

運用会社のKPI策定と諸論点に関する分析について

2021年6月4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、分析方法はこれまでの調査内容（注）と基本的に同一。
- ・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、2020年末までの各年末時点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。

（注）これまでの調査内容

- ・「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」の公表について（令和2年8月25日）：https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20200828_1.html
- ・「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」の公表について（令和元年7月3日）：<https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20190703.html>

- ・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」・「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。

（※）今回、新たな追加項目として「ESG関連ファンド」の平均を集計。

ESG関連ファンドには、運用方針で「ESG・インパクト投資・SDGs・SRI・CSR・環境・企業統治・女性活躍・人材」に着目した運用を行うと明記しているファンドが該当。

＜データ概況＞

- ・ 2020年はコロナショックで世界の金融市場が急変したが、大規模な金融緩和政策などの後押しを受け、株式相場は急回復。こうした中で、全ファンドの5年平均リターンは前年（2019年）末に比べ、改善。
- ・ 分類別にみると「国内株式型」「国内債券型」「国内REIT型」「海外REIT型」のシャープレシオ平均が前年比で低下した一方で、「先進国株式型」「新興国株式型」「グローバル株式型」「先進国債券（投資適格）型」「先進国債券（非投資適格）型」「先進国債券（格付混在）型」「新興国債券型」「グローバル債券型」「バランス型」などで上昇。海外資産主導の運用パフォーマンス改善が特徴的となった。
- ・ あくまで平均集計での比較という点に留意は必要であるが、全ファンドおよび各分類ともにアクティブ型のシャープレシオ平均がインデックス型を下回る傾向にある点は、前年から特段の変化はない。アクティブ運用を主体にする独立系運用会社の一部が健闘していることも変わりはない。

（2） ファンド分類別・運用会社別・信託報酬平均

- ・ 信託報酬が下がる低コスト化の傾向が続いている。ただ、平均集計した信託報酬は現在の信託報酬を各年末時点の純資産残高で加重平均した数値であり、各年末時点の信託報酬を過去に遡って平均集計している訳ではない点に留意が必要。
- ・ その観点からは、本データの全ファンド平均での低コスト化傾向は、低信託報酬を特色とするつみたてNISA対象のインデックスファンドの残高の拡大が大きく影響しているとみられる。
- ・ 外資系運用会社は総じて信託報酬が高い傾向に変化はない。

（3） ファンド分類別・運用会社別・総経費率平均とその他費用(a)平均

- ・ 信託報酬の全体平均（残高加重平均）は1.3%に対して、総経費率の全体平均は1.28%で、大きな差異はない。
- ・ 総経費率の高低傾向は信託報酬とおおむね同様。インデックス型で低く、アクティブ型が高い。

- ・みかけ上の「その他費用」として、個別ファンドの総経費率と実質信託報酬の差をとった「その他費用(a)」を分類別・運用会社別に平均集計した。
- ・「その他費用(a)」が大きくなる背景について、該当するとみられるファンドの運用報告書に記載の総経費率情報を確認してみると、実際にかかった運用管理費用が目論見書記載の運用管理費用よりもやや大きい場合、開示資料の作成・印刷費用や監査報酬がかかるケース、海外での証券保管費用、ロングショート型特有の信用取引費用や成功報酬など、様々な理由が上げられる。

(4) ファンド分類別・少額投信の平均パフォーマンス・運用コスト分析

- ・純資産残高の大きさを対象ファンドを5グループに分け、シャープレシオや販売会社数などの指標の単純平均を表にまとめた。
- ・集計対象ファンド全体をみると、小規模ファンドであるほど、シャープレシオ・累積リターンの平均が縮小する傾向が鮮明。
- ・インデックス型ではその縮小度合いは小さく、日経平均連動とTOPIX連動型ではシャープレシオ・累積リターンの平均値の水準が異なっていることから、インデックスファンドでは運用資産規模の違いによらず、連動指数自体がパフォーマンスに与える影響が大きいものと考えられる。
- ・アクティブ型では「国内株式型」「先進国株型」「新興国株型」「グローバル株式型」の分類で区分してみても、おおむね小規模なほど、平均パフォーマンスが低い傾向にある。
- ・同じアクティブ型でも、運用通貨の影響を大きく受ける「通貨選択型」、組み入れファンドの入れ替えを積極的に行う「ラップ口座専用」、制度普及の途中にあり小規模ファンドが少なくない「DC専用ファンド」ではこの傾向は薄まる。
- ・通貨選択型・ラップ専用・DC専用を除外したアクティブ型について、分類ごとに運用形態別（直接投資・ファミリーファンド・FOF）に区分して平均集計しても、小規模ほど平均パフォーマンスが低下する傾向が認められる。
- ・ただし、信託報酬と総経費率ともに残高グループ間の格差は小さく、運用コストがパフォーマンス格差に大きく影響しているとは考えづらい。
- ・運用年数は小規模ほどやや短い傾向にある。運用形態によらず、アクティブ型で小規模ファンドと最も相関性が高いのは販売会社数で、小規模ほど販売会社数が少ない。

- ・以上より、小規模のアクティブ型の運用パフォーマンスが大型ファンドに比べ平均的に劣後している理由として、次の点が仮説として考えられる。
- ・専売ファンドなど販売会社がもともと1社もしくは数社にとどまるファンドは、運用パフォーマンスが改善しないまま時間が経過した結果、投資家への訴求力を失って埋もれてしまい、販売会社も増えないという一種の悪循環に陥っている可能性がある。小規模だと運用にかかる人件費や固定費も十分に賄えず、運用改善にかかる労力が大規模のファンドに比べ、自然と見劣りしてしまっているといった状況もありえる。

(5) 国内株式型ファンドのアクティブシェアと信託報酬・運用パフォーマンス

- ・アクティブシェアは株式で運用するファンドの組み入れ銘柄と株式市場平均指数との重なり度合いを示す指標で、ここではTOPIX（東証株価指数）との重なり度合いを計測。組み入れ内容がTOPIXと完全一致する場合のアクティブシェアは0%、全く異なる場合のアクティブシェアは100%になる。
- ・アクティブシェアの大きい順に並べると、一般に「真のアクティブ型」の目安とされる80%以上が295本で、全体（490本）の6割。国内株式型のアクティブ運用ファンドに加え、国内株式型のインデックスファンドとETF（連動指数ごとに純資産残高最大の1本）もアクティブシェアの計測対象とした。
- ・上位には中小型株ファンドが並び、下位にはETFが並んでいる。最下位はTOPIX連動型ETFの約0%（490位）。
- ・ESG関連の国内株式型ファンドのアクティブシェアはまちまち。アクティブ型に限ると80%以上なのは半数あまりにとどまる。

(6) 国内株式型アクティブファンドのアクティブシェアとシャープレシオ・実質信託報酬の相関関係（回帰分析）

- ・アクティブシェアは直近決算日時点の数値であり、パフォーマンスの方は5年前から現在までの数値という点に含み置きは必要だが、アクティブシェアとシャープレシオ（5年）の相関関係を統計的に確認すると、高アクティブシェアほど高シャープレシオの傾向がある。
- ・ただグラフからみてとれるように、ファンドによるバラツキが大きく、高アクティブシェアでも低シャープレシオのファンドが少なくない。同様に、ア

クティブシェアと実質信託報酬も統計的には正の相関関係にあるように見えるが、ファンドによるバラツキは大きい。

(7) ファンドラップ（SMAを含む）の費用および平均パフォーマンス

- ・ ファンドラップ手数料と投資一任受任料（固定報酬制）を足し合わせたファンドラップの継続費用を「年間費用（計算用）」と表記した。投資一任受任料は通常、固定報酬制と実績報酬併用制（成功報酬を含む）で異なるが、ここでは固定報酬制の数値を採用。
- ・ 各社のファンドラップの「年間費用」は1%台が多い（単純平均は1.4%）。「年間費用」をファンドラップ専用ファンドの費用控除後のパフォーマンス評価に使用している。
- ・ 平均パフォーマンスはラップ口座専用と識別できたファンド（SMAを含むファンドラップ専用ファンド）のみを対象に計測。
- ・ 費用控除前（運用コスト控除後）のファンドラップ専用ファンド全体平均のシャープレシオ（5年）は0.47、累積リターン（5年）は16.3%でリスクは6.9%となった。

(参考) 国内株式型ファンドのESGスコアと信託報酬・運用パフォーマンス

- ・ 参考データ分析として、国内株式型ファンド（インデックスファンドおよびETFを含む）についてESGスコアを試算してみた（各ファンドの決算日時点）。ESGスコアは独ESG評価会社アラベスクS-Ray社のESGスコア（ESG総合とE・S・G要素の4つ）を採用した。
- ・ ESGスコア（総合）をみると、大半のファンドでスコア平均の50以上をつけている。ただし、日経平均連動型ETF（ESGスコア：60）を超えるのは16本のみ（うちアクティブ型は11本）。現在、ESGスコアは大型株中心に付与され、スコア付与が現在国内株560銘柄あまりにとどまっていることも関係している。
- ・ ESG関連の国内株式型ファンドのESGスコア（総合）もまちまちで、ESG関連だからといってESGスコアが高いとは言えない。むしろ、日経平均連動型のESGスコアが高いことが示すように、ESGに着目して運用すると謳っていなくても、結果的にESGスコアが高くなっているアクティブファンドが少なくないとみられる。
- ・ 国内株式型アクティブファンドのESGスコア（決算日時点）と5年シャープレシオ（2020年末時点）の相関関係は興味深く、ESGスコア（総合）とGスコアでは正（プラス）の相関関係を示す一方で、EスコアとSスコアでは逆相関となった。

* * * * *

◇納品データ

- (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（2001年から2020年までの各年末時点）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) ファンド分類別・運用会社別・総経費率の平均（残高加重平均と単純平均。2020年末時点）
- (3-b) ファンド分類別・運用会社別・その他費用(a)の平均（残高加重平均と単純平均。2020年末時点）
- (4-a) ファンド分類別・少額投信の平均パフォーマンス・運用コスト分析（純資産残高大小5グループ別の平均。2020年末時点）
- (5) 国内株式型ファンドのアクティブシェアとパフォーマンス・信託報酬一覧（2020年末時点）
- (6) 国内株式型アクティブファンドのアクティブシェアとシャープレシオ・実質信託報酬の相関関係（回帰分析）（2020年末時点）
- (7-a) ファンドラップの費用一覧（2020年末時点）
- (7-b) ファンドラップの平均パフォーマンス（2020年末時点）
- (7-c) ファンドラップの費用控除後平均パフォーマンス（2020年末時点）
- (参考-a) 国内株式型ファンドのESGスコアとパフォーマンス・信託報酬一覧（2020年末時点）
- (参考-b) 国内株式型アクティブファンドのESGスコアとシャープレシオ・実質信託報酬の相関関係（回帰分析）（2020年末時点）

以上

※データ集計上の注記：

◇データ分析の対象：

- ・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。(5)は国内株式型ETFを含み、(7)には国内販売の外国籍株式投資信託を含めている。

◇(1)・(2)・(3)のアクティブ・インデックス欄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、アクティブ型平均は「A」、インデックス型平均は「I」と表示。「A」「I」の表示がない空欄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、アクティブ・インデックス欄で判別できるようにしている。

- ・アクティブファンドのみ運用の運用会社の場合は、アクティブ・インデックス欄に「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のみ運用の運用会社の場合、アクティブ・インデックス欄に「II」と表示

(例：「日立」「II」)

◇（１）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２０２０年末から２００１年まで最大２０年間遡って計算（各年末時点）。
- ・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№。大分類名

1	国内株式
2	先進国株式
3	新興国株式
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

- ・「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）と同じ。
- ・ 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。

◇その他のデータに関する留意点や注記は、各分析データの上部にまとめて記載。ESG関連ファンドの定義は今後、見直す場合がある。