

株式投信追加型の運用成績（1996年3月末）
 分配金込み基準価額の過去6ヵ月間の騰落率（%）
 月末純資産総額10億円以上

大分類	小分類	本数	平均	最高	最低	マックスの数
国内株式型	一般型	180	10.7	23.4	-4.3	6
	大型株型	7	12.2	14.9	10.4	0
	中小型株型	22	7.0	17.0	1.4	0
	店頭株型	29	3.2	12.0	-3.4	2
	業種別選択型	76	7.9	18.8	-9.4	3
	ミリオン型	19	14.6	18.9	3.3	0
国際株式型	一般型	24	9.0	27.8	-4.0	2
	北米型	8	10.2	24.5	-3.1	2
	アジア・オセアニア型	57	9.2	22.1	0.8	0
	欧州型	3	11.1	15.4	7.6	0
	中南米型	5	5.8	9.2	3.5	0
	アフリカ型	0				
バランス型		43	4.0	12.6	-0.9	6
転換社債型		29	2.4	7.6	2.4	0
インデックス型	日経225連動型	27	18.7	20.6	17.5	0
	TOPIX連動型	20	12.8	14.5	10.2	0
	日経300連動型	29	12.5	13.6	8.0	0
	その他	5	13.8	16.4	11.2	0
業種別インデックス型	建設・不動産株	20	9.4	17.2	3.2	0
	医薬品・食品株	9	15.0	18.9	11.7	0
	化学・繊維・紙株	5	16.7	20.7	13.7	0
	石油・非鉄株	7	18.2	22.1	12.8	0
	鉄鋼・造船株	7	15.5	22.7	12.2	0
	電機・精密株	16	5.5	12.9	2.9	0
	自動車・機械株	11	18.3	20.7	15.4	0
	商業株	13	13.4	19.5	8.4	0
	金融株	12	13.0	14.4	10.9	0
	公益株	10	11.7	14.0	6.1	0
派生商品型		54	3.0	40.2	-26.4	32
合計		747		40.2	-26.4	53

出所：「証券投資信託月報」平成8年4月号

株式投資信託の運用成績の評価について

内田 ふじ子

一、最近の株式投信の運用成績

— 基準価額の騰落率

証券投資信託協会では、株式投信の運用成績として基準価額（分配金込み）の過去六ヵ月間、一年間、三年間、五年間の騰落率を銘柄別に毎月公表している。昨年六月からは、各銘柄を主要な運用対象株式によって二九に分類し、分類内でのランキングと分類ごとの平均値も計算している。ここに掲載した表は、純資産総額が十億円以上の追

加型ファンドについて、三月末現在の過去六ヵ月間の騰落率に関するものである。

三月末の各分類ごとの平均騰落率はすべてプラスであり、どの分類でも平均して基準価額が六ヵ月前より上昇していることが示されている。銘柄別にみても下落したのは全体の七%である。インデックス型と業種別インデックス型の上昇率が高く、とくにインデックス型は銘柄間の格差も小さく、ほとんどの銘柄が二桁の上昇率となっている。それに比べて、派生商品型は銘柄間の格差が大きい。派生商品型には、株価や為替の相場上昇

率を上回る収益を目指すブル型と相場の下落局面での収益上昇を目指すベア型があるため、最近の株高円安傾向で銘柄間の格差が拡大している。上昇率が高まった銘柄も、もっとも大きく下落した銘柄も派生商品型に属しており、下落した銘柄の半分以上が派生商品型である。派生商品型ほどではないが、国際株式型も銘柄間格差が大きい。

以上の結果は、多少の差はあるが昨年八月以降傾向としてみられるものである。平均して、派生商品型と国際株式型の一部を除くと昨年四月以降基準価額が上昇し続けており、最近の運用成績は概して良好であるといえよう。

二、基準価額の上昇率が高めれば良い投信か？

現在、容易に入手できる投信の情報は、新聞等に掲載されている価格情報であり、一般に「運用成績」と呼ばれているものは、前節で述べたようなある期間内の基準価額（分配金込み）の騰落率である。したがって、それが大きいものが良い投信であるかのような印象を与える。しかし、運用成績とは運用能力の成果であり、長期安定的な資金運用手段としての投信は、本来それぞれの運用方針の実現度で評価されるべきである。投資家は、運用方針によって投信を選択しているはずだからである。株価の上昇期には一般に運用能力と関係なく株式投信の基準価額は上昇するし、株価ベア型商品は運用方針に忠実であればその基準価

額は下落するだろう。また、たとえば、運用方針でTOPIX連動型と称している投信の価格上昇率が、ある時期TOPIXの上昇率を大幅に上回ったとする。そのような投信はいったん投資環境が悪化すれば予想外に大きい損失をもたらす可能性があり、投資家の信頼を裏切ることになる。したがって、騰落率の大きさだけでは評価できない。騰落率を評価するには、運用目標となる適当な指標（ベンチマーク）との比較というかたちで行わねばならない。そのためには、各投信において適当なベンチマークが特定化されていないてはならないが、運用目標として具体的なベンチマークを指定しているものは少ないようである。

投信協会の銘柄別騰落率には参考統計として二種の株価指数の騰落率が併載されており、インデックス型（日経二二五連動型）、TOPIX連動型、日経三〇〇連動型）については当該投信の基

準価額の騰落率と連動目標とする指数の騰落率との指数対比率が銘柄別に計算されている。この指数対比率からみると、少なくともインデックス型の投信については、運用目標を忠実に実現しているようである。

適当なベンチマークが見つからない場合には、運用方針が似通った（投資対象や運用手法等において同質性をもつ）投信同士での比較を運用成績の評価とすべきである。投信協会の銘柄別の騰落率ランキングが分類ごとに行われているのはそのためであり、派生商品型の投信の騰落率がインデックス型の投信より高いとしても、それだけで前者の運用成績が良いということにはならない。

三、リスクを考慮した運用成績の評価

受益証券説明書には、当該投信の運用方針が、リターンとリスクで分類された五つのカテゴリー（安定重視型、利回り追求型、値上がり益・利回り追求型、値上がり益追求型、積極値上がり益追求型）のいずれに属するかを明示することが義務づけられている。リスクというのはリターン（分配金込み基準価額の騰落率）の不安定性のことである。リスクの大きいファンドにはそれに相応した高いリターンが期待されねばならないし、リスクが小さければ低いリターンしか期待できないので、図は右上がりになっている。同じ五％の値上がりでも安定重視型の五％と積極値上がり益追求型の五％では自ずと評価は異ならねばならない。

わが国の投信ではリスクを考慮した運用が行われていない可能性があることや投信の構造上の問題点等わが国投信市場の非効率性が指摘されている。

（注）単位型株式投信に関する新美一正論文によれば、九〇年以降、リスクを考慮した運用が行われており、委託会社の運用には改善の跡が見受けられている。（Japan Research Review 一九九三・一〇）

四、運用評価機関の仕事

公平に正しく評価された運用成績が比較可能な形で公表されることは、投信委託会社間の運用競争を促進し投信市場の効率性向上に寄与するであろう。基準価額の騰落率は全銘柄について公表されているが、それだけでは短期的な基準価額の上昇を目的とする運用競争となるおそれがあり、長期的な視野に立った運用がおろそかになる可能性

したがって、リスクを考慮したリターンが計測されれば、すべての投信を比較できることになる。

現代ポートフォリオ理論では、リスクとリターンの均衡関係（マーケット・ライン）からの乖離の大きさを運用成績の尺度としている。リスク調整後の運用成績評価基準としてシャープ・レシオ、トレーナー・レシオおよびジェンセンのアルファ等の指標が考案されている。計測されるリターンやリスクは過去の実績値であるが、それをを用いて将来の価格を確率的に予測することも可能となる。

わが国の株式投信の運用成績についても実証分析がいくつも行われているが、いずれにおいてもポートフォリオ理論で主張されるようなリスクとリターンの関係が認められず、また、ほとんどのファンドの運用成績はマーケット・ラインで表される市場平均をつねに下回っていた。そのため、

がある。投資家にとっても、基準価額の騰落率とというのは、過去の実績であって将来も実現するという保証がない以上は投信選択の資料として役に立ちそうもない。そればかりか、デリバティブや発展途上国の証券を組み込んだ投信については、そのリスクが奈辺にあるのか分からない投資家にかえって無謀な選択をさせかねない。投信の評価には価格情報だけでは不十分であり、欧米に存在する運用評価専門機関が提供しているような多角的な情報が必要であろう。

アメリカの個人投資家向けの投信情報機関であるモーニングスター社の場合、以下のような情報を提供している。すなわち、具体的な運用方針、ファンドマネジャー名、設定以来の純資産額の推移、総収益率（元本値上がり分と分配金に分けて）、リスク指標、シャープ・レシオ、ファンドの構成（組み入れ資産、その銘柄名と投資金額）、売

買回転率、税金や手数料関係のデータ、署名入りの定性分析等。そして、ヒストリカル・プロフィールとして五段階の総合評価（レーティング）を行っている。このような評価には、信頼できるデータベースや広い情報網、技術的専門的知識が要求されよう。

投信協会では、投信のパフォーマンス評価を行うおうとする中立公正な民間機関に対し、今秋をめぐりに基礎データを適時適切に提供する仕組みを確立すべく検討中とのことである。

五、投信定着のために

昨年、投資信託市場では数々の改革が行われ、今年はその成果が問われる年となった。最近の株式投信の基準価額でみた運用成績は概して良好であり、新聞には連日のように販売会社の意欲的な

広告が掲載され、値上がり率の高さを数字やグラフを使って宣伝しているものもある。しかし、解約額は依然として高水準であり、残高は相変わらず減少し続けている。

昨年の「投資信託に関する調査」によると、投信保有未経験世帯は全体の七七・五%、金融商品としての投信の認知率は「よく知っている」と「およその仕組みについて知っている」の合計で二四・七%である。それは、投信に対する知識の普及が新しい投資家層の開拓につながる可能性が大きいことを示している。未経験者層へ積極的にアプローチする一方で、資産運用手段として投信を定着させるため、運用能力の向上を図るとともに、投資家が販売会社の販売戦略に惑わされることなく自らの投資目的に合った投信を自己責任で選択できるような情報インフラの構築が待たれる。

(うちだ ふじこ、当研究所主任研究員)