



わが国投資信託のパフォーマンスについて

藤原, 賢哉

(Citation)

国民経済雑誌, 183(6):63-79

(Issue Date)

2001-06

(Resource Type)

departmental bulletin paper

(Version)

Version of Record

(JaLCD0I)

<https://doi.org/10.24546/00046677>

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/00046677>



わが国投資信託のパフォーマンスについて

藤 原 賢 哉

経済のストック化や少子高齢化の進展に伴い、金融資産の効率的運用に対する社会的ニーズが急速に高まりつつある。しかしその一方で、銀行優位のわが国金融システムのもとでは、これまで、資産運用・管理サービス業に対して、十分な分析が行われてきたとは言い難い。そこで、本稿では、いわゆる「市場型間接金融」の中核をなすと期待される証券投資信託（特に追加型株式投信）に注目し、わが国投資信託市場の概要とパフォーマンスについて、実証分析を行うことにしたい。本稿で得られた結論は以下の通りである。1) 平均信託金制度に伴う（見かけ上の）パフォーマンス低下は、あまり大きくなく、かつ、その期間も限定（1999年秋から2000年初め）的である。2) 従来指摘されてきたわが国の投信パフォーマンスの低さは、近年解消されつつある。3) ファンドのパフォーマンスの決定要因としては、ファンド・マネージャーの属性よりも運用会社の規模やバックアップ体制、銀行窓販の対象か否か、といった事柄に依存する傾向がある。

第1節 わが国投資信託市場の概要と問題点

わが国の投資信託市場（契約型公募投資信託）は、2000年6月にその純資産残高が初めて60兆円を突破し、11年ぶりにバブル経済時のピーク（58兆円、1989年）を上回ったが、その後の株式市場の低迷や法人のCDへの資金シフトにより、その規模は50兆円を割れるまでに低下している（2001年1月末。投資信託協会調べ）。また、保有主体別には、1980年代前半までは、約9割が個人の保有であったが、その後の法人向けファンドの設定等により、近年、約6割程度になっている。1999年度末の数字によると、個人保有の投資信託の残高は約29兆円であり、個人金融資産に占める割合は2.2%程度にすぎない。この数字は、アメリカのそれに比べると約1/4程度であり、ドイツ等と比べてもかなり小さい。また、株式投信は、バブル崩壊後、急減しており、直近のシェアは、投資信託全体の3割弱（15兆円程度）にとどまっている²。

ところで、わが国の投資信託に関しては、1995年および1998年の2度にわたって大幅な規制緩和が実施され、少なくとも、制度面においては、欧米のそれと大差のないところまで進展したと言われている（田淵ほか（2000））。しかしながら、わが国の投資信託をめぐる³は、過去これまで、下記のような問題点が指摘されてきた（杉田（1997）、大島（1998））。

- (1) 平均信託金制度に伴う問題。
- (2) 販売手数料重視の販売推奨。
- (3) 系列証券会社の委託売買手数料確保のための証券売買。
- (4) 系列証券会社による自己保有株式のファンドへの押しつけ（組み込み）。

(1)の平均信託金制度（2000年3月に既に廃止済み）とは、追加型株式投信（随時購入・解約が可能な投信）において、投信購入者の購入価格の平均（平均信託金）を見なし元本として売却益（元本超過額）に課税する制度であり、基準価額（ファンドの一口当たり純資産）が平均信託金を上回っている場合には、超過分に対する税額（税率20%）を前もって基準価額から控除して販売（＝販売基準価額）する形を取っている。このような平均信託金制度には、2つの問題がある。ひとつは、追加設定を伴いながらファンドの基準価額が平均信託金を超えて上昇していく過程では、新規購入者は、一口当たりについて、基準価額よりも安い販売基準価額でファンドを購入できるため、いわゆるファンドの「希薄化（dilution）」が発生するというものである。言い換えれば、希薄化された部分を考慮しない限り、基準価額に基づくファンドの収益率の計算は、下方バイアスを持つことになる（パフォーマンスの測定に関する問題）。また、平均信託金制度は、投資家の行動に影響を及ぼす可能性がある。平均信託金を上回る状態でファンドを購入した投資家にとっては、ファンドの価額が下落する過程では、課税を避けるために、平均信託金が基準価額を上回る（基準価額が平均信託金を下回る）まで、ファンドの解約を避けることを選好する可能性がある。これは、投資家が一種のプットオプションを保有しているとも解釈できる。

次に(2)の販売手数料重視の販売推奨の問題は、ファンドの販売会社が販売手数料の確保を目的として、ファンドのパフォーマンスとは無関係にファンドの解約・購入を投資家に繰り返させるというものであり、しばしば、「大量設定・大量解約問題」と呼ばれている⁴。投資家が販売会社に直接支払う手数料には、販売手数料（ファンド購入時）と信託運用報酬のうちの販売会社取り分（資産残高に応じて毎日発生）の2種類があるが、通常は、前者の方が圧倒的に高いため（後述）、ファンドの回転売買を推奨するインセンティブが発生する。委託会社の報酬はファンドの残高に比例して支払われる（信託運用報酬のうちの委託会社取り分）構造となっているので、この議論は、暗黙理に、（投資家の情報劣位という問題に加え）委託会社は販売会社の利益に沿うような行動をとると仮定していることになる。実際、証券会社系の委託会社の場合には、親会社の証券会社の利害を優先せざるを得ず、類似ファンドの設計・設定を繰り返す可能性がある。言い換えれば、投資家に対する委託者の受託者責任と委託会社の株主である証券会社との利害対立がこの問題を発生させていると解釈できる。

(3)の系列証券会社の委託売買手数料確保のための売買委託および(4)の系列証券会社による自己保有株式のファンドへの押しつけも、(2)と同様、ファンドの投資家にとっての利益より

も、系列証券会社の利益（引受手数料）を優先する形で、ファンドの運用が行われている可能性を指摘したものである。

上で言及した事柄（問題）は、あくまで、実務家のサイドで主に指摘されてきたものであり、どの程度事実（であった）かどうか、また、ファンドのパフォーマンスや投資家の行動に影響を及ぼしていたかについては必ずしも明らかではない。そこで、以下では、平均信託金制度に伴うパフォーマンス評価問題、および、パフォーマンスの決定要因について、運用委託会社のガバナンス構造に注目して分析を行うことにしたい。

本稿の構成は以下の通りである。まず第2節では、わが国投資信託市場の構造（運用会社、ファンド・マネージャー、販売会社、証券会社、受託会社等の特徴や関係）について明らかにする。また、第3節では、平均信託金制度に関して、「希薄化（dilution）」効果がどの程度のものであったのかについて実証的に検証する。続く第4節では、投資信託のパフォーマンス決定要因について、ファンドの各種特徴・ガバナンス構造に着目して考察する。最後に第5節では、本稿の要約と今後の研究課題について述べる。⁵

第2節 投資信託市場の基本的構造

資産の運用・管理サービスを、「顧客の資産運用の目的（収益性、リスク、流動性、投資期間）を実現するために、顧客に代わって市場で利用可能な資産を探索し、ポートフォリオを設計・管理し、市場で売買を執行し、得られた投資成果を顧客に配分する活動」と定義するならば、広い意味においては、銀行や郵便貯金も資産運用サービスに含めて考えることができよう。しかしながら、投資信託は、複数の金融機関が重層に絡み合う形で（分解された金融機能が有機的に結びつく形で）サービスの提供が行われており、単一銀行組織の内部でサービスの提供が行われる銀行預金とは性格を異にしている。たとえば、ファンドの設計および資産運用の指図については投信委託会社が、有価証券の管理や計算等については信託銀行が、ファンドの販売や推奨については証券会社や銀行等（窓口販売）が行っており、それぞれ専門の金融機関が有機的に結びついて投資信託という一つの金融商品を構成している。

このような複数の金融機関の介在は、エイジェンシー理論の表現を借りるならば、依頼人（投資家）－代理人（銀行）関係の多層化・複雑化を意味しており、全体として利害の一致がどのような形で確保されているのかが問題となる。

そこで以下では、まず、投資信託に関連する金融機関（運用委託会社、販売会社、証券売買仲介者としての証券会社、受託銀行）について、その基本的特徴および関係について調べることにする。また、わが国におけるファンド・マネージャーの基本的属性についても明らかにする。

1) 運用委託会社とファンド・マネージャー

表1は、追加型株式投信を運用する委託会社のうち22社について、その概要（資本金、ファンド数、アナリスト数など）を、『投信ファクトブック』（時事通信社）にもとづき、まとめたものである。運用委託会社の規模は様々であり、資本金2億円従業員数名程度の小さなものから、資本金数百億円従業員500名超の大手証券会社系列のものまで存在する。一部の例外を除くと、資本金数億円から数十億円規模の委託会社が一般的であり、規模の点では、既存の（親）銀行や（親）証券会社に比べて小さい。

一方、表2は、ニッキンや日経マネー等の資料より、ファンド・マネージャーの属性（氏名、生年月日、FMとしてのキャリア年数、卒業大学、その他経歴・資格等）に関する資料が得られたケース（70名分）について、その概要をまとめたものである。全体的な傾向としては、年齢が40歳前後で8年程度のキャリアをもち、他の金融機関での勤務経験をもった人が多い。また、わが国では、欧米と比べて職種としてのファンド・マネージャーが確立していないと言われているが、出身経歴やキャリアを見る限りは、ファンド・マネージャーの市場がある程度形成されつつある様にも思われる。しかし、一つのファンドについて複数のフ

表1 運用委託会社の概要

	平均	最小	最大
資本金（億円）	44.5	2	171
従業員数	167	15	557
アナリスト人数（含むストラテジスト）	129	5	386
運用ファンド本数	105	9	408
ファンド・マネージャーの人数	57.5	4	687

（出所）『投信ファンドブック』時事通信社

表2 ファンド・マネージャーの特徴

属性	平均	最小	最大
年齢（才）	40.6	28	59
FM-Career（年数）	8.3	1	25
出身（最初の就職先）			
委託会社出身	13人（18.5%）		
銀行	16人（22.8%）		
証券会社	23人（32.9%）		
保険	13人（18.6%）		
その他（研究所ほか）	5人（7.1%）		
卒業大学（31大学）	慶応（15）、早大（9）、一橋（5）、東大（3）、明治（3）、関大（2）、関学（2）、青山（2）、横国（2）ほか。		
資格	証券アナリスト（59人）、MBA（5人）、CMA（1人）		

（出所）ニッキン、日経マネー、モーニングスターより作成。

ファンド・マネージャーが存在するケースや、一人のファンド・マネージャーが複数のファンドを同時に担当しているケースも少なくないと言われており、ファンドの運用において、ファンド・マネージャーがどの程度重要な役割を果たしているのかについて、慎重な検討が必要であろう。

2) ファンドの販売・受託会社との関係

表3は、追加型株式投信2000本について、ファンドの運用委託会社と販売会社（証券会社、銀行）および受託会社（信託銀行）との関係を、委託会社の資本系列別（銀行系、証券系、⁷外資系）に調べたものである。たとえば、証券系の委託会社の「系列受託銀行比率」の63%という数字は、証券会社系列の運用委託会社が提供するファンドのうち、約63%のファンドを同系列（系列証券会社が⁷大株主）の受託銀行が受託していることを意味している。また、「系列証券販売比率」とは、同様の委託会社の提供するファンドのうち、何%のファンドを同系列の証券会社（証券系の場合は親証券会社、銀行系の場合は銀行証券子会社）が独占的に販売しているかを示している。さらに「銀行窓口販売比率」とは、委託会社の提供するファンドのうち、銀行窓口販売の対象となっているファンドの比率を計算したものである。最後に「特定主体販売比率」とは、ファンドの販売先が特定の販売会社（証券・銀行を問わず）に限定されているファンドの比率を計算したものである。

この表によると、証券系の委託会社（親会社が証券会社）の場合には、銀行の窓口販売の対象となっているファンドが少ない一方で、系列証券会社を通じた販売比率が高くなっており、ファンドの販売に当たっては、相対的に、親会社である証券会社に依存している程度が高い（親証券会社のファンドの独占販売力が強い）ことがわかる。一方、銀行系の委託会社（親会社が銀行）の場合には、受託業務に関しては、系列の信託銀行（銀行の信託子会社を含む）との結びつきが強いが、販売に当たっては、系列外を含めた複数主体による多様な販売ルートを通じて投信販売を行っており、外資系の委託会社同様、相対的にみて、特定の販売会社への依存度は低い。⁸

表3 委託会社と販売会社・受託銀行との関係

運用会社系列	証券系	銀行系	外資系
系列受託銀行受託比率	63%	78%	定義上なし
系列証券会社販売比率	49%	30%	0（メルル除く）
銀行窓口販売比率	13%	18%	25%
特定主体（系列外含む）販売比率	50.6%	32.8%	36.7%

（注）大和総研資料より作成。系列の定義は主要株主かどうかで判断。また、数字は、委託会社が提供するファンド総数に占める当該ファンド本数の比率。

3) 収入・報酬構造

次に、表4は、上記の追加型投信2000本について、販売手数料率と信託報酬率の平均をまとめたものである。販売手数料は、ファンドの販売当初のみに発生する費用であるが、信託報酬に関しては運用残高から日々控除されている。また、信託報酬については、運用委託会社、販売会社、受託会社でさらに配分されることになっており、表からもわかるように、通常は、受託手数料がもっとも安く（ほぼ0.1%）、残りを、販売会社と運用会社が分ける形となっている。また、運用会社が受け取る運用報酬については、一部のファンドで「成功報酬」タイプのスキームが導入されており、運用インセンティブの強化が行われている。契約がファンドごとに異なるため、詳細は不明であるが、一般には、期末の基準価額が前期末に比べて2割以上高（低）ければ、5ベースポイント（0.05%）報酬率が高（低）くなるというものである（萩島（1999））。

委託会社系列別の特徴としては、証券系の委託会社では、販売手数料率が高い一方で信託報酬率が低くなっており、（証券系では販売証券会社の影響力が強いと考えられることから）、前節で指摘されたような、「販売手数料目当ての勧奨販売」という問題は、あながち見当はずれではない可能性がある。一方、銀行系の委託会社では、他の系列のファンドに比べて販売手数料率が低くなっており、このことは、銀行系の取り扱うファンドは比較的风险が低い（あるいはパッシブ型運用）ということを示唆しているのかも知れない。また、外資系の委託会社では、販売手数料率および信託報酬率が共に高くなっており、このことは、外資系が、自前の販売組織を持たないこと（メリルリンチ・マーキュリー除く）、および（国内系では相対的に少ない）国際的な株式ファンド運用が多いことの反映かもしれない。

ところで、証券会社については、株式売買の取り次ぎ業務を通じてファンドから手数料を獲得する機会がある。株式売買委託手数料の支払いについては、全体としていくら支払ったか、また、特定証券会社（系列証券会社）への委託比率がどの程度であったか、といった数字が、運用報告書に記載されており、外部からある程度概要を知ることができる。

表4 ファンドの各種経費率（%）

	全体	証券系	銀行系	外資系
販売手数料率	1.7~2.3	1.8~2.3	1.6~2.1	1.7~2.4
信託運用報酬率	1.26	1.25	1.14	1.44
運用会社	0.57	0.56	0.5	0.72
販売会社	0.59	0.6	0.54	0.62
受託銀行	0.1	0.09	0.1	0.1

（注）販売手数料率、信託運用報酬率は、2000ファンドに基づく計算。販売手数料率に関して幅があるのは、大口割引型の販売手数料率体系や販売会社での差があるため。

表5 委託売買手数料率・売買回転率・特定証券依存比率

	全体	証券系	銀行系	外資系
委託売買手数料率 (%)	1.23	1.0	0.99	1.6
売買回転率 (倍)	1.58	1.53	1.72	1.52
特定証券比率 (%)	70.1	78.1	56.4	0.62

無作為に抽出した60ファンドの直近3年の運用報告書に基づく平均値。

表5は、国内株式に運用しているファンド60本について、委託売買手数料率、売買回転率（期中の売買高／期末の保有株式時価）、特定証券比率（系列証券会社への委託売買手数料支払いの割合）の単純平均を取ったものである。表面的には、証券系の親会社へ依存度や外資系の支払手数料率の高さが目立つものの、これらの数字について明確な評価を下すことは困難である。投資家サイドあるいはファンドの運用者から見れば、手数料支払いの多寡だけではなく、執行コスト（売買タイミング）やマーケット情報等の問題もあり、吉川（1998）等によると、むしろ、後者の方が、ファンドの運用会社にとって重要との指摘がなされている。

第3節 追加型投資信託のパフォーマンス測定

1) 平均信託金制度に伴う希薄化

わが国の投資信託パフォーマンスに関する先行研究としては、Cai and Chan and Yamada (1997), Brown et. al (1998) 等がある。前者の分析によると、1981年から1992年までのわが国追加型株式投信の時価加重平均年次収益率は -0.127% であり、この間の現先レートが 5% 台であったことを考えると、そのパフォーマンスは相当低いものであり、かつ、こうした状況にも関わらず投資家がファンドを買ってきたのかについては一種のパズルであると指摘している。この問題に対する一つの解答の可能性としては、第1節で言及した平均信託金制度に伴う「希薄化」効果が考えられる。実際、上記の研究でも、この点について分析が行われており、Brown et al (1998) では、「希薄化」効果により、パフォーマンス低下の大部分は説明可能であると結論づけている。しかしながら、竹原（1998）等では、「希薄化」効果の重要性を認めつつも、それだけでパフォーマンスの低さを説明することは困難であるとしている。そこで、本節では、1997年以降のファンドの基準価額データ等を用いて、わが国投資信託のパフォーマンス測定の問題について検証してみることにする。

わが国投資信託のパフォーマンスや「希薄化」効果について検討する前に、追加型投資信託における「希薄化」の定義について再述しておく。

いま、 t 期のファンドの基準価額、販売基準価額、平均信託金を、それぞれ、 P_t 、 S_t 、 Q_t とおくとすると、

$$S_t = P_t - \max(P_t - Q_t, 0)\tau$$

とおける（ここで τ は税率）。また、 t 期の純資産および t 期の口数を、それぞれ、 NW_t 、 N_t 、とおくと、

$$W_t = W_{t-1} + D_t + S_t IF_t - P_t OF_t$$

と書ける。但し、 IF_t 、 OF_t は、それぞれ、追加設定口数、解約口数を表すとす。

ところで、 P_t は、 NW_t を N_t で割ったものであることから、基準価額の変化率は、

$$\begin{aligned} (P_t/P_{t-1}) - 1 &= (W_{t-1} + D_t + S_t IF_t - P_t OF_t) / (P_{t-1} N_t) - 1 \\ &= \{D_t + (P_t - P_{t-1})(IF_t - OF_t)\} / (N_t P_{t-1}) - \{(P_t - S_t) IF_t\} / (N_t P_{t-1}) \end{aligned}$$

と書き直すことができる。

最後の式の右辺第2項が、平均信託金制度に伴う（基準価額で測った）収益率の低下をもたらす部分であり、「希薄化」効果を表している。言い換えれば、「希薄化」効果は、基準価額が販売基準価額を大きく上回り、かつ、そのときに追加設定が大量に行われると、その効果が大きくなるものである。

従来の分析では、販売基準価額や追加設定額のデータが得られなかったため、「希薄化」効果の推計も間接的なものにとどまっていた。近年では、希薄化効果の推計に必要なデータ（販売基準価額）が部分的に公表されるようになっており、以下では、最近のデータ（1997年10月～2000年12月）に関して、「希薄化効果」および「希薄化効果」を修正したパフォーマンスの測定を行うことにする。データソースは、注釈5）で述べたものであり、すべて月次データである。

2) 「希薄化」効果の推計

図1は、前節で取り上げた国内株式運用のファンド60本に関して、サンプル期間中の30ヶ月（平均信託金制度が廃止された2000年4月以降を除いたもの）について、基準価額と販売基準価額が乖離していた月数が、どの程度あったかをヒストグラムとして表したものである。図からもわかるように、月数で見ると、約1/3から半分程度の期間で、「希薄化現象」が生じていたことになる。

次に、図2は、「希薄化」の程度を推測するために、両者の間の乖離率（基準価額／販売基準価額－1）を、図1同様、ヒストグラム化したものである。両者の乖離率は、かなりの部分が0.5%以下に集中しており、希薄化の「率」としては、それほど大きくない。もちろん、「希薄化効果」全体を計測するためには、各時点の追加設定額（口数）のデータが必要であり、そこで、以下では、上記60ファンドのうち、『投資信託四季報』（東洋経済）で追加設定・解約データ（月次）が得られたケース（20ファンド）について、分析を進めることにした。

図3は、基準価額と販売基準価額が異なる場合において、「希薄化効果」の部分の補正して計算した月次収益率と、そうでない月次収益率（基準価格の変化率）とでは、どれくらい

図1 希薄化頻度（月数、60ファンド）

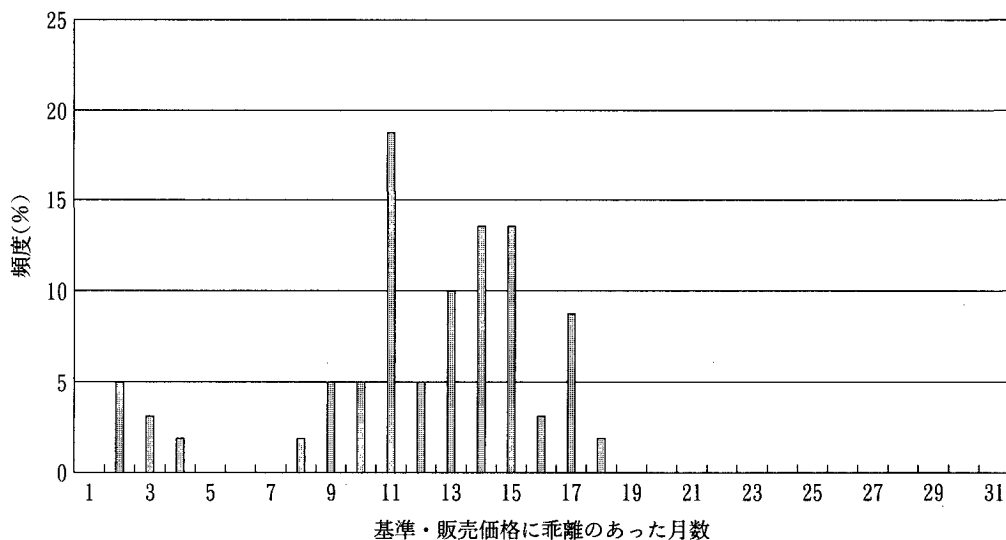
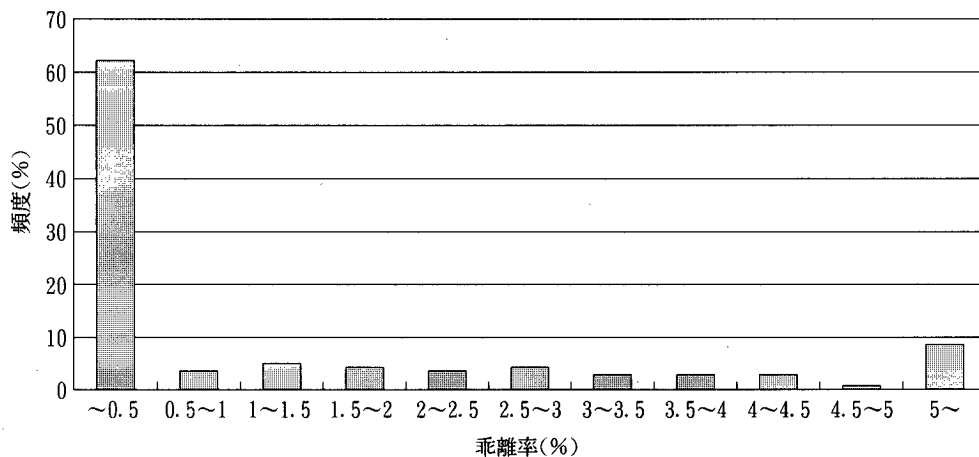


図2 基準・販売乖離率の分布



格差があるのかを計算したもの（分布状況をグラフ化）である。結果は、ほとんどのケースで、その差は、5 ベーシスポイント（0.05%）以下であり、追加設定の額を考慮に入れても、希薄化効果は非常に小さくなっている。

また、図4は、全サンプル期間（1997年10月～2000年12月）について、希薄化効果を修正した月次収益率とそうでない月次収益率（20ファンドの加重平均）をグラフ化したものである。グラフからもわかるように、両者はほとんどの期間で一致しており、1999年後半から2000年初めの時期において、ごくわずか差がある程度である。ちなみにこの期間中の平均月次収益率は0.64%（コール・レートのそれは0.28%）であり、運用環境は改善されていると見て

図 3 平均信託金制度修正後の収益率乖離

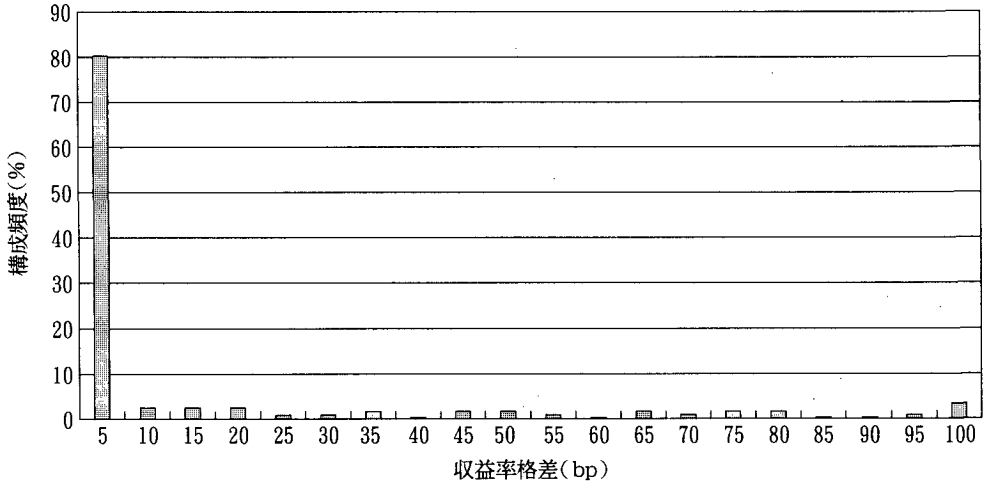
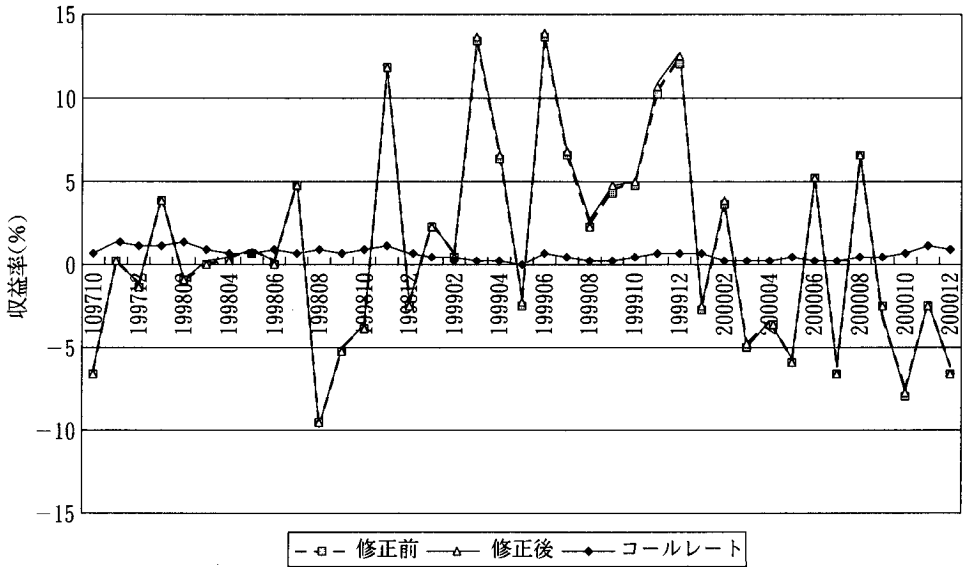


図 4 dilution 調整後の収益率 (加重平均)



良いであろう。

3) α での格差

これまでは、「希薄化効果」を補正した収益率の絶対水準についてみてきたが、以下では、ファンドのパフォーマンスの指標として、ジェンセンの α を採用し、 α という尺度でみて「希薄化」効果は有意に存在していたかを検証してみることにしよう。

表6 パフォーマンス α の比較(補正前・補正後, multi-factor model)

ファンド	α (補正前データ)	α (補正後データ)	F 値 (Chow 検定)
A	0.346	0.346	
	(0.535)	(0.536)	-0.013
B	1.429	1.430	
	(1.971)	(1.972)	0.004
C	0.417	0.444	
	(0.674)	(0.725)	1.253
D	0.214	0.780	
	(0.221)	(0.761)	-0.034
E	1.893	2.026	
	(4.241)	(4.473)	-0.175
F	0.540	0.682	
	(0.960)	(1.151)	0.036
G	1.093	1.115	
	(0.872)	(0.886)	0.133
H	-0.129	-0.129	
	(-0.099)	(-0.099)	-0.042
I	1.570	1.714	
	(0.797)	(0.868)	-0.061
J	0.783	1.944	
	(0.817)	(1.776)	-0.045
K	0.483	0.477	
	(0.583)	(0.577)	-0.196
L	0.309	0.309	
	(0.347)	(0.347)	0.218
M	0.881	0.884	
	(0.636)	(0.638)	0.013
N	0.126	0.126	
	(0.145)	(0.145)	0.184
O	0.612	0.617	
	(0.298)	(0.300)	0.399
P	0.145	1.773	
	(0.106)	(1.194)	-0.657
Q	0.683	0.760	
	(1.739)	(1.923)	0.089
R	0.045	1.124	
	(0.022)	(0.579)	0.064
S	0.727	0.735	
	(0.643)	(0.648)	0.008
T	0.170	0.189	
	(0.318)	(0.355)	-0.031
平均	0.621	0.865	

各ファンドの下段()はt値。

本稿では、multi-factor model を採用することとし、ファンドの収益率の説明要因として、マーケット・ポートフォリオ以外に、小型株・大型株収益率格差や低・高PBR収益率格差を考慮することにする。具体的に利用したデータは、それぞれ、東京証券取引所の「配当込み TOPIX 収益率」, 「配当込み小型株指数収益率 (small) - 大型株指数収益率 (core)」, 「配当込みバリュー株指数収益率 - 同グロース株指数収益率」である。¹⁰ また、安全利子率として1ヶ月ものの無担保コール・レートを採用した。

表6は、「希薄化効果」が特に存在していたと思われる期間(1999年4月から2000年3月)について、希薄化効果を考慮する場合としない場合で、 α の推計値に有意な差があるかどうかを調べたものである(Chow 検定)。結果は、補正したデータに基づく α が若干大きいものの、その差は有意ではなく、F値で判断する限り、両者が等しいとの帰無仮説は(一つのケースを除いて)すべて棄却されなかった(10%有意水準)。また、 α の絶対水準も有意にゼロとは異なるもの、正の値が得られているケースが多い。

第4節 パフォーマンス(α)の決定要因

本節では、前節の分析結果を受けて、基準価額に伴うパフォーマンス測定の問題はとりあえず無視することにし、ファンドごとのパフォーマンスの違い(ばらつき)を規定する要因について、各ファンドの運用会社の特徴およびそのガバナンス構造に注目して検証することにした。

以下では、ファンドのパフォーマンスに影響を及ぼしうる変数として、ファンドの資産規模および伸び率、委託会社の系列(証券系、銀行系、外資系)、販売手数料率と信託報酬率との差、系列証券会社への売買委託シェア、ファンド・マネージャーの属性(出身大学偏差値、年齢、アナリスト検定資格の有無、担当ファンドの数)、窓口販売の有無、委託会社のアナリスト数、を取り上げる。

ファンドの資産規模およびその伸び率を考慮したのは、ファンドの規模が非常に小さい、あるいは、解約の増加に伴う資産の減少が急激な場合には、効率的な運用が困難になると予想されるからである。また、委託会社の系列は、委託会社のガバナンス構造を規定する変数¹¹であり、親会社の違いによってパフォーマンスに差があるかどうか調べようとするものである。また、販売手数料率と信託報酬率との格差は、販売会社サイドから見たファンドの回転売買インセンティブの強さを表すものであり、委託会社に対する販売会社の影響力が強く、かつ、手数料率の格差が大きい場合には、ファンドの過剰設定や乗り換えに備えた現金ポジション確保のため、ファンドの運用効率が低下する可能性があるためである。系列証券会社への売買委託シェアが高い場合についても同様であり、委託会社に対する証券会社の影響力が強い場合には、委託手数料や執行コストの発生を通じて、ファンドのパフォーマンス低下

表7 ファンドの基本統計

	平均	標準偏差
α	0.523	0.811
β -TOPIX	0.957	0.219
β -small/large	-0.027	0.201
β -value/growth	-0.418	0.348
純資産（年平均、百万円）	15635.7	44287
純資産成長率（年）	27.1	248.9
信託運用報酬率	1.311	0.319
販売手数料率（最小）	1.745	0.859
販売手数料率（最大）	2.30	0.654
経費率	2.296	0.967
売買委託手数料率	0.998	0.892

(注) 売買手数料は99.4より完全自由化（5000万円以上は98.4より自由化）。

につながる可能性がある。また、ファンド・マネージャーの属性もパフォーマンスに影響を及ぼす可能性がある。実際、Chevalier and Ellison (1999 a. b) は、米国の投資信託において、ファンド・マネージャーの属性がファンドのパフォーマンスに有意な影響を及ぼしていることを実証しているが、彼らは、ファンド・マネージャー個人の能力の違い、および、(個人の属性ごとに異なる) 報酬契約や昇進パスなどのインセンティブ・スキームの違い、がパフォーマンスに影響していると解釈している。そこで、本稿でも、ファンド・マネージャーの属性とパフォーマンスの関係について調べることにする。また、銀行窓口販売の有無については、ファンドの販売の多様性および投資資金の性格の違い（銀行を通じたファンド購入の方が長期的視野に基づいているとの指摘）を考慮するためであり、¹² 委託会社のアナリスト数については、ファンド・マネージャー個人よりも委託会社のバックアップ体制の充実度がパフォーマンスにプラスの影響を及ぼすかもしれないと考えたからである。

なお、 α は、全サンプル期間（1997年10月～2000年12月）を計測期間とし、ファンドの（分配金込み）月次収益率（希薄化効果修正せず）を、前述の3つのファクター（¹³ 配当込み東証TOPIX、小型・大型株指数、バリュエーション・グロース指数）を用いて最小自乗法で推計した。

表7は、ファンドの総合的なデータ（ファンド名、運用会社、設定日、償還日、純資産、基準価額、月次収益率、各種手数料率、経費率（売買委託手数料率と運用報酬率等の合計）、特定証券会社への売買依存比率、配当政策、担当ファンド・マネージャー属性）が入手できた追加型株式投信60本（第2節で分析したもの。国内株式型で運用制限のないもの）について、その平均的な特徴を調べたものである。

表8は、ファンドのパフォーマンスに関する回帰分析の結果（クロスセクション分析）である（ α からファンドの成長率へ逆の因果関係が想定されるため、推計に当たっては操作変数法を利用）。この表によると、ファンドのパフォーマンス（ α ）は、予想通り、ファンド資産の

表 8 パフォーマンスの決定要因

定数項	-0.38(-0.40)	-0.24(-0.29)	0.02(0.04)
純資産成長率	0.003(2.6)	0.0003(2.7)	0.0003(4.6)
純資産残高	-0.4E-03(-1.1)	-0.3E-05(-0.9)	-0.3E-05(-0.07)
アナリスト数	0.004(2.3)	0.002(1.2)	0.0015(1.17)
証券系ダミー	0.5(0.9)	0.58(0.9)	
銀行系ダミー		-0.23(-0.28)	-1.08(-1.1)
外資系ダミー		0.45(0.63)	0.15(0.14)
出身大学偏差値	-0.41(-0.58)		
検定資格ダミー	-0.04(-0.1)		
年齢	0.004(0.2)		
経歴年数	0.003(0.06)		
担当ファンド数	0.002(0.56)		
窓販ダミー		0.85(1.75)	
手数料差*証券ダミー	-0.19(-0.82)	-0.12(-0.7)	-0.38(-1.1)
手数料差*銀行ダミー	0.3(0.5)	0.85(0.9)	0.96(1.03)
特定シェア*証券ダミー		1.08(1.50)	0.16(0.69)
特定シェア*銀行ダミー		-1.23(-1.67)	-1.35(-1.81)
R2/NOB	0.14/60	0.14/60	0.12/60

系列ダミー：委託会社が当該系列なら 1 (otherwise 0) の変数¹⁴。

出身大学偏差値：出身大学の学部名がわからない場合は大学全体の平均。

検定会員ダミー：日本アナリスト協会検定会員の場合は 1 のダミー変数。

手数料差*証券ダミー：(販売手数料-信託報酬率)*証券系列ダミー。

() 内は white の t 値。

成長率と有意に正の関係にあることがわかる。また、系列ごとのパフォーマンスの差は有意ではないが、証券系の委託会社の場合には、(販売手数料率-信託報酬率)の格差が大きいほど α が低くなる傾向があり(有意性は高くはないが)、販売手数料確保を優先したファンドの推奨売買がパフォーマンスの悪化につながっている可能性がある。一方、銀行系の委託会社の場合には、系列証券会社(銀行証券子会社)との取引シェアが高いほど α が低くなっており、委託手数料や執行コストの面で非効率な運用が行われている可能性がある。また、銀行窓口販売の対象ファンドほどパフォーマンスが有意に良くなっており、流入資金の性格(投資家のタイプ)の違いや販売先の多様性(特定販売会社からの独立性?)が、運用にプラスに働いているのかもしれない。最後に、ファンド・マネージャーの属性に関する変数については、すべて有意に効いていない一方で、アナリストの数が有意に効いており、ファンド・マネージャー自身の能力やインセンティブ・スキームよりも、運用のバックアップ体制や組織(チーム)としてのインセンティブの方が重要な要因であるということかも知れない。

第5節 結語と今後の課題

本稿では、わが国投資信託（追加型株式投信）のパフォーマンスについて、平均信託金制度に伴う「希薄化効果」について検証すると共に、ファンドのパフォーマンスを規定する要因として、ファンドの運営上の特徴（ファンド会社の特性やガバナンス構造）に着目して分析した。

本稿で得られた結論は以下の通りである。1) 平均信託金制度に伴う（見かけ上の）パフォーマンス低下は、非常に小さく、かつ、その期間も、1999年秋から2000年初めに集中している。2) 従来指摘されてきたわが国の投信パフォーマンスの低さは、近年解消されつつある。3) ファンドのパフォーマンスの決定要因としては、ファンド・マネージャーの属性よりも運用会社の規模やバックアップ体制、銀行窓口販売の対象となっているかどうか、といった事柄に依存する傾向が見られる。

最後に、本稿の分析スタンスと効率的市場仮説との関係と今後の分析課題について言及しておく。本稿では、ファンドのパフォーマンスは、ファンドの特徴、特に運用機関のガバナンス構造（インセンティブ構造）に規定されるとの立場をとっており、いわゆる効率的市場仮説とは異なる世界を想定している（もちろん、パフォーマンス（ α ）の推計に関して、ファンドのリスクが十分に考慮（控除）されているかという分析手法上の問題は存在しているが）。しかしながら、厳密なエイジェンシーモデルを構築した上で推計したものではなく、今後、投資家と運用機関との情報の非対称性を明示的に示したモデルを構築する必要がある。また、追加型投信の分析のみに終始しており、いわゆるファンドの回転売買（「大量設定・大量解約」）が問題となったスポット型投信の分析は行っていない。さらに、米国で分析が盛んなクロード・エンド・ファンドの問題（上場型投信のディスカウントと個人投資家の感情の問題）についても分析しておらず、これらの点については今後の検討課題としたい。

注

* 本稿は、平均信託金問題を中心に、平成12年度近畿郵政局委託研究（藤原）の内容を、大幅に加筆・修正したものである。

- 1) うち銀行窓販によるファンド残高は4.9兆円（全体の10%弱）である。
- 2) 株式市場における投信のシェア（保有、売買金額）も約2～3%程度であり、この点でも、アメリカの約1/4となっている。
- 3) 1995年改革：1) 委託会社への参入規制緩和（投資顧問業務の投信委託業務併営認可）、2) 運用規制の緩和（商品設定の弾力化、デリバティブ投資の認可、海外投資規制の緩和）、3) ディスクロージャーの強化（受益証券説明書の充実、運用報告書の充実）、4) 投資信託協会による運用成績公開制度の充実、5) 公正取引ルールの整備（忠実義務違反禁止、損失補填禁止）1998年改革：1) 私募投資信託の認可、2) 会社型投信の導入、3) 委託業務の（免許制から）認可制へ

- の移行, 4) 商品設計の(個別承認制から)届け出制への移行。また証券投資信託法の改正(証券投資信託および証券投資法人に関する法律98.12)ではないが, 98年12月の証券取引法の改正により, 投資信託の銀行窓口販売が認められた(投信会社が銀行の窓口で販売するいわゆる「間貸し方式」は97年12月より実施)。
- 4 投資信託全体の設定・解約のデータをみると, 設定額にはほぼ近い額の解約が同時に起こっており(1998年度は設定523,898億円に対し解約484,184億円, 1999年度では設定768,628億円に対し解約703,885億円となっている), 実際, 「大量設定・大量解約」の傾向が見受けられる。但し, 大量設定・大量解約の問題は, ファンドの供給側だけではなく, 投資側の姿勢(短期利益追求)にも問題があるかもしれない。
 - 5 なお, 本稿で用いたデータの出所は以下の通りである。日経 QUICK 社投信データ, 大和総研(DIR FundGuide), S & P (Fund Viewer), ニッキン「投資週報」, 東洋経済「投資信託四季報」, 時事通信社『投信ハンドブック』, 各ファンドの投信運用報告書(証券広報センター保有), 投資信託協会『証券投資信託年報』, 東京証券取引所「東証月報」。
 - 6 資格等の面では, 日本証券アナリスト協会検定会員であるケースが8割を超えているが, 米国とはアナリスト資格の基準が異なる上, 同様のデータはないので比較が困難である。ちなみに, Chevalier and Ellison (1999) によると, 米国のファンド・マネージャーの約6割がMBA保有者となっている。
 - 7 保険会社系, 内外の合弁系については除く。
 - 8 なお, 受託信託銀行が同時にファンドの販売を担当しているケースはほとんどなかった。また, 外資系の委託会社については, 系列の受託銀行を持たないものの, 受託が特定の信託銀行に若干集中する傾向がみられた。
 - 9 ファンド・マネージャー自身の報酬体系については, 資料等の制約から詳細は不明である。一般的には, ファンドの運用報酬体系とファンド・マネージャーのそれとは, 必ずしもリンクしておらず, 運用会社ごとでかなり差があるといわれている。しかしながら, 数年前に比べると, 欧米流の成功報酬体系が導入され, 結果に応じた年俸制を採用するところが増えていると想像される。
 - 10 ファンドの月次収益率が分配金を含めて(複利)計算しているので, マーケットポート・フォリオ等も配当金込みのものを使う必要がある。
 - 11 資産の規模が大きくなりすぎるとマーケット・インパクトの問題から逆にパフォーマンスが低下するおそれがあるが, 分析対象のファンド規模は最大でも600億円程度であり, 非銭形成の問題はそれほど大きくないと考える。
 - 12 注2参照。
 - 13 CAPM をベースとするファンドのパフォーマンスの推計にあたっての問題については竹原・矢野(1999)を参照。
 - 14 証券系, 銀行系, 外資系でもない委託会社(保険 or 合弁系)はゼロとおく。

<参考文献>

- Brown, S., J. and W. N. Goetzmann, and T., Hiraki, and T., Otsuki, and N., Shiraishi (1998), "The Japanese Open-End Fund Puzzle," NBER WP. No. 6347.

- Chai, J., K. C. Chan, and T. Yamada (1997), "The Performance of Japanese Mutual Funds," *Review of Financial Studies*, 10.
- Chevalier, J. A. and G. Ellison (1999a), "Career Concern of Mutual Fund Managers", *The Quarter Journal of Economics*,
- Chevalier, J. A. and G. Ellison (1999b), "Are Some Mutual Fund Managers Better than Others? Cross-Sectional Patterns in Behavior and Performance," *Journal of Finance*.
- 浅野幸弘 (1999) 「運用機関のエージェンシー問題」証券アナリストジャーナル。
- 大島和隆 (1998) 「投資信託の仕組み」日本実業出版社。
- 高月昭年 (1998) 『改正投資信託法』金融財政事情研究会。
- 竹原均・矢野学 (1999) 「投資パフォーマンス評価とタイミング能力の測定：わが国株式投資信託の評価を巡って」証券アナリストジャーナル。
- 竹原 均 (1998) 「オープン型投資信託のパフォーマンスとダイリユーション効果」現代ファイナンス, No. 4.
- 田淵・小松・神座・小瀬沢・川北 (2000) 「投資信託の変化と問題点」証券アナリストジャーナル。
- 首藤恵 (2000) 「資産運用産業の行動倫理と効率」筒井義郎編『金融分析の最先端』第4章, 東洋経済新報社。
- 杉田浩治 (1997) 「投資信託制度改革後の変化と今後の課題」証券アナリストジャーナル第35巻。
- 吉川真裕 (1998) 「わが国機関投資家による株式取引の現状－ファンドマネージャーへのアンケート調査」証券経済研究, 第13号。

