

## 解 説

### MSCI及びMSCI指数について

モルガン・スタンレー・キャピタル・  
インターナショナル東京支店

#### 目 次

1. MSCI (モルガン・スタンレー・キャピタル・  
インターナショナル) について
  2. 今迄の指数構築法
  3. 新指数構築法
  4. MSCI JAPAN指数
- 参考資料：MSCI JAPAN指数の主要構成銘柄

#### 1. MSCI (モルガン・スタンレー・キャピタル・インター ナショナル) について

##### (1) 歴史

MSCI指数の歴史は1969年まで溯る。ロサンゼルスに本部を置くキャピタル・グループ・カンパニーの100%子会社で、国際的な資産運用会社であるキャピタル・インターナショナルS.A. (CISA) は1959年から国際ポートフォリオの運用を開始した。当時から、将来米国外の市場における投資機会がますます重要になり、諸外国市場に関して理解を深めることが資産運用の可能性の拡大に資するとの認識を抱いていた。同社が、国際株式投資ユニバーサルに関する総合的データ・ソースとベンチマークの提供を目的として、キャピタル・インターナショナル・ワールド・インデックス (CIWI) および関連出版物の提供を1969年に開始したのは、そのような経緯による。当時、各国市場を相互比較できる総合データ・ソースは、印刷物、電子媒体を含め、他には存在していなかった。1985年、CISAは子会社、キャピタル・インターナショナル・パースペクティブS.A. (CIPSA) をスイス・ジュネーブに設立し、CIWI事業および出版事業を資産運用事業から独立させた。

1986年、国際的投資銀行/証券会社であるモルガン・スタンレー・アンド・カンパニーは、基礎データを含むCIWI指数の権利をCIPSAから買取り、前述の指数を新たにMSCIと名付けた。この買収により、モルガン・スタンレーの国際的なディストリビューション、セールスおよびマーケティングに関するノウハウと、キャピタル・インターナショナルの国際的なデータ収集とグローバル株価指数の構築における優れた実績が一つになったのである。MSCI指数の管理と維持に関しては、指数の構築手法も含め、ジュネーブのCIPSAが全責任を負っている。モルガン・スタンレーは、指数採用銘柄の追加または削除の決定に関して一切の責任を持たず、また影響力も有していない。

1998年MSCIは独立した法人格を取得する。現在、証券、

資産運用、クレジット・サービス業務において世界をリードするグローバル総合金融サービス企業であるモルガン・スタンレーがMSCIの主要株主であり、グローバルなインベストメント・マネージメント・グループであるキャピタル・グループ・カンパニー・インクが少数株主となっている。

MSCI World指数、MSCI Kokusai指数、MSCI EAFE<sup>®</sup> (Europe, Australasia, Far East) 指数、MSCI EMF (Emerging Markets Free) 指数、MSCI AC (All Country) World指数、MSCI USA指数、MSCI Japan指数を含む一連の指数は、今日、運用担当者が世界各国市場のパフォーマンスを相互比較する際の最も優れたベンチマークとなっている。また、投資尺度に関する各種データ(評価比率)および企業レベルのファンダメンタル・データ等を集めたMSCIのデータベースは、国際投資家に貴重な分析資料を提供している。MSCIでは、先進国市場、エマージング・マーケットのいずれを問わず、国際投資のための最も価値ある情報を総合データ・ソースとして提供することを、一貫して追及している。

MSCIは、世界中の機関投資家のニーズに合わせ、11,000以上の日次ベースの指数と800以上のリアルタイム指数を計算している。MSCI指数は、国際機関投資家によりベンチマークとして最も広く使用されている。世界の金融市場各拠点における1,500社以上の顧客が、MSCI指数を使用している。グローバルでは、85%以上の国際株式運用資金がMSCI指数にベンチマークされている。アジアと北米市場においては、MSCIのマーケットシェアは約90%に達している。メリルリンチ/ギャロップ社の試算では、ヨーロッパ大陸市場において、ファンドマネージャーの3分の2がMSCI指数を使用している。

##### (2) 組織

MSCIの本社はニューヨークにあり、ジュネーブ、ロンドン、香港、東京等12拠点を通じて世界中で業務を展開している。

ベンチマーク リサーチ グループ (BRG) はMSCI指数に関連する調査と分析を担当する。BRGのメンバーは、国レベル、業種レベル、銘柄レベルの調査、分析を行う。MSCIは、インデックス業務について、最大規模かつ最も経験豊富な調査スタッフを擁しており、それ故、世界中の数千以上に及ぶ銘柄の調査を確実にを行う為に必要なリソースとスキルを有している。

インデックス コミッティーは、銘柄の追加、削除を含め、全てのMSCI指数の構築に関する決定権を有する。コミッティーのメンバーは、MSCIのマネジメントとBRGから選定される。MSCIは独立したバイアスの掛からない指数を提供している。そのため、MSCIは指数の構築決定に関して独立した判断を確実にするため、厳しい内部コンプライアンス体制を有している。

Editorial Advisory Board (EAB)は、MSCIに対しアドバイザー機能等を有し、指数構築法や新商品開発等を促す。EABはフォーラムを開催し、そこでは世界中の機関投資家を代表するメンバーが、投資プロセスにおけるMSCI

の現在並びに将来の役割について活発に論じ合う。EABは、世界中の代表的な年金基金、運用会社、コンサルタントや学者からなる約18名のメンバーによって構成されている。

## 2. 今迄の指数構築法

2000年12月10日MSCIは、全ての株価指数を浮動株比率に基づく調整係数により調整し、また、MSCI標準指数における各市場に対するカバレッジ目標を60%から浮動株調整後時価総額の85%に拡大することを発表した。この変更は2段階に分けて実施される。第1段階は2001年11月30日の取引終了後既に実施され、第2段階は2002年5月31日の取引終了後実施される。

ここでは、第1段階実施前までの指数構築法を説明する。

MSCI国別指数の銘柄選択基準：5段階のプロセス

1. 対象となる市場の全体像を定義
2. 市場を業種グループ別に分類し、60%のカバレッジを目指す（新指数構築法においては、85%のカバレッジに拡大。）
3. 流動性および浮動株比率の高い銘柄を選択
4. 株式持合い銘柄を回避
5. 各銘柄に基本的には100%時価総額加重を適用（新指数構築法においては、各銘柄の浮動株比率に基づく組み入れ比率を適用。但し、2001年12月から2002年5月までは新指数構築法への移行期であり、今迄の指数構築法と新指数構築法のそれぞれを組み合わせた中間的対応となっている。）

## 3. 新指数構築法

- 浮動株調整と市場全体に対するカバレッジ目標の引き上げ -

MSCIは、すべての株式指数を浮動株で調整し、市場全体に対するカバレッジ目標を60%から浮動株調整後の時

価総額の85%に引き上げる。この変更は、2段階に分けて実施される。第1段階は2001年11月30日の取引終了後既に実施され、第2段階は2002年5月31日の取引終了後実施される。2001年5月19日に、指数の新構成銘柄と組み入れ率(Inclusion Factor)を発表している。さらに2001年5月31日取引終了時から、新方式に基づく暫定指数の算出を開始しております。

以上の変更点は、新たな指数を算出するというのではなく、現行の指数を継続するものである。

### (1) 浮動株調整方法

浮動株とは、発行済み株式総数から、戦略的保有株式および外国人投資家による取引が制限されている株式を差し引いたものとする。例えば、政府、企業、支配株主とその家族、および経営陣の保有分、また外国人による保有が制限されている株式は、浮動株には含まれない。

新指数構築法では、組み入れ係数という調整係数を用いて、浮動株比率に応じた構成銘柄のインデックスへの組み入れ率を決定する。この組み入れ係数は、構成銘柄の推定浮動株比率を5%単位で切り上げた値とする。例えば、浮動株比率が23.2%の銘柄は、時価総額の25%を指数に組み入れ、浮動株比率が78.6%の銘柄は、組み入れ係数が0.80となる。外国人保有比率上限が、浮動株よりも制限的である場合においては、外国人投資家による戦略的保有がない場合、組み入れ係数は、外国人保有比率上限を使用し、1%単位で四捨五入した値とする。

通常、浮動株比率が15%を下回る銘柄は、MSCI株式指数には組み入れない。しかし例外として、このような銘柄を組み入れることによって、ある国や業種の投資機会をより正確に表すことができる場合には、1%単位で四捨五入した浮動株比率を組み入れ係数として、このような銘柄をMSCI指数に組み入れることができる。例えば、浮動株比率が11.4%の大企業を指数に含める場合、組み入れ係数は0.11となる。(表1参照)

(表1)

	A銘柄	B銘柄	C銘柄	D銘柄
浮動株比率(%)	23.2%	78.6%	11.4%	62.5%
外国人保有比率上限(%)				33.3%
組み入れ係数	0.25	0.80	0.11	0.33

現在台湾で見られる投資家の適格性や割当の承認システムなど、外国人による株式保有に対する他の制限事項を考慮するために、MSCIの新指数構築法では、さらに、限定的投資可能性係数(Limited Investability Factor)という投資可能性に関する係数を導入する。この限定的投資可能性係数を適用することで、投資プロセスに対してより複雑で微妙な制限がある市場を、投資制限が銘柄特有

の組み入れ係数に適当に反映されている市場とより正確に比較することが可能となる。

各国指数の定期的なリバランスの際、構成銘柄の組み入れ係数を見直す。また市場での重要な企業行動(M&A、企業分割等)に応じて、組み入れ係数を変更することができる。

(2) 市場全体へのカバレッジ目標の85%への引き上げ

浮動株調整と共に、指数構成銘柄の市場全体へのカバレッジ目標を、現行の時価総額合計の60%から各国各産業グループの浮動株調整後時価総額合計の85%に引き上げる。市場集中化の傾向を考えると、カバー率の引き上げにより構成銘柄の分散化が進み、各指数の投資機会をより正確に示すようになる。またカバー率を引き上げるにより、MSCI指数の売買回転率が低下すると予想される。

我々の調査によると、大部分の国においては、比較的流動性が高く、規模の大きな構成銘柄を適当な数だけ追加することで、各国市場におけるインデックスのカバレッジを85%に引き上げることが可能となる。これが不可能な国では、この比率は85%を下回ったままとする。

(3) 構成銘柄の発表と実施

MSCIは2001年5月19日に、構成銘柄と各国のMSCI標準指数を対象とする新指数構築法に基づく各銘柄の組み入れ係数を発表した。さらに5月31日の取引終了後から、新指数構築法に基づいてMSCI国別指数と主要地域指数の暫定指数の発表を開始している。

新指数構築法に効果的に移行するために、2001年11月30日取引終了時と2002年5月31日取引終了時の2段階に分けて変更を実施する。各段階での変更は、すべてのMSCI国別標準指数に影響を及ぼし、同時に浮動株の調整とカバレッジ率引き上げによる変更を含む。第1段階では、現行の構成銘柄の全てにおいて、浮動株比率による

組み入れ率の変更のおよそ半分を実施した。同時に、カバレッジ率85%への引き上げによる新構成銘柄の全てを、浮動株比率に基づく組み入れ係数のおよそ半分程度において組み入れた。

具体的には、現行の全ての構成銘柄は、変更前の組み入れ比率(通常は1.0)と最終的な組み入れ係数との単純平均に相当する暫定的な組み入れ係数で調整される。この平均値は、5%単位で切り上げる(15%を下回る場合は1%単位)。例えば、第1段階では、現在、時価総額の100%で指数に組み込まれていて、浮動株比率がそれぞれ23.2%、78.6%の2銘柄は、それぞれ0.65、0.90の暫定的組み入れ係数で、時価総額が調整される。この暫定的組み入れ係数はそれぞれ、 $(25\%+100\%)/2=62.5\%$ を切り上げて65%、 $(80\%+100\%)/2=90\%$ と計算される。

同時に、カバレッジ率の85%への引き上げによる新規採用銘柄は全て、第1段階で指数に追加された。暫定的組み入れ係数は、最終的な組み入れ係数の2分の1を5%単位で切り上げた値とする(15%を下回る場合は1%単位)。例えば、第1段階で浮動株比率が23.2%、78.6%の新規採用2銘柄は、それぞれ0.13( $25\%/2=12.5\%$ 、切り上げて13%)、0.40( $80\%/2=40\%$ )の組み入れ係数で調整した時価総額で指数に組み入れる。

最終的な第2段階では、すべての構成銘柄の時価総額に対して残りの調整が行われる。

(表2)は、移行段階における各銘柄の加重方法の例を示している。

(表2)

	現行の組み入れ係数	浮動株比率 (%)	最終的組み入れ係数 (2002年5月31日)	平均組み入れ係数	暫定的組み入れ係数 (2001年11月30日)
現行の構成銘柄					
A銘柄	1.00	23.2%	0.25	0.625	0.65
B銘柄	1.00	78.6%	0.80	0.900	0.90
C銘柄	0.60	32.4%	0.35	0.475	0.50
新規採用銘柄					
D銘柄		23.2%	0.25	0.125	0.13
E銘柄		78.6%	0.80	0.400	0.40

(4) 移行期間中の指数のリバランスと市場の出来事

2000年12月11日から2002年5月31日までの移行期間中、MSCIは標準指数のリバランスを通常どおり四半期毎に定期的に行う。またMSCIは四半期毎の指数見直しでは、

株式市場におけるきわめて重要な変化だけを検討する。

IPOや四半期毎の定期的なリバランスによる新規採用銘柄はすべて、最終的な組み入れ係数で指数に組み入れる。

4 . MSCI JAPAN指数

MSCI Japan指数は1969年から提供されている。2001年12月31日時点で、構成銘柄数は322であり、以下のような特徴をもっている。

	日本円(百万単位)	米ドル(百万単位)
合計時価総額 :	174,831,143	1,333,978
平均時価総額 :	542,954	4,143
時価総額最大銘柄 :	9,742,261	74,334
時価総額最小銘柄 :	18,560	142

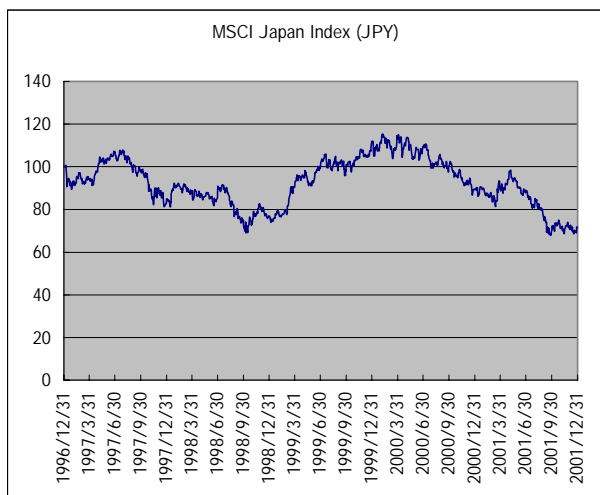
( 構成銘柄の主要構成銘柄につきましては、“ 参考資料 : MSCI JAPAN指数の主要構成銘柄 ” を参照下さい。 )

当指数の業種別銘柄数 ( ウェイトの大きい順 ) は、以下の様になっている。( 2001年12月31日時点 )

ウェイト順位	業種	銘柄数
1	一般消費財・サービス	64
2	金融	34
3	一般事業会社	84
4	情報通信	43
5	素材	38
6	ヘルスケア	15
7	生活必需品	30
8	電気通信サービス	2
9	公益事業	7
10	エネルギー	5
	合計	322

( グラフ 1 ) にMSCI JAPAN指数 ( 円ベース、1996年末 = 100 ) の2001年末までの 5 年間の推移を示す。

( グラフ 1 )



参考資料 : MSCI JAPAN指数の主要構成銘柄

MSCI JAPAN指数主要構成銘柄15社 (2001年末時点)

Security Name

- TOYOTA MOTOR CORP
- SONY CORP
- TAKEDA CHEMICAL IND
- HONDA MOTOR CO
- mitsubishi TOKYO FIN
- CANON INC
- TOKYO ELECTRIC POWER CO
- NTT CORP
- MATSUSHITA ELECT IND'L
- NOMURA HOLDINGS
- NTT DOCOMO
- HITACHI
- NINTENDO CO
- SUMITOMO MITSUI BANKING
- FUJI PHOTO FILM CO

Industry Group

- AUTOMOBILES & COMPONENTS
- CONSUMER DURABLES & APPAREL
- PHARMACEUTICALS & BIOTECHNOLOGY
- AUTOMOBILES & COMPONENTS
- BANKS
- TECHNOLOGY HARDWARE & EQUIPMENT
- UTILITIES
- TELECOMMUNICATION SERVICES
- CONSUMER DURABLES & APPAREL
- DIVERSIFIED FINANCIALS
- TELECOMMUNICATION SERVICES
- TECHNOLOGY HARDWARE & EQUIPMENT
- CONSUMER DURABLES & APPAREL
- BANKS
- CONSUMER DURABLES & APPAREL