possibility of such damages, resulting from the use of, or inability to use, such information.

No member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors provide investment advice and nothing in this document should be taken as constituting financial or investment advice. No member of LSEG nor their respective directors, officers, employees, partners or licensors make any representation regarding the advisability of investing in any asset or whether such investment creates any legal or compliance risks for the investor. A decision to invest in any such asset should not be made in reliance on any information herein. Indexes cannot be invested in directly. Inclusion of an asset in an index is not a recommendation to buy, sell or hold that asset nor confirmation that any particular investor may lawfully buy, sell or hold the asset or an index containing the asset. The general information contained in this publication should not be acted upon without obtaining specific legal, tax, and investment advice from a licensed professional.

The information contained in this report should not be considered "research" as defined in recital 28 of the Commission Delegated Directive (EU) 2017/593 of 7 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council ("MiFID II") and is provided for no fee.

Past performance is no guarantee of future results. Charts and graphs are provided for illustrative purposes only. Index returns shown may not represent the results of the actual trading of investable assets. Certain returns shown may reflect back-tested performance. All performance presented prior to the index inception date is back-tested performance.

Back-tested performance is not actual performance, but is hypothetical. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect when the index was officially launched. However, back-tested data may reflect the application of the index methodology with the benefit of hindsight, and the historic calculations of an index may change from month to month based on revisions to the underlying economic data used in the calculation of the index.

This document may contain forward-looking assessments. These are based upon a number of assumptions concerning future conditions that ultimately may prove to be inaccurate. Such forward-looking assessments are subject to risks and uncertainties and may be affected by various factors that may cause actual results to differ materially. No member of LSEG nor their licensors assume any duty to and do not undertake to update forward-looking assessments.

No part of this information may be reproduced, stored in a retrieval system or transmitted in any form or by any means, electronic, mechanical, photocopying, recording or otherwise, without prior written permission of the applicable member of LSEG. Use and distribution of LSEG data requires a license from FTSE, Russell, FTSE Canada, FTSE FI, FTSE FI Europe, YB, BR and/or their respective licensors.



**FTSE  
RUSSELL**  
An LSEG Business