

我が国単位型投資信託の 逆サバイバル現象について：ノート

高山 俊 則

要 旨

本報告では、我が国単位型投資信託が抱えていた問題を報告する。

我が国においては、欧米と異なりパフォーマンスの良いファンドほど解約されやすく、ファンドが逆に淘汰されてしまうという現象が起きていたことを紹介する。これは逆サバイバル現象であるが、本現象が我が国投資信託ビジネスのひとつの問題点であることを浮き彫りにする。

目 次

I. はじめに

III. 今後の分析の展開に関して

II. 逆サバイバル現象

I. はじめに

我が国の投資信託は1980年代に入り著しい拡大を示し、ことに80年代後半の株式市場の活況、金融環境の変化の中で個人金融資産における重要な地位を占めるに至った。この間、投資信託純資産総額も、83年には10兆円台、86年に20兆円台を達成し、その後も89年末の58兆円に至るまで加速度的に資産を拡大していった。86年以降の株式市場の活況を背景に株式投資信託の急激な資産拡大が大きく寄与しており、このことが逆に90年以降の日本株式市場の未曾有の暴落により、投資信託業界に対し深刻な問題を提起することとなった。

すなわち当時設定された株式投資信託のうち約70%を占め、信託期間が4～5年と比較的短い単位型投資信託の多くが額面割れや償還延長を余儀なくされた。また、追加型のファンドにしても相次ぐ基準価額の下落により、いわゆるナンピン買いの意欲を喪失させてしまった。

90年代に入ってから投資信託市場のひとつの大きな特色は、この過程の中で単位型投資信託が償還延長問題の終焉と共に、その設定額が大きく減少してしまったことである。運用会社の観点からは、株式等危険資産に投資しながら満期のある商品を活用する際には、リスクのみならず、その安定した期間利回りを確保するために、元本や残存運用期間も意識したリスク管理が要請されていた。したがって、運用会社は証

券の売買タイミングまでをも意思決定せざるをえず、売買のタイミングを顧客の判断に委ねる追加型投資信託が商品の中心となってきたのは周知のとおりである。では、単位型投資信託は顧客にとり魅力の無い商品となってしまったのであろうか。また、運用会社は本当に運用が困難であるために設定を取り止めてしまったのであろうか。

本報告では、単位型投資信託が抱えていた別の問題を報告する。これは、所謂逆サバイバル現象である。サバイバル現象とは、運用パフォーマンスの悪いファンドが淘汰され、パフォーマンスの良いファンドに資金が流入する現象を指し、欧米の投資信託に典型的な経験事実である。我が国ではこれとは全く逆の現象が起きていたことをいくつかの具体的なファンドを通じて紹介する。これは、投資信託に携わる者ならば、半ば周知の事実であるが、意外とその実態は公には知られていない。本報告が我が国投資信託市場のひとつの疑問点を浮き彫りにすることが出来れば幸いである。

Ⅱ. 逆サバイバル現象

例 1 : A 社の新規設定・解約状況

以下の表 1 は、A 社の定時・定型商品を除く単位型投資信託の新規設定・解約状況である。設定年(暦年ベース)毎の設定本数、うち期前償還本数、およびその比率を纏めたものである。

表から明らかなように、その後数年間株価が堅調である設定年ほど、設定されたファンドに占める期前償還率は明らかに高い。また、1986 年、1987 年を見てみると、期前償還率と設定本数が共に高い時期であったことが分かる。この

表 1 期前償還された単位型投信の要約表
(A 社のケース)

設定年	設定本数	期前償還本数	期前償還率(%)
1985	12	2	16.7
1986	13	9	69.2
1987	27	14	51.9
1988	23	2	8.7
1989	33	1	3.0
1990	21	5	23.8
1991	3	0	0.0
1992	7	7	100.0
1993	7	4	57.1
1994	11	3	27.3
1995	13	8	61.5

ことから次のことが言える。すなわち、投資家は投信を満期まで保有することなく期中解約し、新規設定されたファンドへの乗り換えを行っていたであろうということである。

例 2 : B 社のファンドの期前償還までに至るケース

以下の表 2 は B 社において、1992 年 4 月に設定されたファンドの基準価額、残存口数率の推移を抜粋して示したものである。

当ファンドはクローズド期間が存在せず、1998 年 4 月が信託期間満了であった。しかし、基準価額の好パフォーマンスを反映し、設定後 6 ヶ月の間に設定時口数の半分が期中解約されている。そして約 1 年間の運用経過後には、残存口数率が 25% を下回り、2 年経過後には 10%

表 2 期前償還までのファンド推移(B 社のケース)

年 月	基準価額 (円)	残存口数率 (%)
1992. 10	10,407	48.02
1993. 5	10,693	23.27
1994. 5	10,492	9.55

を下回るに至っている。当初の段階では運用期間を6年を予定し設計されたファンドにおいて、その半分の運用期間を経過することなく、7月に期前償還を迎えるに至っている。

例3：C社ファンドの期中解約が進まないケース

以下の表3はC社において、1990年5月に設定されたファンドの基準価額、残存口数率の推移を抜粋して示したものである。

本ファンドは我が国株式市場の下落の影響を受け、設定来より元本を下回っていたものである。例2の場合と比較して、残存口数率が75%、50%、25%以下になるまでそれぞれ2年、3年、4年以上の年月を要している。すなわち、ファンドパフォーマンスが悪化している場合においては、期中解約の進み方が非常に緩慢である傾向がうかがえる。

表3 期中解約が進まないファンド推移
(C社のケース)

年 月	基準価額 (円)	残存口数率 (%)
1992. 10	7,127	74.44
1993. 5	7,942	44.18
1994. 5	6,657	24.73

Ⅲ. 今後の分析の展開に関して

これまで見てきたように、我が国においては、もしくは収益率がプラスである単位型投資信託は、かなり早いうちに解約による口数の減少が始まっており、募集時に定められている信託期間満了を迎えるかなり以前の段階で、運用開始時の口数が半減してしまっている傾向を持つ。特に、設定来パフォーマンスの比較的良好なファンドは、クローズド期間明け後に大量の解

約が発生し、期前償還を余儀なくされるものもある。このことから、いくつかの問題を提起することができる。すなわち、当該商品の設計段階で意図していた商品コンセプトがその本来の目的を達成していなかったのか、もしくはそもそも当初から、当時大量に設定されていた単位型投資信託はそもそも顧客のニーズにそぐわないものであったのか、ということである。このような解約パターンは、顧客の最適な行動により発生していたのか、ということも重要な問題である。

本報告は、この問題意識に関する基礎的な事実確認に留まっているが、今後の重要な研究方針を投げかけることができる。まず、この解約による口数減少の特徴を全ファンドに対して見出し、いくつかのケースで確認した特徴が普遍的な事実として成立するかを検討することである。もしこのパターンがファンドにより、また運用会社や販売証券会社により異なる場合には、その差異を明確にすると共に、それぞれに固有な特徴を明確にすることである。

このような実証分析を行うには、近年経済学やファイナンス領域でも応用されてきている生存時間解析の枠組みを援用することが有益である。運用会社毎の差異を見出すには、変量効果を取り込んだ多変量生存時間解析を用いることで、変量効果の存在に関する仮説検定を行えば良い。Timmerman and Blake [1998] は、米国のユニットトラストのデータを利用し、サバイバル現象の説明を試みているが、我が国投資信託の場合、この逆サバイバル現象が何により説明されるかを明らかにすることは、今後の研究の指針を示すものとして重要であると言える。

参 考 文 献

Timmerman, A. and D Blake [1998], "The Hazards of Mutual Fund Underperform-

ance: A Cox Regression Analysis,"

Journal of Empirical Finance, 57-77.

(元東京都立大学大学院社会科学研究科博士課程)