

金融庁プログレスレポートとアクティブ運用に関する3つの論点

2020年9月2日

明田雅昭

(公益財団法人 日本証券経済研究所)

金融庁プログレスレポートとアクティブ運用に関する3つの論点

(要約)

金融庁は「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」を発表した。この中で日本の公募投信データを使ったパフォーマンス分析を示し、アクティブ投信のパッシブ投信に対する劣後を強調している。その上で国内系運用会社の問題点を指摘している。しかしながら、この実証分析には一部に違和感があり、本稿では筆者が疑問に感じた点を確認した。

本稿では3つの論点を検討した結果、次の5点を提案したい。(1-1)パフォーマンス評価指標としてシャープレシオを使っているが、この指標に最も相応しくない毎月決算型投信を除外してみる。(1-2)国内公募投信の少なからぬ割合は外資系運用会社が担っている点を考慮してみる。(2)国内株式アクティブマネジャーはインデックスファンドではなく個人と外国投資家と競争していることを認識する。(3-1)小規模投信のパフォーマンス劣後の議論では、ファミリーファンドやファンドオブファンズ（注）の存在を考慮してみる。(3-2)小規模投信のパフォーマンス劣後問題ではアクティブシェア分析を追加したら新たな問題が浮き彫りになるかもしれない。

本稿は分析すべき視点の提示にすぎない。個別投信データを分析する環境を有する投信評価会社や金融系シンクタンクのアナリストによる実証分析を期待したい。

目次

1. はじめに
2. 分析対象の特定
3. 論点1：アクティブ投信の劣後は本当か
 - 3.1 プログレスレポートの実証分析
 - 3.2 毎月決算型投信が邪魔をしている
 - 3.3 国内株式アクティブ運用に限定しても善戦
 - 3.4 外資系運用会社の存在を考慮していない
4. 論点2：国内株式アクティブマネジャーは誰と競争しているのか
5. 論点3：少額投信の劣後は何を意味しているのか
 - 5.1 FF形態とFoFs形態の存在を考慮していない
 - 5.2 アクティブシェア分析をしたらどうか
6. おわりに

金融庁プログレスレポートとアクティブ運用に関する3つの論点

公益財団法人 日本証券経済研究所
特任リサーチ・フェロー 明田雅昭

1. はじめに

本年6月19日に金融庁は「資産運用業高度化プログレスレポート2020」¹（以下、プログレスレポート）を公表した。資産運用業の現状を踏まえつつ内外の資産運用会社等とのヒアリング・対話等を通じて、日本の資産運用業を高度化するための課題や今後の対応について取りまとめたものである。プログレスレポートは3部構成になっており、Ⅰ部で「現状」を分析し、Ⅱ部で「主な課題」を整理し、Ⅲ部で「対応の方向性」を提示している。資産運用業界で長く議論されてきた課題や慣行について体系的な整理を行い、業界が向かうべき方向性を示したもので、関係者から大きな注目を浴びている²。筆者としてはプログレスレポートを歓迎し、時宜を得た内容をご提示いただいた金融庁に感謝申し上げたい。

Ⅰ部の現状分析では、まず、パッシブ運用の急伸と信託報酬の低下トレンドもあって日本の資産運用会社が厳しい競争環境に置かれていることを確認している。続いて、公募投信のパフォーマンス分析を行い、日本の資産運用会社の運用能力に対して疑問を呈している。その上で、Ⅱ部とⅢ部へ展開するストーリーになっている。公募投信のパフォーマンス分析の結果は「国内のアクティブ公募投信の平均的なパフォーマンスをみると、信託報酬等のコストに見合うだけの水準を確保できていないと考えられる。こうしたパフォーマンスの結果、顧客の支持が十分に得られておらず、公募投信市場の純資産残高も伸び悩んでいる」と要約している。

アクティブ公募投信がパッシブ公募投信に劣後しているかについては、劣後していないという主張も含めて様々な議論がある。筆者は必ずしも劣後していないという主張を支持する者ではないが、今回の公募投信データを用いた分析の内容には一部違和感がある。また、大いに示唆を得た部分もあった。筆者はプログレスレポートのように個別投信データを使った分析を実施できるデータベース環境を有していないので、本格的な分析は出来ないのだが、投資信託協会が開示している投資信託商品別の集計データおよびモーニングスター社がホームページで公開している直近時の情報を活用して、疑問に感じた点の確認を試みた。本稿の分析は何らかの結論を導き出すものとはなっていないが、プログレスレポートで提示された公募投信パフォーマンス分析を一層深め、追加的な課題を見いだすことにつながれば幸いである³。

¹ <https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/20200619.html>

² 業界の反応は、例えば次の論文が網羅的に紹介している。松尾健治、「「資産運用業高度化プログレスレポート2020」～日本のパフォーマンスとファンド数と専用ファンド、欧州のプロダクトガバナンス規制、米国のインベストメント・デューティ・レギュレーション(DOLのESG規制)～」、投資信託事情、2020. Aug

³ 本稿中の事実認識・意見はすべて筆者個人の私見であり、日本証券経済研究所を代表したものではない

2. 分析対象の特定

プロGRESSレポートでは、分析対象とした公募投信の範囲およびパッシブ投信とアクティブ投信の区分について明確な定義が記されていない。投資信託協会の正式な商品区分を図表1に示したがパッシブ投信とアクティブ投信というカテゴリーは存在しない⁴。しかし、プロGRESSレポートに掲載されている図表の注の記述および分析の際の業界慣行などから考えて、分析対象は公募の契約型証券投信の中の株式投信⁵からETFを除いたものであろう。投資信託協会は、株式投信については図表1(b)の株式投信(A)に示されるように、国内、海外、内外に分けて、各々の中でさらに株式、債券、不動産投信、その他資産、複合資産という5つに分けて統計を公表している。また、インデックスやファンドオブファンズという区分でも統計を公表している(株式投信(C)や株式投信(D))。毎月決算型という区分や日経平均インデックス投信やTOPIXインデックス投信という区分もあり、株式投信

図表1 日本の契約型証券投信とその商品分類別内訳

(a) 公募投資信託の全体像				(b) 株式投信の商品分類別内訳					
分類	2014年12月末		2019年12月末		分類	2014年12月末		2019年12月末	
	純資産額	(本数)	純資産額	(本数)		純資産額	(本数)	純資産額	(本数)
契約型証券投信	93,505	(5,404)	123,172	(6,034)	株式投信(A)	77,095	(5,242)	109,908	(5,936)
株式投信	77,095	(5,242)	109,908	(5,936)	国内	24,142	(1,311)	59,587	(1,423)
単位型	1,791	(295)	804	(189)	国内株式	18,527	(912)	50,728	(1,028)
追加型	75,304	(4,947)	109,103	(5,747)	国内債券	2,124	(232)	3,037	(193)
ETF	10,616	(123)	43,345	(176)	国内不動産投信	3,279	(96)	4,599	(131)
ETF以外	64,688	(4,824)	65,758	(5,571)	国内その他資産	6	(5)	42	(3)
公社債投信	16,409	(162)	13,265	(98)	国内資産複合	206	(66)	1,182	(68)
単位型			3	(11)	海外	34,035	(2,459)	23,909	(2,537)
追加型			13,262	(87)	海外株式	7,045	(769)	8,891	(846)
MRF	11,124	(13)	12,624	(12)	海外債券	18,697	(1,173)	9,452	(1,152)
MMF	1,976	(14)	0	(0)	海外不動産投信	5,617	(135)	3,705	(194)
その他			638	(75)	海外その他資産	1,344	(233)	437	(152)
					海外資産複合	1,332	(149)	1,425	(193)
株式投信(C)	77,095	(5,242)	109,908	(5,936)	内外	18,918	(1,472)	26,412	(1,976)
インデックス	17,404	(636)	54,643	(973)	内外株式	3,286	(270)	10,194	(458)
インデックス以外	59,691	(4,606)	55,265	(4,963)	内外債券	4,002	(279)	3,454	(320)
株式投信(D)	77,095	(5,242)	109,908	(5,936)	内外不動産投信	3,079	(76)	1,215	(84)
ファンドオブファンズ	29,053	(1,825)	25,061	(2,104)	内外その他資産	1,007	(153)	481	(86)
FoFs以外	48,042	(3,417)	84,846	(3,832)	内外資産複合	7,544	(694)	11,067	(1,028)
					株式投信(B)	77,095	(5,242)	109,908	(5,936)
					国内株式	18,527	(912)	50,728	(1,028)
					インデク日経225	6,463	(66)	16,450	(85)
					インデクTOPIX	4,799	(64)	24,393	(85)
					その他国内株式	7,264	(782)	9,884	(858)
					毎月決算型	42,666	(1,511)	23,242	(1,315)
					その他株式投信	15,902	(2,819)	35,938	(3,593)

(注1) 公募投信は契約型証券投信と投資法人に大別されるが、ここでは契約型証券投信に限定した

(注2) 2014年12月末の公社債投信の単位型と追加型・その他のブレイクダウンは不明

(注3) 「インデク日経225」と「インデクTOPIX」にはETF含む

(注4) 「その他国内株式」にはJPX日経400インデックスファンドや業種別のインデックスファンドを含む

[出所] 投資信託協会

(純資産額の単位は10億円)

⁴ ただし、例えば投資信託協会発行「投資信託の主要統計」の運用管理費用や販売手数料の推移グラフでは、「インデックス」、「アクティブ(インデックス以外)」という記述がある。パッシブ投信とは、協会商品分類の「インデックス」に属す投資信託と考えてよいだろう

⁵ 株式投信とは、実際に株式に投資するか否かは別として、約款で株式投資を行うことができることとした投資信託のことである。通常の債券インデックス投信、債券アクティブ投信は株式に投資することはないが、約款上は株式投資もすることがある旨記述されているため、株式投信の一商品として分類されている

(B) のような分類で統計を再編集して利用することも可能である。

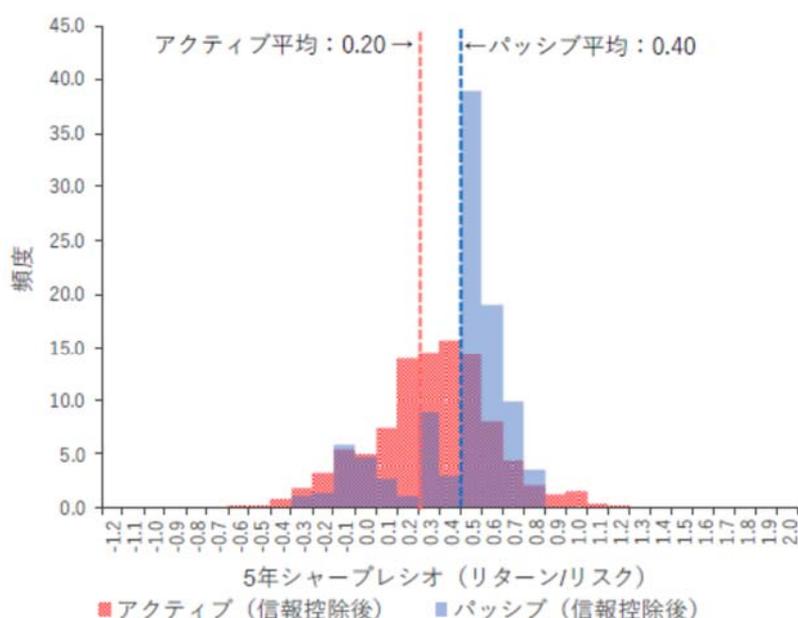
本稿では、プログレスレポートでの分析対象は契約型証券投信のうちの株式投信からETFを除いたものであり、パッシブ投信は「インデックス」に属する商品に、アクティブ投信は「インデックス以外」の商品に対応するものという前提で議論を進める。

3. 論点1：アクティブ投信の劣後は本当か

3.1 プログレスレポートの実証分析

図表2はプログレスレポートからの抜粋で、2014年12月から2019年12月までの5年間に
ついて、パッシブ投信とアクティブ投信のシャープレシオを比較したものである。

図表2 公募投信の信託報酬控除後のシャープレシオ



(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象(ETF等を除く)。標準偏差の3σ
以上は除外の上、各ファンドの5年シャープレシオを加重平均して算出。
投資信託協会の商品区分の「インデックス型」をパッシブとしている
[出所] 金融庁、資産運用業高度化プログレスレポート2020

シャープレシオは、代表的なリスク調整後パフォーマンス指標で、次のように計算する。

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{平均リターン} - \text{安全資産リターン}}{\text{リターンの標準偏差}}$$

シャープレシオは、平均リターンが大きいほど、リターンの標準偏差(リスク)が小さいほど値が大きくなるもので、どれだけ安定的に高いリターンを獲得したかを表す指標である。平均シャープレシオはパッシブ投信では0.40、アクティブ投信では0.20であった⁶。公

⁶ 図表2は5年間の運用実績から計算したものである。明記されていないが、このような分析では、毎月

募投信ではアクティブといえども分散投資が基本であり大きなリスクを取っているわけではない。仮にアクティブ投信のリスクがパッシブ投信のリスクの1.2倍であったとすると、アクティブ投信のリターンはパッシブ投信のリターンの6割しかなかったという計算になる⁷。これは圧倒的な差といってよい。図表2のシャープレシオは信託報酬控除後である。プログレスレポートでは各ファンドの信託報酬を足し戻して信託報酬控除前のシャープレシオも計算し、その資産額加重平均値も表示している。パッシブ平均は0.42、アクティブ平均は0.29となり、差は少し狭まったものの、それでもアクティブのパッシブに対する劣後が著しいことに変わりはない。

なぜ、日本のアクティブ投信の平均パフォーマンスはパッシブ投信にこれほどまで劣後するのか⁸。プログレスレポートでは「パフォーマンスが低くなりがちな少額投信が多いことが一因となっている」⁹と指摘している。これは重大な問題点の指摘となっているのだが、本章では別の問題点を指摘したい。

3.2 毎月決算型投信が邪魔をしている

アクティブ投信が「インデックス以外の商品」（以下、非パッシブ投信）であるとする
と、ここで大きな疑問が生じることになる。

アクティブ運用という言葉を知ると、投資家や証券・運用業界で働く人は、個別企業の財務分析と業績予想を行って成長性が高いか割安な株式に選択的に投資すること（株式運用の場合）、あるいは金利の期間構造と信用スプレッドの変化を予想してポートフォリオのデュレーションとクレジットリスクを調整すること（債券運用の場合）を通じて受託資産の成長を目指す運用と考えるだろう。しかし、このような意味のアクティブ運用を自ら行う投信は非パッシブ投信の中では多数派ではない。一大勢力を占めていたのは毎月決算型投信であった。毎月決算型投信は受益者への毎月の高位安定的なキャッシュフロー支払いを目指した商品であり、長期的な受託資産の成長を目指す商品ではなかった¹⁰。この意味でシャープレシオを使って評価することが最も相応しくない商品である¹¹。

のファンドリターンと安全資産リターンの差を60ヶ月分計算した上で、平均と標準偏差を計算する。結果は月率値なので、それぞれに12と12の平方根(3.4641)を乗じて年率値に変換した上で除算する。ただし、安全資産リターンは、ほぼゼロ金利状態が続いており、また、ファンドリターンと比べるとほとんど定数と見なせることもあり、安全資産リターンを差し引かずシャープレシオを計算することも普通に行われている。プログレスレポートでは安全資産リターンへの言及がないところを見ると安全資産リターンは使わずにシャープレシオを計算している可能性が高い

⁷ アクティブ投信とパッシブ投信の平均リターンを μ_a と μ_p として、リスク（リターンの標準偏差）を σ_a と σ_p すると、 $\frac{\mu_p}{\sigma_p} = 2 \times \frac{\mu_a}{\sigma_a}$ であったことになる。ここで、 $\sigma_a = 1.2 \times \sigma_p$ とすると、 $\mu_a = 0.6 \times \mu_p$ となる

⁸ ただし、シャープレシオを資産分類別にみると国内株式のアクティブは信託報酬控除後ベースでパッシブと概ね同等であるとしている

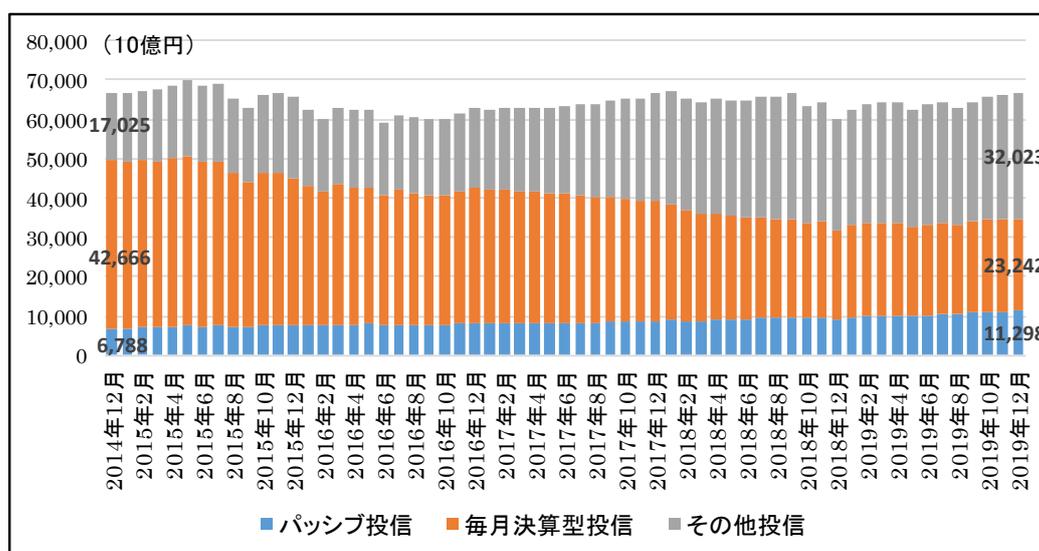
⁹ プログレスレポートの10ページにある記述

¹⁰ 毎月決算型投信の目論見書のファンドの目的の記述をみると、「安定的な利息収益の確保を目指して運用を行います」としているのより、「安定した収益の確保および信託財産の着実な成長をめざします」としているのが多く、中には「信託財産の中長期的な成長を図ることを目標として運用を行います」としているものもあった。本来の運用目的および運用実態と乖離している記述と批判されてもしかたないだろう

¹¹ 毎月決算型投信は普通預金からの取り崩し運用をベンチマークとして評価するのが妥当であろう

非パッシブ投信を毎月決算型投信とその他（以下、その他投信）に分けて、パッシブ投信（インデックス除くETF）とともに過去5年間の純資産額推移を示したのが図表3である¹²。期初段階で毎月決算型投信は純資産額42.7兆円で64%を占めていた。対してその他投信は17.0兆円（26%）に過ぎなかった。顧客本位の業務運営の対局にあると批判された毎月決算型投信は徐々に比率が低下していき、期末には23.2兆円（35%）になり、その他投信は32.0兆円（48%）まで成長した。毎月決算型投信は期間平均でみればパッシブ投信も含めた全体の約半分を占めていたのである。

図表3 独自分類の商品別純資産額推移



[出所] 投資信託協会の統計データより筆者計算

投資信託協会は株式投信商品分類別に設定額、解約額、償還額、収益分配額、純資産総額の集計額を月次データで公表している。このデータを使えば、集約ベースの商品分類別の月次リターンが計算できる¹³。図表4は、パッシブ投信、非パッシブ投信およびその内訳として毎月決算型投信とその他投信について、平均リターン、標準偏差、シャープレシオを計算した結果である¹⁴。

シャープレシオはパッシブ投信では0.47で、非パッシブ投信では0.25となった。プログレスレポートでは0.40と0.20であったので各々2割ほど高めの数字になったが、パッシブ投信の圧倒的な優位性が確認できる。なお、プログレスレポートの値は個々の投信のシャープレシオを資産額で加重平均したものであるが、図表4は設定額など基礎数値を集計した後のデータを使って計算したものである。このように計算すると、平均リターンは変わらないものの、標準偏差は分散効果が効いて小さくなるはずである。このため商品分類の集約

¹² インデックス投信と毎月決算型投信には重複する投信はないと仮定した

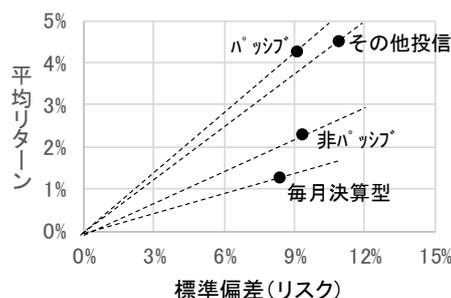
¹³ 具体的には以下の論文を参照のこと。明田雅昭、「投資信託販売における新たな共通 KPI の提案」、日本証券経済研究所ホームページ掲載、令和元年8月30日

¹⁴ 安全資産リターンはゼロであったとみなして計算した

ベースではシャープレシオが標準偏差の分散効果の分だけ高くなるはずで、2割ほど高まったのは主としてこのせいであろう。図表4のパッシブ投信と非パッシブ投信のシャープレシオはプログレスレポートで提示されているパッシブ投信とアクティブ投信のシャープレシオと整合性は高いと言ってもよさそうである¹⁵。

図表4 商品大分類別のシャープレシオ

	パッシブ投信	非パッシブ投信		
	インデックス 除くETF	(右記計)	毎月 決算型	その他 投信
201412純資産額	6,788	59,691	42,666	17,025
(ファンド本数)	(513)	(4,606)	(1,511)	(3,095)
201912純資産額	11,298	55,265	23,242	32,023
(ファンド本数)	(797)	(4,963)	(1,315)	(3,648)
平均リターン	4.29%	2.33%	1.29%	4.53%
標準偏差	9.08%	9.26%	8.32%	10.86%
シャープレシオ	0.47	0.25	0.15	0.42



[出所] 投資信託協会統計より筆者作成

毎月決算型投信のシャープレシオをみると0.15しかなく、非パッシブ投信の中で毎月決算型投信が大きく足を引っ張っていることが確認される。前述の通り、毎月決算型投信はシャープレシオでパフォーマンスを評価するのに相応しくない商品設計であり、パッシブ投信との比較対象としては、その他投信の方がより適切であろう。その他投信のシャープレシオは0.42でパッシブ投信の0.47に及ばないが、平均リターンは4.53%でパッシブ投信の4.29%を上回っていた。信託報酬控除前のシャープレシオを仮計算してみると、その他投信は0.55となりパッシブ投信の0.52を逆転する¹⁶。

このように毎月決算型投信を除いてみると、アクティブ運用はプログレスレポートの主張と比べると相当に善戦しているように見える。シャープレシオはともかくとしてリターン水準だけなら勝っているといつてよいのだろうか。図表1の株式投信(A)の内訳を見てほしい。日本の株式投信は非常に多様である。パッシブ投信とその他投信の純資産額が各商品分類に同じような比率で分布しているのなら、リターンの勝ち負けを論じることができる。しかし、純資産額比率の分布はほとんど間違いなく大きく異なっているはずだ。従って、図表4のパッシブ投信とその他投信の比較でも、依然としてApple-to-Apple（比較可能な同種のもの同士の比較）ではなく、Apple-to-Orange（本来比較することができないもの同士の比較）になっている可能性が高く¹⁷、単純な比較は慎まなければならない。

¹⁵ プログレスレポートは2014年12月から2019年12月の間に継続的に存在した投信を対象にしているはずだが、投資信託協会商品別統計は途中で新規発行されたものも含むという違いがある。このために分析結果の差異が大きくなる可能性もあるが、今回の分析では特に大きな差異はなさそうだ

¹⁶ プログレスレポートの9ページにある図表A.によれば、エクスペンスレシオ（実質信託報酬）はアクティブでは1.49%でパッシブでは0.44%であり、この値を使って仮計算した

¹⁷ 果物の品質や大きさを比較するとき、りんごとりんごなら比較できるが、りんごとオレンジはそもそも比較できないということで、投資戦略（投資対象資産や運用スタイル）が異なる資産運用のパフォーマンスを比較してはいけないという比喩として資産運用業界で使われている用語である

3.3 国内株式アクティブ運用に限定しても善戦

図表1の商品分類別内訳などを見ると、Apple-to-Appleの比較に最も近づきうるのは株式投信(B)の中の国内株式の下で3分類で分析をすることであろう。日経平均インデックス投信とTOPIXインデックス投信とその他国内株式(日経平均およびTOPIXのインデックス投信を除いた国内株式投信)の3つだが、その他国内株式はアクティブ運用が中心を占めると考えられる。なお、2019年12月では国内株式は株式投信全体のうち46%を占めており、その内訳として日経平均インデックス投信は32%、TOPIXインデックス投信は48%、その他国内株式は19%という比率であった¹⁸。その他国内株式が株式投信全体に占める比率は9%である¹⁹。企業分析をベースにして銘柄選択を行うイメージの日本株式アクティブ運用の投信は日本公募投信全体の中で比率が非常に低いことが分かる²⁰。しかもその他国内株式にはJPX日経400インデックス投信や業種別インデックス投信も含まれている。これらのインデックス投信も除外して純粋な国内株式アクティブ運用の投信の統計を得るためには個別の投信からの積み上げを行うしか方法はないだろう。

図表5は国内株式を前記の3つに分類してシャープレシオを計算してみた結果である。日経平均インデックス投信は0.59、TOPIXインデックス投信は0.48、その他国内株式は0.38であった。プログレスレポート記載の平均信託報酬を上乗せして信託報酬控除前になると、各々0.62、0.51、0.48となってパッシブ投信とその他国内株式の差は縮まった。

図表5 国内株式アクティブ運用のパフォーマンス

信託報酬控除後	国内株式				(参考)	
	(右記計)	インデックス 日経225	インデックス TOPIX	その他 国内株式	東証一部 DSI1	東証一部 DSI2
201412純資産額	18,527	6,463	4,799	7,264		
(ファンド本数)	(912)	(66)	(64)	(782)		
201912純資産額	50,728	16,450	24,393	9,884		
(ファンド本数)	(1,028)	(85)	(85)	(858)		
平均リターン	7.66%	9.33%	7.39%	6.29%	7.20%	7.61%
標準偏差	15.77%	15.90%	15.35%	16.40%	15.38%	15.14%
シャープレシオ	0.49	0.59	0.48	0.38	0.47	0.50
信託報酬(プログレスレポートより)		0.49%	0.49%	1.57%	0.00%	0.00%
信託報酬控除前リターン		9.82%	7.88%	7.86%	7.20%	7.61%
信託報酬控除前シャープレシオ		0.62	0.51	0.48	0.47	0.50

注1)「平均リターン」は5年月次リターンの平均の12倍、「標準偏差」は月次値の $\sqrt{12}$ 倍

注2) DSI1は大和日経株インデックスの東証一部・流通時価総額指数(浮動株考慮)

注3) DSI2は大和日経株インデックスの東証一部・上場時価総額指数

[出所] 投資信託協会および大和総研の統計資料より筆者作成

¹⁸ 図表1の(b)の株式投信(B)より $50,728/109,908=0.462$ 、 $16,450/50,728=0.324$ など

¹⁹ 前注釈と同様に $9,884/109,908=0.090$

²⁰ ただし、内外株式、資産複合の投信の中の一部としてアクティブ運用されている日本株式もある

日経平均は相場水準を認識するための指標として圧倒的な知名度を誇っているが、資産運用のベンチマークとしてはTOPIXの方が採用率は高いと思われる。年金運用の分野でのベンチマークはTOPIXが圧倒的で、次ぐのはJPX日経400であろう。日経平均をベンチマークにしている例は仕組債のようなものを除いてほとんど聞いたことがない。投資信託の分野でも日本株式アクティブ運用でのベンチマークの主流はTOPIXであると考えられる。そこで、図表5でTOPIXインデックス投信とその他国内株式の比較に注目する。信託報酬控除前のリターンでは、前者は7.88%、後者は7.86%であり、ほとんど一致している。なお、大和証券グループが計算している東証一部配当込み指数のリターンは、流通時価総額ベースで7.20%、上場時価総額ベースで7.61%であり、これらと比較してもその他国内株式は劣後しているとはいえないだろう²¹。

3.4 外資系運用会社の存在を考慮していない

プログレスレポートでは国内公募投信と米国のミューチュアルファンドを比較して、前者のアクティブ運用の劣後を提示するかたちになっているが、国内公募投信の運用者は国内系の資産運用会社だけではない。図表6は投資信託協会が毎月公表している運用会社別資産増減状況の統計を編集したものである。ETFを除くと純資産額は66.6兆円であるが、そのうち17.9%にあたる11.9兆円は外資系運用会社が運用している。外資系でETFを運用しているのはブラックロック（以下、BR社）だけで、BR社の純資産額のうち90%近くがETF

図表6 公募株式投信における外資系運用会社

資産運用種類と運用会社	純資産額	構成比%
株式投信	109,908	
ETF	43,345	
株式投信除くETF	66,563	100.0%
国内系運用会社	54,636	82.1%
外資系運用会社除くBR社	11,927	17.9%
フィデリティ	2,582	3.9%
ピクテ	1,741	2.6%
ゴールドマン	1,264	1.9%
アムンディ	914	1.4%
JPモルガン	829	1.2%
アライアンス	737	1.1%
レグメイソン	546	0.8%
他26社	3,313	5.0%

(注1) 純資産額の単位は10億円で、2019年12月末時点での値

(注2) 外資系でETFを発行しているのはBlackRock(BR社)のみ。

BR社の純資産は1,823で85-90%がETF

(注3) 「国内系運用会社」にはBR社の純資産のうちETFではない部分を含む

[出所] 投資信託協会およびモーニングスター社ホームページの情報を筆者が加工

²¹ この点はプログレスレポートに掲載されている国内株式での国内大手資産運用会社によるアクティブとパッシブの比較とも矛盾していない

である。図表6ではBR社のETFではないパッシブ運用は国内系運用会社に含めている。外資系運用会社はほとんどパッシブ運用を行っておらず、株式投信除くETFのうちパッシブ運用はほとんど国内系運用会社の中に含まれている。図表1から分かるようにETFでないインデックス運用は約11.3兆円あり²²、これはすべて国内系が運用していると仮定すると、国内系のアクティブ運用は43.3兆円となって、株式投信の中のアクティブ運用部分における外資系運用会社の比率は22%に上昇する。

図表7は商品分類別に純資産額で上位10のアクティブ投信²³を一覧したものである。これはモーニングスター社の分類で、国内株式型、国内債券型、国際株式型・国際債券型・バランス型の3つの分類に関して、①インデックスファンドを除く、②過去5年以上の運用実績がある、③決算頻度が年1回か2回である²⁴、という条件で絞り込んだ上で純資産額のランキングをした結果である。

国内株式型では、外資系運用会社はフィデリティ1社だけであるが、大和と野村のファンドは、ファンドオブファンズ形態になっており、組入ファンドの中には外資系が運用しているものもある。国内債券型では運用会社は10社とも国内系であるが、2位以下を大きく引き離している1位の大和の投信はファンドオブファンズであり、約20%は外資系運用会社が運用している²⁵。国際株式型・国際債券型・バランス型では外資系はゴールドマンが2本、アライアンスが1本であるが、国内系運用会社による7本のうち、4本はファンドオブファンズで外資系が運用しているファンドを組み入れている。

図表7の運用会社の列で国内系運用会社の名前がある投信の純資産額は図表6ではすべて国内系運用会社の純資産額に計上されているのだが、その中の一部はファンドオブファンズ形態となっていて外資系が運用している部分がある。図表6の国内系・外資系の区分は委託会社ベースのものであり、実質的な運用者ベースに変えると国内系として計上されている純資産額の一部は外資系に振り替えられることになる。この事実からしても図表6の外資系運用会社の11.9兆円をもって外資系の運用純資産額とみるのは過小評価である。

図表6にある外資系運用会社は7社であるが8位以下の会社も含めて眺めてみると、世界に知れ渡る錚々たる外資系運用会社が名前を連ねている。これらの外資系運用会社がおそらくアクティブ運用の2割以上のシェアを持っていることを考えると、日本の公募投信のパフォーマンス分析を行い日本の資産運用業の問題点を炙り出すためには、国内系の運用投信と外資系の運用投信を区分けした分析を行うべきではないだろうか。

²² インデックス投信が54.643兆円でETFが43.345兆円なので、ETF以外のインデックス投信は11.298兆円となる

²³ 正確には非パッシブファンド

²⁴ この③の条件により毎月決算など分配金目的の投資信託を除外した

²⁵ 月次レポートによれば2020年6月30日時点でマニユライフ・インベストメント・マネジメント社運用のファンドが19.8%を占めている

図表7 アクティブ運用の純資産額上位10投資信託の投資形態と運用主体

投資信託名	運用会社	純資産額 (百万円)	投資対象		投資形態	運用主体	
			資産	地域		自社	他社
【国内株式型、アクティブ】							
ひふみプラス	レオス	500,488	株式	グローバル	FF	○	
フィデリティ・日本成長株・ファンド	フィデリティ	390,655	株式	日本	FF	○	○
(ダイワFW)日本株式セレクト	大和	347,799	株式	日本	FoFs	○	○
さわかみファンド	さわかみ	277,742	資産複合	グローバル	単独	○	
(野村FW)日本株	野村	177,784	株式	日本	FoFs	○	○
国内株式SMTBセレクト(SMA専用)	三井住友TAM	128,793	株式	日本	FoFs	○	○
ひふみ投信	レオス	124,344	株式	グローバル	FF	○	
スパークス・新・国際優良日本株ファンド『愛称:厳選投資』	スパークス	89,951	株式	日本	単独	○	
トヨタ自動車/トヨタグループ株式ファンド	三井住友DS	80,679	株式	日本	FF	○	
ニッセイ日本株ファンド	ニッセイ	79,859	株式	日本	FF	○	
【国内債券型、アクティブ】							
(ダイワFW)日本債券セレクト	大和	487,269	債券	グローバル	FoFs	○	○
(SMBC FW)日本債	三井住友DS	179,273	債券	日本	FoFs	○	
DLIBJ 公社債オープン(中期コース)	アセマネOne	48,329	債券	日本	単独	○	
ノムラ日本債券オープン(野村SMA・EW)	野村	38,355	債券	グローバル	FF	○	
東京海上・日本債券(野村SMA・EW)	東京海上	31,116	債券	日本	FF	○	
DLIBJ 公社債オープン(短期コース)	アセマネOne	21,821	債券	日本	単独	○	
MHAM 物価連動国債ファンド『愛称:未来予想』	アセマネOne	20,889	債券	日本	FF	○	
ニッセイ日本インカムオープン(年1)『愛称:Jボンド(年1回決算型)』	ニッセイ	20,269	債券	日本	FF	○	
ノムラ日本債券オープン(確定拠出年金)	野村	17,519	債券	日本	FF	○	
東京海上セレクトクオン・日本債券	東京海上	17,485	債券	日本	FF	○	
【国際株式型・国際債券型・バランス型、アクティブ】							
netWIN GSテクノロジー株式ファンドB(H無)	ゴールドマン	533,453	株式	北米	FF	○	○
東京海上・円資産バランスファンド(年1回)『愛称:円奏会(年1回決算型)』	東京海上	288,454	資産複合	日本	FF	○	○
野村 インド株投資	野村	275,745	株式	エマージング	FF	○	○
投資のソムリエ	アセマネOne	250,966	資産複合	グローバル	FF	○	○
(ダイワFW)外国株式セレクト	大和	222,226	株式	グローバル	FoFs	○	○
セゾン バンガード・グローバルバランスF	セゾン	213,199	資産複合	グローバル	FoFs	○	○
netWIN GSテクノロジー株式ファンド A(H有)	ゴールドマン	178,923	株式	北米	FF	○	○
AB・米国成長株投資Bコース(H無)	アライアンス	175,536	株式	北米	FF	○	○
分散投資コア戦略ファンドS『愛称:コアラップs』	三井住友TAM	147,372	資産複合	グローバル	FoFs	○	○
(ダイワFW)外国債券セレクト	大和	146,778	債券	グローバル	FoFs	○	○

(注)純資産額は2020年8月7日時点で、運用開始から5年以上前のファンドを対象にの上位10ファンド。FFはファミリーファンド、FoFsはファンドオブファンズの略号

【出所】モーニングスター社のホームページおよび各ファンドの目録見書より筆者作成

4. 論点2：国内株式アクティブマネジャーは誰と競争しているのか

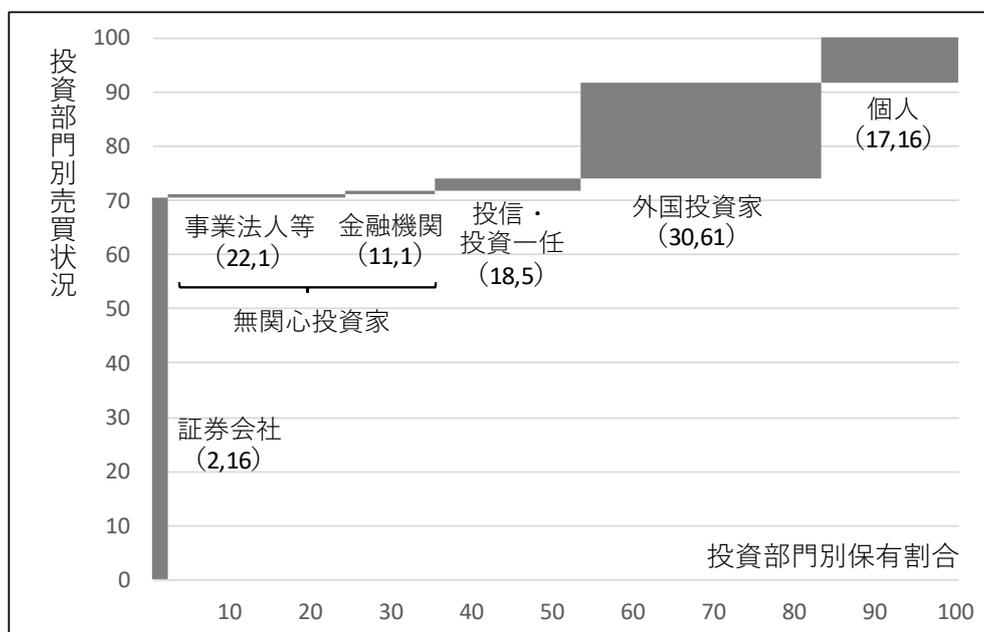
3.3で示した分析によると、信託報酬控除前のリターンでは国内株式のアクティブ投信のリターンがTOPIXインデックス投信のリターンとほぼ一致していた。この結果をみて、次のロジックを思い出す業界関係者も少なくないだろう。

- ①すべてのアクティブ運用とすべてのインデックス運用の合計が市場である
- ②すべてのインデックス運用の合計は市場と同じ構成である
- ③その結果、すべてのアクティブ運用の合計は市場と同じ構成になる
- ④①と②のリターンは市場リターンであるから、アクティブ運用の平均リターン（③の平均リターン）も市場リターンである

このロジックはノーベル経済学賞を受賞したWilliam F.Sharpe²⁶が指摘したのものとしても知られているが、ノーベル賞に頼らずとも単純な算数の公式に過ぎない。ある意味で普遍的な真理といえる。しかし、このロジックを日本の公募投信の国内株式運用に当てはめようとする状況はそれほど単純ではない。日本にある資産運用会社に所属するプロのアクティブマネジャーが運用する日本株式資産は、日本株式に対するすべてのアクティブ運用資産のごく一部に過ぎないからである。

図表8は筆者の論文²⁷から転載したものだが、日本株式の投資部門別の統計で、横軸を保有割合とし、影付きの箱形の面積で売買金額の大きさを表したものである。資産運用をしているという意識がない事業法人等が22%、金融機関が11%を保有しており、流動性供給

図表8 日本株式アクティブ運用の競争者



(注)東京証券取引所および日本投資顧問業協会の資料より筆者作成、2018年4月～2019年3月
[出所] 明田雅昭[2020.4]

²⁶ William F.Sharpe, "Arithmetic of Active Management," Financial Analyst Journal, 1991, 47(1):7-9

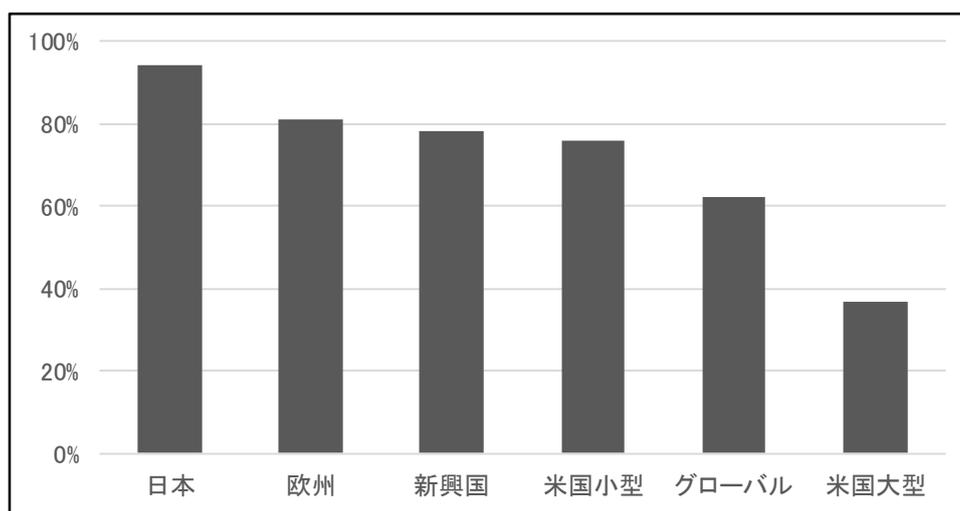
²⁷ 明田雅昭, "低迷市場における敗者のゲーム", 証券レビュー, 2020年4月号

を担う証券会社が2%を保有している。これら3つの部門の売買比率を合わせると18%である。資産運用を競っているのは投信・投資一任と外国投資家と個人の3部門で、保有比率で65%、売買比率で82%を占める。投信・投資一任の保有割合は18%であるが売買比率は5%に過ぎない。しかも投信・投資一任の資産の多くはインデックス運用であり、アクティブ運用の割合は4割以下と考えられる。投信・投資一任のアクティブマネジャーは個人に対して知識・能力・投下時間において優位のはずではないのか。日本の株式市場に関する英語情報の発信量は驚くほど少なく、企業情報に関しては外国投資家と比べて国内アクティブマネジャーは圧倒的に優位にあると考えられる。William F.Sharpeのロジックを是とするならば、投信・投資一任のアクティブマネジャーと能力不足の個人と（多くは情報不足である）外国投資家を合わせたリターンがパッシブ・リターンになるはずだ。能力不足と情報不足の競争相手が数倍以上の規模で存在していることを考えると、プロによる日本株式アクティブ運用のリターンは軽々とインデックス運用のリターンを超えていてもよいのではないのか。リターンがインデックス運用並みというのはむしろ謎ではないのか。

アクティブ運用がパッシブ運用に勝てないという議論はアメリカから始まり世界に広がった。多くの業界専門家や学者の実証研究で支持される仮説となっているが、これに異を唱える主張は今でも繰り返されている。以下では、その一例を紹介する。

米国の資産運用会社のストラテジストがアクティブ運用の意義を唱える記事²⁸の中で、図表9を引用して、アクティブ運用者がベンチマーク指数に勝てる株式市場は世界にはたく

図表9 多くの株式市場で機関投資家マネジャーは勝っている



(注) 2019年12月までの10年間でベンチマーク指数を上回ったアクティブマネジャーの割合、運用報酬控除前、ベンチマーク指数は日本はMSCI Japanで米国大型はS&P500

[出所] Adam Berger[2020.5]

²⁸ Adam Berger, "An index isn't a fiduciary — and six other concerns about the push for passive", Wellington Management, May 2020

さんあると主張している。これはeVestment社の調査結果だそうだが、過去10年で市場別にみた機関投資家マネジャーのベンチマーク指数に対する勝率である。世界で最も効率性が高いと考えられる米国大型株運用では勝率は40%弱に過ぎず、確かにアクティブマネジャーはパッシブ運用に負けている。しかし、それ以外の主だった市場では勝率は優に50%を超えているというのである。特にMSCI Japanをベンチマークとする日本株式運用では勝率は90%を超えているようだ。

かつてこのような図表を提示する際には、何らかのもっともらしい理由を作って、負けているマネジャーの成績を排除し、勝っているマネジャーの成績が多く残るようなバイアスがかかった母集団を作って、恣意的なパフォーマンス計算・提示をしたものである。1980年代に運用会社によるこのようなパフォーマンス提示が横行した結果、機関投資家保護を目的として1990年代から公平で公正なパフォーマンス提示のためのルール作りが約20年かけて行われた。今では、図表9のようなパフォーマンス提示は、GIPS(Global Investment Performance Standard)²⁹に準拠することが義務化されていてバイアスがかかった提示はできなくなっているはずである。

MSCI Japan指数の構成銘柄数は300程度でほとんど大中型株である。2,000銘柄を超えるTOPIXと比べて勝負しやすいという性格はあるかもしれない。しかし、図表8が暗示するように、能力不足の個人と情報不足の多くの外国人投資家が相手なら、図表9が示すようにプロのアクティブマネジャーが勝つこと（それは結果的にパッシブ運用に勝つことになる）は容易なのかもしれない。図表5に示したその他国内株式は外資系運用会社の運用も含むものであるが、結果はTOPIX並みであった。その他国内株式にあるアクティブ運用の投信を国内系と外資系に分けて集計したら、超過リターンは前者がマイナスで後者がプラスになるのだろうか。もしそうなら辻褃があうことになるかもしれないが、そうならない場合は謎が深まることになる³⁰。

5. 論点3：少額投信の劣後は何を意味しているのか

プロGRESSレポートでは、日本の投資信託業界の重大な課題として少額投信の乱立を挙げている。少額投信の発生は専売という販売慣行も一因であるとした上で、「コストに見合わない不採算ファンドや中長期的にパフォーマンスが悪化している等、顧客利益に資さない」少額投信があるとしている。少額投信の乱立は業界内でかねがね問題視されてきていたものの、今回のプロGRESSレポートのように正面切って取り上げられることは少なかつたように思う。金融庁がこの課題を取り上げた意義は大きい。

今回のプロGRESSレポートの少額投信にかかる分析内容には、違和感をもった点と大いなる示唆を得た点があった。

²⁹ 米国 CFA Institute や日本証券アナリスト協会など各国業界の専門協会（自主規制団体）が連携し、委員会、ワーキングチームを作り協議を重ねて開発・合意された国際的なパフォーマンス提示基準である

³⁰ プロGRESSレポートで示されている国内大手資産運用会社8社の国内株式の運用成績から推測すると、国内系と外資系で運用成績はあまり変わらないかもしれない

5.1 FF形態とFoFs形態の存在を考慮していない

プログレスレポートでは一つの投信の年間運営コストを4,000万円と仮置きした上で年間の運用報酬と比べて不採算ファンドを数えている。純資産10億円未満のファンドでは全2,119本中、全ファンドが不採算であり、純資産10～50億円のファンドでは全1,684本のうち1,629本が不採算であると試算している。一つの分散化されたポートフォリオ（投資銘柄数が数十から数百程度のポートフォリオ）の運営に当たり、ファンドマネジャー、アナリスト、トレーダー、ミドルオフィス、バックオフィスなど多くの専門要員が関わるため、年間4,000万円程度の費用がかかるという前提にはそれほど違和感はない。一つの投資信託が単独でこのようなポートフォリオ運用を行っているのなら、その投資信託には年間4,000万円の費用がかかっていると仮定してもおかしくないだろう。プログレスレポートが指摘する「少額投信ほどコスト割れが多額になる」という指摘は正しいのだが、少額投信のパフォーマンス低下の直接的な理由にはならない。「コスト割れ」は当該少額投信の受益者が負担するのではなく、運用会社が自身の損益計算書上で負担するからである。ところで、日本の公募投信で単独運用を行っているものはどの程度あるのだろうか。

図表7をみると、上位10本に入るようなアクティブ投信では単独運用は少ない。国内株式型では2本、国内債券型でも2本、国際株式型・国際債券型・バランス型では一本もない。図表7の投資形態で、FoFsはファンドオブファンズの略で、FFはファミリーファンドの略である。FoFsもFFも投資信託に投資する投資信託である。

FoFsは主として他社が運営する投資信託に投資する投資信託である。この投資対象の投資信託には信託報酬がかかっているため、FoFs側の分と合わせて信託報酬が二重で必要になる。FoFsは個別証券への投資は行わずに資産配分の設定・変更とファンドマネジャー選択を価値の源泉とする投資信託である。図表1の株式投信(D)をみれば、日本の株式投信のうち純資産額で23%、本数で35%がFoFsである。

FFは自社が組成したマザーファンドに投資する投資信託（以下、ベビーファンド）である。運用会社は投資戦略毎にマザーファンドを一つ設定することで実際の投資活動を一本化することができる。このマザーファンドには信託報酬はない。このマザーファンドに投資するベビーファンドを別途組成して、そこには信託報酬を設定し、このベビーファンドを投資家に販売する。この方法によって、同じ投資戦略でも信託報酬率が異なるベビーファンドを複数設定することができ、投資家毎のニーズの違いに応じて細かい対応が可能になる。また、単独運用では、例えば50億円以上の資産がないと実現できない投資戦略であっても、マザーファンドがこの規模を上回っていれば、数億円規模しかないベビーファンドでもこの戦略に基づく運用が実現できるようになる。同じマザーファンドに投資する5つのベビーファンドがある場合、前述の年間4,000万円の運営費用はマザーファンドにかかるものであり、ベビーファンドの運営費用はかなり低いはずで、5本合わせての総費用は4,000万円×5=2億円と比べて大幅なコスト節約が実現できているはずだ。

図表10 ファミリーファンドの例

投資信託の種類と名称	純資産額 (百万円)
<アクティブファンドの例>(野村アセットマネジメント)	
マザーファンド:ノムラ・ジャパン・オープン マザーファンド	
ベビーファンド	
ノムラ・ジャパン・オープン(野村SMA向け)	474
野村 DC日本株式アクティブファンド	3,652
ノムラ・ジャパン・オープン(確定拠出年金)	5,333
野村 国内株式アクティブ(確定拠出年金)	11,678
ノムラ・ジャパン・オープン	27,107
<パッシブファンドの例>(三菱UFJ国際投信)	
マザーファンド:TOPIXマザーファンド	
ベビーファンド	
ファンド・マネジャー(国内株式)	579
三菱UFJ <DC>TOPIX・ファンド	2,933
三菱UFJ TOPIX・ファンド	12,649
eMAXIS TOPIXインデックス	17,437
三菱UFJ DC国内株式インデックスファンド	88,919

(注)純資産額は2020年8月7日、モーニングスター社ホームページから取得
[出所] 各投資信託の目論見書から筆者作成

図表10は国内株式のアクティブ投信とパッシブ投信におけるFF形態の例を示したものである。ノムラ・ジャパン・オープンマザーファンドに投資する形のベビーファンドが、一般公募向け、SMA向け、確定拠出年金向けなどで少なくとも5本あることが分かる。ベビーファンドの純資産は4.7億円から271億円までばらついているが、各ベビーファンドではその資金のほとんど全てをマザーファンドに投資しているので、パフォーマンスもほとんど一致するはずである。パッシブ投信でも同じことで、ベビーファンドの規模が5.8億円しかなくても、FF形態を通じて大規模なTOPIXマザーファンドに投資することにより、極めて精度の高いインデックス運用を実現できるのである。

日本の株式投信のうち何割くらいがFF形態であるのか統計がないので不明であるが、その合理性と図表7にある規模上位投信の状況からみて、FoFsと同じかそれ以上の割合があってもおかしくない。プログレスレポートの少額投信の費用問題の議論で、このFF形態ないしFoFs形態への言及がないことに違和感がある。FF形態やFoFs形態であっても少額投信の「コスト割れ」の可能性は否定できないものの、「コスト割れ」の程度については相当な過大評価イメージになっているのではないだろうか³¹。

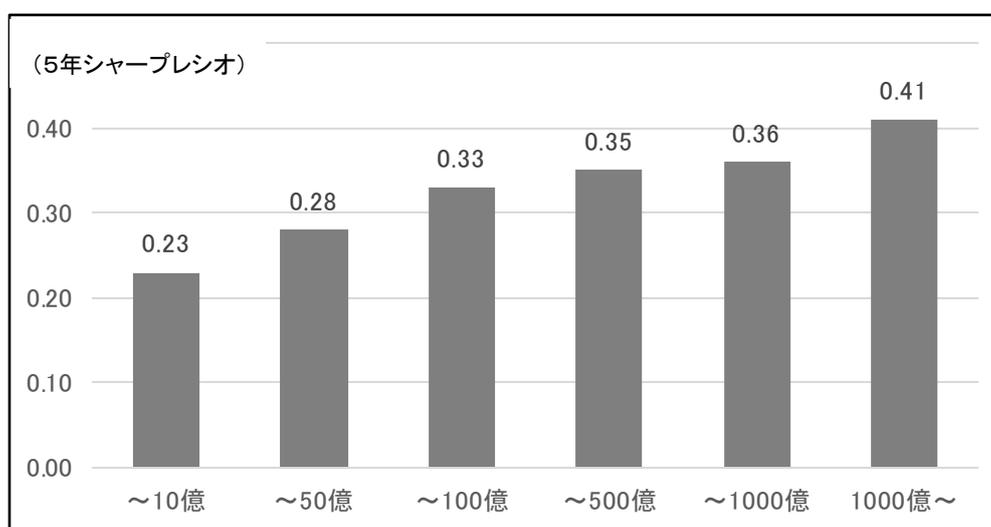
5.2 アクティブシェア分析をしたらどうか

筆者にとって、今回のプログレスレポートの分析図表の中で最もインパクトがあったのは、図表11の資産規模別のパフォーマンスである。この図表はパッシブ投信とアクティ

³¹ 筆者はプログレスレポートが主張する少額投信の積極的な償還・併合策を不要と考えているわけではない。インベストメントチェーン全体でみると不効率性の大きな要因になっていると思うからである

ブ投信の両方を含むものと考えられる。パッシブ投信のシャープレシオはアクティブ投信よりかなり高いこと、図表10からも分かるように、パッシブ投信にも小規模のものがあ
り、そのシャープレシオは大規模投信と変わらないはずであることの2点を考慮すると、
図表11からパッシブ投信を除いたとき規模によるパフォーマンスの差異は拡大するの
ではないか（少なくとも差異が縮小することはないのではないか）。アクティブ投信でもFF
形態であればベビーファンドのシャープレシオは規模によらないはずである。FF形態およ
びFoFs形態の投信を除き単独運用の国内株式投信に限定したら、この規模とパフォー
マンスの関係はより強化されたものになるのか。それとも関係性は消えてしまうのだろうか。

図表11 資産規模別のパフォーマンス



(注) 19年12月末時点の国内公募投信が対象(ETF等を除く)。

各ファンドの5年シャープレシオを純資産額で加重平均して算出

[出所] 金融庁、資産運用業高度化プログレスレポート2020

最近、資産運用業界で認知度が高まっているものにアクティブシェアという考え方がある。アクティブシェアはポートフォリオの構成銘柄比率とベンチマーク指数の構成銘柄比率の差で、アクティブ運用ほど大きな値になる。本稿で提案したいのは投信の運用報告書から得られる期末の保有構成銘柄情報を利用して、今期末ポートフォリオの構成銘柄比率と前期末のそれを比較してみることである。単独運用の非パッシブ国内株式投信に限定して図表11を作り直し、同時にアクティブシェアを計算して対比させたら、深刻な問題を示唆するものとなるかもしれない。

少額投信ほどパフォーマンスが悪い傾向が再現されるとしよう。そして、少額投信ほどアクティブシェアが低いとすれば、それはファンドマネジャーが真面目に運用すればパフォーマンスが向上するのに少額投信ほど運用努力を怠っていることを意味する。これはマネジャーには運用能力があるという証明につながるが、一方で、顧客に対する忠実義務違反をしていることになる。少額投信でも大規模投信でもアクティブシェアが同じ位の大き

さである場合は、同じように努力していてもパフォーマンスは少額投信の方が悪いということになる。この場合、何が原因として考えられるのだろうか。少額投信ほど投資対象銘柄が少なくなるとリスクが大きくなることでシャープレシオが小さくなっているのだろうか。それとも運用会社は少額投信ほど能力が低いファンドマネジャーに担当させているということだろうか。もしそうなら単独運用をやめてFF形態に移し、能力が高いファンドマネジャーの運用に一本化すべきであろう。

資産規模とパフォーマンスの間に関係が見いだせないでしょう。この場合は、規模との関係を見ることはやめて純粋にアクティブ度合いとパフォーマンスの関係を観察する。もし運用を活発に行っているにもかかわらずパフォーマンスに差がなかったとしたら、ファンドマネジャーの運用能力に疑問符がついてしまうことになる。これは日本の株式市場がすでにセミストロング型の効率的市場³²になっていることを意味しているのだろうか。

いずれにしろ、この図表11の「少額投信ほどパフォーマンスが低い」という実証結果については、より深い原因分析が必要だろう。

6. おわりに

本稿は、プログレスレポートの国内公募投信のパフォーマンス分析について、筆者が持った違和感の確認であり、何ら結論的なことを主張するものではない。何らかの主張を行うためには個別の投信データを使った詳細な分析をする必要がある。投信評価会社や金融系シンクタンクのアナリストには、本稿が提示する問題点について少しでも関心を持って、これをヒントにしてより深い分析・洞察に挑戦していただきたい。そのような分析・洞察は、プログレスレポートが提示するⅡ部の「主な課題」やⅢ部の「対応の方向性」に関して新しい視点を追加し、日本の資産運用業高度化に向けてより効果的な施策の提案に繋がるものと期待している。

本稿に関するご意見、ご質問は commenttoakeda01@gmail.com 宛てにお願いします。

³² 過去の株価・出来高情報だけでなく財務分析情報も瞬時に織り込まれてしまい、インサイダー情報以外では超過リターンが得られない株式市場のこと