SPIVA®日本スコアカード

寄稿者

Sue Lee
アジア太平洋地域のヘッド
指数投資戦略
sue.lee@spglobal.com

Marco Zhang
クオンツ・アナリスト
指数投資戦略
marco.zhang@spglobal.com

Davide Di Gioia
SPIVAのヘッド
指数投資戦略
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。

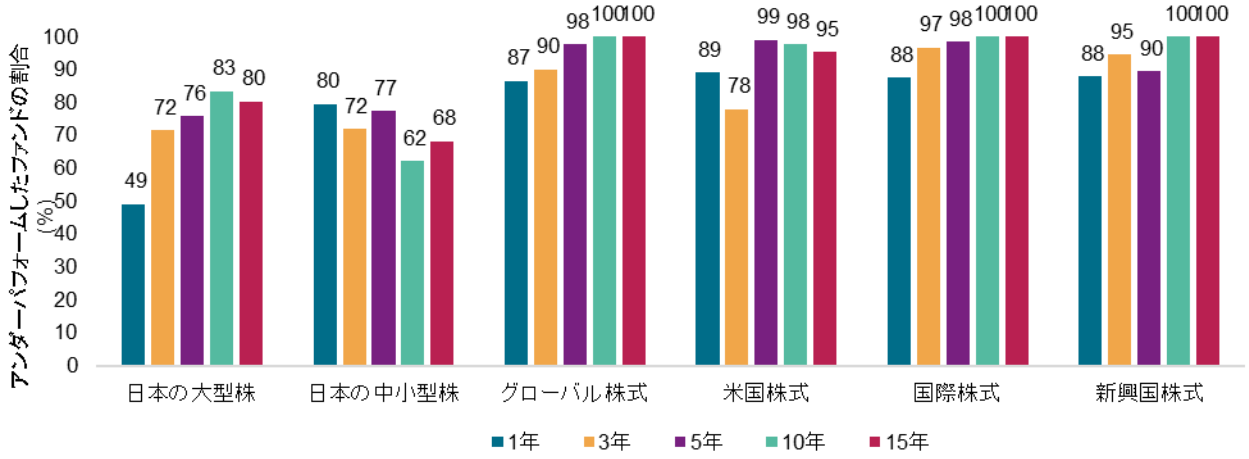
2025 年通期のハイライト

2025 年は、日本のアクティブ運用マネージャーにとって厳しい投資環境となり、5 つのファンド・カテゴリーにおいて、80％以上のアクティブ運用ファンドが各々のベンチマークをアンダーパフォームしました。ただし、日本の大型株カテゴリーは例外となり、ベンチマークをアウトパフォームしたファンドがわずかに過半数を超え、2017 年以降で最高の相対パフォーマンスとなりました。ただし、長期的には依然として厳しい状況が続いています。2025 年 12 月末までの 15 年間では、全てのカテゴリーにおいて大多数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ました。

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。こちらのページから結果をご覧ください。

最新のリサーチ、教育、及びコメントの受信をご希望の方は、
on.spdji.com/SignUp に登録ください。

図表 1：ベンチマークをアンダーパフォームした日本のアクティブ運用ファンドの割合（%）



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。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。S&P ワールド指数（日本円ベース）は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。S&P ワールド（日本を除く）指数（日本円ベース）は 2025 年 1 月 15 日に算出を開始しました。S&P 新興国プラス指数（日本円ベース）は 2025 年 5 月 5 日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。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おり、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

– **日本の大型株ファンド**：S&P/TOPIX 150 指数は 2025 年に 25.0%の大幅な上昇となった一方、アクティブ運用の日本の大型株ファンドは、均等加重ベース及び資産加重ベースでそれぞれ 25.4%及び 23.9%の平均リターンとなりました。このカテゴリーでは、49%のファンドがベンチマークをアンダーパフォームし、アンダーパフォームしたファンドの割合は 2017 年以降で最低となりました（図表 5 参照）。ただし、投資期間が長いほど、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上昇し、10 年及び 15 年の期間では 80%を上回りました。

– **日本の中小型株ファンド**：日本の中小型株カテゴリーでは、ベンチマークが大幅に上昇する中で、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が 80%に達し、2014 年以降で最悪の結果となりました。とはいえ、より長期の期間では良好な相対パフォーマンスとなり、10 年及び 15 年の期間では、アンダーパフォームしたファンドの割合はそれぞれ 62%及び 68%となりました。

– **グローバル株式ファンド**：S&P ワールド指数は日本円ベースで 21.7%の上昇となった一方、グローバル株式ファンドの平均リターンは、均等加重ベース及び資産加重ベースでそれぞれ 15.0%及び 13.9%にとどまりました。2025 年には、グローバル株式ファンドの

87%がベンチマークをアンダーパフォームし、10 年及び 15 年の期間では全て（100%）のファンドがベンチマークをアンダーパフォームしました。

- **米国株式ファンド**：日本籍の米国株式ファンドは 2025 年に厳しい状況に直面し、89%のファンドがベンチマークをアンダーパフォームしました。これは、全てのカテゴリーの中で最も高い割合となりました。資産加重平均リターンは 9.1%にとどまり、日本円ベースで 17.6%となった S&P 500®を大幅にアンダーパフォームしました。

- **国際株式ファンド**：国際株式ファンド・カテゴリーでは、88%のファンドがベンチマークをアンダーパフォームしました。ファンドの資産加重平均リターンは 16.9%にとどまり、日本円ベースで 21.5%となった S&P ワールド（日本を除く）指数を大幅にアンダーパフォームしました。投資期間が長いほど、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上昇し、10 年及び 15 年の期間では 100%に達しました。

- **新興国株式ファンド**：新興国株式ファンド・カテゴリーでは、88%のファンドがベンチマークをアンダーパフォームしました。このカテゴリーでは、新たなベンチマークとして S&P 新興国プラス指数[1]が採用されました。新興国株式ファンドの資産加重平均リターンは 23.8%となり、日本円ベースで 31.9%となった S&P 新興国プラス指数を大幅にアンダーパフォームしました。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、10 年及び 15 年の期間で 100%に達しました。

- **ファンドの生存率**：ファンドの合併・清算は概ね落ち着いた水準にとどまり、2025 年に合併または清算されたアクティブ運用ファンドは、全カテゴリーのアクティブ運用ファンドの 3.8%となりました。新興国株式ファンド及びグローバル株式ファンドが最も高い清算率となり、5.0%を上回りました。15 年の期間では、全ファンドの半数以上が存続できませんでした（レポート 2 参照）。

[1] 新興国株式ファンドのベンチマークは、S&P 新興国 BMI から S&P 新興国プラス指数に変更されました。同指数には韓国株式が組み入れられており、新興国株式カテゴリーに属するファンドの投資ユニバースをより適切に反映しています。

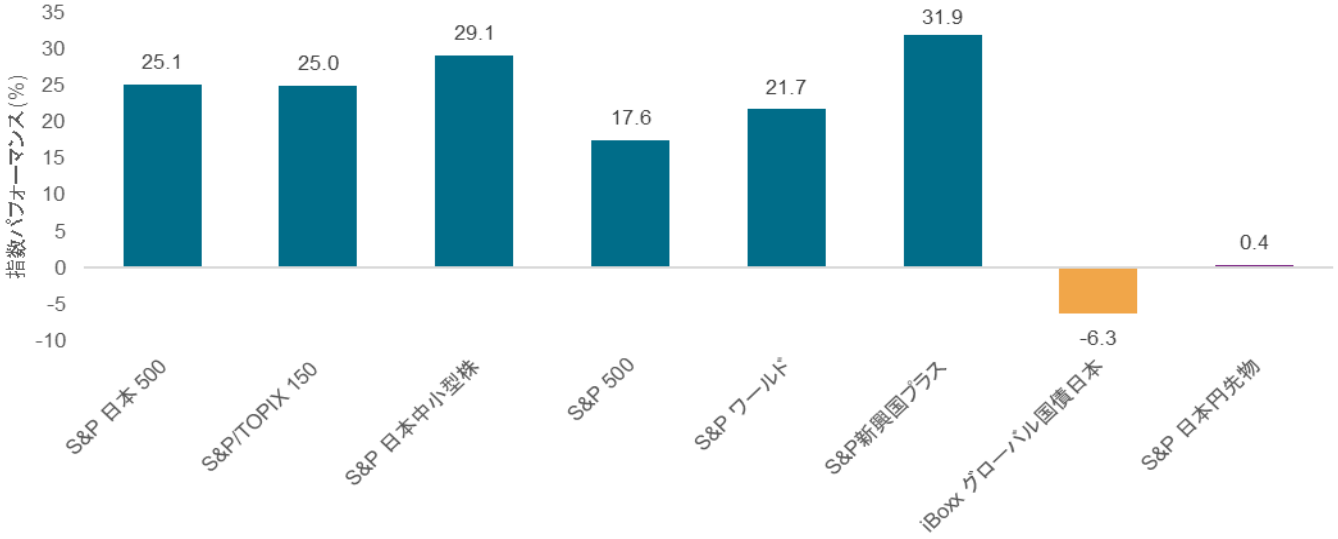
市場環境

グローバル株式市場は 2025 年も堅調な展開となり、先進国市場の株式も強含みで推移しました。S&P ワールド指数は日本円ベースで 21.7％上昇し、3 年連続で 20％を上回る上昇となりました。新興国市場の株式は先進国市場をアウトパフォームし、S&P 新興国 BMI 指数は 31.9％の大幅な上昇となりました。

日本の株式市場も大幅に上昇し、S&P 日本 500 指数は史上最高値を更新し、25.1％の上昇となりました。株価上昇の背景には、インフレ率が 2％を上回る状況が続く中で、賃金上昇や消費拡大への期待が高まったことが挙げられます。また、米国の関税引き上げにもかかわらず、日本の企業収益が底堅さを維持したことも株価上昇に寄与しました。高市早苗首相による成長重視の政策も市場の楽観ムードを後押しし、2013 年以降で最大の海外資金流入をもたらしました[2]。しかし、こうした動きは債券市場では歓迎されませんでした。財政支出の拡大懸念に加え、日銀の金融政策正常化観測が日本国債相場の重しとなり、iBoxx グローバル国債日本指数は 6.3％下落して取引を終えました。

日本の中小型株は大型株をアウトパフォームしました。S&P 日本中小型株指数は 29.1％上昇した一方、大型株で構成される S&P/TOPIX 150 指数は 25.0％の上昇となり、過去数年続いていた大型株優位の展開とは対照的な動きとなりました[3]。

図表 2：日本株のファンド・カテゴリー別のベンチマーク及び主要指数のパフォーマンス（2025 年）



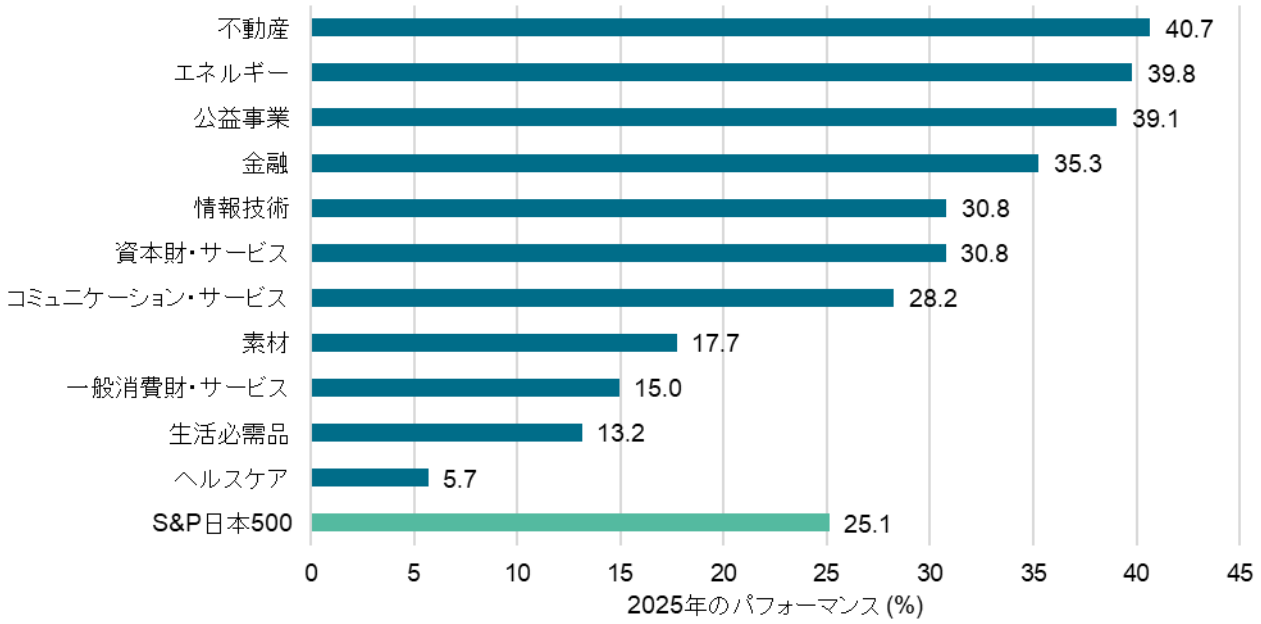
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ブルームバーグ。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

[2] 出所：ブルームバーグ、日本の財務省

[3] S&P 日本中小型株指数及び S&P/TOPIX 150 指数の過去のパフォーマンスについては、SPIVA 日本スコアカード（2024 年末版）を参照ください。

S&P 日本 500 指数の全セクターがプラスのパフォーマンスとなりました。特に不動産セクターが際立ったパフォーマンスを示し、40.7%の大幅な上昇となりました。インフレの定着や堅調なインバウンド需要を背景とした賃料上昇が同セクターの追い風となりました。2024 年に最高のパフォーマンスを示した金融セクターは 35.3%の上昇となり、金利上昇の恩恵を受け、指数全体のパフォーマンスに対して最大の寄与率（31%）となりました。一方、ヘルスケアや生活必需品といったディフェンシブ・セクターはアンダーパフォームし、それぞれ 5.7%及び 13.2%の上昇にとどまりました（図表 3 参照）。セクター間のパフォーマンスの格差が拡大する中で、アクティブ運用マネージャーにとっては有利な投資環境となりました。

図表 3：S&P 日本 500 指数のセクター別パフォーマンス（2025 年）

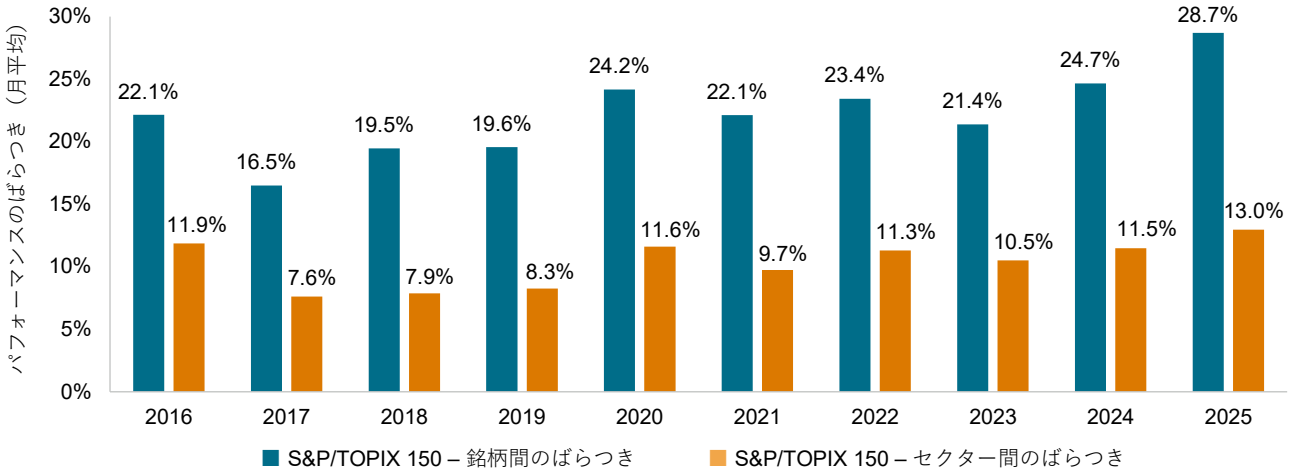


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

日本のアクティブ運用マネージャーにとっては、銘柄選択を通じて超過収益を獲得する機会も存在していた可能性があります。大型株で構成される S&P/TOPIX 150 指数では、構成銘柄間のパフォーマンスのばらつき[4]が大幅に拡大し、過去 10 年間に見られなかった水準に達しました（図表 4 参照）。例えば、2025 年 10 月に高市早苗氏が自民党総裁選に勝利したことを受け、同氏の景気刺激策や緩和的な財政政策の恩恵が見込まれる銘柄で大幅な価格変動が生じ、経験豊富なアクティブ運用マネージャーにとっては、銘柄間のパフォーマンスのばらつきを活用する好機が訪れました。日本の大型株ファンド・カテゴリーでは、ベンチマークをアウトパフォームしたファンドがわずかに過半数を超え、こうした投資機会を有効に活用できた運用マネージャーが存在していたことを示唆しています（図表 5 参照）。

[4]「ばらつき」とは、各銘柄のパフォーマンスが市場平均からどの程度乖離しているかを示す指標であり、アクティブ運用マネージャーが銘柄選択を通じて市場平均をアウトパフォームする上での機会集合を示します。詳細については、以下の資料を参照ください：Tim Edwards 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 LLC、2014 年。

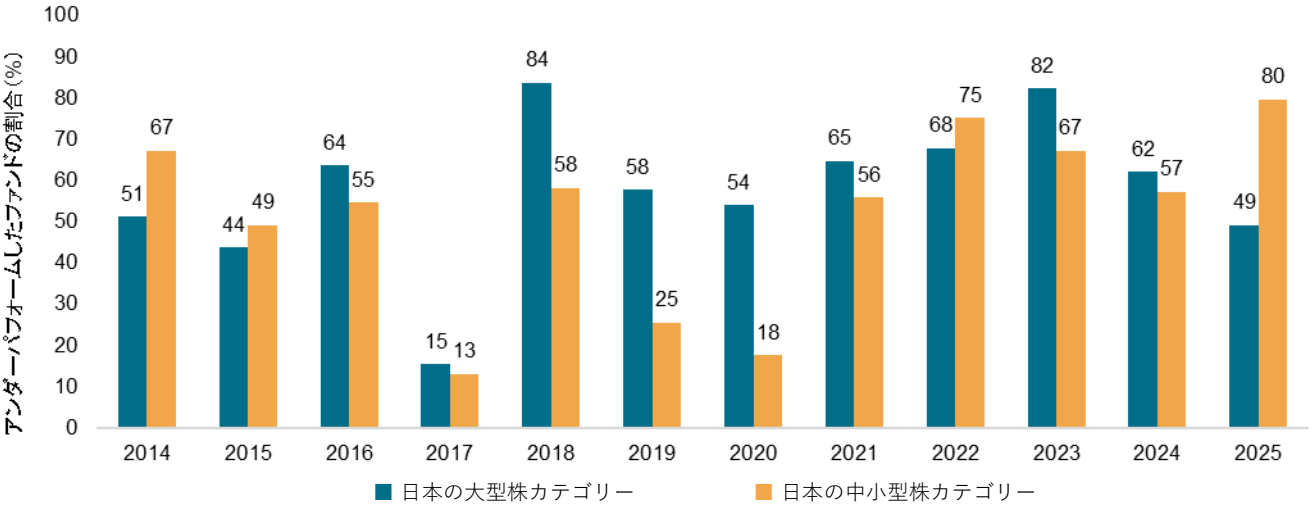
図表 4：S&P/TOPIX 150 の銘柄間及びセクター間のパフォーマンスのばらつき（各年毎）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。ばらつきとは、指数構成銘柄またはセクター（該当する場合）の月次トータル・リターンの標準偏差を指数ウェイトで加重し、年率換算したものです。図表は説明目的のために提示されています。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。

一方、日本の中小型株ファンドは対照的な結果となり、80％がベンチマークをアンダーパフォームし、2014 年以降で最悪の結果となりました（図表 5 参照）。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高い状況は 2022 年にも観測され、その時は中小型株が大型株をアウトパフォームしました[5]。このことは、中小型株ファンドを標榜していても、実際には大型株を組み入れているケースが少なくないことを示唆しています。さらに、異なる投資期間におけるリスク調整後リターンを見ると、中小型株ファンドの相対パフォーマンスはさらに低く[6]、一部のファンドがベンチマークに比べて高いリスクを取ることで、超過リターンを生み出していたことが分かります。

図表 5：日本の大型株及び中小型株カテゴリーで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



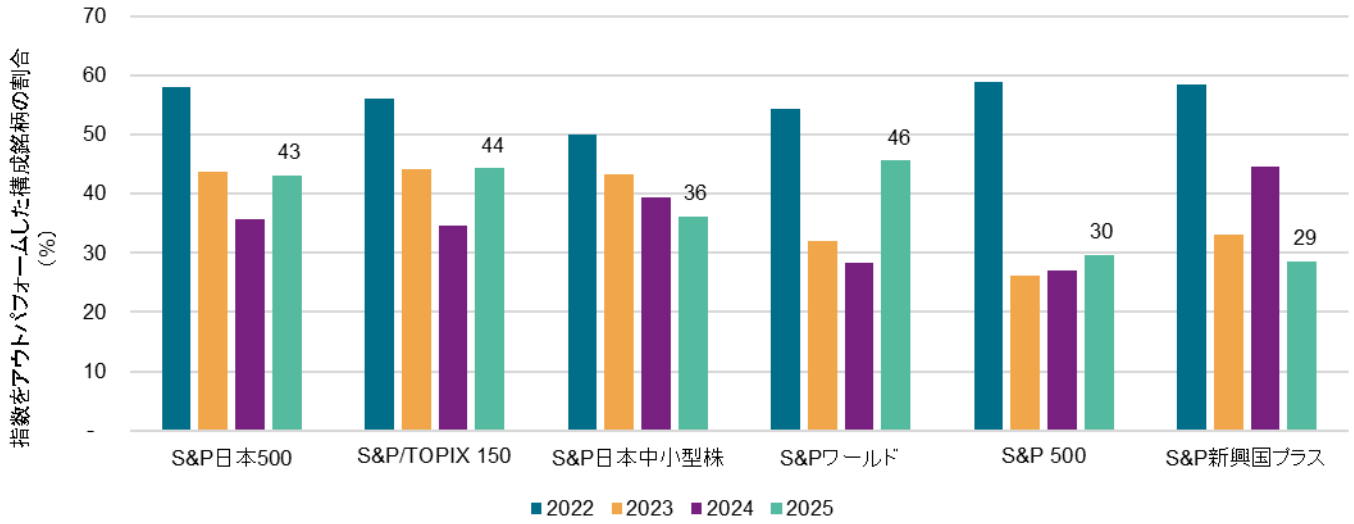
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

[5] 2022 年の S&P/TOPIX 150 指数及び S&P 日本中小型株指数のパフォーマンスは、それぞれ-3.4％及び-0.2％でした。

[6] レポート 1a および 1b を参照ください。

ベンチマークをアウトパフォームする銘柄が減少する局面では、そうした銘柄を特定することが一段と困難になります。図表 6 は、各指数の構成銘柄のうち、指数自体のリターンを上回った銘柄の割合を年別に示しています。2025 年には、各カテゴリーのベンチマークをアウトパフォームした構成銘柄が半数未満にとどまり、2023 年及び 2024 年に見られた傾向が続きました。これは、アウトパフォームする銘柄を特定できる機会が全体として限定的であったことを示唆しています。この傾向は、米国及び新興国市場のベンチマークでより顕著に見られました。実際に、米国株式ファンド及び新興国株式ファンドは低調な相対パフォーマンスとなり、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 89％及び 88％にも上りました。

図表 6：ベンチマークをアウトパフォームした構成銘柄の割合

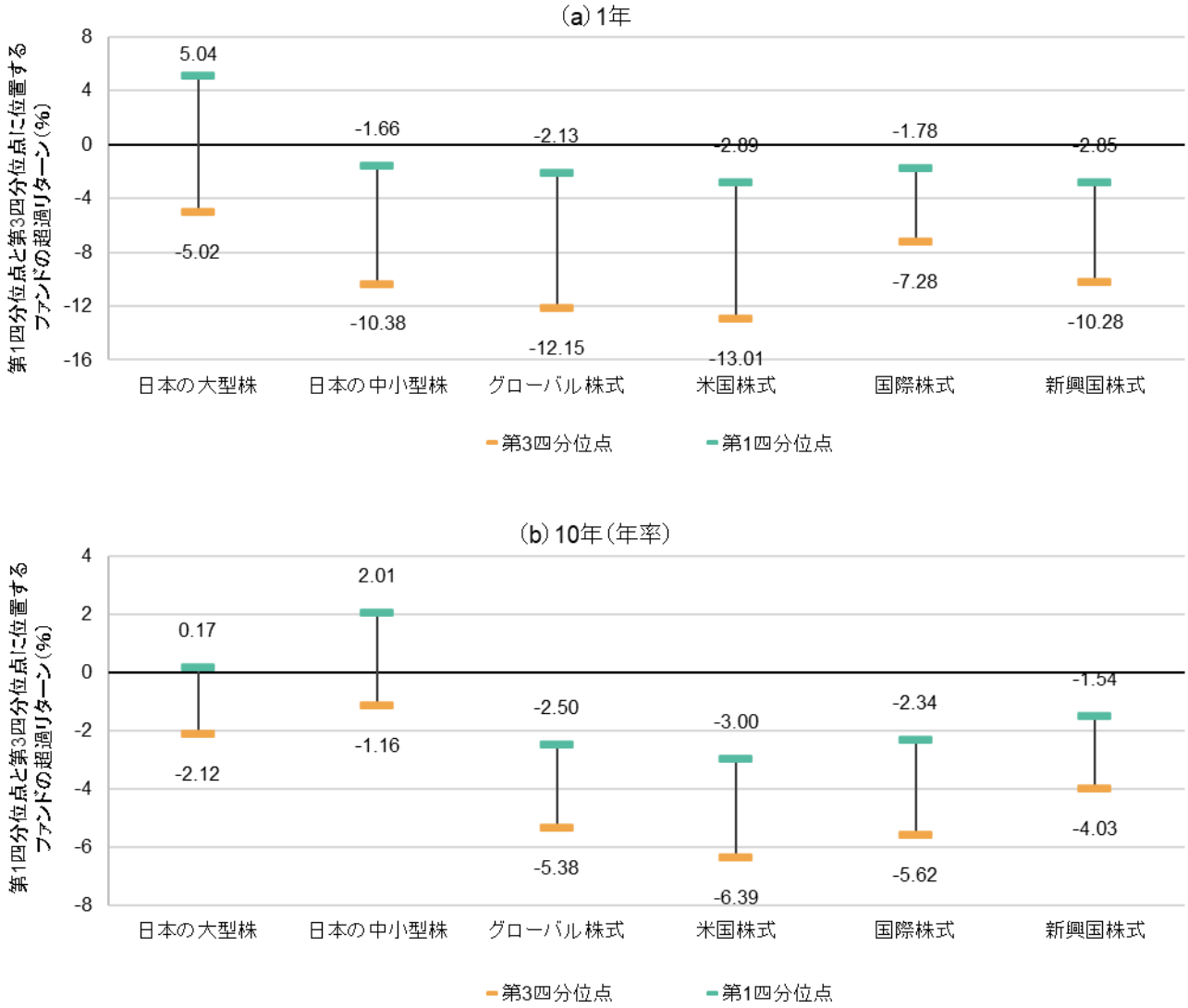


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ファクトセット、モーニングスター。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

図表 7 は、2025 年 12 月末までの 1 年間及び 10 年間の各期間において、各ファンド・カテゴリー内でリターンが第 1 四分位点及び第 3 四分位点に位置するファンドが、それぞれのベンチマークに対してどの程度の超過リターンを生み出したかを示しています[7]。日本の大型株ファンドは、全てのファンド・カテゴリーの中で、カテゴリー内のパフォーマンス格差が最も小さくなる傾向があります（図表 7（b）参照）。ところが、2025 年には日本の大型株間でパフォーマンスのばらつきが拡大したため、ベンチマークに対する相対パフォーマンスのばらつきも拡大しました。第 1 四分位点に位置するファンドはベンチマークを 5.04％超アウトパフォームした一方、第 3 四分位点に位置するファンドはベンチマークを 5.02％超アンダーパフォームしました。他の全てのカテゴリーでは、第 1 四分位点に位置するファンドでさえ、ベンチマークをアウトパフォームすることができませんでした。また、6 つのファンド・カテゴリーのうち 4 つのカテゴリーでは、第 3 四分位点に位置するファンドがベンチマークを 10％超アンダーパフォームし、アクティブ運用マネージャーが厳しい状況に直面したことが明らかとなりました。

[7] 様々な投資期間における全てのファンド・カテゴリーの四分位点のパフォーマンスについては、レポート 5 を参照ください。

図表 7：第 1 四分位点と第 3 四分位点に位置するファンドの超過リターン（ファンドのカテゴリー別）



注：本分析では、存続しなかったファンドは除外されています。10 年の期間では、全てのカテゴリーにおけるファンドの生存率が 56%にとどまりました。したがって、期初に存在していたファンドの 44%は四分位のリターンの計算に含まれていません。その結果、存続しているファンドのリターンは、全てのファンドを含めた実際のリターン水準よりも有利な方向に偏っている可能性があります。

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。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。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。

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	1 年 (%)	3 年 (%)	5 年 (%)	10 年 (%)	15 年 (%)
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	53.46	74.70	78.42	77.67	76.04
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	49.17	71.57	75.75	83.38	80.38
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	79.55	71.89	77.39	62.13	68.29
グローバル株式ファンド	S&P ワールド指数	86.51	90.16	97.69	100.00	100.00
米国株式ファンド	S&P 500 指数	89.08	78.00	99.07	97.65	95.24
国際株式ファンド	S&P ワールド（日本を除く）指数	87.50	96.72	98.41	100.00	100.00
新興国株式ファンド	S&P 新興国プラス指数	87.93	94.55	89.55	100.00	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。2025 年 12 月 31 日までの期間のデータです。ファンド及びベンチマークのリターンは全て日本円ベースです。S&P ワールド指数（日本円）は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。S&P ワールド（日本を除く）指数（日本円）は 2025 年 1 月 15 日に算出を開始しました。S&P 新興国プラス指数（日本円）は 2025 年 5 月 5 日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。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おり、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

レポート 1 b ：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 (%)	15 年(%)
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数	80.52	79.17	85.38	82.29
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	67.09	73.65	86.65	80.70
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	94.05	86.93	78.70	79.27
グローバル株式ファンド	S&P ワールド指数	96.89	83.24	100.00	100.00
米国株式ファンド	S&P 500 指数	99.00	92.59	100.00	100.00
国際株式ファンド	S&P ワールド（日本を除く）指数	98.36	82.54	100.00	100.00
新興国株式ファンド	S&P 新興国プラス指数	89.09	86.57	100.00	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。2025 年 12 月 31 日までの期間のデータです。ファンド及びベンチマークのリターンはすべて日本円ベースです。リスク調整後リターンは、測定期間における年率換算された平均月次リターンを、年率換算された月次リターンの標準偏差で除することにより算出されています。S&P ワールド指数（日本円）は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。S&P ワールド（日本を除く）指数（日本円）は 2025 年 1 月 15 日に算出を開始しました。S&P 新興国プラス指数（日本円）は 2025 年 5 月 5 日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。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おり、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

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（%）
1 年		
全ての日本株ファンド	477	96.65
日本の大型株ファンド	301	97.01
日本の中小型株ファンド	176	96.02
グローバル株式ファンド	215	94.88
米国株式ファンド	119	96.64
国際株式ファンド	64	98.44
新興国株式ファンド	58	94.83
全てのカテゴリー	**933**	**96.25**
3 年		
全ての日本株ファンド	498	84.14
日本の大型株ファンド	301	83.39
日本の中小型株ファンド	176	85.41
グローバル株式ファンド	193	83.94
米国株式ファンド	100	85.00
国際株式ファンド	61	88.52
新興国株式ファンド	55	80.00
全てのカテゴリー	**907**	**84.23**
5 年		
全ての日本株ファンド	533	73.92
日本の大型株ファンド	334	73.05
日本の中小型株ファンド	199	75.38
グローバル株式ファンド	173	69.94
米国株式ファンド	108	69.44
国際株式ファンド	63	76.19
新興国株式ファンド	67	59.70
全てのカテゴリー	**944**	**71.82**

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。2025 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 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		
全ての日本株ファンド	506	60.87
日本の大型株ファンド	337	58.46
日本の中小型株ファンド	169	65.68
グローバル株式ファンド	124	46.77
米国株式ファンド	85	54.12
国際株式ファンド	51	62.75
新興国株式ファンド	70	31.43
全てのカテゴリー	**836**	**55.74**
15 年		
全ての日本株ファンド	480	51.25
日本の大型株ファンド	316	51.27
日本の中小型株ファンド	164	51.22
グローバル株式ファンド	111	35.14
米国株式ファンド	21	38.10
国際株式ファンド	50	56.00
新興国株式ファンド	61	24.59
全てのカテゴリー	**723**	**46.47**

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。2025 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・カテゴリー	1 年 (%)	3 年 (%)	5 年 (%)	10 年 (%)	15 年 (%)
S&P 日本 500 指数	25.12	25.11	16.54	11.01	11.88
全ての日本株ファンド	24.99	21.63	13.26	10.16	11.77
S&P/TOPIX 150 指数	24.99	25.84	17.16	11.50	11.94
日本の大型株ファンド	25.40	23.81	15.01	10.37	11.42
S&P 日本中小型株指数	29.10	21.66	14.34	9.31	11.58
日本の中小型株ファンド	24.15	17.97	10.30	9.90	12.55
S&P ワールド指数	21.73	29.22	22.49	15.75	16.17
グローバル株式ファンド	15.05	22.50	15.94	11.24	11.23
S&P 500	17.57	30.27	24.39	17.90	19.19
米国株式ファンド	10.16	23.94	18.86	12.92	13.91
S&P ワールド（日本を除く）指数	21.48	29.54	23.03	16.22	16.61
国際株式ファンド	17.44	23.97	19.27	12.56	13.16
S&P 新興国プラス指数	31.87	24.03	14.08	12.00	9.31
新興国株式ファンド	25.04	17.77	10.25	7.94	5.99

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。2025 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日本円ベースのトータル・リターンに基づいています。1 年を超える期間のリターンは年率換算されています。S&P ワールド指数（日本円）は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。S&P ワールド（日本を除く）指数（日本円）は 2025 年 1 月 15 日に算出を開始しました。S&P 新興国プラス指数（日本円）は 2025 年 5 月 5 日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。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おり、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

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	1 年 (%)	3 年 (%)	5 年 (%)	10 年 (%)	15 年 (%)
S&P 日本 500 指数	25.12	25.11	16.54	11.01	11.88
全ての日本株ファンド	23.97	21.38	12.50	9.76	10.98
S&P/TOPIX 150 指数	24.99	25.84	17.16	11.50	11.94
日本の大型株ファンド	23.94	22.58	13.30	9.89	10.90
S&P 日本中小型株指数	29.10	21.66	14.34	9.31	11.58
日本の中小型株ファンド	23.95	18.57	10.62	9.40	11.37
S&P ワールド指数	21.73	29.22	22.49	15.75	16.17
グローバル株式ファンド	13.91	24.78	13.86	11.94	12.14
S&P 500	17.57	30.27	24.39	17.90	19.19
米国株式ファンド	9.08	28.37	19.17	14.32	14.24
S&P ワールド（日本を除く）指数	21.48	29.54	23.03	16.22	16.61
国際株式ファンド	16.94	24.96	18.38	12.63	13.26
S&P 新興国プラス指数	31.87	24.03	14.08	12.00	9.31
新興国株式ファンド	23.83	19.76	10.94	10.09	6.68

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。2025 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日本円ベースのトータル・リターンに基づいています。 1 年を超える期間のリターンは年率換算されています。S&P ワールド指数（日本円）は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。S&P ワールド（日本を除く）指数（日本円）は 2025 年 1 月 15 日に算出を開始しました。S&P 新興国プラス指数（日本円）は 2025 年 5 月 5 日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは仮説に基づくバックテストされたデータです。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おり、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界についてさらに詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

レポート 5：第 1 四分位点、第 2 四分位点、及び第 3 四分位点に位置するファンドのパフォーマンス

ファンド・カテゴリー	第 3 四分位点	第 2 四分位点	第 1 四分位点
1 年			
全ての日本株ファンド	19.52	24.87	29.49
日本の大型株ファンド	19.97	25.35	30.03
日本の中小型株ファンド	18.72	24.10	27.43
グローバル株式ファンド	9.58	14.99	19.60
米国株式ファンド	4.56	11.24	14.67
国際株式ファンド	14.20	17.61	19.70
新興国株式ファンド	21.59	25.85	29.02
3 年			
全ての日本株ファンド	18.20	22.51	26.16
日本の大型株ファンド	21.00	23.70	26.79
日本の中小型株ファンド	12.93	19.00	23.85
グローバル株式ファンド	18.86	21.94	26.26
米国株式ファンド	18.21	22.74	30.62
国際株式ファンド	20.65	23.98	26.72
新興国株式ファンド	15.29	19.41	21.45
5 年			
全ての日本株ファンド	8.99	13.52	17.68
日本の大型株ファンド	12.46	14.57	18.75
日本の中小型株ファンド	5.22	9.81	15.39
グローバル株式ファンド	12.86	17.39	19.41
米国株式ファンド	15.20	19.14	20.73
国際株式ファンド	16.37	19.30	20.54
新興国株式ファンド	6.20	9.65	13.04
10 年			
全ての日本株ファンド	9.05	10.39	11.57
日本の大型株ファンド	9.38	10.58	11.67
日本の中小型株ファンド	8.15	10.08	11.32
グローバル株式ファンド	10.37	11.80	13.24
米国株式ファンド	11.50	12.78	14.90
国際株式ファンド	10.59	13.15	13.88
新興国株式ファンド	7.97	10.04	10.47
15 年			
全ての日本株ファンド	10.62	11.68	12.87
日本の大型株ファンド	10.54	11.58	12.32
日本の中小型株ファンド	11.07	12.22	13.71
グローバル株式ファンド	12.11	12.74	13.78
米国株式ファンド	16.14	17.49	19.07
国際株式ファンド	12.49	14.04	14.68
新興国株式ファンド	6.79	7.25	7.85

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。2025 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日本円のトータル・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 スタイル及びモーニングスターのファンド分類

モーニングスターのデータは、パフォーマンス評価期間中に月末データが利用可能な日本籍の全ての運用ファンド[8]から取得されています。これらのデータには、選択された期間における運用中のファンド及び終了（合併または清算された）したファンドに関する最も包括的なファンド・データが含まれています。ファンドはモーニングスターのファンド分類システムに基づいて分類されており、SPIVA 日本スコアカードは以下のカテゴリーに属する日本籍のファンドを対象としています。日本大型株ファンド、日本中小型株ファンド、グローバル株式ファンド、米国株式ファンド、国際株式ファンド、新興国株式ファンド[9]。

モーニングスターの分類システムは、スタイルに基づき細かくファンドを分類します。 S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスでは、より大きなサンプル規模を生成し、市場ベースのベンチマークとの幅広い市場比較を行うために、これらのスタイルベースのカテゴリーを統合しています。過去 5 年間において、バリューとグロースのスタイル・セグメントを一貫して識別することが困難であることから、細かいスタイルベースの比較ではサンプル規模が限定されます。モーニングスターのカテゴリーは、以下のように SPIVA のピアグループにマップされています。

図表 8：日本株式ファンド – SPIVA 及びモーニングスターのカテゴリー

SPIVA のカテゴリー	モーニングスターのカテゴリー
日本の大型株ファンド	日本ファンド 日本大型ブレンド（混合）株式
	日本ファンド 日本大型グロース（成長）株式
	日本ファンド 日本大型バリュー（割安）株式
日本の中小型株ファンド	日本ファンド 日本中小型ブレンド（混合）株式
	日本ファンド 日本中小型グロース（成長）株式
	日本ファンド 日本中小型バリュー（割安）株式
米国株式ファンド	日本ファンド 米国株式
グローバル株式ファンド	日本ファンド ワールド（世界）株式
国際株式ファンド	日本ファンド ワールド（世界）（日本を除く）株式
新興国株式ファンド	日本ファンド グローバル新興国市場株式

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。表は説明目的のために提示されています。

[8] オープンエンド型の運用ファンド及び ETF を含みます。

[9] 全ての日本株ファンドのカテゴリーは、日本の大型株と日本の中小型株のカテゴリーに属するファンドで構成されます。

ベンチマーク

選択されたベンチマークは図表 9 に示されています。指数のリターンは、日本円ベースのトータル・リターン（配当の再投資を含む）です。指数のリターンからファンドの投資費用を考慮した控除は行われていません。注意すべき重要な点は、アクティブ運用ファンドのリターンは費用控除後の値ですが、販売手数料やエントリーフィーは含まれていないことです。この調査の堅牢性と公平性を確保するために、各ファンド・カテゴリーに関して代表的なベンチマークが選択されていますが、全てのファンドが選択されたベンチマークを採用しているわけではありません。しかし、多くのファンドは、このレポートで割り当てられたベンチマーク、またはそれに類似した代替ベンチマークを基準にパフォーマンス目標を設定しています。

図表 9：SPIVA カテゴリー及びそれらのベンチマーク

SPIVA カテゴリー	ベンチマーク指数
全ての日本株ファンド	S&P 日本 500 指数
日本の大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数
日本の中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数
米国株式ファンド	S&P 500
グローバル株式ファンド	S&P ワールド指数
国際株式ファンド	S&P ワールド（日本を除く）指数
新興国株式ファンド	S&P 新興国プラス指数

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。表は説明目的のために提示されています。

なお、ファンドのベンチマークは変更され、グローバル株式カテゴリーでは 2025 年に S&P グローバル 1200 指数から S&P ワールド指数に変更され、国際株式カテゴリーでは 2025 年に S&P グローバル 1200（日本を除く）指数から S&P ワールド（日本を除く）指数に変更され、そして新興国株式カテゴリーでは 2026 年に S&P 新興国プラス BMI 指数から S&P 新興国プラス指数に変更されました。

付属資料 B：用語集

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 四分位点は第 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 四分位点は第 50 パーセンタイル値であり、第 3 四分位点は第 25 パーセンタイル値となります。特定の期間における各ファンド・カテゴリーの四分位点を決定する上で、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 ワールド指数

S&P ワールド指数は、S&P グローバル総合指数（BMI）のサブセットであり、24 の先進国市場の大型株及び中型株のパフォーマンスに連動する株価指数です。同指数は各国の時価総額上位約 85%を表しています。

S&P ワールド（日本を除く）指数

S&P ワールド（日本を除く）指数は、23 の先進国市場（日本を除く）の大型株及び中型株のパフォーマンスを測定します。

S&P 新興国プラス指数

S&P 新興国プラス指数は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの株式指数の中で新興国に分類される国の大型株及び中型株に、韓国の銘柄を加えた株式のパフォーマンスを測定します。

Performance Disclosure/Back-Tested Data

The S&P World Index (JPY) was launched May 28, 2020. The S&P World Ex-Japan Index (JPY) was launched Jan. 15, 2025. The S&P Emerging Plus (JPY) was launched May 5, 2025. All information presented prior to an index's Launch Date is hypothetical (back-tested), not actual performance, and is based on the index methodology in effect on the index launch date. However, when creating back-tested history for periods of market anomalies or other periods that do not reflect the general current market environment, index methodology rules may be relaxed to capture a large enough universe of securities to simulate the target market the index is designed to measure or strategy the index is designed to capture. For example, market capitalization and liquidity thresholds may be reduced. In addition, forks have not been factored into the back-test data with respect to the S&P Cryptocurrency Indices. For the S&P Cryptocurrency Top 5 & 10 Equal Weight Indices, the custody element of the methodology was not considered; the back-test history is based on the index constituents that meet the custody element as of the Launch Date. Also, the treatment of corporate actions in back-tested performance may differ from treatment for live indices due to limitations in replicating index management decisions. Complete index methodology details are available at www.spglobal.com/spdji. Back-tested performance reflects application of an index methodology and selection of index constituents with the benefit of hindsight and knowledge of factors that may have positively affected its performance, cannot account for all financial risk that may affect results and may be considered to reflect survivor/look ahead bias. Actual returns may differ significantly from, and be lower than, back-tested returns. Past performance is not an indication or guarantee of future results.

Please refer to the methodology for the Index for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions, as well as all index calculations. Back-tested performance is for use with institutions only; not for use with retail investors.

S&P Dow Jones Indices defines various dates to assist our clients in providing transparency. The First Value Date is the first day for which there is a calculated value (either live or back-tested) for a given index. The Base Date is the date at which the index is set to a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date when the values of an index are first considered live: index values provided for any date or time period prior to the index's Launch Date are considered back-tested. S&P Dow Jones Indices defines the Launch Date as the date by which the values of an index are known to have been released to the public, for example via the company's public website or its data feed to external parties. For Dow Jones-branded indices introduced prior to May 31, 2013, the Launch Date (which prior to May 31, 2013, was termed "Date of introduction") is set at a date upon which no further changes were permitted to be made to the index methodology, but that may have been prior to the Index's public release date.

Typically, when S&P DJI creates back-tested index data, S&P DJI uses actual historical constituent-level data (e.g., historical price, market capitalization, and corporate action data) in its calculations. As ESG investing is still in early stages of development, certain datapoints used to calculate S&P DJI's ESG indices may not be available for the entire desired period of back-tested history. The same data availability issue could be true for other indices as well. In cases when actual data is not available for all relevant historical periods, S&P DJI may employ a process of using "Backward Data Assumption" (or pulling back) of ESG data for the calculation of back-tested historical performance. "Backward Data Assumption" is a process that applies the earliest actual live data point available for an index constituent company to all prior historical instances in the index performance. For example, Backward Data Assumption inherently assumes that companies currently not involved in a specific business activity (also known as "product involvement") were never involved historically and similarly also assumes that companies currently involved in a specific business activity were involved historically too. The Backward Data Assumption allows the hypothetical back-test to be extended over more historical years than would be feasible using only actual data. For more information on "Backward Data Assumption" please refer to the FAQ. The methodology and factsheets of any index that employs backward assumption in the back-tested history will explicitly state so. The methodology will include an Appendix with a table setting forth the specific data points and relevant time period for which backward projected data was used.

Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices maintains the index and calculates the index levels and performance shown or discussed but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the Index or investment funds that are intended to track the performance of the Index. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance of the securities/fund to be lower than the Index performance shown. As a simple example, if an index returned 10% on a US $100,000 investment for a 12-month period (or US $10,000) and an actual asset-based fee of 1.5% was imposed at the end of the period on the investment plus accrued interest (or US $1,650), the net return would be 8.35% (or US $8,350) for the year. Over a three-year period, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.10%, a total fee of US $5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US $27,200).

General Disclaimer

© 2025 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US 500 , 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, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, 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. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. 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. Closing prices for S&P Dow Jones Indices’ US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification.

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.