

「国内運用会社の運用パフォーマンスを示す代表的な指標（KPI） に関する調査」について

2020年8月11日
QUICK資産運用研究所

◇分析データの特徴

（１）ファンド分類別・運用会社別・平均分析データ

- ・分析対象、分析方法は2018年末時点での調査内容（注）と基本的に同一。
今回は計測時点を変更し、計算項目を一部追加した。

（注）「資産運用業者の運用パフォーマンスを示す代表的な指標（KPI）に関する調査」
（公表は令和元年7月3日）

- ・国内籍の公募追加型株式投資信託の運用パフォーマンスを示す重要業績評価指標（KPI）として、シャープレシオと累積リターンを取り上げ、2019年度末（2020年3月末）までの各年度末（3月末）を基準日とした過去5年間のシャープレシオと累積リターンを計測し、主な投資対象で区分したQUICK分類ごとに、各運用会社の平均値を算出。
- ・分析の詳細は以下の通り。

◇分析対象：計測時点で5年間の運用実績のある国内籍公募追加型株式投資信託。ETF（上場投信）およびマネープール相当は対象外。

◇計算項目：対象ファンドのシャープレシオ・累積リターン・価格変動リスクについて、各年度末を算出基準日として過去5年の期間で算出した。

* 算出に使用するリターンは月次リターンで課税前分配金再投資ベース。

その上で、対象ファンドに付与されたシャープレシオなどの指標を「QUICK分類ごと」・「運用会社（※）ごと」に平均集計した（純資産残高加重平均）。

* 加重平均に用いる残高は算出基準日ではなく計測期間の期初（5年前）の数値を採用し、年率リターンは累積リターンの残高加重平均を年率換算した数値とした。

分類ごとに運用会社別のシャープレシオ、累積リターンの順位を掲載。

（※）2018年時点の調査からの追加項目として、「つみたてNISA対象ファンド」ならびに「DC（確定拠出年金）専用ファンド」の平均を集計。加えて、運用会社（および各分類全体、つみたてNISA対象ファ

ンド) 毎に、従来の全体評価に加えて、「アクティブファンド」と「インデックスファンド」に分けて平均を集計した。

さらに、集計対象の純資産残高として、計測期間の期初時点に加えて「期末時点」の残高を集計項目に加えている。

<データ概況>

- ・2019年度は新型コロナウイルスの感染拡大により、2月から3月にかけてこれまで堅調に推移していた世界の金融市場が急変。全ファンドの5年平均リターンがマイナスになった結果、シャープレシオ平均（運用効率）も前年度（2018年度）末のプラスからマイナスに転じた。
- ・分類別をみると「国内株式型」「国内債券型」「国内REIT型」と「バランス型」のシャープレシオ平均がプラスを維持したものの、その水準は前年度から軒並み縮小。その他の分類のシャープレシオ平均はマイナスとなっている。
- ・こうした中で、アクティブ運用を主体にする独立系運用会社の一部や、DC専用とつみたてNISA対象ファンドでは、シャープレシオ平均がプラスとなっている分類もあり、健闘が目立つ。
- ・分類ごとにDC専用とつみたてNISAに着目すると、「国内株式型」と「先進国株式型」のつみたてNISAや「新興国株式型」のDC専用などでアクティブ運用が上位に立っているが、他は総じてインデックス運用が優位の状況。
- ・今回集計に加えた5年間の計算期間の期末と期初残高を見比べてみると、2019年度末の全ファンドの残高は5年前に比べて、20兆円あまり減少。インデックス型は全体で2兆円弱増加した一方で、アクティブ運用型で残高が大幅な減少。集計対象は5年以上運用しているファンドであるため、期間途中の解約による資金流出の規模が大きいことがわかる。

(2) ファンド分類別・運用会社別・信託報酬平均

- ・投資信託は年を追うごとに低コスト化に進んできた傾向がみられる。
- ・インデックス型とDC専用、つみたてNISA対象ファンドは分類によらず信託報酬の低さが鮮明。特に、大手運用会社はインデックス型での信託報酬の低さが目立つ。2019年度末時点の全ファンドではアクティブ型の信託報酬平均1.45%に対し、インデックス型の平均は0.4%と3分の1の水準。
- ・外資系運用会社は総じて信託報酬が比較的高い傾向が見られる。

(3) 運用コストと運用パフォーマンスの相関関係の定量分析

- ・2018年末時点での分析結果とほぼ同様の状況となり、アクティブ運用ファンドでは、ファンドによる相関度合いのバラツキはあるものの、多くの分類において、運用コストと運用パフォーマンスとの間に、統計的に有意なマイナス相関が認められる。
- ・「新興国株式型」などでは統計的に有意なマイナス相関関係が認められない。この点に関しては、株式の保管コストなど信託報酬以外の費用を含む総経費率の運用パフォーマンスに与える影響度合いの大きさが関係している可能性もある。

◇添付データ

- (1-a) ファンド分類別・運用会社別・平均分析データ（過去5年間のシャープレシオ、累積リターン、リスク、純資産残高）。各20年分（2000年度から2019年度までの各年度末時点）のヒストリカルデータ
- (2-a) ファンド分類別・運用会社別・信託報酬の平均（残高加重平均と単純平均。各20年分のヒストリカルデータ）
- (3-a) <相関分析表>運用コストとパフォーマンス
- (3-b) <相関分析散布図>運用コストとパフォーマンス

以上

※データ計算上の注記：添付（１）（２）（３）に関して

◇データ分析の対象：

- ・（１－a）（２－a）（３－a）（３－b）は国内籍公募追加型株式投資信託。ETFおよびマネープール相当は対象外とする。

◇（１－a）と（２－a）の運用会社名（略称）の表示内容について

- ・アクティブファンドとインデックスファンドの両方を運用している運用会社の場合は、アクティブファンド平均は運用会社名の末尾に「A」、インデックスファンド平均は運用会社名の末尾に「I」と表示。「A」「I」の表示がなく運用会社名のみ表示の場合は、運用会社全体の平均を意味する。

（例：「AMOne A」、「AMOne I」、「AMOne」）

- ・運用会社によって、アクティブファンドとインデックスファンドのどちらかしか運用していないケースがある。その場合、運用会社名の末尾で判別できるようにしている。

- ・アクティブファンドしか運用していない運用会社の場合は、運用会社名の末尾に「AA」と表示

（例：「レオス・キャピタルワークス AA」）

- ・インデックスファンドしか運用していない運用会社の場合、運用会社名の末尾に「II」と表示

（例：「日立 II」）

◇ (1-a) の平均分析

- ・対象ファンドの①シャープレシオ、②累積リターンの2種類の指標について、算出基準日から過去5年の期間で算出。
- ・算出基準日を2019年度から2000年度まで最大20年間遡って計算（各年度末時点）。
- ・対象ファンドに付与されたQUICK分類ごと・運用会社ごとに、上記①②の指標を残高加重平均計算。
- ・QUICK分類(16大分類)、2014年10月18日以前に償還したファンドは未付与。今後、分類を見直す場合がある。

分類No. 大分類名

1	国内株式
2	先進国株式
3	興国株式
4	グローバル株式
5	国内債券
6	先進国債券(投資適格)
7	先進国債券(非投資適格)
8	先進国債券(格付混在)
9	新興国債券
10	グローバル債券
11	国内REIT
12	海外REIT
13	転換社債
14	コモディティ
15	バランス
16	その他

- ・QUICK分類およびDC専用、インデックス型／アクティブ型の区分は2020年5月末時点のデータを採用。つみたてNISA対象ファンドは2020年3月末時点を採用。
- ・「インデックス型」に該当するのは、ファンドの目論見書の商品分類（補足分類）で「インデックス型」の記載があるファンド。連動指数の違いは考慮していない。「インデックス型」以外は投資先がインデックスファンドであっても、無条件に「アクティブ型」に区分。
- ・平均計算は単純平均ではなく、すべて残高加重平均とし、残高は算出基準日（期末）ではなく計測期間の期初（5年前）の数値とする。累積リターン（年率）は残高加重平均した累積リターンを年率化。

- ・ 累積リターン、シャープレシオはすべて課税前分配金再投資リターンベース。
- ・ シャープレシオ計算時のリスクフリーレート（無リスク金利）は過去に遡ってすべて0%とした。
- ・ マイナスのシャープレシオの扱いについては、シャープレシオ考案者（William Forsyth Sharpe 氏）の主張通りに、「Negative Sharpe Ratios」も比較対象として問題なく使えるとみなしている。

◇信託報酬に関する留意点

- ・ 採用した信託報酬は2020年5月末時点の実質信託報酬（年率・税込み）で、目論見書記載の上限値（概数の場合あり）。過去からの信託報酬の引き下げや消費増税前の数値など信託報酬の変動は、平均集計において考慮していない。
- ・ 集計対象や分類は（1-a）と同じ。ただし運用期間によらず計測時点で運用中のファンドが対象。
- ・ 純資産残高加重平均の残高は5年前の数値ではなく、期末の計測時点を採用。
- ・ 順位は小数点以下を考慮しても同順の場合がある。

◇ (3-a) (3-b) 運用コストと運用パフォーマンスの相関関係の定量分析について

- ・英 FCA (Financial Conduct Authority) が 2017 年 6 月に開示した Asset Management Market Study Final Report の Annex4 (Assessing the relationship between the price and performance of retail equity funds in the UK) に準じた統計的な定量分析手法を用いて、国内籍公募追加型株式投信の「運用コストと運用パフォーマンスの間の相関関係」について分類別に分析 (対象ファンドや分類は前記と同じ)。

- ・対象ファンド

対象ファンドは、国内籍公募追加型株式投資信託のうち、2019 年度末時点で 5 年間の運用実績があるアクティブ運用ファンド。ファンド目論見書記載の商品分類 (補足分類) で「インデックス型」と明記されていないファンドを「アクティブ運用型」とみなした。(参考) の「日本株インデックスファンド」は E T F を除く。

- ・相関関係を示す回帰係数の分析手法

対象ファンドを Q U I C K 分類ごとに区分し、運用コストと運用パフォーマンスの間の相関関係について、「 $\text{運用パフォーマンス} = \text{回帰係数} \times \text{運用コスト} + \text{定数}$ 」とした統計モデル式を用いて回帰分析 (説明変数が一つの単回帰分析) を行い、相関関係を示す回帰係数を計測すると同時に、係数のプラス・マイナス符号、回帰係数の統計的な有意水準を併せて計測。

運用パフォーマンスは 2019 年度末時点の過去 5 年間シャープレシオ (年率換算) を採用。シャープレシオは月次の課税前分配金再投資リターンを基に計測し、無リスク金利は考慮していない。運用コストは 2020 年 5 月時点の実質信託報酬 (税込み・年率) で、幅のある場合は最大値を採用。

- ・外れ値の除去

英 FCA (Financial Conduct Authority) の手法に準じて、対象ファンドから「外れ値 (outliner)」を除外。運用コストと運用パフォーマンスそれぞれについて分類ごとに四分位に序列化した上で、小さい順に 25% の値を Q1、75% の値を Q3 とし、Q3 と Q1 の差を四分位範囲 (interquartile) として「 $Q3 + 1.5 \times \text{四分位範囲}$ 」超、「 $Q1 - 1.5 \times \text{四分位範囲}$ 」未満をそれぞれ外れ値とみなして、該当ファンドを分析対象ファンドから除外。

- ・散布図と回帰直線

分類ごとに対象ファンドの運用コスト (実質信託報酬) と運用パフォーマンス (5 年シャープレシオ) の関係を散布図に示した。図中の直線は回帰直線で、傾きが回帰係数に対応。