

バブル以降の投資信託のパフォーマンス

——パフォーマンスと資産額増減の関係——

丸 淳 子

要 旨

本稿は株式追加型投資信託の資金増減がパフォーマンスとどのくらい関係があるかを1991年1月から1994年12月までの期間について実証的に分析したものである。

わが国の株式投資信託の最大の特徴は投資信託のパフォーマンスがよくないということであった。よくない投資信託が解約される、あるいは、売れない、というのは当然のことである。しかし、パフォーマンスをよくみると、よいパフォーマンスがより多く解約されている。さらに、インデックスファンドの一部はインデックスのパフォーマンスが他のファンドに比してよくない期間にもかかわらず、大量の追加設定が行われている。

このような結果はパフォーマンスによって販売されていないことを裏付けるものである。その原因は投資家にパフォーマンスが知られていないためである。また、投資家が投資信託をよく理解していないためにパフォーマンスによって購入しないこともある。投資信託販売を担っている証券会社はパフォーマンスを提示することなく投資信託の販売・解約を薦めている。さらに、客観的立場からの適切な投資信託評価されている訳でもない。

投資信託の販売が投資家の投資信託への理解と投資信託のパフォーマンスによって行われるようであれば、投資信託の将来もないし、証券市場の発展もないであろう。

目 次

- | | |
|--------------------------|---------------------|
| I. はじめに | 1. よいパフォーマンス投信は売れるか |
| II. バブル以降の株式投資信託の推移 | 2. 基準価格と資金増減の関係 |
| III. 追加型投資信託のパフォーマンス | 3. パフォーマンスは販売に繋がらない |
| IV. ファンドのパフォーマンスと資金増減の関係 | V. おわりに |

I. はじめに

わが国の投資信託の最大の問題点は運用パフォーマンスがよくないということである。投資信託が金融商品である以上、リスクに応じたリターンを実現しないかぎり商品としての価値がないから、当然、運用資産は減少し、いずれは市場から姿を消してしまう運命にあるかもしれない。しかし、現状では、投資信託が機能しないことを証券市場ばかりではなく、金融市場全体の問題としてとりあげられている。

投資信託は零細な資金投資家に証券投資を効率的に行う機会を提供することができると思われる。また、投資信託がうまく機能するという事は証券市場が効率的に運営されている証とみられることから、投資信託の不振はわが国の証券市場の問題点を浮き彫りにすることだと考えられている。それゆえ、投資信託のパフォーマンスがよくない原因は運用会社の責任だけではなく、証券市場の制度・規制などから生ずると考えられ、その原因の追究が重要であり、急がれているのである。

本稿では、バブル以降の株式投資信託（追加型）のパフォーマンスの実証分析を通して、投資信託にパフォーマンスに影響をあたえる要因を探ることをめざしている。とくに、わが国の投資信託がパフォーマンスのよいことが必ずしも運用資産の増加に結びつかない、すなわち、投資信託がパフォーマンスのバック・レコードによって販売されていないといわれている問題を実証的に確認し、もし、それが事実であれば、その原因を明らかにしたい。

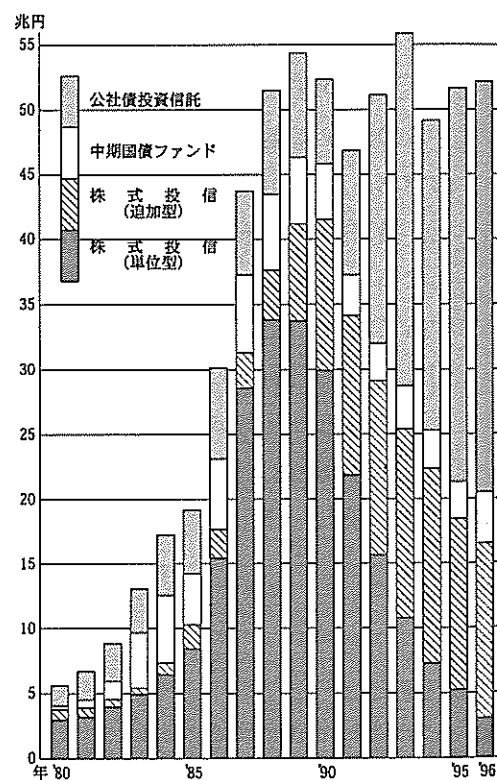
以下、II節では、バブル以降の株式投資信託の推移を概観する。III節では、1991年から1994

年までの4年間に取引されていた追加型投資信託について、月別収益率を用いてパフォーマンスを評価する。IV節では、個別投資信託について、基準価格と運用純資産額の関係进行分析することによって、よいパフォーマンスが販売増加をもたらしているかどうかを分析する。V節では、まとめとして運用パフォーマンスが販売に直結しない要因を考察する。

II. バブル以降の株式投資信託の推移

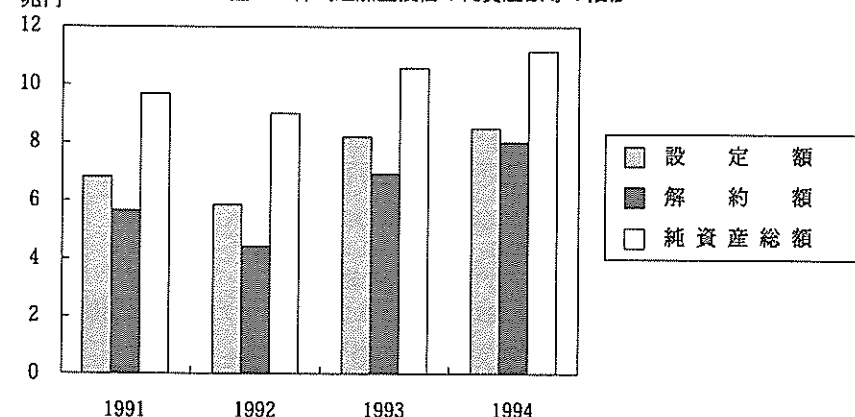
図1は1980年以降の投資信託の元本状況の推移を示したものである。わが国の投資信託全体

図1 投資信託の元本状況



〔出所〕証券投資信託協会『証券投資信託月報』
〔引用〕証券広報センター'97年版『証券読本』

図2 株式追加型投信の純資産額等の推移



〔出所〕証券投資信託協会『証券投資信託月報』より作成。

は1980年代は急増しているが、その中身は1986年までは公社債投資信託の伸びが高く、1983、84年ではおよそ56%を占めている。これは国債大量発行を背景に公社債流通市場が急拡大し、公社債を対象とした投資信託商品が販売されたためである。公社債流通市場は1987年をピークに減少に転じた一方、株式市場は株価が急上昇し、1989年まで株式投資信託は急拡大し、株式投資信託のウェイトはおよそ77%に達した。バブル崩壊後、株式投資信託は激減し、1993年にはそのウェイトは38%にまで低下した。

株式投資信託は単位型と追加型がある。株式投資信託はバブル以前は単位型の比率が圧倒的に高かった。その後、次第に追加型の比率が高くなり、1993年以降は追加型が単位型を凌駕している。単位型は追加設定が行われないので、運用資産額は減少一方であるが、追加型は新たな資金の流入が可能である。投資信託はパフォーマンスがよいものが売れ、悪いものが市場から駆逐されるという競争メカニズムによって選択されるべきものである。単位型にはこのメカニズムが働かない。また、単位型のうち、設定額の多いスポットとよばれるものは、その時々の運用テーマを設定して販売されるが、投

資家はテーマに惑わされて、投資信託の本来の投資基準であるリスクとリターンによる選択がしにくい。投資信託を長期金融商品と考えるときには、わが国の単位型は必ずしも適当なものではない。

図2は株式追加投信の年別設定額、解約額、運用増減額、および、純資産総額を表したものである。純資産総額は1992年に減少し、1993、94年に増加している。この期間、純資産総額の半分以上は解約され、それを埋め合わせるように解約額以上の設定額がみられる。設定額には既存のファンドを購入する追加設定資金と新たなファンドの購入資金がある。今回の追加型株式投資信託でみる限り、追加資金は多くなかったため、新規設定額が多いと考えられる。

III. 追加型株式投資信託のパフォーマンス²⁾

株式投資信託の追加型について、バブル崩壊後の1991年から94年までの期間のパフォーマンスを分析した。対象ファンドはこの期間中存在していた173である。パフォーマンスはファンドの基準価格の変動からのキャピタル・ゲイン

表1 $\alpha_i, \gamma_i, \beta_i, W_i$ の平均と標準偏差

		$\bar{\alpha}_i$ $\delta(\bar{\alpha}_i)^{2)}$	$\bar{\gamma}_i$ $\delta(\bar{\gamma}_i)^{2)}$	$\bar{\beta}_i$ $\delta(\bar{\beta}_i)^{2)}$	\bar{W}_i $\delta(W_i)^{2)}$
All sample (173) ¹⁾		-0.07569 (0.137648)	-0.34723 (0.206706)	0.727906 (0.366475)	26083.54 (48971.12)
タイプ別	成長型 (42)	-0.117 (0.172705)	-0.31633 (0.284018)	0.530211 (0.273445)	13724.26 (27527.1)
	インデックス型 (32)	-0.04947 (0.042303)	-0.49359 (0.099646)	0.534998 (0.037471)	70972.41 (71263.18)
	システム型 (52)	-0.08178 (0.103484)	-0.36946 (0.15095)	0.616845 (0.076881)	21128.27 (50580.58)
	バランス型 (11)	0.019945 (0.205397)	-0.37766 (0.232519)	0.941832 (0.203292)	14922.25 (23273.28)
	年金型 (12)	0.009203 (0.128868)	-0.29306 (0.120599)	1.143899 (0.394028)	6305.477 (8100.558)
	転社型 (24)	-0.11142 (0.149847)	-0.17109 (0.119766)	1.265667 (0.447868)	13601.53 (15313.43)
	規模	W ₁ (~ 25億未満) (23)	-0.09297 (0.179147)	-0.26059 (0.194086)	0.88412 (0.474223)
W ₂ (25~ 50億未満) (31)		-0.09782 (0.163107)	-0.30478 (0.239753)	0.724025 (0.506434)	3476.884 (847.2753)
W ₃ (50~100億未満) (36)		-0.09713 (0.134705)	-0.27967 (0.225001)	0.718678 (0.290786)	7472.436 (2657.401)
W ₄ (100~200億未満) (33)		-0.07498 (0.1344)	-0.35865 (-11.8355)	0.710752 (0.328683)	13926.22 (2896.361)
W ₅ (200~500億未満) (30)		-0.03096 (0.108737)	-0.41951 (0.179106)	0.730176 (0.300044)	29675.88 (8242.61)
W ₆ (500億~) (20)		-0.05117 (0.06808)	-0.45379 (0.127463)	0.595783 (0.163416)	137978.9 (76729.88)
β	β_1 (small) (24)	-0.20828 (0.140005)	-0.2442 (0.302774)	0.318278 (0.225723)	17802.61 (28896.23)
	β_2 (25)	-0.08045 (0.067952)	-0.4389 (0.132846)	0.525981 (0.015978)	58012.16 (76894.18)
	β_3 (25)	-0.0633 (0.09071)	-0.4284 (0.157613)	0.57849 (0.013209)	38580.75 (53420.28)
	β_4 (25)	-0.059 (0.09309)	-0.40651 (0.149498)	0.618756 (0.013042)	31792.35 (69834.01)
	β_5 (25)	-0.0502 (0.131367)	-0.38803 (0.2021)	0.677767 (0.027339)	12761.15 (16658)
	β_6 (25)	-0.00209 (0.160749)	-0.34195 (0.190108)	0.933945 (0.101259)	12564.36 (18057.13)
	β_7 (large) (24)	-0.07164 (0.170942)	-0.17144 (0.120759)	1.454814 (0.290571)	10100.88 (13783.77)

注1) ()内はファンド数

2) ()内はそれぞれの変数の標準偏差

(ロス)と分配金を考慮した収益率を月別で計算し、4年間48サンプルからCAPMのベータ・リスク β_i と超過収益アルファ α_i を推定した。なお、個別ファンドの収益率およびマーケット・ポートフォリオの収益率からそれぞれ安全資産の利率(コール・レート)を引いた変数間で回帰を行った。

表1は分析対象銘柄の特性($\alpha_i, \gamma_i, \beta_i, W_i$)を全体、および、運用タイプ別、規模別、 β_i の大きさ別に、各グループの平均値と標準偏差を示したものである。 γ_i は平均収益率、 W_i は平均純資産額である。サンプル全体について、平均超過収益はマイナス、期間内平均収益率は-0.347%(マーケット・ポートフォリオは0.054%)、ベータの平均値は0.73、平均純資産額は260億円(1996年末の追加型株式投信の平均は80億円)である。サンプルを運用タイプ別に見ると、超過収益率が低いのは成長型、転換社債型であり、バランス型と年金型がプラスである。収益率の平均では、転換社債型がもっともよく、最低はインデックス型である。ベータの平均値は成長型とインデックス型が0.53と低く、高い方では、転換社債型が1.26、年金型の1.14、バランス型の0.94となっている。純資産額の平均はインデックス型が700億円でもっとも多く、年金型が63億円でもっとも小さい。

ファンドの運用スタイルとリスク(ベータ)の対応はかならずしも一致しない。たとえば、株式組み入れ比率に制限のあるバランス型や年金型がベータが1前後であるのに、積極投資をめざす成長型や市場連動を目的とするインデックス型のベータが1よりかなり小さい。

サンプルをファンド規模別にみると、超過収益率はすべてのグループでマイナスであり、規

模が小さいほどマイナスの収益率が大きくなっている。これとは逆に、収益率の平均は規模が小さいほどマイナスの収益率が小さい。ベータの平均値は純資産が25億円以下のもっとも規模の小さいグループが0.88ともっとも高く、500億円以上のもっとも純資産の高いグループが0.60ともっとも低く、その他の規模グループはおおよそ0.71から0.73であった。つぎに、ベータの大きさ別にみると、超過収益率はベータのもっとも低いグループがもっとも低い超過収益率を示し、ベータが最大のグループを除くと、ベータの増加は超過収益率を高めている。収益率の平均は分析対象期間においてマーケット・ポートフォリオが安全資産より低い期間であるので、ベータが低いほど収益率は高いことが期待されるが、かならずしもこの関係は観察されず、もっとも収益率の高いのはベータが最も高いグループである。この点を回帰分析によって確かめたのが表2である。

この図表にはサンプル全体および運用タイプ別、純資産総額の規模、および、ベータの大小別について平均収益率とリスクの関係の回帰分析を行った結果が示されている。さらに、サンプル全体とベータについては、リスク(ベータ)に純資産規模(対数をとったもの)を説明変数として加えた結果も示してある。サンプル全体でみると、リスクの係数はプラスで有意である。しかし、分析対象期間はマーケット・ポートフォリオのリスク・プレミアムがマイナス期間であるから、期待される符号はマイナスである。さらに、純資産規模変数の回帰係数は有意にマイナスである。これは純資産が大きいほど収益率が低いことを意味している。タイプ別にみると、成長型のみが収益率とベータの間にマイナスの関係が有意であったが、その他の

表2 回帰結果 ($\bar{R}_i = \gamma_0 + \gamma_1 \beta_i + \gamma_2 \log \bar{W} + u_i$)

		γ_0	γ_1	γ_2	\bar{R}_2
	All sample (173) ¹⁾	-0.44335 (-12.9808) ²⁾	0.132058 (3.149164) ²⁾		0.049289
	All sample (173)	-0.08677 (-0.79613)	0.101021 (2.42475)	-0.08392 (-3.4342) ²⁾	0.105736
タイプ別	成長型 (42)	-0.12691 (-1.38301)	-0.35725 (-2.31671)		0.096262
	インデックス型 (32)	-1.57013 (-9.22378)	2.012229 (6.339155)		0.558309
	システム型 (52)	-0.25019 (-1.45681)	-0.19335 (-0.69973)		-0.01011
	バランス型 (11)	-1.0686 (-3.50731)	0.733608 (2.310815)		0.302643
	年金型 (12)	-0.41541 (-3.80305)	0.106959 (1.179454)		0.034335
	転社型 (24)	-0.28409 (-3.94656)	0.089281 (1.661319)		0.071082
規模	W ₁ (~ 25億円未満) (23)	-0.31221 (-3.53762)	0.05839 (0.660542)		0.020354
	W ₂ (25 ~ 50億円未満) (31)	-0.32721 (-4.24414)	0.030977 (0.353124)		-0.0263
	W ₃ (50 ~ 100億円未満) (36)	-0.38397 (-4.15037)	0.104022 (0.869999)		-0.021777
	W ₄ (100 ~ 200億円未満) (33)	-0.48817 (-5.669)	0.182232 (1.652709)		0.05133
	W ₅ (200 ~ 500億円未満) (30)	-0.64166 (-8.39487)	0.304241 (3.134631)		0.23333
	W ₆ (500億円 ~) (20)	-0.70567 (-7.40621)	0.422762 (2.736349)		0.25454
β	β ₁ (small) (24)	0.46117 (2.008466)	-0.35331 (-1.37493)	-0.15601 (-2.44167)	0.263321
	β ₂ (25)	-0.63079 (-0.67944)	1.074704 (0.656382)	-0.08572 (-2.08711)	0.144572
	β ₃ (25)	-1.67281 (-0.96475)	2.078215 (0.753375)	0.009915 (0.147894)	-0.06193
	β ₄ (25)	0.086259 (0.059578)	-1.55352 (-0.68158)	0.111981 (1.665764)	0.052177
	β ₅ (25)	-1.78129 (-1.42332)	2.694623 (1.789622)	-0.11052 (-1.03757)	0.171667
	β ₆ (25)	-1.31236 (-3.997)	1.111469 (3.288995)	-0.01826 (-0.3383)	0.27502
	β ₇ (large) (24)	-0.3256 (-1.61497)	0.123981 (1.418301)	-0.00722 (-0.19329)	0.008284

注1) ()内はファンド数
2) ()内はt値

タイプでは、システム型(有意ではない)以外はプラスであった。規模別の平均収益率とベータの回帰結果はすべてのグループでプラスであった。ベータの大小グループに対する回帰結果はベータが有意ではないことを示している。

IV. ファンドのパフォーマンスと資金増減³⁾

1. よいパフォーマンス投信は売れるか

わが国の投資信託はパフォーマンスがよくなかったということは確かである。しかし、すべてのファンドが悪いパフォーマンスであった訳ではない。では、良いファンドが売れて、悪いファンドが解約されてきたかという点、必ずしもそうではなかったという声が多い。理由の1つは投資家が投資信託をよく理解していないため、ファンドのパフォーマンスがちょっとよいと直ぐに解約してしまう。また、投資信託を担当している証券会社も短期の売買回転からの手数料稼ぎを狙って、投資家に短期でファンドを乗り換えることを推奨する。

ファンドがパフォーマンスによって売れない1つの理由は投資家に適当なパフォーマンス情報がなされていないからであろう。投資信託は不確実なリスクのある投資対象であるから、パフォーマンス情報の開示は困難を伴う。多種多様なファンドを選択することは投資のプロではない個人投資家には容易なことではない。第一の有用な情報はファンドの運用目的とファンドの過去の価格情報である。この情報から、ファンドのマネージメントのよし悪しおよびファンドのリスクが実感される。さらに、情報収集コストの高い個人に代わって、投資信託の評価を

行ってくれる専門機関が存在すれば、ファンドの選択はパフォーマンス本位になるかもしれない。

『週刊東洋経済』の「株式投信が背負う重い十字架」では、外資系の投資信託のパフォーマンスが最高であるにもかかわらず、この結果は販売には繋がらず、資産残高は低迷している⁴⁾。このファンドよりパフォーマンスの低い、しかし、販売証券会社直営の投資信託は販売量が増加している。投資信託の販売から得られる証券会社の収入は販売手数料と信託報酬の一部(代行手数料)である。証券会社にとっては販売収入が大きいファンドは魅力的であり、この販売に力を入れる。実際、販売手数料は後者の方が高かった。しかし、ファンドのパフォーマンスがきちんと投資家に開示されていれば、パフォーマンスのよいファンドを販売する方がやさしいからコスト・パフォーマンスに見合うはずである。

2. 基準価格と資金増減の関係

1991年1月から1994年12月までの4年間の月別データにより、ファンドの基準価格の変動がファンドの売買にどのような関係にあるのかを実証的に分析しよう。具体的には、分配金を修正した修正基準価格水準を非説明変数とし、資金増減を説明変数とした以下のような回帰式を165ファンドについて推定する。

$$(\text{修正基準価格})_t = a_0 + a_1 (\text{資金増減})_t + u_t$$

なお、資金増減は新規導入資金と解約資金の差である。これは純資産残高の増減と等しくない。純資産にはファンドに含まれている証券価格変動の影響があるからである。

表3は資金増減の係数の推定結果である。

サンプル165のうち、係数がプラス、すなわ

表3 a₁の推定の結果

	全体のファンド数	有意なファンド数*
a ₁ >0	76	49
a ₁ <0	89	49
合計	165	98

* 有意とは係数が係数の標準偏差の2倍以上。

表4 ファンドタイプ別資金増減係数の有意性

	a ₁ >0	有意数	a ₁ <0	有意数
成長型	13	8	8	4
成長型(海外)	5	4	14	10
インデックス型	11	0	18	13
システム型	46	27	8	3
バランス型	7	6	4	2
年金型	0	0	7	1
C B型	7	5	17	15
合計	76	49	89	49

ち、基準価格の上昇が資金増を伴うものは76、係数がマイナス、基準価格の上昇が資金減を伴うものが89であった。さらに、有意なファンド数は係数がプラス、マイナスともに49であった。月単位で見ると、基準価格の上昇は半分以上が資金減を伴っているし、有意なものでもプラスと同数がマイナスを示し、基準価格の上昇が資金増を伴わないことがかなり生じていることがわかる。

表4はファンドのタイプ別に係数a₁の符号と有意数を示したものである。

タイプ別でもっとも注目すべき結果は、インデックス型が11のプラスの係数には有意なものがないが、18のマイナスの係数のうち13は有意であった。プラスの係数が目立つのはシステム型であり、有意なものは半数強である。C B型および成長型(海外)は係数がプラスでもマイナスでも有意なものが多いが、マイナスの係数の方がかなり多い。成長型とバランス型はプラスが有意を含めて相対的に多い。マイナスで有

表5 純資産残高の増加したファンド数

	増加ファンド数
成長型	5 (21)
成長型(海外)	0 (19)
インデックス型	15 (29)
システム型	3 (54)
バランス型	0 (11)
年金型	0 (7)
C B型	3 (24)
合計	27 (165)

注) ()内は全ファンド数。

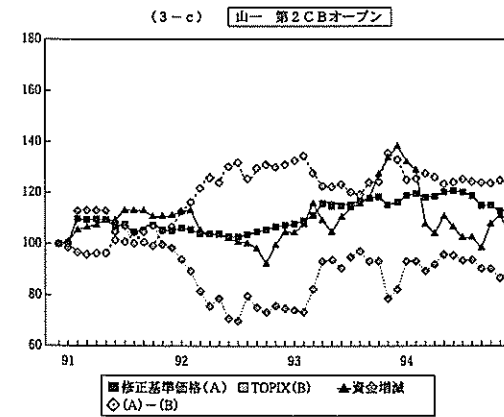
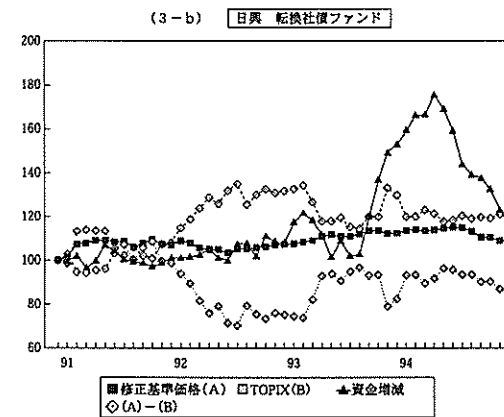
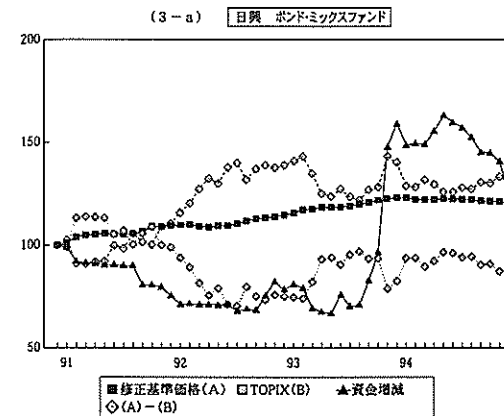
意なものが多いインデックス型とC B型と比較すると、対象期間の平均収益率はC B型がインデックス型を上回っている。さらに、表5は1991年1月の純資産残高より1994年12月の純資産残高が増加しているタイプ別ファンド数である。

図2でみたように、分析対象期間において、解約額は純資産額の半分以上あったので、平均的には、既存のファンドはかなり解約があり、純資産額を減少させている。分析対象ファンド165のうち、純資産額が増加しているファンドは27であった。このうち、インデックス型が半数以上の15を占めている。さらに、インデックス型は6ファンドが純資産額対象期間の期首と期末ではほぼおなじ水準であったので、純資産額がはっきり減少したのは8ファンドである。ただし、インデックス型ファンドは解約が少ないのではなく、追加設定が多いのである。平均収益率をもっとも低いインデックス型に純資産額を増加させるファンドが多いこと、平均収益率をもっとも高いC B型ファンドでも純資産増加は24のうち3であったことがわかった。

3. パフォーマンスは販売に繋がらない

期首より期末に純資産額が増加した27ファンドのうち、期間中の収益率がプラスのものは3

図3 C B型ファンド



バブル以降の投資信託のパフォーマンス
 ファンドで、いずれもC B型である(図3)。支払い分配金を調整した修正基準価格はほぼ右上がりであるが、資産増減はかなり頻繁である。1992年から1993年半ばまで、これらのC B型ファンドはインデックスに比べてかなりよいパフォーマンスを上げていたにもかかわらず、資金増になっていない。資金増は1993年後半から進んでいる。他方、成長型とシステム型の資金増の8ファンドはいずれも運用パフォーマンスはインデックス型に似通っている。たとえば、図4の3つのファンドはパフォーマンスはインデックスとほぼ同じであるが、資金増が著しい。とくに、山一中小型ファンドと大和ハイブリットシステムオープン・ファンドは大きな追加設定があったことを伺わせる。

インデックス型資金増の典型的ファンドは図5である。野村積立株式ファンドは追加設定で資金が一挙に倍増したが、1993年初からのインデックスからの下方乖離で解約が進んでいる。日興インデックス225では徐々に資金が増加し一時的には1991年初に比して3倍以上になっているが、1993年初からのインデックスからの下方乖離により解約が進んでいる。他方、コスモインデックス225は1991年初から資金は増加して一時的には1991年初比4倍近くになったが、資金減は前の2つのファンドに比べて非常に少ない。これはこのファンドのパフォーマンスがインデックスからの下方乖離が小さいからであろうか。

つぎに、資金減が生じているファンドについて、2つのケースを紹介しよう。1つはよいパフォーマンスが解約を増加させる、つまり、益だしのために資金減が生じているケースである。図6は4年間でプラスの収益をもたらした優良ファンドであるが、純資産額は1991年初の

図4 成長型・システム型資金増ファンド

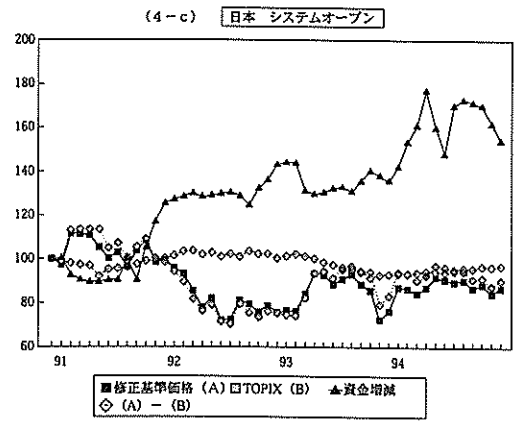
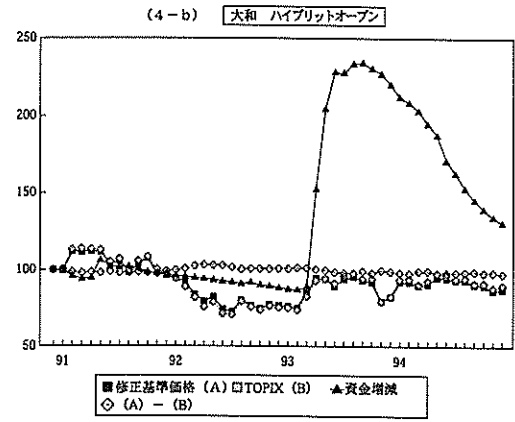
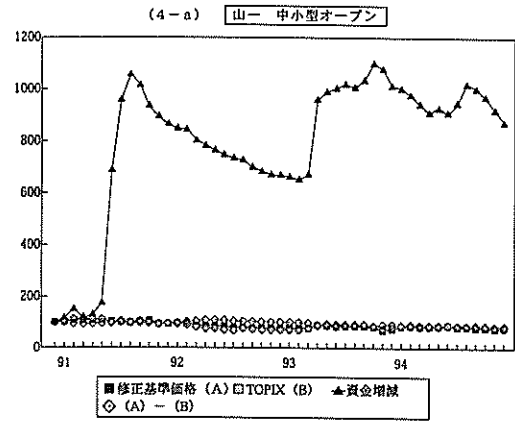


図5 インデックス型資金増ファンド

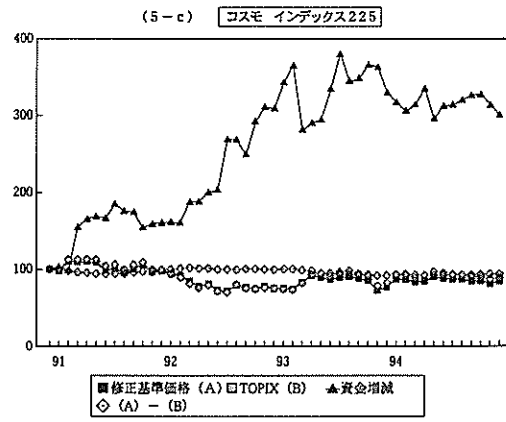
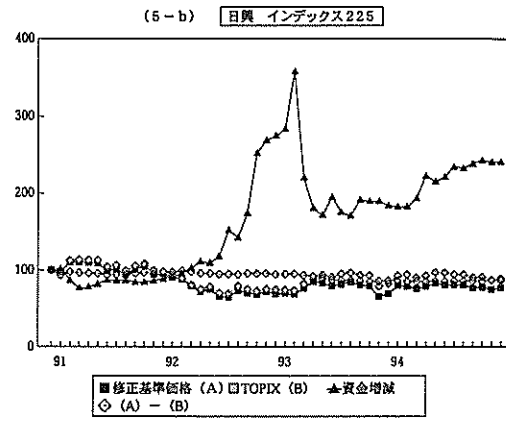
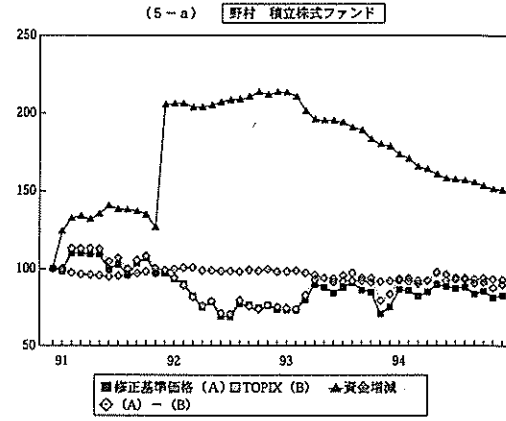


図6 益出しファンド

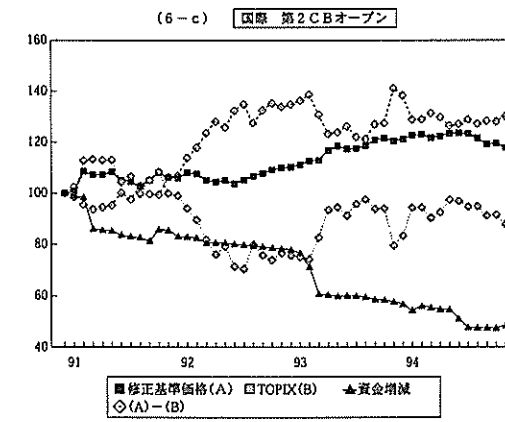
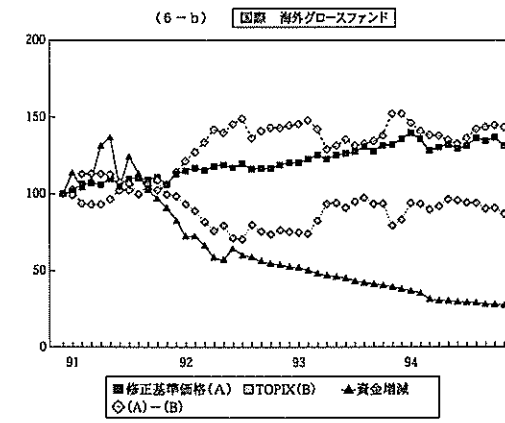
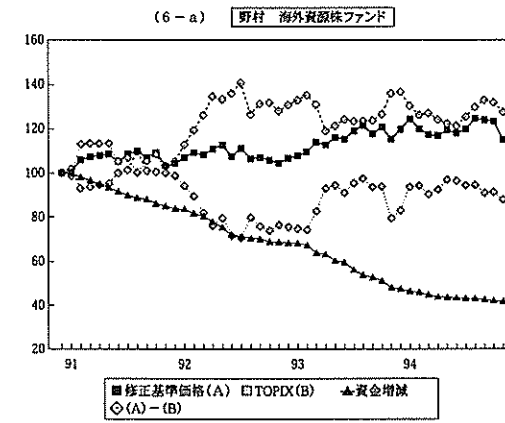
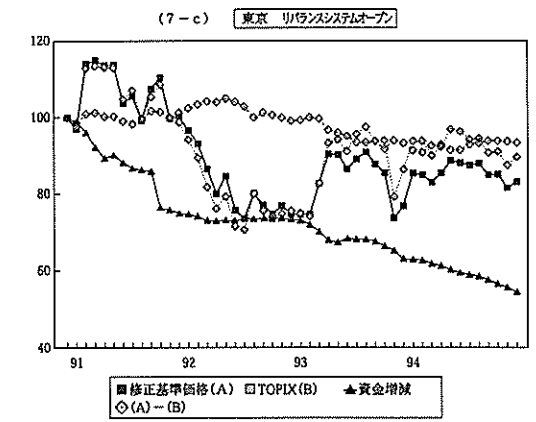
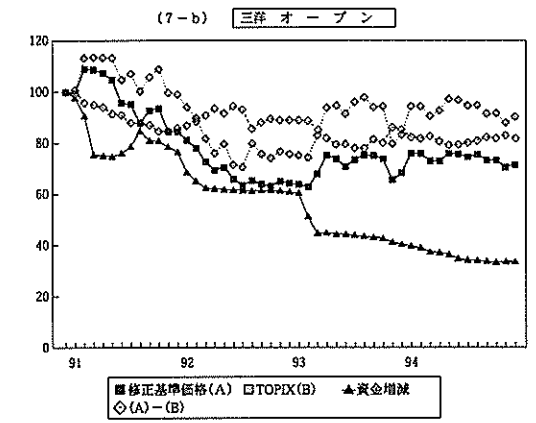
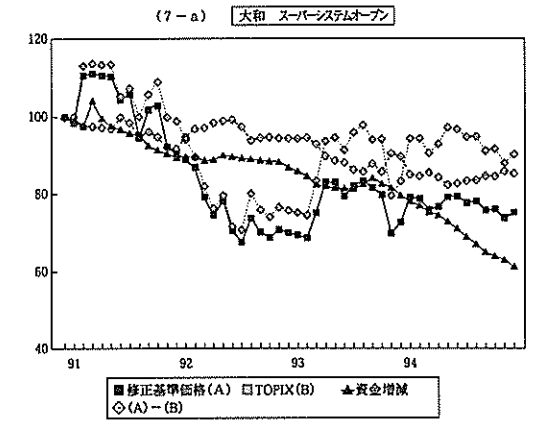


図7 低パフォーマンス-資金減ファンド



30%から40%前後に減少している。とくに、1991年後半から TOPIX 比でみるとかなり高い基準価格を示しているが、資金減は進んでいる。その典型的ファンドは国際海外グロースファンドであり、1991年後半から1992年前半にかけての TOPIX を大きく上回る基準価格にもかかわらず、急速な資金減が生じている。

資金減が基準価格の下落によるという常識的な関係も観察される。基準価格と資金増減がプラスの関係にあるファンドの多くはこのケースである。図7は3つのファンドを例示している。3つのファンドとも基準価格は1992年には1991年初比で70%以下に低下し、1994年末でも2つのファンドで80%を大きく下回っているし、残りの1つも80%強である。さらに、強調されるべきは、これらのファンドが TOPIX に比してかなり低いパフォーマンスしかあげていないことである。これが資金減をもたらした最大の要素であろう。

V. おわりに

資金減は2つのルートから生じている。1つは投資信託のパフォーマンスの悪さからであり、もう1つはパフォーマンスがよい、とくに、インデックスに比してかなり高いことから生じている。逆に、資金増のルートはパフォーマンスの良さから生じているのはたった3つのケースであり、大部分はパフォーマンスがよくないものであった。その多くはインデックスファンドであった。インデックスファンドの分析対象期間のパフォーマンスはインデックスそのものがよくなかったから当然よくない。インデックスファンドはインデックスを忠実にトラックするものであるから、インデックスから

の乖離が少なければパフォーマンスが悪いと非難させる必要はないであろう。しかし、インデックスファンドに比してかなりよいパフォーマンスをあげているファンドの多くが大幅に資金を減らしているのに、インデックスファンドの多くは大幅に資金を増加させている⁵⁾。

さらに、パフォーマンスがインデックスとの差で評価されることが少ないのが特徴である。株式投資信託は株式市場の相場状況の影響をうけるから、評価は株価変動が考慮されるべきであろう。今回の実証分析では、とくに、インデックスよりよいパフォーマンスをあげたファンドが評価されていないことが多いのである。これは投資家が基準価格のインデックスに対する相対的基準ではなく、その絶対的基準を投資尺度としていることを意味しているのであろうか。

投資信託が解約されること自体は投資信託の流動性の側面である。解約以上に新たな販売が生じるならば、資金減とはならない。パフォーマンスのよいものが解約され、販売が増加しない現状と設定額が増加していることから新規設定が多いことが予想される。よいファンドが解約され（投資家の意思かどうかは別にして）、新規設定ファンドが購入されている。投資信託がパフォーマンスでは販売されず（出来ず）、テーマによって販売されている現状が推察される。

最近、投資信託のパフォーマンスを投資家がみられる形で店頭で用意している証券会社があられている。また、ある証券会社は電子メールで投資信託のパフォーマンス開示を行う計画をもっている。さらに、パフォーマンスの評価機関が活動を始めた。投資信託協会はパフォーマンス評価に必要な基準価格や分配金の

データの提供を開始した。このような一連の動きは投資家に投資信託のパフォーマンスによる購入を促進させることが期待される。この動向が本当の意味で投資信託の発展につなげるためには、投資家に対する投資信託教育が重要である。投資信託への正しい理解なくして投資信託の発展はないからである。

注

- 1) ここで分析対象とした追加型株式ファンドは『投資信託事情』による。さらに、タイプも『投資信託事情』に

- よっている。成長型、インデックス型、システム型は株式組み入れ上限が株式100%であり、バランス型は30~70%、年金型は50~70%、C B型は30~50%の株式組み入れ上限がある。
2) 投資信託の収益率計算には今井英彦氏（武蔵大学）の協力を得た。
3) 4節の実証分析は米村浩氏（琉球大学）に負っている。
4) 1996.10.26『週聞東洋経済』による。
5) インデックスファンドの大量追加設定の理由の1つは、大型ファンドの償還時にその資金をインデックスファンドにシフトさせるためといわれている。

(武蔵大学教授・当所主査研究員)