

SPIVA® 日本スコアカード

寄稿者

Maya Beyhan, PhD

シニア・ディレクター、
サステナビリティ投資のグローバル・ヘッド
インデックス投資戦略
maya.beyhan@spglobal.com

Joseph Nelesen, PhD

シニア・ディレクター
インデックス投資戦略
joseph.nelesen@spglobal.com

Davide Di Gioia, MBA

チーフ SPIVA エンジニア
インデックス投資戦略
davide.di.gioia@spglobal.com

Experience アクティブ運用とパッシブ運用の議論をグローバルなスケールで行っています。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは 2002 年に SPIVA 米国スコアカードを最初に発行しました。それ以来、このスコアカードはパッシブ運用とアクティブ運用の議論において高い注目を集める調査となっています。

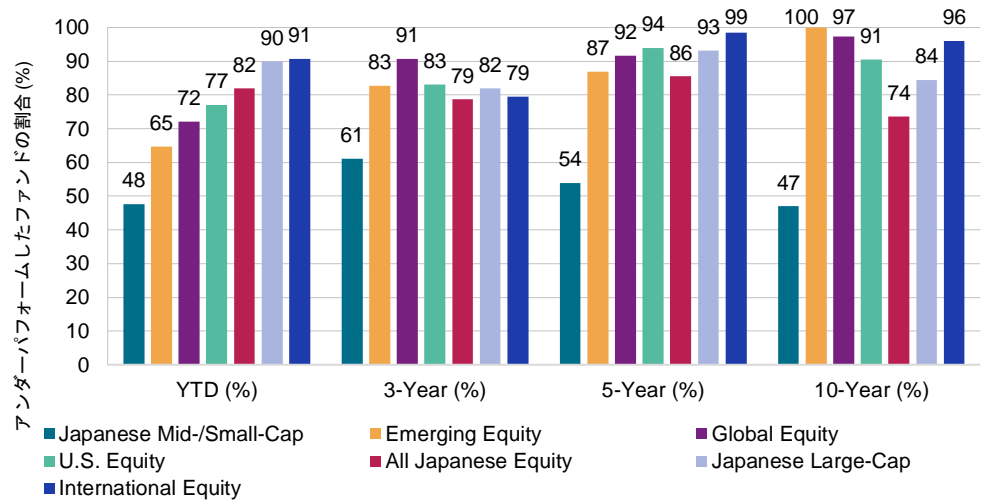
SPIVA® 日本スコアカードでは、日本のアクティブ運用投資信託について、それぞれのベンチマーク指数に対するパフォーマンスを様々な対象期間にわたり測定します。このスコアカードでは、日本の大型株、中型株、及び小型株ファンドに加え、国際株式ファンド及びグローバル株式ファンドも対象としています。

2023 年中期版のハイライト

2023 年上半期はアクティブ運用にとって厳しい展開となり、1つのカテゴリーを除き、残りの全てのカテゴリーにおいて半数以上のファンドがそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしました。

国内大型株ファンドについては、91%が [S&P/TOPIX 150 指数](#) をアンダーパフォームした一方、日本の中小型株ファンドは例外となり、アンダーパフォームしたファンドの割合は 48%にとどまりました。

図表 1：それぞれのベンチマークをアンダーパフォームした日本の株式ファンドの割合



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。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。図表は説明目的のために提示されています。

- **S&P/TOPIX 150 指数**は 2023 年上半期に 25.5%上昇し、**日本の大型株ファンドの 90%が**この期間に同指数を**アンダーパフォーム**しました。
- **国際株式ファンド**は 2022 年にアンダーパフォームしたファンドの割合が最も低いカテゴリー（42%）¹でしたが、2023 年上半期にはアンダーパフォームしたファンドの割合が最も高く（91%）なりました。5 年の対象期間で見ると、このカテゴリーのアクティブ運用マネージャーの 99%がそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしました。
- **日本の中小型株ファンド**のカテゴリーにおけるアクティブ運用マネージャーの運用成果は好調となりました。2023 年上半期には S&P 日本中小型株指数を**アンダーパフォームしたアクティブ運用ファンドの割合は 48%にとどまりました**。このような比較的良好な結果は日本のアクティブ運用中小型株ファンドの長期パフォーマンスでも維持されており、3

¹ より詳細な情報については、**2022 年通期の SPIVA 日本スコアカード**を参照ください。

年、5年、及び10年の対象期間において、ベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合はそれぞれ61%、54%、及び47%となりました。

- 日本の全ての株式ファンドにおいて、ベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合は全ての報告期間において比較的レンジ内に収まり、**S&P 日本 500 指数**をアンダーパフォームしたファンドの割合は74%~86%の範囲となりました。S&P 日本 500 指数は2023年上半期に23.8%上昇し、**アクティブ運用ファンドの82%が S&P 日本 500 指数をアンダーパフォームしました。**
- 米国株式に投資した日本のアクティブ運用ファンドの53%が2022年にベンチマークをアンダーパフォームしましたが、**2023年上半期には米国株式に投資した日本のアクティブ運用ファンドがそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームした割合はさらに上昇し、77%が S&P 500[®]をアンダーパフォームしました。**
- **S&P グローバル 1200 指数**の2023年上半期のトータル・リターンは日本円ベースで26.2%となり、**グローバル株式ファンドの72%がベンチマークをアンダーパフォームしました。**
- **S&P 新興国総合指数 (BMI)** は2023年上半期に14.6%上昇し、**新興国株式ファンドの65%がベンチマークをアンダーパフォームしました。** SPIVAではよく見られるように、対象期間が長くなるに従って、アンダーパフォームしたファンドの割合は上昇し、3年、5年、及び10年の対象期間において新興国株式ファンドの**それぞれ83%、87%、及び100%がベンチマークをアンダーパフォームしました。**
- このレポートのデータを総合すると、**2023年上半期には、日本で提供されているアクティブ運用ファンドはいくつかの逆風に見舞われ、それぞれのベンチマークをアウトパフォームすることが困難となりました。**ただし、これらのアクティブ運用ファンドの中で、日本の中小型株ファンドは比較的好調となり、**こうした機会を堅調なパフォーマンスにつなげることができ、このカテゴリーにおける優れたパフォーマンスを長期にわたり維持しています。**

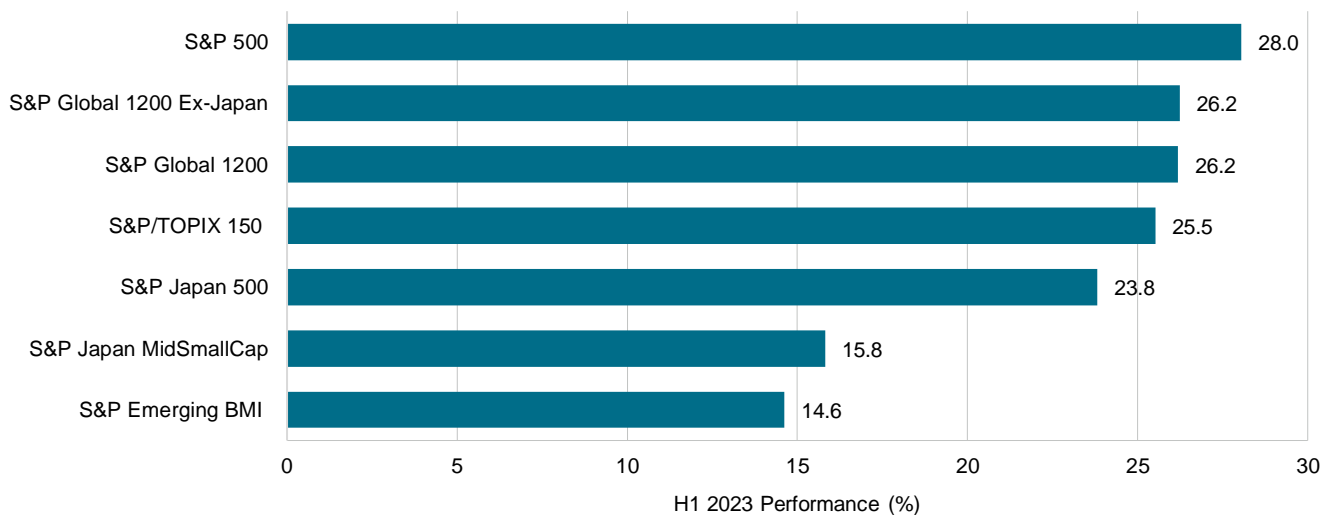
市場環境

2023年初めの銀行危機の後、世界の株式市場は2022年第4四半期の底値から回復を続けました。この要因の1つとしては、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げサイクルをようやく一時停止する中で、経済のソフトランディング期待が高まったことが挙げられます。

日本の株式がここ33年以上見られなかった市場指数水準に達する中で、日銀の植田和男新総裁は2023年6月、長期にわたる超金融緩和政策を維持し、短期金利をマイナス0.1%の水準に据え置くことを決定しました。一方、日本円は他の主要通貨に対して引き続き下落し、2023年6月30日時点で米ドルに対して7ヵ月ぶりの安値をつけました。

こうした中で、日本の株式市場は非常に好調なパフォーマンスとなりました（図表2参照）。S&P/TOPIX150指数は25.5%上昇し、これに対してS&P 500は日本円ベースで25.0%（米ドルベースでは16.9%）のトータル・リターンとなりました。

図表2：日本のベンチマーク指数のパフォーマンス（2023年中期版）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2023年6月30日現在のデータ。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。図表は説明目的のために提示されています。

2023年上半期の市場環境には、日本株式のアクティブ運用マネージャーにとって一般的に不利な側面もありました。1つ目として、ディフェンシブなポジションを取るアクティブ運用マ

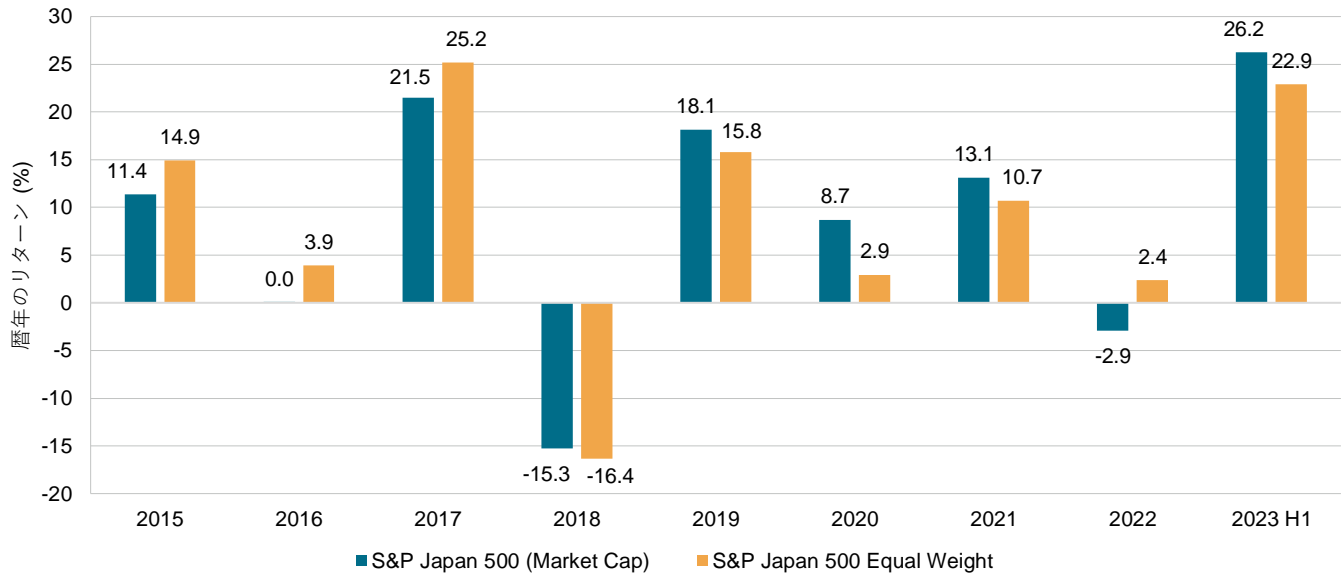
ネージャーは、保守的なアプローチを採用することによりパフォーマンスが低下するリスクがあり、キャッシュへの配分がリターンの足を引っ張る可能性があります。

2つ目として、図表 2 に示されているように、大企業（S&P/TOPIX 150 指数により代表される）は中小企業（S&P 日本中小型株指数により代表される）をアウトパフォームしました。これは通常、市場ウェイトで大型株を保有する可能性の低いアクティブ運用マネージャーにとって逆風となることを示唆しています。

3つ目として、2023 年上半期の日本株のように株式市場が非常に好調だった場合（図表 2 参照）、一般的にアクティブ運用ファンドがそれぞれのベンチマークをアウトパフォームするのは難しくなります。例えば、アクティブ運用マネージャーが少なくともややディフェンシブなスタンスを採用することで、ある程度のキャッシュを保有していた場合、2023 年上半期に日本株式市場が経験したような市場環境では、アクティブ運用マネージャーのパフォーマンスはベンチマークを下回る可能性があります。

4つ目として、**ベンチマークのウェイトから乖離させることによるリターンの可能性は、2023 年上半期は例年ほど良くありませんでした。**ベンチマークのウェイトから乖離させることによるリターンの可能性に関して定量的な視点を提供するため、図表 3 では、時価総額加重の S&P 日本 500 指数（全ての日本株式ファンド・カテゴリーにおけるアクティブ運用マネージャーのベンチマーク）と、時価総額に沿ったウェイトではないことによるリターンの可能性を示す **S&P 日本 500 均等ウェイト指数**の年間リターンを比較しています。**S&P 日本 500 均等ウェイト指数は、時価総額加重の指数を 3.3%アンダーパフォームしました。**

図表 3：S&P 日本 500 指数の時価総額ウェイトのリターンと均等ウェイトのリターンの比較

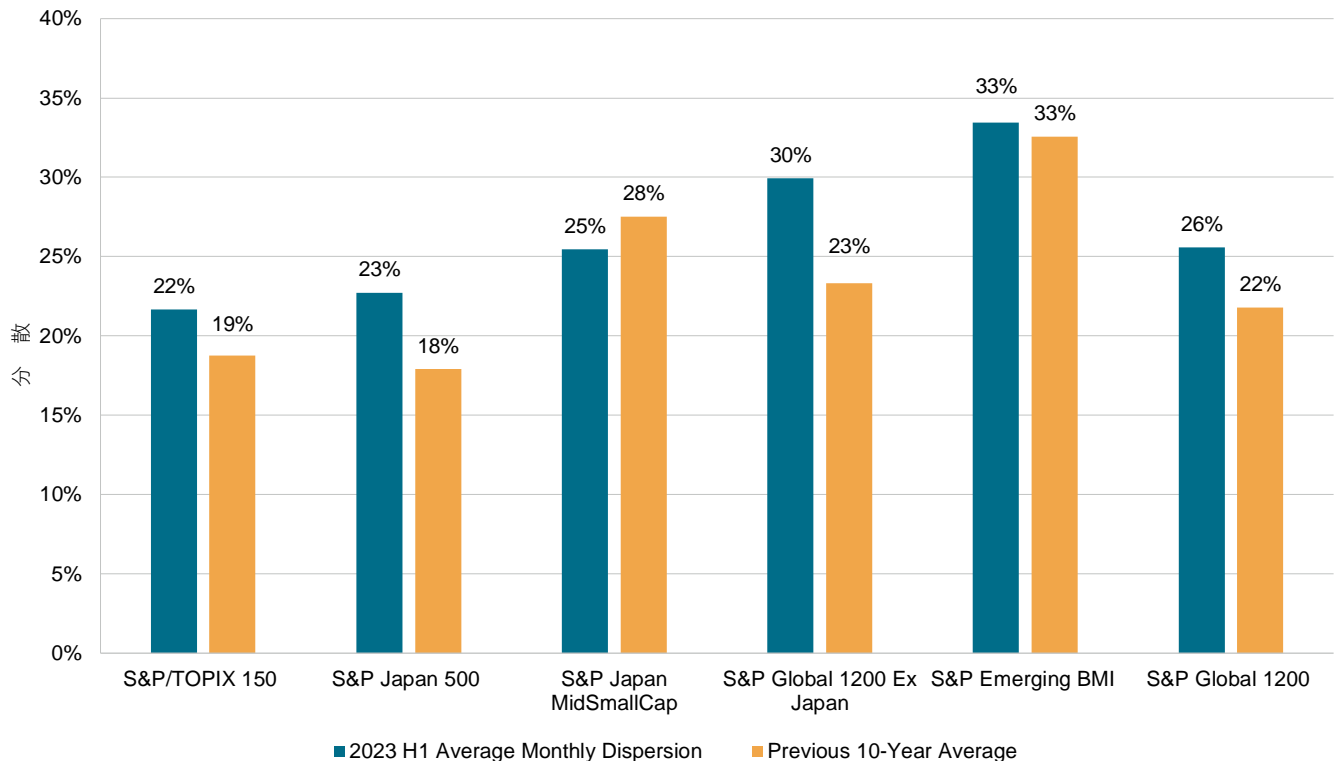


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2023 年 6 月 30 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

このような市場環境を踏まえると、多くの運用マネージャーはこの課題を克服できなかったように見え、**全ての日本株式ファンド・カテゴリーのアクティブ運用ファンドの 82%が S&P 日本 500 指数をアンダーパフォームしました。**

こうした逆風にもかかわらず、2023 年上半期には銘柄選択を通じてアウトパフォームする機会も存在していました。ベンチマーク・レベルでは、**各銘柄が平均パフォーマンスをどの程度上回るか、または下回るかについては、分散によって測定されます。**図表 4 に示されているように、スコアカードの比較指数における各銘柄の月次の平均年率換算分散は **2023 年上半期に過去 10 年間の平均を上回りました。**

図表 4：ベンチマーク指数における構成銘柄のリターンの分散



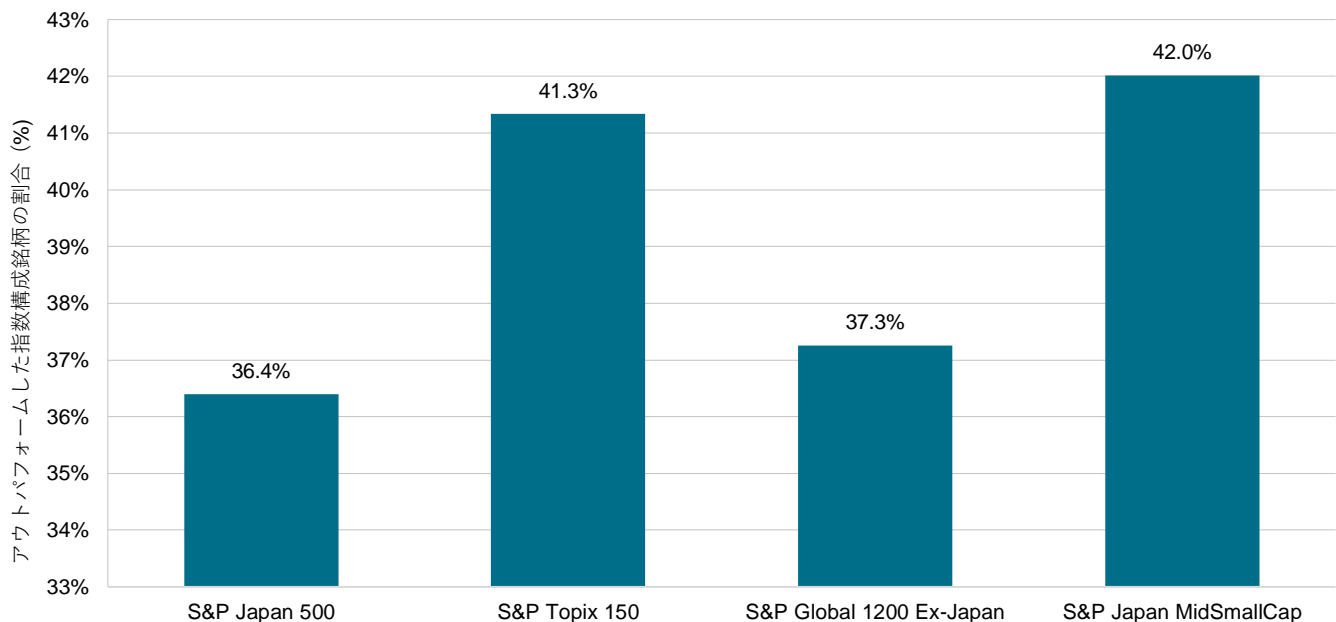
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2023年6月30日現在のデータ。S&P グローバル 1200 指数（米ドル建て）を除き指数のパフォーマンスは円建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

もちろん、あらゆる投資戦略に関連して費用やコストが発生します。したがって、**アクティブ運用ファンドがアウトパフォームする銘柄を選択できたとしても、アクティブ運用ファンドは依然としてアンダーパフォームする可能性があります。**理想的には、運用マネージャーはアウトパフォームする銘柄を選択するだけでなく、大幅にアウトパフォームする銘柄も選択する必要があります。ほとんどの銘柄が同様のパフォーマンスになるような時期があり、こうした時期には差別化することが難しくなります。一方、勝者と敗者の違いが大きくなる時期もあります。

図表 1 が示すように、**日本の中小型株カテゴリーは特に注目に値します。**日本の中小型株ファンドの48%が S&P 日本中小型株指数をアンダーパフォームするにとどまり、**日本の中小型株は 2023 年上半期を通じてアクティブ運用マネージャーの半数以上がベンチマークをアウトパフォームした唯一のカテゴリーとなりました。**

おそらく、中小型株カテゴリーにおいてアクティブ運用マネージャーのパフォーマンスが相対的に好調だった一因としては、指数自体をアウトパフォームしたベンチマークの銘柄の割合が挙げられます。このことは、このカテゴリーの株式リターンの歪度を検証することで最もよく説明できます（図表 5 参照）。S&P/TOPIX150 指数の構成銘柄の 41%、S&P 日本 500 指数の構成銘柄の 36%、及び S&P グローバル（日本を除く）1200 指数の構成銘柄の 37%がそれぞれのベンチマークをアウトパフォームしたのに対して、**S&P 日本中小型株指数の構成銘柄の 42%が指数をアウトパフォームしました。**

図表 5：ベンチマークをアウトパフォームした構成銘柄の割合

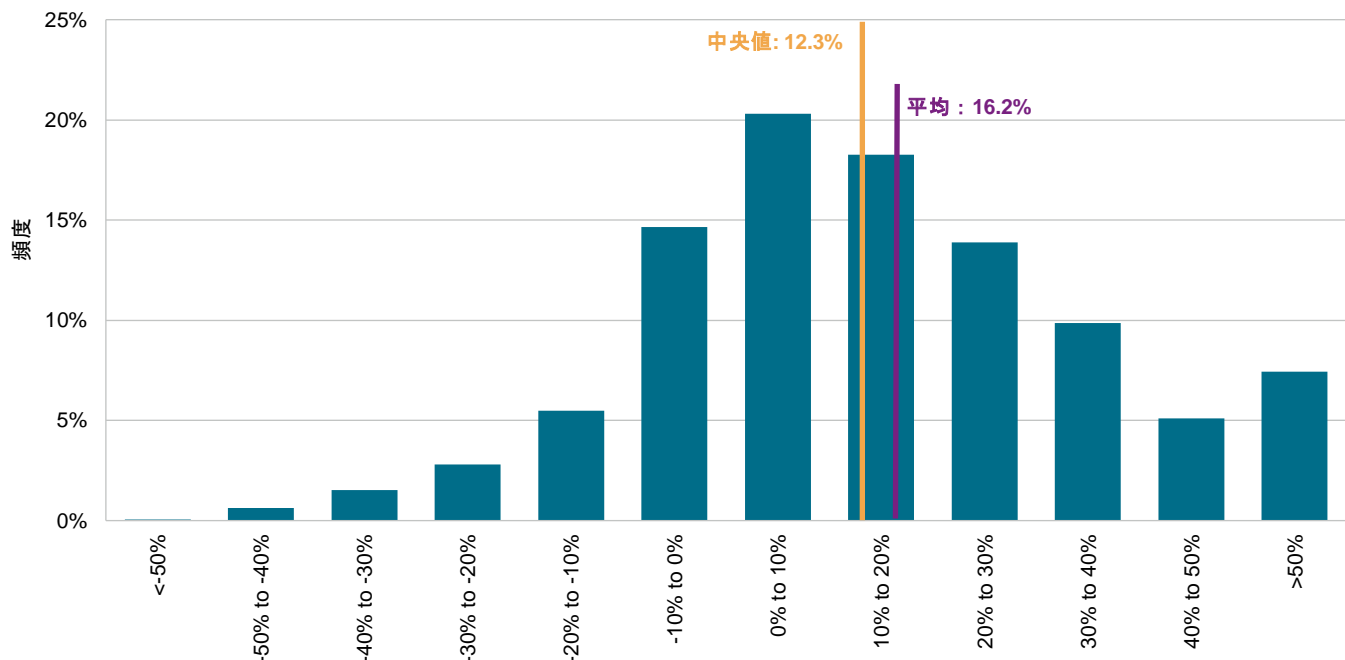


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ファクトセット。2023年6月30日現在のデータ。指数のパフォーマンスは円建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 5 が示しているように、アウトパフォームする銘柄とアンダーパフォームする銘柄が常に均等であるとは限りません。通常、株式リターンの分布には正の歪みがあり、ベンチマークの平均リターンをアウトパフォームする構成銘柄は半数以下です。この歪度が逆転し、より多くの銘柄がベンチマークの平均リターンを上回るような稀なシナリオでは、理論的には、集中的な銘柄選択を通じて運用マネージャーがアウトパフォームすることは通常よりも容易になるはずですが、一方、アウトパフォームする銘柄が少ない場合、そうした銘柄を見出すことが困難となるかもしれません。

図表 6 で示されているように、株式リターンの分布は、日本の中小型株ファンドのパフォーマンスが相対的に好調であったことに関してさらなる洞察を提供することができます。指数構成銘柄の上昇の中央値は 12.3%でしたが、全ての銘柄のリターンの単純平均は 16.2%であり、このことは**リターンの分布が正に歪んでいることを示唆しています**。正の歪みは、小さな損失を被ることが頻繁にあり、大きく上昇することが稀であることを意味しています。このことは、日本の中小型株のアクティブ運用マネージャーが銘柄の機会集合にアクセスすることができ、一握りの「勝者」が、他のカテゴリーよりも大きなリターンや、他のカテゴリーよりも高いリターンを生み出す銘柄を選択するランダム確率を生み出しますが、それでもアウトパフォームするファンドの割合は 50%未満です。

図表 6：S&P 日本中小型株指数の構成銘柄のリターン分布（2022 年）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ファクトセット。2023 年 6 月 30 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは円建てのトータル・リターンに基づいています。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。図表は説明目的のために提示されています。

日本の中小型株ファンドはベンチマーク内での銘柄選択が上手くいっただけでなく、ベンチマークをアウトパフォームした日本の中小型株ファンドは高いリターンを求めて大型株ユニバースの銘柄も組み入れていた可能性があります。図表 2 に示されているように、小型株に対する大型株のアウトパフォーマンスを踏まえると、このようなアプローチが有益であった可能性

があります。この仮説を検証するために、日本の中小型株カテゴリーでパフォーマンスの高かった上位 10 ファンドの保有銘柄を調べたところ、2023 年上半期には、**ベンチマーク以外的大型株が日本の中小型株ファンドのポートフォリオにおいて平均で 8.8%のウェイトを占めていました。**さらに、日本の中小型株カテゴリーの上位 10 ファンドの中には、ポートフォリオの 30%を大型株で保有していたファンドもありました。

全体的に見て、前述の図表は、**アクティブ運用マネージャーがアウトパフォームする上でいくつかの障壁に直面していたことを示唆しているデータの組み合わせを示しています。その障壁としては、ここ数年と比較してベンチマークのウェイトから乖離させることによる対価が減少したことなどが挙げられます。**ただし、アウトパフォームしたアクティブ運用マネージャーの中には、それぞれのベンチマーク以外の銘柄に投資することにより、良好な成果を達成したマネージャーもいました。2023 年上半期に半数以上のアクティブ運用マネージャーが好調であった日本の中小型株カテゴリー以外では、大多数のアクティブ運用ファンドが、特に長期の対象期間でそれぞれの比較指数を依然としてアンダーパフォームしています（図表 1 参照）。

アクティブ運用とパッシブ運用の議論に対する独自のスコアカード

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは 20 年以上も前に米国で SPIVA 米国スコアカードを最初に発行しました。それ以来、このスコアカードはパッシブ運用とアクティブ運用の議論において高い注目を集める調査となっています。

SPIVA スコアカードにおいて広く引用されている主要数値以外にも豊富なデータセットがあり、これらのデータは測定手法や、ユニバース構成、ファンドの生存などに関連しています。これらのデータセットが議論される機会は少ないものの、実際には非常に興味深い内容となっています。これらのデータセットは、次に列挙する SPIVA スコアカードの基本原則に関するものであり、スコアカードでは定期的にこの情報を提供しています。

- **生存バイアスの補正：**多くのファンドは調査対象期間中に清算または統合される可能性があります。しかし、調査対象期間の開始時点で投資判断を行う者にとっては、後に清算ま

たは統合されることになるファンドも投資対象に含まれています。一般に入手可能なその他の比較レポートとは異なり、**SPIVA** スコアカードでは、生き残ったファンドだけではなく、清算または統合されたファンドも調査対象に含まれます。したがって、生存バイアスを排除することができます。

- **同一条件での比較**：ファンドのリターンは、ファンドの投資カテゴリーにかかわらず、一般的なベンチマークと比較される場合が多いと言えます。**SPIVA** 日本スコアカードでは、同一のファンド・カテゴリーのベンチマークを使ってファンドのリターンを測定することにより、適切な比較を行っています。
- **資産加重リターン**：ファンド・グループの平均リターンは、均等加重方式だけを用いて計算される場合が多いため、100億円のファンドのリターンも1,000万円のファンドのリターンと同じ様に平均値に影響することになります。各ファンドのリターンを純資産で加重し、加重平均リターンを計算することにより、特定の期間において市場参加者がどのような成績を残したかを正確に表すことができます。**SPIVA** スコアカードでは、均等加重平均と資産加重平均の両方が示されています。
- **データのクリーニング**：**SPIVA** スコアカードは、資産規模のより大きなシェア・クラスのみを使用することにより、複数のシェア・クラスを二重にカウントすることを避けています。**SPIVA** スコアカードは、アクティブ運用マネージャーのパフォーマンスを評価するためのスコアカードであるため、インデックス・ファンド、レバレッジド・ファンド、及びインバース・ファンド、並びにその他の指数連動商品は除外されています。

レポート

レポート 1a：それぞれのベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合（絶対リターン・ベース）

ファンド・カテゴリー	比較する指数	年初来(%)	1年(%)	3年(%)	5年(%)	10年(%)
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	90.00	83.44	81.98	93.13	84.46
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	47.69	48.50	61.06	53.89	47.02
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	81.98	75.59	78.74	85.61	73.60
米国株式ファンド	S&P 500	77.05	80.33	83.08	93.98	90.57
グローバル株式ファンド	S&P グローバル 1200 指数	72.00	84.49	90.67	91.67	97.35
国際株式ファンド	S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	90.77	98.48	79.41	98.51	96.08
新興国株式ファンド	S&P 新興国総合指数(BMI)	64.71	67.14	82.72	86.90	100.00

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。アウトパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいています。指数のパフォーマンスはトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート 1b：それぞれのベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合（リスク調整後リターン・ベース）

ファンド・カテゴリー	比較する指数	3年(%)	5年(%)	10年(%)
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	76.58	95.52	86.82
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	70.67	61.66	65.56
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	77.08	90.34	80.31
米国株式ファンド	S&P 500	74.62	96.99	96.23
グローバル株式ファンド	S&P グローバル 1200 指数	86.19	91.67	96.69
国際株式ファンド	S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	73.53	98.51	96.08
新興国株式ファンド	S&P 新興国総合指数(BMI)	80.25	90.48	100.00

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。アウトパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいています。指数のパフォーマンスはトータル・リターンに基づいています。比較する指数のトータル・リターンがプラスであった全ての期間について結果を表示しています。リスク調整後リターンは、測定期間における年率の平均月次リターンを月次リターンの年率標準偏差で割ったものとして計算されています。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート 2：ファンドの生存率

ファンド・カテゴリー	開始時点のファンド数	生存率 (%)
年初来		
日本の大型株ファンド	310	98.71
日本の中小型株ファンド	195	97.95
全ての日本株ファンド	505	98.42
米国株式ファンド	122	96.72
グローバル株式ファンド	375	99.47
国際株式ファンド	65	98.46
新興国株式ファンド	68	94.12
1年		
日本の大型株ファンド	308	97.08
日本の中小型株ファンド	200	95.50
全ての日本株ファンド	508	96.46
米国株式ファンド	122	93.44
グローバル株式ファンド	374	96.52
国際株式ファンド	66	95.45
新興国株式ファンド	70	91.43
3年		
日本の大型株ファンド	333	84.38
日本の中小型株ファンド	208	86.54
全ての日本株ファンド	541	85.21
米国株式ファンド	130	81.54
グローバル株式ファンド	268	88.81
国際株式ファンド	68	83.82
新興国株式ファンド	81	70.37
5年		
日本の大型株ファンド	335	77.31
日本の中小型株ファンド	193	83.42
全ての日本株ファンド	528	79.55
米国株式ファンド	133	72.18
グローバル株式ファンド	216	79.63
国際株式ファンド	67	77.61
新興国株式ファンド	84	64.29

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート 2：ファンドの生存率（続き）

ファンド・カテゴリー	開始時点のファンド数	生存率 (%)
10年		
日本の大型株ファンド	296	63.18
日本の中小型株ファンド	151	69.54
全ての日本株ファンド	447	65.32
米国株式ファンド	53	58.49
グローバル株式ファンド	151	52.32
国際株式ファンド	51	64.71
新興国株式ファンド	83	30.12

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート 3：ファンドの平均パフォーマンス（均等加重）

指数/ファンド・カテゴリー	年初来 (%)	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
S&P/TOPIX 150 指数	25.52	27.86	18.40	10.18	10.04
日本の大型株ファンド	21.26	23.38	15.39	7.55	9.20
S&P 日本中小型株指数	15.82	19.86	12.03	4.51	9.07
日本の中小型株ファンド	16.18	21.82	11.31	4.90	10.74
S&P 日本 500 指数	23.82	26.24	17.01	8.95	9.85
全ての日本株ファンド	19.28	22.82	13.82	6.57	9.72
S&P 500	28.05	27.24	26.33	18.45	17.18
米国株式ファンド	21.14	21.13	23.39	13.06	11.31
S&P グローバル 1200 指数	26.19	26.26	24.20	15.54	14.25
グローバル株式ファンド	21.69	18.68	16.86	11.25	10.39
S&P グローバル(日本を除く) 1200 指数	26.24	26.16	24.61	15.95	14.58
国際株式ファンド	20.21	19.43	21.51	12.70	11.21
S&P 新興国総合指数 (BMI)	14.62	9.17	14.43	7.69	7.85
新興国株式ファンド	13.69	8.15	11.07	5.11	4.99

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。指数のパフォーマンスはトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。ファンドは均等加重されていますが、指数はそうではありません。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート4：ファンドの平均パフォーマンス（資産加重）

指数/ファンド・カテゴリー	年初来 (%)	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
S&P/TOPIX 150 指数	25.52	27.86	18.40	10.18	10.04
日本の大型株ファンド	21.89	23.90	14.97	7.40	9.06
S&P 日本中小型株指数	15.82	19.86	12.03	4.51	9.07
日本の中小型株ファンド	16.87	21.12	11.97	5.07	9.27
S&P 日本 500 指数	23.82	26.24	17.01	8.95	9.85
全ての日本株ファンド	20.15	22.96	13.92	6.51	9.14
S&P 500	28.05	27.24	26.33	18.45	17.18
米国株式ファンド	31.59	25.61	19.88	14.72	11.31
S&P グローバル 1200 指数	26.19	26.26	24.20	15.54	14.25
グローバル株式ファンド	26.36	21.20	12.82	10.75	10.20
S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	26.24	26.16	24.61	15.95	14.58
国際株式ファンド	21.57	20.02	20.06	12.33	11.06
S&P 新興国総合指数（BMI）	14.62	9.17	14.43	7.69	7.85
新興国株式ファンド	15.05	10.69	11.14	7.17	5.50

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。指数のパフォーマンスはトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート5：ファンド・パフォーマンスの四分位数の区切り点

ファンド・カテゴリー	第3四分位数	第2四分位数	第1四分位数
年初来			
日本の大型株ファンド	19.31	21.64	23.78
日本の中小型株ファンド	11.16	16.23	20.07
全ての日本株ファンド	16.06	20.28	22.97
米国株式ファンド	15.58	20.20	27.73
グローバル株式ファンド	14.52	19.80	27.43
国際株式ファンド	15.24	21.88	23.21
新興国株式ファンド	10.91	13.25	15.47

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。指数のパフォーマンスはトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート 5：ファンド・パフォーマンスの四分位数の区切り点（続き）

ファンド・カテゴリー	第3四分位数	第2四分位数	第1四分位数
1年			
日本の大型株ファンド	20.61	23.34	26.75
日本の中小型株ファンド	16.66	21.06	26.04
全ての日本株ファンド	18.97	22.82	26.32
米国株式ファンド	16.38	19.48	26.00
グローバル株式ファンド	13.31	18.03	23.67
国際株式ファンド	16.04	20.35	22.66
新興国株式ファンド	2.72	6.76	10.89
3年			
日本の大型株ファンド	12.83	15.35	17.83
日本の中小型株ファンド	6.96	11.05	15.44
全ての日本株ファンド	10.44	14.39	16.97
米国株式ファンド	19.49	22.03	25.51
グローバル株式ファンド	14.93	18.81	21.45
国際株式ファンド	18.91	21.24	24.58
新興国株式ファンド	6.68	10.94	14.12
5年			
日本の大型株ファンド	6.21	7.59	8.92
日本の中小型株ファンド	2.23	5.06	6.82
全ての日本株ファンド	5.03	6.80	8.42
米国株式ファンド	11.36	13.41	14.62
グローバル株式ファンド	10.35	12.32	14.59
国際株式ファンド	10.65	12.60	13.87
新興国株式ファンド	3.49	5.50	7.13
10年			
日本の大型株ファンド	8.22	9.31	10.04
日本の中小型株ファンド	9.17	10.33	12.09
全ての日本株ファンド	8.39	9.52	10.50
米国株式ファンド	10.36	12.51	14.59
グローバル株式ファンド	9.22	10.90	12.38
国際株式ファンド	10.18	11.93	12.92
新興国株式ファンド	5.22	6.10	6.64

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年6月30日現在のデータ。指数のパフォーマンスはトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

付属資料 A：SPIVA メソドロジー

指数をアンダーパフォームしたファンドの割合

生存バイアスを補正するため、調査対象期間の期初におけるファンドの数を分母とします。生存しているファンドの中で、指数をアウトパフォームしたファンドの数をカウントします。これにより、指数がアウトパフォームしたファンドの割合を決定します。

生存率 (%)

生存率は、調査対象期間の期初に存在しているファンドの中で、期末時点でも運用を継続しているファンドの割合を表します。

均等加重ファンドのパフォーマンス

特定のスタイル・カテゴリにおける均等加重のリターンは、特定の月におけるカテゴリ内の全てのアクティブ運用ファンドの単純平均リターンを計算することで求められます。

資産加重ファンドのパフォーマンス

特定のスタイル・カテゴリにおける資産加重のリターンは、特定の月におけるカテゴリ内の全てのアクティブ運用ファンドの加重平均リターンを計算することで求められます。各ファンドのリターンは純資産の合計により加重されます。資産加重リターンは、特定のスタイル・カテゴリに投資された総金額のリターンをより正確に反映するため、ファンドのカテゴリ・パフォーマンスを示す指標としてより適切であると考えられます。

四分位数の区切り点

一連のデータにおける第 p パーセンタイル値は、そのデータの $p\%$ 以上の値であると同時に、そのデータの $(100-p)\%$ 以下の値となります。言い換えれば、その値とは、その値の $p\%$ より小さい部分と、

その値の（100-p）%より大きい部分の2つの部分にそのデータを分ける値となります。第1四分位数は第75パーセンタイル値であり、母集団の構成要素を下位の75%と上位の25%に分ける値となります。第2四分位数は第50パーセンタイル値であり、第3四分位数は第25パーセンタイル値となります。特定の期間におけるファンドのカテゴリー四分位数を決定する上で、ファンドの最大シェア・クラスのリターンから報酬（販売手数料を除く）を控除したデータが利用されています。

生存バイアス

調査対象期間中に清算されるファンドや、他のファンドと統合されるファンドは数多くあります。通常、ファンドのパフォーマンスが長期にわたり低迷した場合に、こうした状況が起こります。したがって、運用が継続されているファンドのデータのみを利用して、指数のリターンとファンドのリターンを比較した場合、ファンド・カテゴリーが有利となり、公正な比較とはなりません。したがって、このレポートでは、こうしたバイアスを排除するために、（a）アウトパフォーマンスの計算の分母として、期初における特定のカテゴリー内の全てのファンドから構成される全体の投資機会セットを利用し、（b）各カテゴリー内で生存率を明確に示し、（c）期初において存在する全ファンドに基づき、各カテゴリーのピアグループの平均リターン・シリーズを構築します。

報酬

ファンドのリターンは、報酬（販売手数料を除く）を控除した後のものとなります。

指数

ベンチマーク指数は投資ビークルを提供し、これを基準にファンドのパフォーマンスを測ることが可能となります。

S&P/TOPIX 150 指数

S&P/TOPIX 150 指数は、日本の大型株ユニバースのパフォーマンスに連動するように設計されています。この指数は、極めて流動性の高い150銘柄から構成されており、日本市場の世界産業分類基準（GICS®）の各セクターにおける大手優良企業が組入対象銘柄となっています。

S&P 日本中小型株指数

S&P 日本中小型株指数は、S&P 日本中型株指数と S&P 日本小型株指数を組み合わせたものであり、日本の浮動株調整後時価総額において低いものから順に30%までの銘柄で構成されています。この指

数は、[S&P 日本総合指数 \(BMI\)](#) のサブセットであり、日本の株式市場のパフォーマンスを測定する包括的かつルールに基づいた指数です。

S&P 日本 500 指数

S&P 日本 500 指数は、日本市場のパフォーマンスに連動するように設計されています。指数構成銘柄は、東京、大阪、または JASDAQ の証券取引所に上場している適格企業から選出されます。データは、東洋経済新報社の包括的データベースに基づいています。構成銘柄は、日本の株式市場における大型株、中型株、小型株をカバーしています。

S&P 500

S&P 500 は米国市場の代表的な株価指数です。この指数は時価総額加重方式を用いて算出され、米国経済の主要業種における 500 社から構成されており、米国株式市場の時価総額の 80% をカバーしています。

S&P グローバル 1200 指数

S&P グローバル 1200 指数は世界の株式時価総額の約 70% をカバーしており、7 つの主要株価指数で構成され、各指数はそれぞれの地域で代表的な指数として受け入れられています。7 つの指数とは、[S&P 500](#) (米国)、[S&P 欧州 350[®]指数](#) (欧州)、[S&P/TOPIX 150 指数](#) (日本)、[S&P/TSX 60 指数](#) (カナダ)、[S&P/ASX オール・オーストラリアン 50 指数](#) (オーストラリア)、[S&P アジア 50 指数](#) (日本を除くアジア)、[S&P ラテンアメリカ 40 指数](#) (ラテンアメリカ) となります。

S&P グローバル (日本を除く) 1200 指数

S&P グローバル (日本を除く) 1200 指数は 6 つの主要株価指数で構成されており、その多くはそれぞれの地域で代表的な指数として受け入れられています。6 つの指数とは、[S&P 500](#) (米国)、[S&P 欧州 350 指数](#) (欧州)、[S&P/TSX 60 指数](#) (カナダ)、[S&P/ASX オール・オーストラリアン 50 指数](#) (オーストラリア)、[S&P アジア 50 指数](#) (日本を除くアジア)、[S&P ラテンアメリカ 40 指数](#) (ラテンアメリカ) となります。

S&P 新興国総合指数 (BMI)

S&P 新興国総合指数 (BMI) は、[S&P グローバル総合指数 \(BMI\)](#) の中で新興国市場に本拠地を置く全ての企業をカバーしています。ただし、浮動株調整後時価総額が 1 億ドル以上で、年間取引高が 5,000 万ドル以上の銘柄が組入対象となります。

General Disclaimer

© 2023 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, Select Sector, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, MBX, MCDX, PRIMEX, HHPI and SOVX are trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment advisor, and S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

TOPIX is a trademark of Tokyo Stock Exchange and has been licensed for use by S&P Dow Jones Indices.