

# SPIVA®日本スコアカード

## 寄稿者

**Maya Beyhan, PhD**  
シニア・ディレクター、  
ESGスペシャリスト  
インデックス投資戦略  
[maya.beyhan@spglobal.com](mailto: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](mailto: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](mailto:davide.di.gioia@spglobal.com)

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。

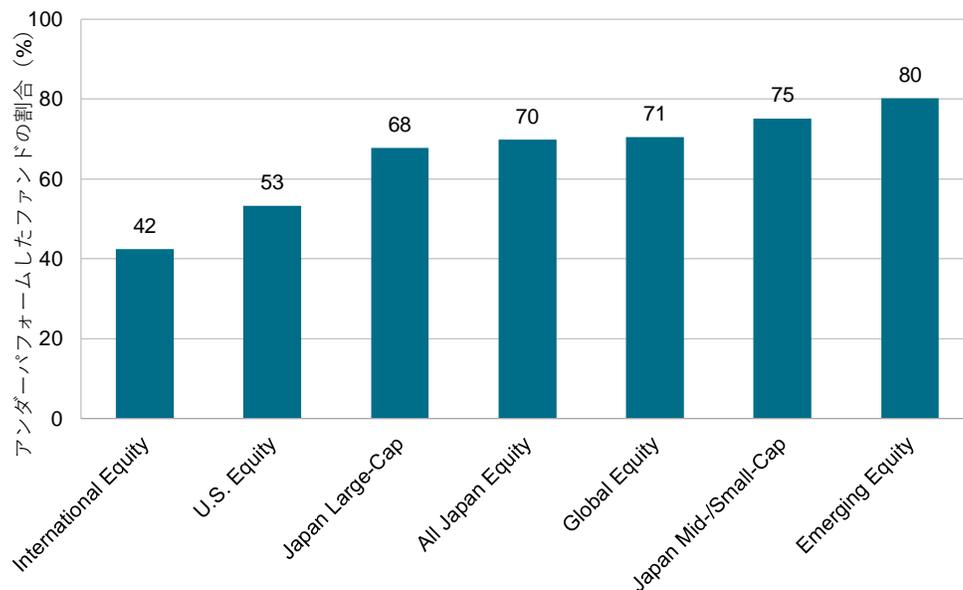
SPIVA®日本スコアカードでは、日本のアクティブ運用投資信託について、それぞれのベンチマーク指数に対するパフォーマンスを様々な対象期間にわたり測定します。このスコアカードでは、日本の大型株、中型株、及び小型株セグメントに加え、国際株式ファンド及びグローバル株式ファンドも対象としています。

## 2022 年通期のハイライト

2022 年通期において、全ての日本株式ファンドの 3 分の 2 以上（70%）が **S&P 日本 500 指数** をアンダーパフォームしました。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。国際株式ファンドだけが唯一の例外であり、このカテゴリーでは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が 42%にとどまりました。

図表 1：2022 年にベンチマーク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（％）

**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



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。2022 年 12 月 31 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 2022 年に 3.42%下落し、**日本の大型株ファンドの 68%**が 2022 年に同指数をアンダーパフォームしました。大型株カテゴリーにおけるこのアンダーパフォーマンスの割合は 2018 年 6 月以降で最悪のものとなりました。
- **国際株式ファンド**・カテゴリーにおけるアクティブ運用マネージャーの運用成果は良好となり、ベンチマークの **S&P グローバル**（日本を除く）1200 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 42%**にとどまりました（図表 6、7、及び 8 参照）。
- 日本の中小型株ファンドの **75%**が **S&P 日本中小型株指数**（2022 年に 0.21%下落）をアンダーパフォームしました。ただし、**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は比較的良好であり**、3 年、5 年、及び 10 年の対象期間では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がそれぞれ 50%、47%、及び 52%となりました（図表 5 参照）。
- 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 70%~82%の範囲となりました。**S&P 日本 500 指数**は 2022 年に 2.93%下落し、**アクティブ運用ファンドの 70%**が **S&P 日本 500 指数**をアンダーパフォームしました（図表 4 参照）。
- 米国株式ファンドの 80%が 2021 年にベンチマークをアンダーパフォームしましたが、2022 年には米国株式に投資する**日本のアクティブ運用ファンドがベンチマークをアンダーパフォームした割合が減少しました**。過半数をやや上回る 53%のファンドが **S&P 500®**（日本円ベースで 6.17%下落）をアンダーパフォームしました。
- **S&P グローバル 1200 指数**は 2022 年に 4.80%下落し、**グローバル株式ファンドの 71%**が **ベンチマークをアンダーパフォームし**、多くの場合、大差でアンダーパフォームしました。このカテゴリーのファンドの平均トータル・リターンは均等加重ベースで 12.68%のマイナスとなり、資産加重ベースでは 22.17%のマイナスとなりました。

- **S&P 新興国総合指数 (BMI)** は 2022 年に 5.76%下落しましたが、**新興国株式ファンドの 80%がベンチマークをアンダーパフォームしました**。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、その他のカテゴリーを上回る水準に上昇しました。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 **88%、91%、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、日本で提供されているアクティブ運用ファンドの間で、投資機会を堅調な結果につなげたことに関しては、国際株式ファンドのマネージャーが比較的上手く成し遂げましたが、豊富な投資機会が存在していたにもかかわらず、その他全てのファンド・カテゴリーのアクティブ運用ファンドは投資機会を上手く活用することができませんでした。

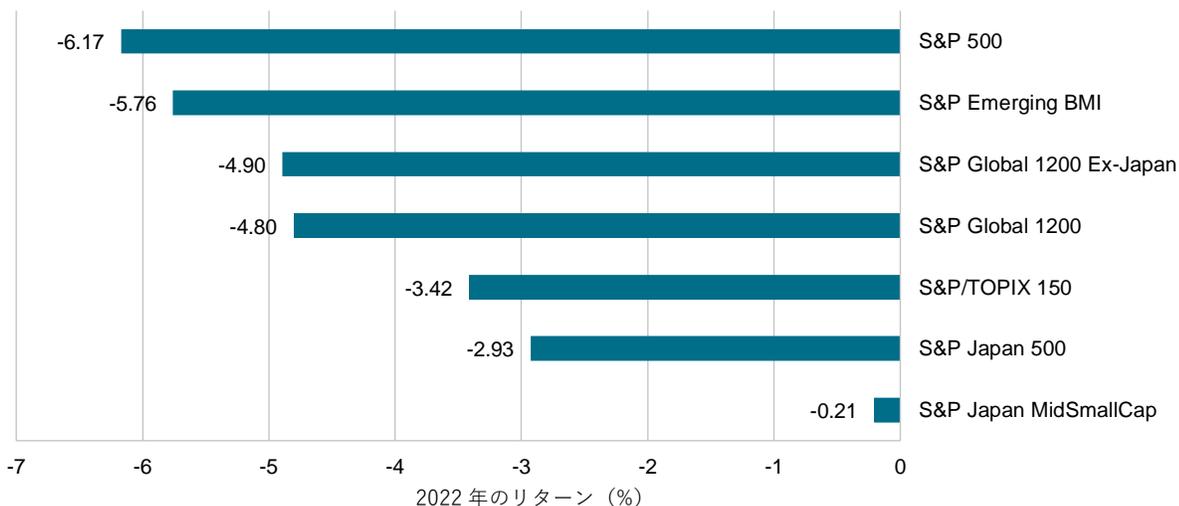
## 市場環境

株式市場は 2022 年に非常に厳しい環境となり、投資家は様々な経済リスクに直面しました。しかし、現地通貨ベースで見ると、日本は世界の他の地域に影響を及ぼした多くの問題による影響を比較的受けなかったように思われます。図表 2 に示されているように、S&P/TOPIX 150 指数は 3.42% の下落にとどまりました（日本円ベース）。これに対して S&P 500 は 18.11% 下落しました（米ドル・ベース）。

また、日本では 2022 年にその他多くの先進諸国とは異なるシナリオも見られました。日銀は政策金利を低水準に維持した一方で、その他の先進諸国の中央銀行は急激な利上げを行いました。日本とその他の中央銀行における金融政策の大きな違いにより、日本円は多くの通貨に対して下落し、特に米ドルに対して大幅に下落しました。これにより、日本の投資家にとって多くの海外市場のリターンが好調となりました。例えば、日本円ベースで見ると、S&P 500 は 6.2% の下落にとどまりました（図表 2 参照）。

円安の影響などもあり、日本企業の業績は健全に推移しました。世界的に需要が鈍化したものの、日本の輸出企業にとって有利な為替トレンドや、コロナ禍後の経済活動再開により、全体的に企業業績が下支えされました。

図表 2：日本スコアカードにおける比較指数のパフォーマンス（2022 年）

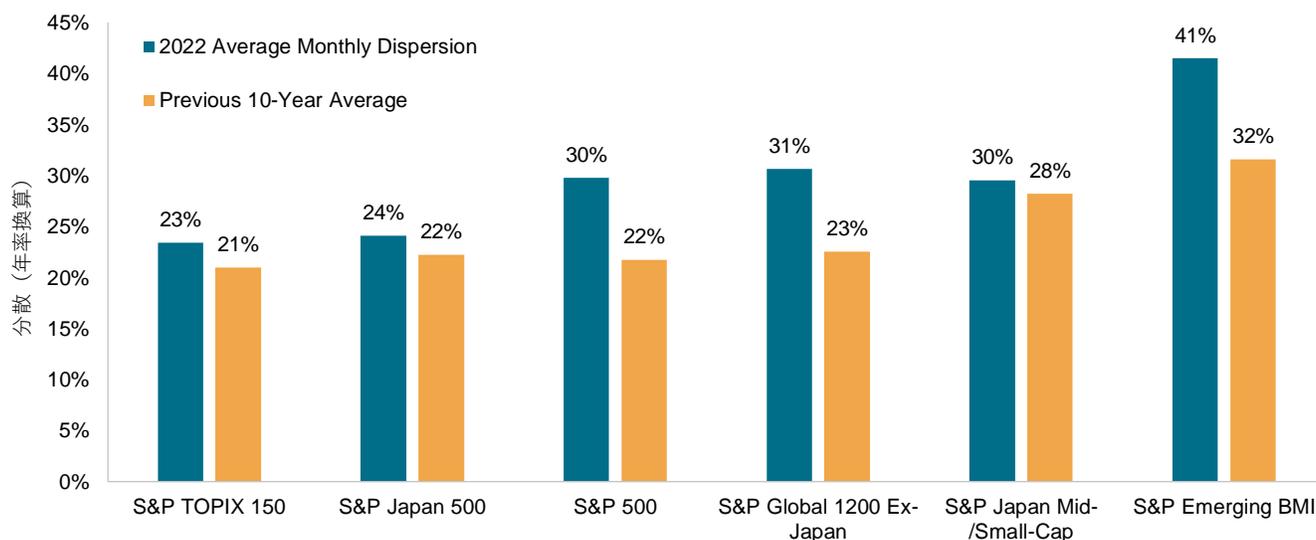


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2022 年 12 月 31 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

2022年の市場環境には、**日本株式のアクティブ運用マネージャーにとって有利な側面**もありました。最初に、図表2に示されている通り、日本の大手企業（S&P/TOPIX 150 指数）は日本の中小企業（S&P 日本中小型株指数）をアンダーパフォームしました。このことは、アクティブ運用マネージャーにとって追い風であったことを示唆しています。アクティブ運用マネージャーが全ての大型株をベンチマークと同じウェイトで保有することはあまりありません。

2つ目として、2022年には銘柄選択を通じてアウトパフォームする機会が多く存在していました。ベンチマーク・レベルで、各証券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（ばらつき）によって測定されます<sup>1</sup>**。図表3に示されている通り、2022年には、スコアカードの比較指数における各証券の月次の平均年率換算分散は**ここ10年間の平均よりも高くなりました**。

図表3：スコアカードの比較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。2022年12月31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。

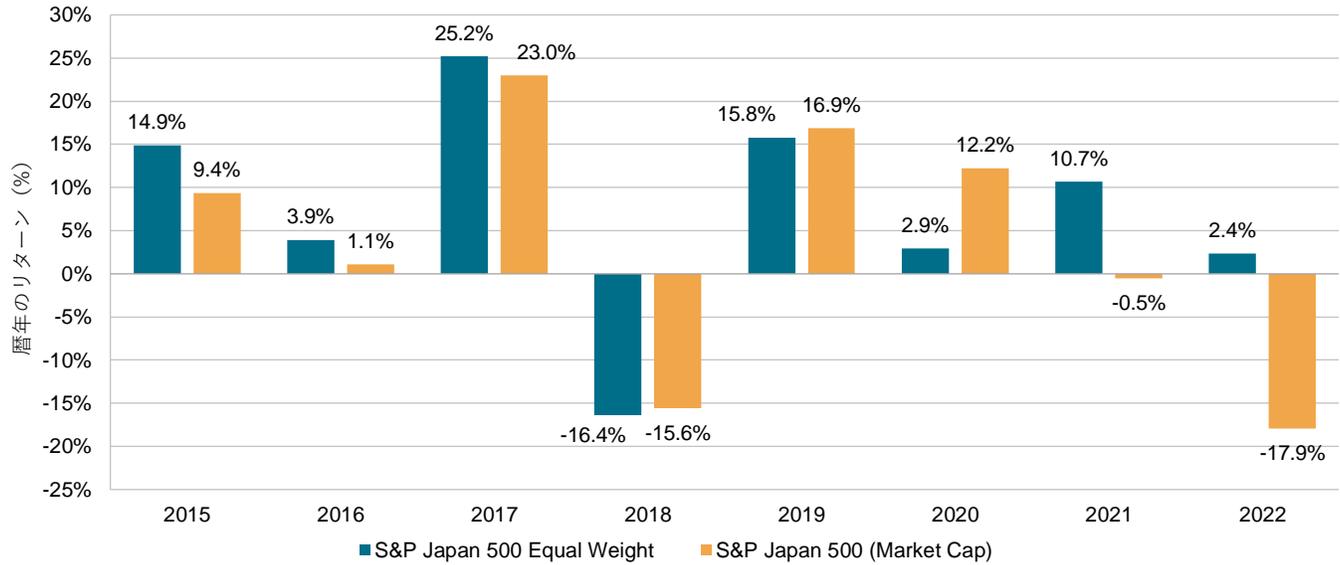
もちろん、ポートフォリオの運用に伴って費用やコストが発生します。したがって、**アクティブ運用ファンドがアウトパフォームする銘柄を選択できたとしても、アクティブ運用ファンドは依然としてアンダーパフォームする可能性があります**。理想的には、運用マネージャーはア

<sup>1</sup> 例えば、以下のレポートを参照：Edwards, Tim、及び Craig J. Lazzara 著「[Dispersion: Measuring Market Opportunity](#)」 S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、2014年

ウトパフォーマンスする銘柄を選択するだけでなく、**大幅に**アウトパフォーマンス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 4 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、**S&P 日本 500 均等ウェイト指数**を比較しています。この図表では、ベンチマークのウェイトから乖離させることで、リターンにどれだけ差が生じるかを定量的に示しています。**S&P 日本 500 均等ウェイト指数**は、時価総額に関係なく、全ての銘柄に対して均等にウェイトを配分した指数です。**2022 年は、2015 年に SPIVA 日本スコアカードの計算を開始して以降で S&P 日本 500 均等ウェイト指数が最も大幅にアウトパフォーマンスし、リターン格差は 20%に上りました。**

図表 4：S&P 日本 500 指数の時価総額ウェイトと均等ウェイトのリターン比較

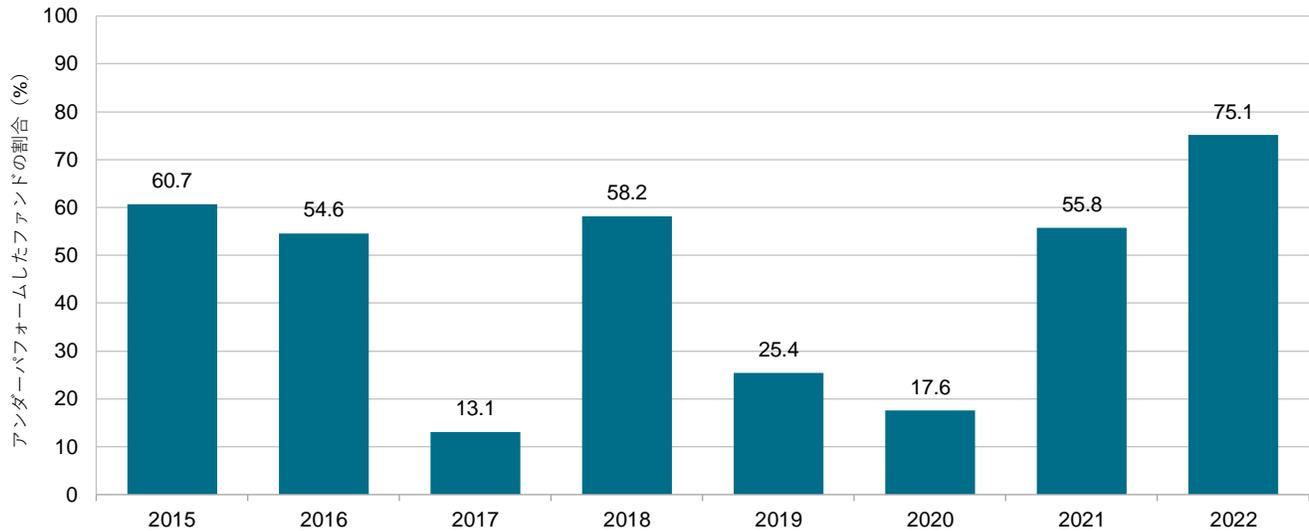


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2022 年 12 月 31 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

こうした市場環境にもかかわらず、運用マネージャーはこの環境を上手く活用できなかったように思われます。こうした中で、**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 70%が S&P 日本 500 指数をアンダーパフォームしました。**

アクティブ運用ファンドが低調なパフォーマンスとなったのはこのカテゴリーだけではありませんでした。日本の中小型ファンドの **75%が S&P 日本中小型株指数をアンダーパフォームし、2015 年に SPIVA 日本スコアカードの計算を開始した以降で、アンダーパフォームしたファンドの割合が最も高くなりました（図表 5 参照）。**

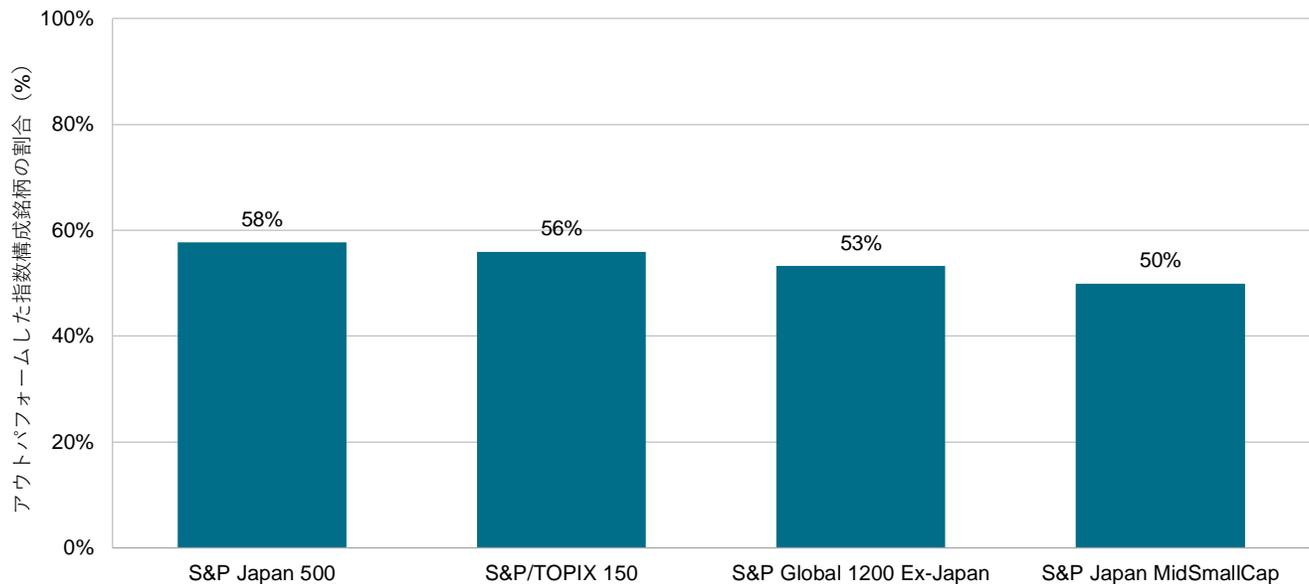
図表 5：日本の中小型株ファンドがそれぞれのベンチマークをアンダーパフォーム



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。2022年12月31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。

しかし、中型株/小型株の分野で多くのアクティブ運用ファンドがアンダーパフォームしたことは別の理由があるかもしれません。このことは、このカテゴリーの銘柄のリターン分布を見ると良く理解できます（図表 6 参照）。S&P/TOPIX 150 指数の構成銘柄の 56%、S&P 日本 500 指数の構成銘柄の 58%、及び S&P グローバル（日本を除く）1200 指数の構成銘柄の 53%がそれぞれの指数をアウトパフォームした一方で、**S&P 日本中小型株指数では同指数をアウトパフォームした構成銘柄の割合が 50%にとどまりました。**

図表 6：日本の比較指数の構成銘柄がアウトパフォームした割合

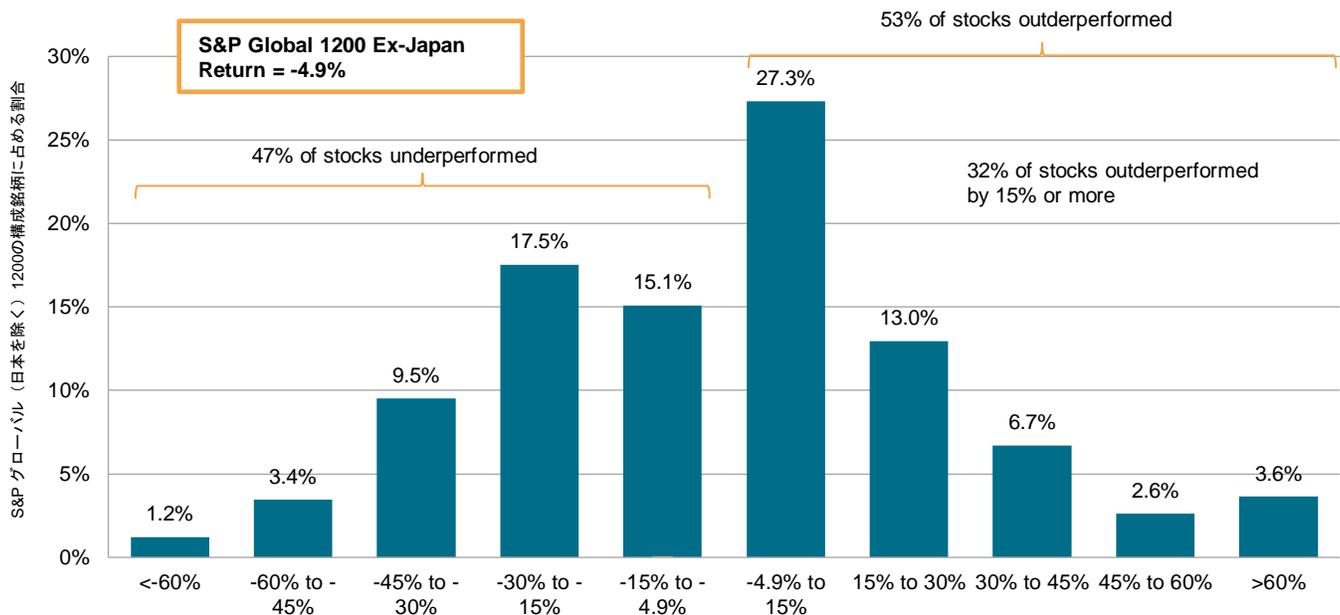


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ファクトセット。2022年12月31日現在のデータ。指数のパフォーマンスは円建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 6 に示されているように、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。構成銘柄の半数以上がベンチマークをアウトパフォームする場合もあり、そうした場合には、運用マネージャーがベンチマークをアウトパフォームできる可能性が高まります。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 1 に示されているように、**国際株式カテゴリーは特に注目に値します。**国際株式は、アクティブ運用ファンドの半数以上が 2022 年に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です。ここでも、構成銘柄のリターンの分布が鍵となります。比較指数（S&P グローバル（日本を除く）1200 指数）の構成銘柄の 53% が同指数（リターンは -4.9%）をアウトパフォームしました（図表 7 参照）。さらに、構成銘柄の 32% が同指数を 15% 以上アウトパフォームしました。つまり、アウトパフォームした銘柄が多かったため、アクティブ運用マネージャーにとって有利な投資環境であったと言えます。

図表 7：S&amp;P グローバル（除く日本）1200 指数の構成銘柄のリターン分布（2022 年）



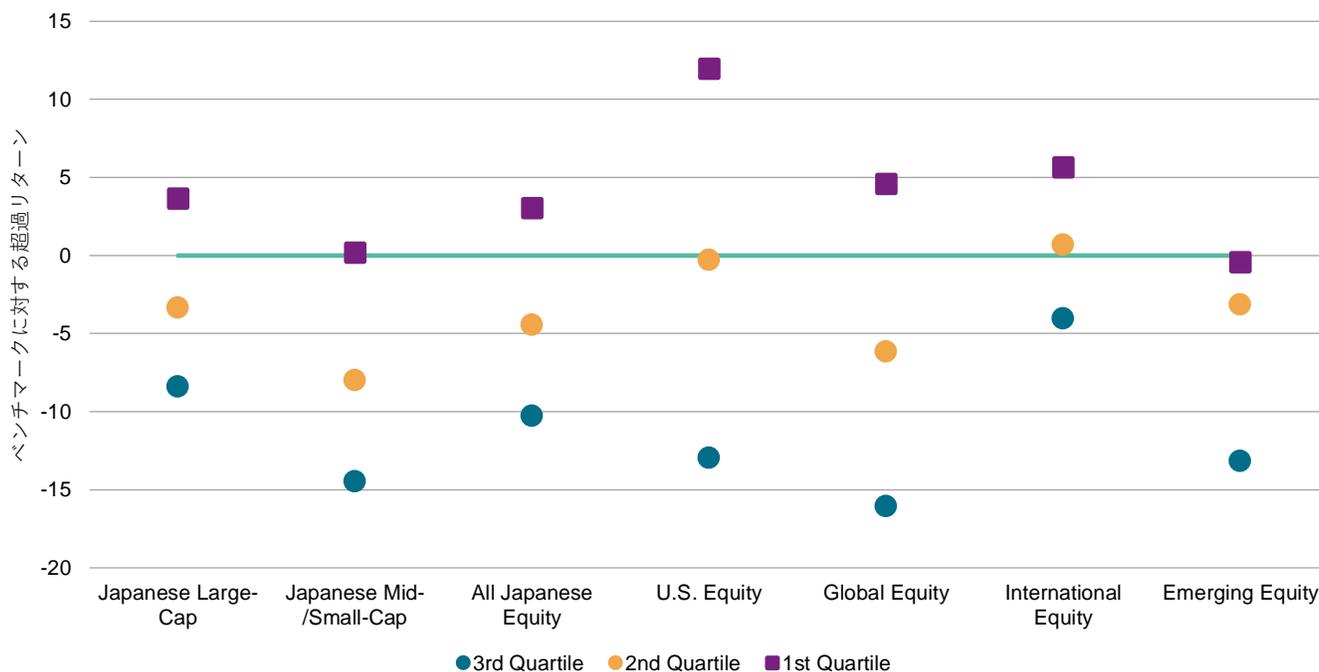
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ファクトセット。2022 年 12 月 31 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは円建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

上述のように、2022 年には S&P/TOPIX 150 指数、S&P 日本 500 指数、及び S&P グローバル（日本を除く）1200 指数の構成銘柄の 50%以上がそれぞれの指数をアウトパフォームしました。したがって、アクティブ運用マネージャーにとっては、適切な銘柄選択とウェイト配分によって比較指数をアウトパフォームする機会が 2021 年よりも多く存在していたと言えます。それにもかかわらず、国際株式カテゴリーを除くと、大部分のアクティブ運用ファンドが比較指数をアンダーパフォームする結果となりました（図表 1 参照）。

図表 8 では、アクティブ運用ファンドにとってアウトパフォームすることが困難であった要因を示しています。この図表では、各ファンド・カテゴリーに関して、**比較指数に対する超過リターンをアクティブ運用ファンドの四分位数別にプロットしており**、下位 25%のファンドが比較指数をアンダーパフォームした大きさと、上位 25%のファンドが比較指数をアウトパフォームした大きさを示しています。国際株式を除く全てのカテゴリーに関して、**下位 25%のファンドは、上位 25%のファンドがアウトパフォームした程度を上回る大きさでアンダーパフォームしました**。したがって、どのカテゴリーにおいても、投資家はリターンの高いアク

ティプ運用ファンドを選択することが困難であったと言えます。つまり、2022年は「ファンドの選択リスク」が特に大きい年であったと考えられます。

**図表 8：各カテゴリーのベンチマークに対する超過リターン（2022年、アクティブ運用ファンドの四分位数別）**



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。2022年12月31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。

# 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 年前に 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 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	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	67.76	77.23	90.40	81.94
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	75.12	49.77	47.00	52.10
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	69.83	71.14	81.64	72.96
米国株式ファンド	S&P 500	53.23	90.30	94.66	90.63
グローバル株式ファンド	S&P グローバル 1200 指数	70.51	82.21	82.09	94.63
国際株式ファンド	S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	42.42	86.57	95.59	96.23
新興国株式ファンド	S&P エマージング BMI 指数	80.26	87.65	91.11	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。2022年12月31日までの期間のデータです。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結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	82.77	93.19	84.28
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	52.97	48.00	66.47
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	76.65	86.04	78.54
米国株式ファンド	S&P 500	90.30	96.18	96.88
グローバル株式ファンド	S&P グローバル 1200 指数	81.82	81.59	93.96
国際株式ファンド	S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	85.07	88.24	96.23
新興国株式ファンド	S&P 新興国総合指数（指数）	87.65	93.33	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。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。2022年12月31日までの期間のデータです。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 (%)
<b>1年</b>		
日本の大型株ファンド	304	95.72
日本の中小型株ファンド	213	96.24
全ての日本株ファンド	517	95.94
米国株式ファンド	124	95.16
グローバル株式ファンド	356	95.79
国際株式ファンド	66	95.45
新興国株式ファンド	76	88.16
<b>3年</b>		
日本の大型株ファンド	325	83.08
日本の中小型株ファンド	219	88.58
全ての日本株ファンド	544	85.29
米国株式ファンド	134	81.34
グローバル株式ファンド	253	87.35
国際株式ファンド	67	83.58
新興国株式ファンド	81	74.07
<b>5年</b>		
日本の大型株ファンド	323	75.54
日本の中小型株ファンド	200	85.00
全ての日本株ファンド	523	79.16
米国株式ファンド	131	74.05
グローバル株式ファンド	201	78.11
国際株式ファンド	68	76.47
新興国株式ファンド	90	60.00
<b>10年</b>		
日本の大型株ファンド	299	59.53
日本の中小型株ファンド	167	65.87
全ての日本株ファンド	466	61.80
米国株式ファンド	32	56.25
グローバル株式ファンド	149	51.01
国際株式ファンド	53	60.38
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。2022年12月31日までの期間のデータです。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 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	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
S&P/TOPIX 150 指数	-3.42	6.90	4.49	10.70
日本の大型株ファンド	-6.00	5.55	2.61	10.33
S&P 日本中小型株指数	-0.21	2.77	0.75	10.48
日本の中小型株ファンド	-7.59	3.79	1.56	12.82
S&P 日本 500 指数	-2.93	6.07	3.62	10.73
全ての日本株ファンド	-6.62	4.87	2.21	11.25
S&P 500	-6.17	14.85	12.94	17.42
米国株式ファンド	-5.12	11.26	8.77	11.94
S&P グローバル 1200 指数	-4.80	12.32	9.98	14.04
グローバル株式ファンド	-12.68	7.51	6.35	10.21
S&P グローバル(日本を除く) 1200 指数	-4.90	12.70	10.40	14.30
国際株式ファンド	-2.60	10.20	7.81	10.95
S&P 新興国総合指数 (BMI)	-5.76	5.30	3.14	7.03
新興国株式ファンド	-11.07	1.38	0.07	3.93

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。2022年12月31日までの期間のデータです。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。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。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	1年 (%)	3年 (%)	5年 (%)	10年 (%)
S&P/TOPIX 150 指数	-3.42	6.90	4.49	10.70
日本の大型株ファンド	-8.13	5.09	2.31	10.06
S&P 日本中小型株指数	-0.21	2.77	0.75	10.48
日本の中小型株ファンド	-8.37	4.09	1.34	10.89
S&P 日本 500 指数	-2.93	6.07	3.62	10.73
全ての日本株ファンド	-8.22	4.74	1.91	10.31
S&P 500	-6.17	14.85	12.94	17.42
米国株式ファンド	-19.21	9.44	8.82	10.35
S&P グローバル 1200 指数	-4.80	12.32	9.98	14.04
グローバル株式ファンド	-22.17	4.88	5.23	9.63
S&P グローバル（日本を除く）1200 指数	-4.90	12.70	10.40	14.30
国際株式ファンド	-7.21	9.41	7.27	10.57
S&P 新興国総合指数 (BMI)	-5.76	5.30	3.14	7.03
新興国株式ファンド	-11.32	1.88	2.33	4.28

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。2022年12月31日までの期間についてのデータです。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。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
<b>1 年</b>			
日本の大型株ファンド	-11.83	-6.77	0.22
日本の中小型株ファンド	-14.69	-8.23	-0.02
全ての日本株ファンド	-13.23	-7.40	0.09
米国株式ファンド	-19.16	-6.47	5.78
グローバル株式ファンド	-20.90	-10.98	-0.23
国際株式ファンド	-8.95	-4.23	0.72
新興国株式ファンド	-18.95	-8.93	-6.18
<b>3 年</b>			
日本の大型株ファンド	4.07	5.49	7.04
日本の中小型株ファンド	1.17	3.62	6.15
全ての日本株ファンド	2.95	5.08	6.76
米国株式ファンド	8.81	11.36	13.07
グローバル株式ファンド	7.46	9.35	11.66
国際株式ファンド	8.57	9.89	11.60
新興国株式ファンド	-1.80	2.88	4.25
<b>5 年</b>			
日本の大型株ファンド	1.54	2.63	3.74
日本の中小型株ファンド	-0.70	1.49	2.86
全ての日本株ファンド	0.98	2.35	3.48
米国株式ファンド	7.62	9.11	10.30
グローバル株式ファンド	6.38	8.10	9.78
国際株式ファンド	6.25	8.30	9.43
新興国株式ファンド	-1.00	0.92	1.88
<b>10 年</b>			
日本の大型株ファンド	9.26	10.17	10.93
日本の中小型株ファンド	10.41	11.72	14.97
全ての日本株ファンド	9.53	10.52	11.77
米国株式ファンド	13.00	13.68	16.32
グローバル株式ファンド	10.03	11.40	12.87
国際株式ファンド	10.48	11.91	12.84
新興国株式ファンド	4.19	5.03	5.58

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。2022年12月31日までの期間のデータです。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。

# 付属資料 A：SPIVA メソッドロジー

## 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・カテゴリー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ー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・カテゴリー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ー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・カテゴリー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ー・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。

す。特定の期間におけるファンドのカテゴリ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<sup>®</sup>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.