

運用会社のKPI測定と諸論点に関する分析について

2023年4月21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・運用会社別の平均分析データ

- ・分析対象、分析方法は令和4年公表の調査内容（注）と基本的に同一。今回は「ESG関連ファンド」に関する集計を行っていない。
- ・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、2022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）の測定と国内公募投信についての諸論点に関する分析」の公表について
（令和4年4月22日）：https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20220421_2.html
 - ・「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）策定と国内公募投信に関する諸論点についての分析」の公表について
（令和3年6月23日）：https://www.fsa.go.jp/common/about/research/20220623_2.html
 - ・「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。

<データ概況>

- ・ 本年（２０２２年）の投資信託市場のパフォーマンスは、好調だった前年から一変して悪化に転じた。世界的な物価上昇を背景に主要国での利上げが相次ぎ、金融市場が変調。とりわけ株式相場では上昇基調が続いたグロース株（成長株）が総崩れとなる一方で、バリュー株（割安株や高配当株）に見直し買いが入る展開になった。
- ・ その結果、「コモディティ」を除く全分類において、分類別の平均シャープレシオは前年（２０２１年）末に比べ縮小。全ファンドの平均シャープレシオは前年末の０．５０が０．２１に半減した。
- ・ バリュー株運用を得意とする運用会社が上位に入った。国内では長期金利の上昇により、国内債券ファンドの基準価額が下落し、国内債券型では運用会社すべての５年平均リターンがマイナスとなったのも本年の特色。
- ・ つみたてＮＩＳＡ対象のファンド、特につみたてＮＩＳＡ対象のインデックスファンドの平均シャープレシオは上位を維持したものの、つみたてＮＩＳＡ対象のアクティブ型ファンドは順位を下げた。一部の運用会社の順位降下が影響したものとみられる。
- ・ あくまで平均値の比較という点に留意は必要となるが、全ファンド全体の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っている傾向に変化は見られないが、双方の差は前年末に比べ縮小した。

（２）ファンド分類別・運用会社別の信託報酬平均

- ・ 全ファンドを平均した信託報酬は低減傾向が続き、残高加重平均は前年末の１．２５％が１．１６％に低下した。
- ・ 低コスト化を伴ったインデックスファンドの残高拡大が信託報酬の低減を主導している。全ファンドの全体の純資産残高をみると、アクティブ型の合計残高は前年から７兆円あまり減少したのに対し、インデックス型は３兆円程度増加している。

- ・ つみたてNISA対象やDC専用を中心に規模の大きいインデックスファンドを運用している国内系運用会社が低信託報酬ランキングの上位に並ぶ。その一方でランキング下位には、相対的に信託報酬が高いアクティブファンドを運用商品の軸にしている外資系や一部の国内系運用会社が多い傾向に大きな変化はない。

※「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る形で平均集計していない点には留意が必要。

(3) ファンド分類別・運用会社別の総経費率・その他費用平均

- ・ 個別ファンドの直近運用報告書にて開示された総経費率と目論見書に記載の実質信託報酬（上限）の差をみかけ上の「その他費用」とみなして計算。
- ・ みかけ上の「その他費用」はマイナス値をとるファンドが少なくなく、これらも対象に含めて平均集計すると、総経費率と実質信託報酬の差異の実態をつかみづらい面があるため、みかけ上の「その他費用」がマイナスになったファンドすべてを対象から一律に除外して平均集計した。
- ・ その結果、集計対象ファンド全体の総経費率の平均は1.17%となり、信託報酬の全体平均（残高加重平均）の1.12%と大きな差異はない。信託報酬の低減傾向に連動する形で、ファンド全体の総経費率平均は前年の1.34%から低減している。
- ・ 総経費率の高低に関し、インデックスファンドで低く、アクティブファンドで高いのは、総経費率の方が信託報酬の高低よりもやや鮮明な傾向にある。
- ・ 「その他費用」については、アクティブファンドの運用会社で大小の2極化がみられる。独立系では「その他費用」がほぼゼロの運用会社ある一方で、数値が大きい運用会社が少なくない。
- ・ 運用報告書での総経費率の記載基準に統一性が欠けるファンドが散見される。例えば、目論見書では運用管理費用（信託報酬）が基準報酬と成功報酬に分かれるとしている一方で、運用報告書記載の総経費率には成功報酬を除く数値を記載したうえで、注釈において他に成功報酬が発生と記載しているファンドもある。
- ・ 目論見書での総経費率の開示が始まることもあり、投資家が数値を比較する際に誤認しないよう、総経費率の記載基準の統一が必要と考えられる。

(4) 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（組み入れファンドの信託報酬などの運用コストは含まず）」は、各販売会社や同じ販売会社でも商品によって異なり、1%未満から2%台と様々だが、前年に比べ低減した商品もある。
- ・「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た。
- ・平均パフォーマンスは原則、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）を対象に計測。
- ・ファンドラップのパフォーマンスもファンド全般と同様に悪化。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0.31となり前年（2021年）末の0.84から大きく低下。リターン（5年・年率）も2.3%と、前年末の5.3%から悪化した。
- ・費用に関して、ファンドラップは基本的に投資期間中、毎年発生するのに対して、一般のバランス型ファンドは購入時のみに必要となるという違いがあることと、バランス型ファンドのパフォーマンスは販売手数料控除前である点に留意すると、ファンドラップの費用控除後のシャープレシオ（5年）がバランス型ファンド全体の平均値（0.19）を上回った商品は少ない。
- ・その一方で、費用控除前のシャープレシオ（5年）では、バランス型ファンド全体の平均値を上回ったファンドラップが目立つ。
- ・こうしたファンドラップの費用控除前パフォーマンスがバランス型に劣らない傾向は、投資家全体の実際の平均リターンを示す金額加重収益率（インベスターリターン）および、運用者の平均リターンを示す時間加重収益率との比較においても同様の結果が得られた。ファンドラップ全体の5年金額加重収益率と時間加重収益率はそれぞれ1.7%と2.0%。これに対し、バランス型全体はそれぞれ1.1%と1.2%だった。3年と10年の期間でも、10年金額加重収益率を除いてファンドラップ全体が上回っている。
- ・バランス型は、アクティブ型のバランス型ファンドが金額加重と時間加重収益率低下の主因になっているとみられ、バランス型でもつみたてNISAやDC専用に対象を絞ると、大小関係は逆転する。全ファンド全体との比較ではどの期間でも全ファンドの方がファンドラップ全体の収益率を上回った。

- ・金額加重収益率と時間加重収益率との間の大小比較では、5年収益率を除き、3年と10年ではファンドラップとファンド全体、バランス型の大半で金額加重収益率の方が時間加重収益率を下回った。ファンドラップにおけるファンドの入れ替えタイミングに加え、一般のファンドでの投資家の売買タイミングにも改善の余地がある点を示唆している。
- ・ロボアドバイザー（以下、ロボアド）が開示しているパフォーマンスは費用控除後である点が大きな特色。ロボアドはモデルコースのパフォーマンスであり、ファンドラップは商品全体の平均パフォーマンスという違いに留意は必要だが、ロボアドの5年シャープレシオがファンドラップの費用控除後のシャープレシオを上回っているコースが目立つ。
- ・ファンドラップとロボアドが同じ土俵でのパフォーマンス比較を行うには、ファンドラップがロボアド同様のコース別パフォーマンス開示を行うとともに、ロボアドはコース別の運用資産残高を追加開示するなど、情報開示の拡充が望まれる。
- ・ファンドラップの預かり資産残高を各社別にみると、一部期間を除きほぼ右肩上がりの拡大傾向がみられる。

（5）平均保有期間

- ・ファンドの保有期間は購入から解約までの期間を指すのが一般的だが、解約せずに保有を継続している期間も保有期間としての意味合いを持つ。
- ・そこで、平均保有期間を「(a)解約者の平均保有期間」と「(b)未解約保有者の平均保有期間」の2種類に分け、全ファンドとバランス型ファンドを対象にして、全体・アクティブ型・インデックス型、DC専用、つみたてNISA対象の区分で平均集計した。
- ・その結果、全ファンド全体では「(a)解約者」が2.53年、「(b)未解約保有者」が2.87年となった。これに対し、全ファンド・DC専用全体の「(b)未解約者」は2.50年と全ファンドよりもやや短い、「(a)解約者」は4.37年と長い。DC専用ファンドで解約が発生するのは加入者の制度脱退時かファンドのスイッチング時に限られる。積み立て投資を前提としたDCの制度上、解約が少なくなることを反映しているものとみられる。
- ・一方、全ファンド・つみたてNISA対象の「(b)未解約者」は1.34年と短い。低コストのインデックスファンドなどを中心に、足もとで旺盛な資金

が新規に流入するとその分、全保有者を平均した保有期間が短くなることを示している。つみたてNISA対象ファンドはつみたてNISA専用とは限らず、課税口座での売買が活発な例があることや、つみたてNISAは制度が始まってからの期間がまだ5年という点も、平均保有期間が短いのに関係している。

- ・ バランス型でもDC専用ファンド全体の「(a)解約者」は5.01年となり、全ファンドのDC専用全体よりもさらに長い。つみたてNISA対象もバランス型では「(a)解約者」が3.36年と、全ファンドのつみたてNISA対象(1.99年)に比べ長い。こうした結果、バランス型全体の「(a)解約者」は3.41年となり、全ファンド全体(2.53年)よりも1年近く延びている。低リスクのファンドの方が長く保有しやすいという投資家心理を反映している可能性がある。
- ・ バランス型と対比する観点で、ファンドラップの平均保有期間を参考データとして計測した。ファンドラップ全体の「(a)解約者」は2.40年となり、バランス型全体(3.41年)に比べて約1年短い。ファンドラップの特性である組み入れファンドの機動的な入れ替えに対応した結果といえる。

* * * * *

◇納品データ

- ・ 2022 年末 (1-a) ファンド分類別・運用会社別の平均分析
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 5 年分 (2018 年から 2022 年までの各年末時点) のヒストリカルデータ
- ・ 2022 年末 (1-b) ファンド分類別・運用会社別の平均分析 (個別ファンドデータ集)
上記 (1-a) の基にした個別ファンドデータ集 (2022 年末までの過去 5 年分)
- ・ 2022 年末 (2-a) ファンド分類別・運用会社別の信託報酬平均
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 5 年分のヒストリカルデータ)
- ・ 2022 年末 (2-b) ファンド分類別・運用会社別の信託報酬平均 (個別ファンドデータ集)
上記 (2-a) の基にした個別ファンドデータ集 (2022 年末までの過去 5 年分)
- ・ 2022 年末 (3) ファンド分類別・運用会社別の総経費率・その他費用平均
ファンド分類別・運用会社別・総経費率とその他費用の平均 (残高加重平均と単純平均。2022 年末時点)
(3-a) 総経費率
(3-b) その他費用
- ・ 2022 年末 (4) ファンドラップ関連
(4-a) ファンドラップ (SMA を含む) の費用一覧 (組み入れファンドの信託報酬などの運用コストは含まない)
(4-b) ファンドラップ (SMA を含む) の平均パフォーマンス (組み入れファンドの信託報酬などの運用コスト控除後)
(4-c) ファンドラップ (SMA を含む) の「費用控除後」平均パフォーマンス
(4-d) ファンドラップ・全ファンド・バランス型の金額加重収益率と時間加重収益率 (過去 3 年・5 年・10 年)
(4-e) ロボアドバイザーのコース別パフォーマンス (過去 3 年と 5 年)
(4-f) ファンドラップ、預かり資産残高の推移
- ・ 2022 年末 (5) 全ファンドとバランス型の平均保有期間
全ファンド・バランス型ファンドの平均保有期間。参考として、ファンドラップの平均保有期間

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。(4)は対象に国内販売の外国籍株式投資信託を含んでいる。

◇(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。算出基準日は２０２２年末～２０１８年末まで５年遡って計算（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2022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。

※個別ファンドデータ集に関する注記：

2022 年末（1-b）ファンド分類別・運用会社別の平均分析（個別ファンドデータ集）

◇ファンドの並び

分析対象ファンド（※）について、2018 年末～2022 年末（5 年間）の「計測年月日」順・「投信協会コード」順

※ETF を除く追加型株式投信、QUICK 大分類が付記、5 年間の運用実績あり、など

◇データ項目

- ・計測年月日（年末営業日）
- ・投信協会コード（8 桁）
- ・ファンド名（一部略称）
- ・運用会社（略称）
- ・QUICK 大分類 No（1～16）
- ・QUICK 大分類名
- ・設定日
- ・償還日
- ・ファンド形態
FOF：ファンド・オブ・ファンズ、FML：ファミリーファンド（マザーファンドに投資）、空白：その他（直接投資）
- ・インデックス型（の場合のみ、1 をセット）
- ・つみたてNISA 対象（の場合のみ、1 をセット）
- ・DC 専用（の場合のみ、1 をセット）
- ・ラップ口座専用（の場合のみ、1 をセット）
- ・通貨選択型（の場合のみ、1 をセット）
- ・過去5 年間シャープレシオ（小数点以下7 桁）
- ・過去5 年間累積リターン（%、小数点以下7 桁）
- ・年率リターン・月次（5 年間60 ヶ月の月次リターン平均を1.2 倍、%、小数点以下7 桁）
- ・年率リターン・幾何（5 年間累積リターンの複利ベース幾何平均、%、小数点以下7 桁）
- ・過去5 年間リスク・年率換算（%、小数点以下7 桁）
- ・純資産残高（億円、小数点以下2 桁）
- ・5 年前純資産残高（億円、小数点以下2 桁）

2022 年末（2-b）ファンド分類別・運用会社別の信託報酬平均（個別ファンドデータ集）

◇ファンドの並び

分析対象ファンド（※）について、2018年末～2022年末（5年間）の「投信協会コード」順・「計測年月日」順。設定年以降

※ETFを除く追加型株式投信、QUICK大分類が付記、計測時点で運用中など

◇データ項目

- ・計測年月日（年末営業日）
- ・投信協会コード（8桁）
- ・ファンド名（一部略称）
- ・運用会社（略称）
- ・QUICK大分類 No（1～16）
- ・QUICK大分類名
- ・設定日
- ・償還日
- ・ファンド形態

FOF：ファンド・オブ・ファンズ、FML：ファミリーファンド（マザーファンドに投資）、空白：その他（直接投資）

- ・インデックス型（の場合のみ、1をセット）
- ・つみたてNISA対象（の場合のみ、1をセット）
- ・DC専用（の場合のみ、1をセット）
- ・ラップ口座専用（の場合のみ、1をセット）
- ・通貨選択型（の場合のみ、1をセット）
- ・総経費率収集の運用報告書決算日
- ・総経費率（税込み年率%・小数点以下2桁、2022年末時点の欄のみに記載）
- ・実質信託報酬（上限値、税込み年率%・小数点以下7桁、2022年末時点の数値で固定）
- ・純資産残高（億円、小数点以下2桁、計測日時点）