

## 指数効果の低下



Hamish Preston

ディレクター、米国株価指数  
S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス

この資料は、2021年9月29日に弊社ブログ Indexology® に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語をご参照下さい。

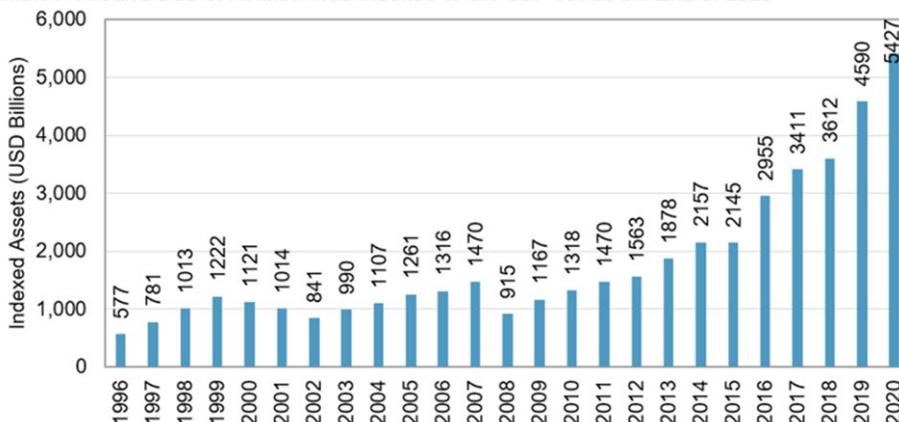
英語版：<https://www.indexologyblog.com/2021/09/29/the-decline-of-the-index-effect/>

パッシブ投資が拡大している中で、株式のリターンは「指数効果」による影響を受ける可能性があるとの指摘が増えています。指数効果とは、指数構成銘柄の変更に伴ってインデックス・ファンドが銘柄を入れ替えた場合、その銘柄のリターンに影響が及ぶことを言います。この指摘が正しければ、指数に追加される銘柄には買い圧力が強まるため、当初はアウトパフォームします。一方、指数から除外される銘柄には売り圧力がかかるため、当初はアンダーパフォームします。

当社の最近のレポート（指数効果に何が起きたのか？：過去30年間にわたる S&P 500® の構成銘柄の追加と除外）では、S&P 500 の構成銘柄の追加と除外について分析を行っています。S&P 500 は世界で最も幅広く参照されている指数であり、2020 年末時点で米国の大型株のベンチマークとして 5 兆 4,000 億ドル（1996 年末時点では 5,770 億ドル）を超える資産が S&P 500 に連動しています。したがって、指数効果が存在するのであれば、S&P 500 の構成銘柄が追加または除外された場合にもその影響があると考えられます。

図表 1：2020 年末時点で、S&P 500 に連動している資産は 5 兆 4,000 億ドルに上る

Exhibit 1: Around USD 5.4 trillion Was Indexed to the S&P 500 at the End of 2020

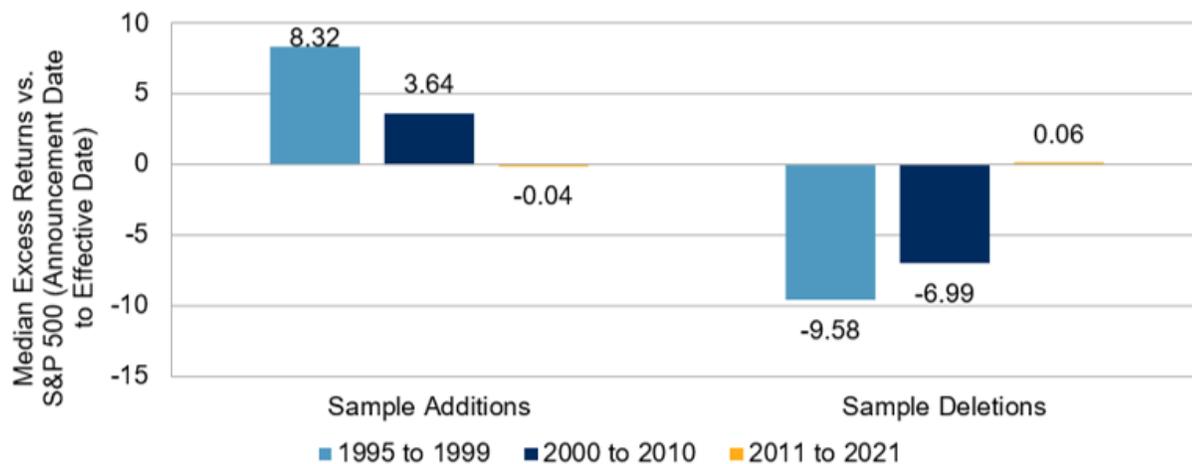


Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data as of Dec. 31, 2020. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

本レポートの結果は、既存の文献において共有されている一般的なコンセンサスを裏付けるものとなっています。それは、**S&P 500** の指数効果が構造的に低下しているように思われるということです。実際に、図表 2 に示されているように、S&P 500 への追加銘柄と除外銘柄の超過リターン（追加・除外の発表日と有効日の間における S&P 500 に対する超過リターン）の大きさは時間の経過とともに明らかに減衰しています。指数効果の低下は、追加された銘柄のソース、除外された銘柄の移動先、または企業のセクター分類とは無関係です。

図表 2：S&P 500 の指数効果は時間の経過とともに低下している

Exhibit 2: The S&P 500 Index Effect Declined over Time



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Chart based on median excess returns of sample additions and sample deletions between January 1995 and June 2021. Past performance is no guarantee of future results. Chart is provided for illustrative purposes.

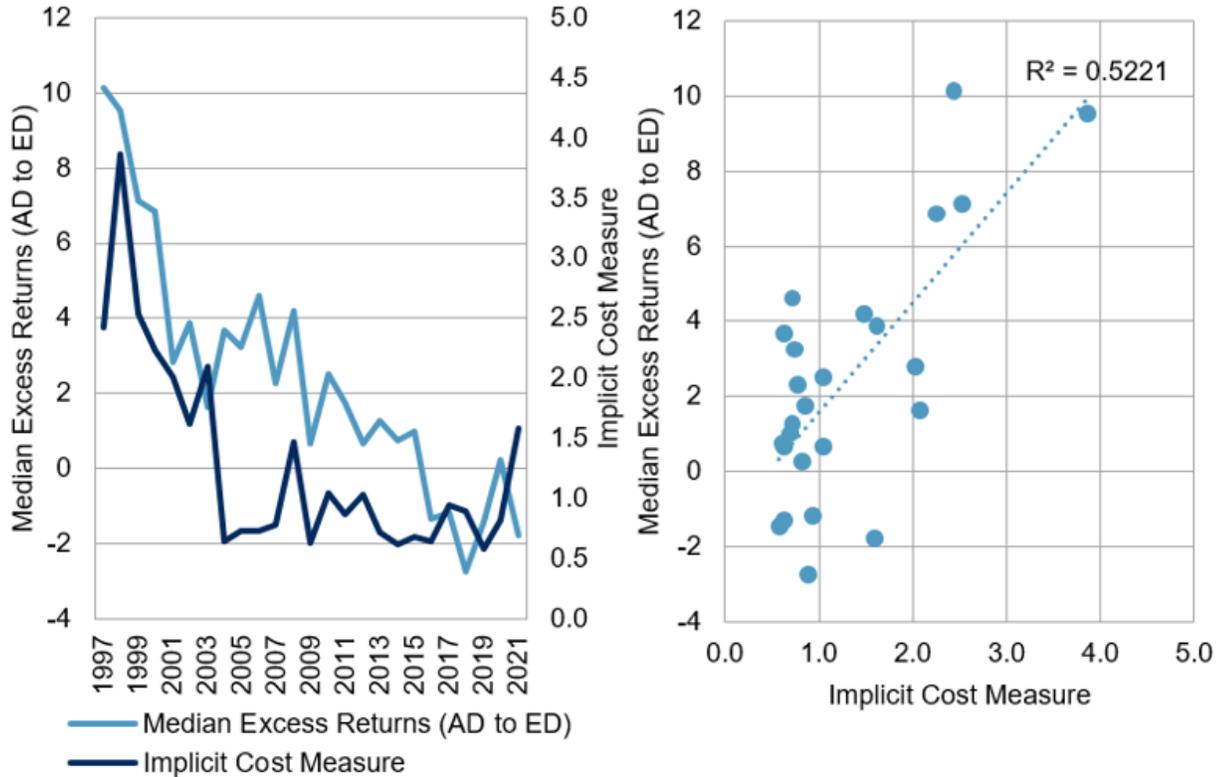
本レポートでは暗黙的コストを使用して銘柄の流動性を追跡しており、暗黙的コストは、マーケットメーカーが買い手と売り手の間に位置しているという事実を反映しています。取引は瞬時に行われるわけではありません。マーケットメーカーは、取引の片方が完了するまで、もう片方の取引からの在庫を抱える必要があるかもしれません。その他の条件が同じならば、構成銘柄の変更に応じて取引を行う必要のあるパッシブ資産が、銘柄の典型的な 1 日当たり売買代金の中央値（MDVT）の大部分を占める場合には、在庫を抱えることによるリスクが高まります。追加銘柄の株価変動がより大きくなれば、マーケットメーカーが負うリスクも大きくなります。流動性を提供するための追加的コストとして、マーケットメーカーはリスクを投資家に転嫁する場合があります。

$$\text{暗黙的コスト} = \frac{\text{指数に連動する資産の増加}}{\text{MDVT(発表日の 21 日前～発表日)}} * \text{レンジ}$$

図表 3 は、暗黙的コストの変化が 1997 年～2021 年の間における追加銘柄の超過リターンの中央値の変化の 50%以上を説明し得ることを示しています。言い換えれば、流動性の改善が指数効果の低下の一因となっているように思われます。

図表 3：銘柄の流動性の改善が指数効果の低下の一因となっている可能性がある

**Exhibit 3: An Improvement in Stock Liquidity Helped to Explain the Index Effect's Decline**



Source: S&P Dow Jones Indices LLC, FactSet. Data as of June 31, 2021. Past performance is no guarantee of future results. Charts are provided for illustrative purposes.

このブログの記事は意見であり、助言ではありません。[免責条項](#)をお読み下さい。

## S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

©S&Pグローバルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC 2021 年。不許複製。Standard & Poor's、S&P、は、S&Pグローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービスズ LLC (以下「S&P」)の登録商標です。「ダウ・ジョーンズ」は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」)の登録商標です。商標は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして(または)複写を画面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ、S&P 或いはそれぞれの関連会社(これらを合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス」という)が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の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。

指数に直接投資することはできません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、第三者が提供し、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることに保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC は投資顧問会社ではなく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。S&P の米国のベンチマーク指数及びダウ・ジョーンズの米国のベンチマーク指数の終値は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスがサードパーティ・ベンダーの 1 社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2 次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容(指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力)も他のいかなる部分(以下「内容」という)も、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる事前の画面による承認なくして、いかなる形式と手手段によっても、改変、リパースエンジニアリング、再製作または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー(合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者」という)も、内容の正確性、完全性、適時性或いは利用可能性を保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても(逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず)、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲介業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ 「[Indexology](#)」 (英語) をご覧になりたい方は、こちらのサイト

[www.indexologyblog.com](http://www.indexologyblog.com) よりご登録いただけますと、更新の都度メッセージが届きます。